bankinter.

Análisis

Bancos: Italia

Intesa Sanpaolo
Tiene un plan estratégico ambicioso y alcanzable

09-feb.-18 12:30 h

Intesa Sanpaolo	Precio Objetivo	3,60 €
	Recomendación	Comprar

Conclusión: Intesa SanPaolo (ISP en adelante) acumula una revalorización cercana al +50,0% en los últimos 12 meses, muy superior al sectorial bancario y al conjunto del mercado. **Pensamos que ISP tiene aún un potencial de revalorización del +15,6%** - mayor al +6,0% esperado por el consenso Bloomberg – y **reiteramos nuestra recomendación de Comprar con un Precio Objetivo de 3,60 €/acc**.

Racional de inversión: (i) ISP acaba de anunciar un **Plan Estratégico 2018-2021 que consideramos ambicioso pero alcanzable**. El Plan pivota sobre un aumento de ingresos razonable, un esfuerzo adicional en costes y la mejora del perfil de riesgo, (ii) **Las principales partidas de la cuenta de P&G - Ingresos, Margen Neto y BNA – crecen a doble dígito** en 4T'17 y superan las expectativas, (iii) **ISP alcanza los objetivos anunciados para 2017 en un entorno difícil** - tipos de interés en mínimos históricos con la economía italiana creciendo menos que la media europea -. y (iv) **La rentabilidad por dividendo actual es atractiva, sostenible y superior a la media (Ver Tabla 6)**

Perspectivas: **El Plan Estratégico 2018-2021 es ambicioso** y pivota sobre tres ejes: **(i) Aumentar los ingresos a un ritmo del +4,0% anual** con especial énfasis en comisiones –representan el 44,9% de los ingresos actuales- y márgenes, **(ii) Mejorar la eficiencia para alcanzar una ratio costes/ingresos próxima al 45,0%** (vs 52,8% actual) mediante la racionalización de la red de oficinas (-27%) y (iii) **Mejorar el perfil de riesgo sin deteriorar las ratios de capital**. ISP estima una tasa de mora del 2,9% en 2021 (vs 5,5% pro-forma actual) con un coste del riesgo de 40 pb (vs 79 pb actual). La ratio de capital CET-I "*fully loaded*" objetivo se sitúa en 13,1% (vs 14,0% actual; 13,0% tras aplicar la normativa IFR9) con un **BNA de 6.000 M€ (vs BNA ordinario de 3.800 M€ en 2017)**. En consecuencia, **ISP espera mejorar el RoTE en 530 pb hasta el 14,6% y mantener una política de reparto de dividendos elevada**. El Pay –out objetivo es del 85% en 2018 (70% en 2021), lo que implica **una rentabilidad por dividendo objetivo del 8,0% sobre la cotización actual.**

Síntesis de Valoración: Método WEV (*)	
Crecimiento a largo plazo estimado (g)	1,5%
ROTE sostenible estimado	10,6%
Coste del capital (Ke)	9,0%
Precio Objetivo (€/acc)	3,60 €/acc
Precio Último (€/acc)	3,11 €/acc
Potencial de revalorización	**15,62%**

