bankinter.

Análisis

Bancos: Italia

La clave está en la venta de activos improductivos

28-nov.-17 11:45 h

Unicredit	Precio Objetivo	20,40 €
	Recomendación	Comprar

Conclusión: Unicredit cotiza con un descuento superior al 10,0% con respecto a la media de Bancos Europeos en términos de P/BV, mientras aumenta la capacidad del banco para vender activos improductivos tras los **saneamientos de balance** realizados en 1T'17.

Pensamos que **el perfil de riesgo del banco todavía es elevado** – el peso de los activos improductivos en balance es superior a la media europea - pero identificamos los siguientes catalizadores para la cotización a medio plazo:

(i) **El plan estratégico del banco pivota sobre el ahorro en costes y la venta de activos improductivos** donde apreciamos un mayor interés por parte de los inversores y

(ii) consideramos que **la rentabilidad objetivo del banco (ROTE del 9,0% en 2019) es conservadora** si tenemos en cuenta el cambio a mejor en los fundamentales – menor apalancamiento - y el Margen de Explotación (+34,6% en 3T'17 estanco). Pensamos también que **Unicredit tiene capacidad para sorprender positivamente** gracias al potencial de reducción en el coste del riesgo –actualmente en 50 pb-.

Unicredit acaba de llegar a un acuerdo para vender 715 M€ en activos improductivos con dos fondos de inversión - Cerberus y MB Credit Solutions-. Se desconoce el importe neto de la venta aunque no esperamos un impacto significativo en la cuenta de P&G.

Cabe recordar que tras la **ampliación de capital realizada en 1T'17 por casi 13.000 M€, la entidad realizó fuertes saneamientos de balance** con el objetivo de acelerar la venta de activos improductivos (actualmente ~51.300 M€, lo que representa en torno al 14,5% de los Activos Ponderados por Riesgo).

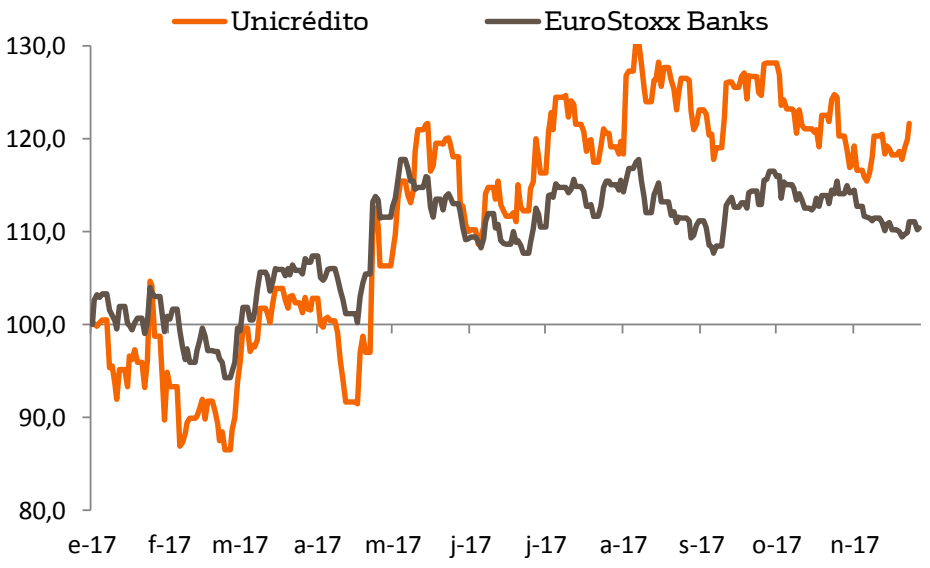
Desde nuestro punto de vista, esta operación pone de manifiesto el **creciente interés de los inversores por los activos improductivos del banco y ayuda a despejar las dudas sobre su valoración en balance.**

Síntesis de Valoración: Método WEV (*)

BPA 2018 (e)	1,51 €/acc
Var % a/a (e)	12,96%
ROTE sostenible (e)	**8,69%**
Coste de Capital (e)	10,39%
Crecimiento a l/p (e)	**1,5%**
TCE 2016 (e)	25,20 €/acc
Precio/TCE (e)	0,81 x
Precio Objetivo (€/acc)	**20,40 €**
Cotización (€/acc)	17,03 €
Potencial de revalorización	**19,8%**

(i) Warranted Equity Value

Evolución Bursátil



Cuenta de P&G: Evolución Trimestral

Datos en Mills €	3T16	4T16	1T17	2T17	3T17
Margen Bruto	**5.026**	**4.430**	**5.009**	**5.243**	**4.816**
Gastos Generales	-3.132	-3.764	-3.063	-3.026	-2.984
Margen Neto	**1.894**	**666**	**1.946**	**2.217**	**1.832**
Prov. insolvencias	-977	-9.586	-670	-564	-598
Rdo Explotación	**917**	**-8.920**	**1.276**	**1.653**	**1.234**
Deterioros & Extraord.	-280	-3.890	