(i) Warranted Equity Value

Evolución Bursátil

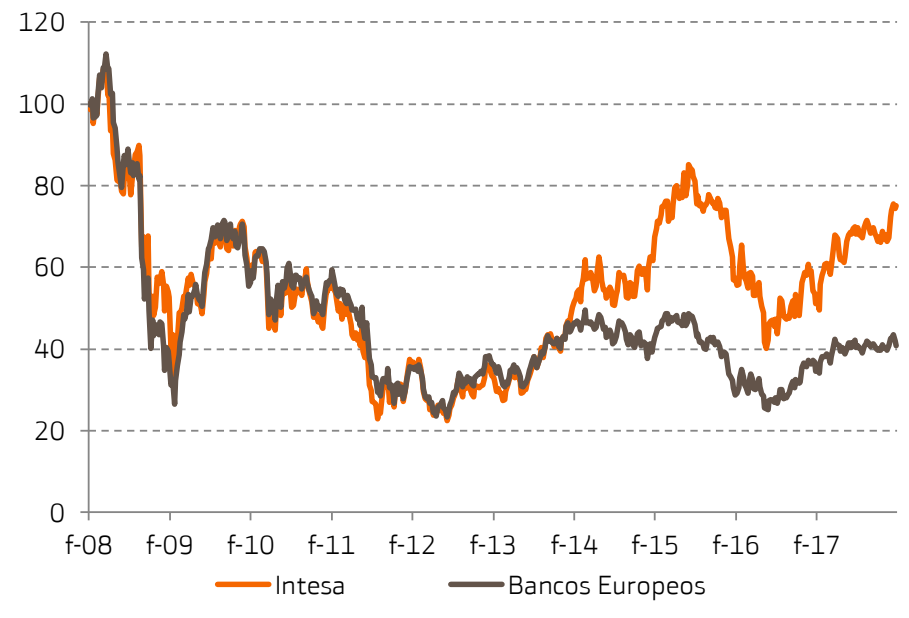


Tabla: 1.- Cuenta de P&G: Evolución Trimestral

Datos en Mills €	4T16	1T17	2T17	3T17	4T17
Margen Bruto	4.208	4.392	9.442	4.719	4.713
Gastos Generales	-3.582	-2.902	-4.904	-3.372	-2.310
Margen Neto	626	1.490	4.538	1.347	2.403
Prov. insolvencias	-991	-503	-588	-505	-1.229
Rdo Explotación	-365	987	3.950	842	1.174
Deterioros & Extraord.	319	223	112	62	502
BNA	776	901	4.337	650	1.428

Tabla 2.- Balance Resumido

% s/ Total	4T16	1T17	2T17	3T17	4T17
Inversión Crediticia	50,3%	49,8%	50,0%	49,8%	51,1%
Cartera Valores (i)	35,1%	35,4%	32,9%	32,9%	32,3%
Depósitos	36,9%	35,1%	35,4%	37,0%	49,7%
Financ. Mayorista	56,3%	58,0%	57,8%	56,1%	43,2%
Fondos Propios	6,8%	6,9%	6,8%	6,9%	7,1%
TCE (ii) / Fondos Propios	75,0%	76,0%	70,0%	73,8%	68,1%
AuM (ii) /Depósitos	104,8%	112,1%	108,1%	111,4%	81,9%

(i) Incluye cartera de negociación y disponible para la venta, (ii) Tangible Equity/FP

(iii) Activos Fuera de Balance

Tabla 3.- Liquidez y Solvencia	4T16	1T17	2T17	3T17	4T17
L-t-D (iv)	136,5%	142,0%	141,2%	134,7%	102,8%
Depósitos/Financ. (v)	39,6%	37,7%	38,0%	39,7%	53,5%
TCE /Activos	5,1%	5,3%	4,8%	5,1%	4,8%
Dendidad capital (iii)	38,1%	37,2%	34,2%	35,7%	35,2%

(iv) L-t-D: Inversión crediticia/Depósitos; (v) Depósitos / Financ. Mayorista & Minorista

Tabla 4.- Indices de riesgo	4T16	1T17	2T17	3T17	4T17
Morosidad	17,0%	17,5%	17,7%	16,8%	17,7%
Tasa de Cobertura	53,4%	51,6%	51,0%	51,4%	51,5%
Coste del riesgo (vi)	1,09%	0,55%	0,60%	0,52%	1,21%

(vi) Provisiones /Inversión crediticia

Tabla 5.-RoTE & Eficiencia	4T16	1T17	2T17	3T17	4T17
ROA	0,4%	0,5%	2,2%	0,3%	0,7%
ROE	6,3%	7,1%	32,4%	4,8%	10,1%
ROTE	8,4%	9,3%	46,3%	6,5%	14,8%
Ratio Eficiencia (vii)	85,1%	66,1%	51,9%	71,5%	49,0%
Comisiones / Costes	57,7%	76,5%	145,8%	75,0%	124,5%

(vii) Costes explotación /Total ingresos

Tabla 6.- Múltiplos de Valoración

	% Revalor.		PER		P/VC	Div
	1M	YTD	18 e	19 e	e	Yield e
Intesa Sanpaolo	9,7	12,4	13,3 x	11,2 x	0,9 x	6,2%
Unicredit	7,7	13,9	11,6 x	8,9 x	0,7 x	2,1%
BPM	12,2	16,6	10,5 x	6,8 x	0,4 x	2,6%
MPS	-4,7	-6,5	n.s	n.s	0,0 x	0,0%
UBI	6,2	13,0	12,8 x	8,5 x	0,2 x	3,3%
Media Italia	5,3	9,2	11,6 x	8,1 x	0,4 x	2,7%
Bancos Europeos	-2,0	1,7	11,2 x	9,9 x	0,8 x	4,2%

Fuente:Bloomberg.

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada
Eva del Barrio
Jesús Amador
Ana de Castro
Elena Fernández
Esther Gutierrez
Joao Pisco
Ramón Carrasco
Susana André (Mkt Support)

http://www.bankinter.com/
Avd. Bruselas, nº 12
28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

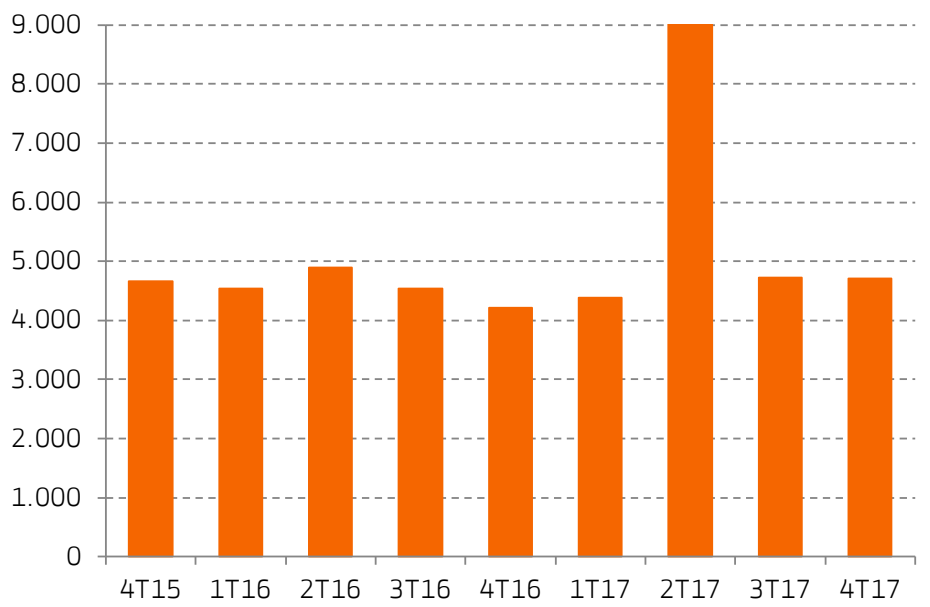
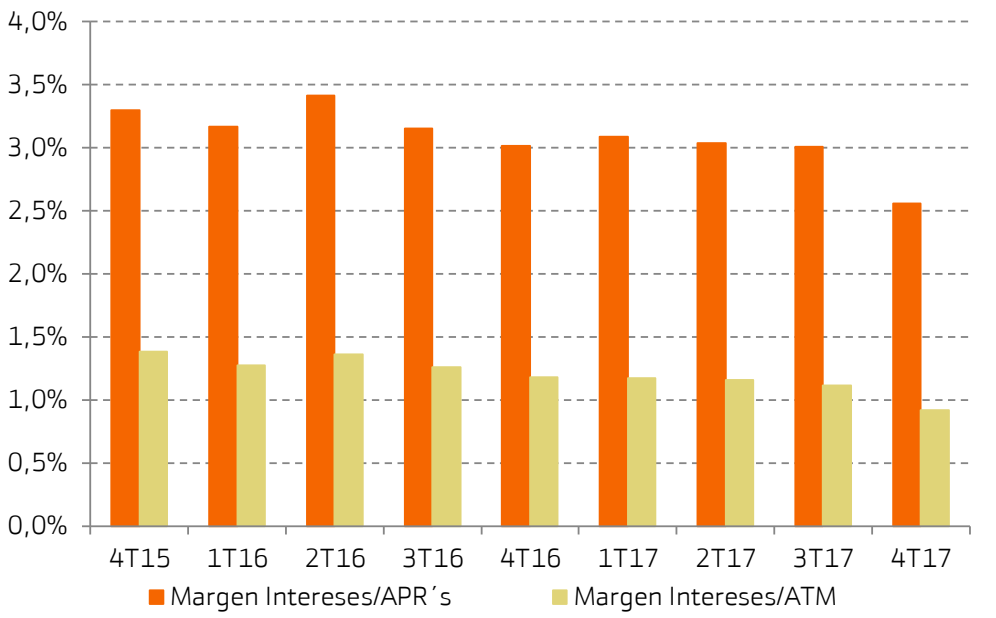


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

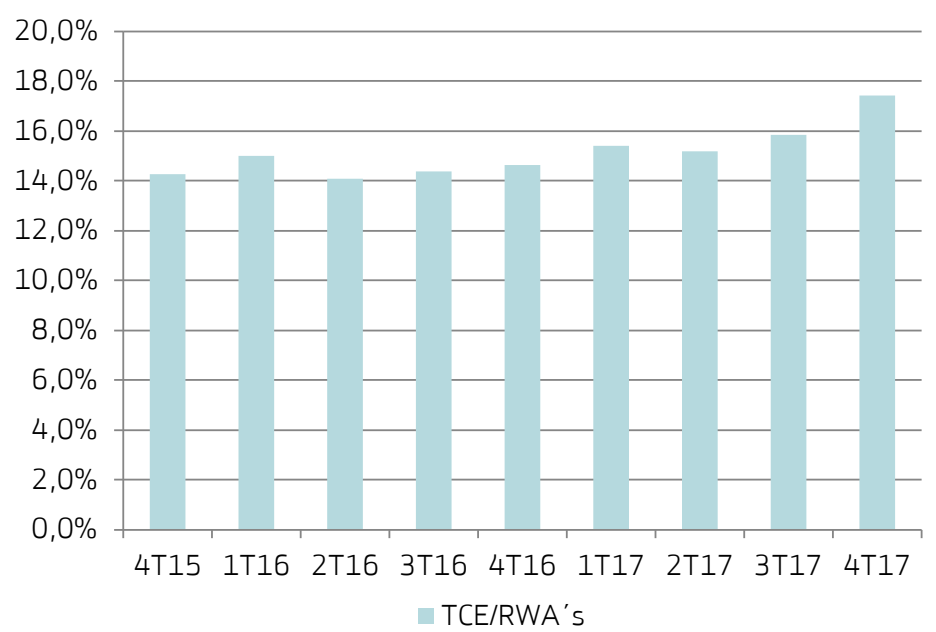
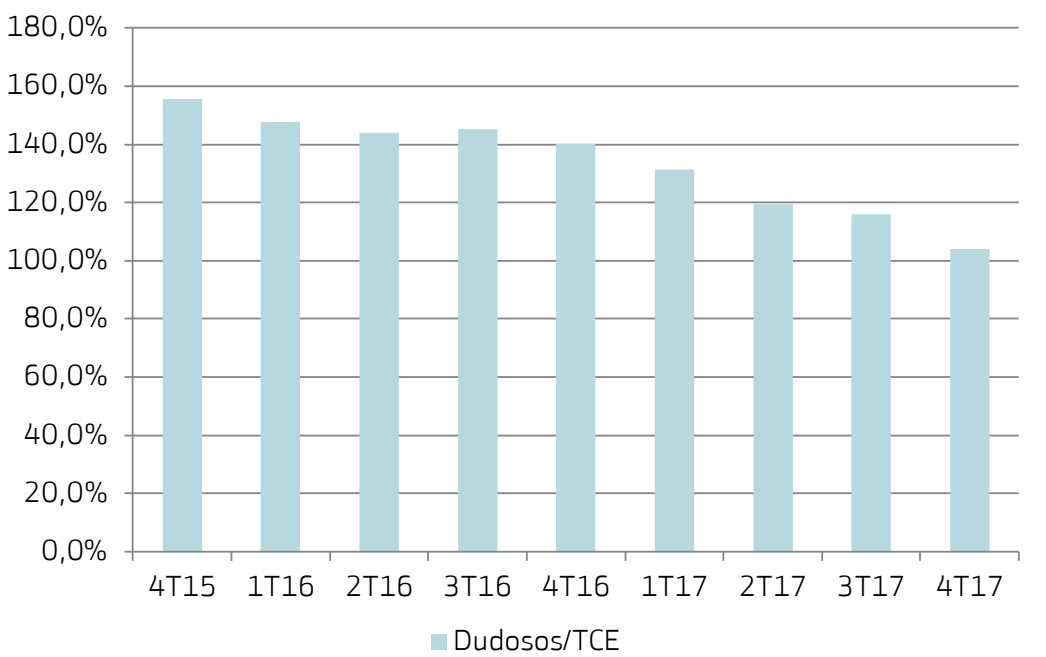


Gráfico 4: Dudosos/TCE



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

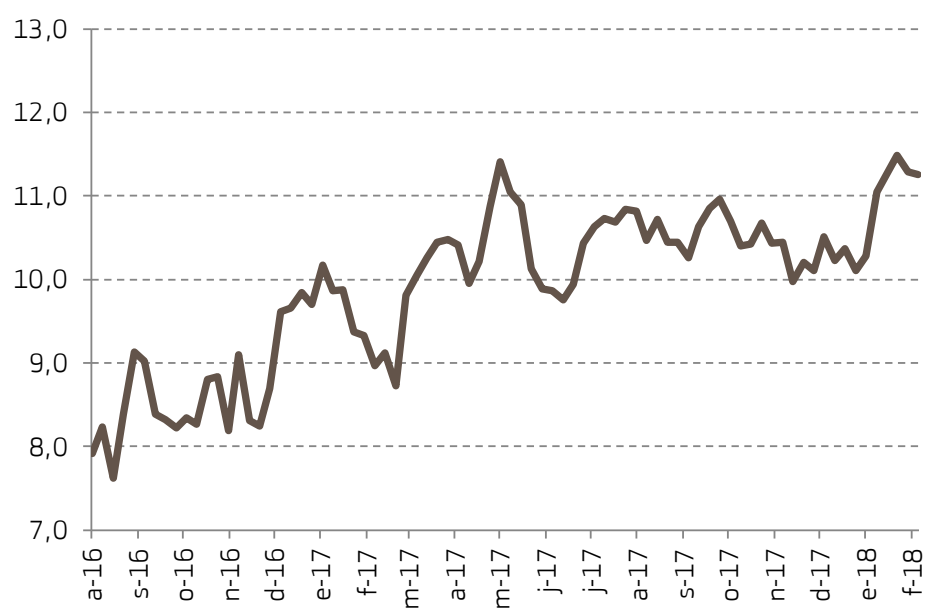
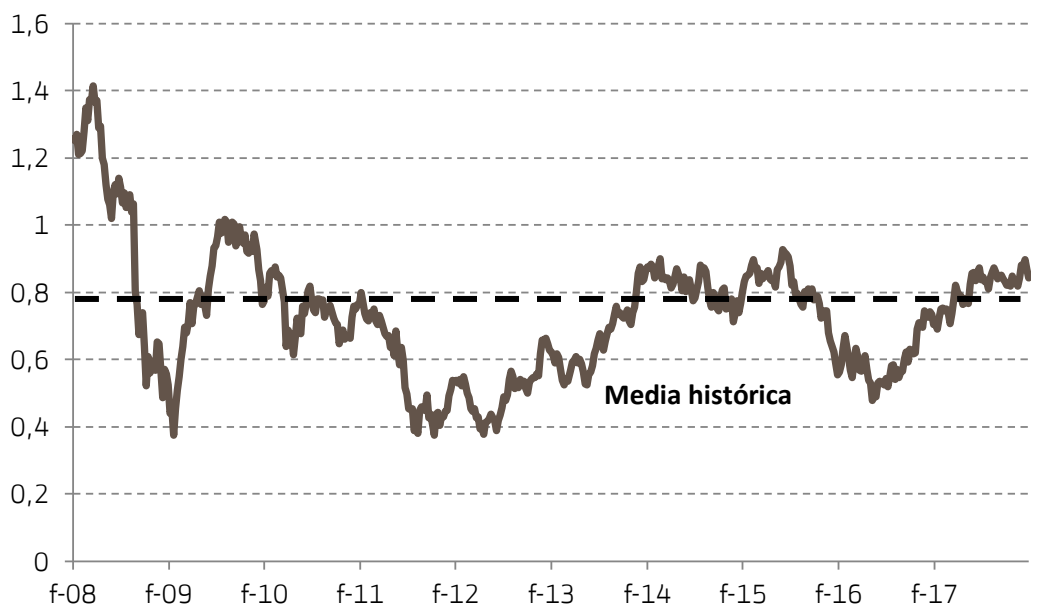


Gráfico 6: P/VC histórico



Fuente: Bloomberg

Equipo de Análisis de Bankinter:
Rafael Alonso (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández Joao Pisco
Eva del Barrio Ana de Castro Esther Gutierrez Ramón Carrasco Susana André (Mkt Support)
http://www.bankinter.com/
Avd. Bruselas, nº 12
28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.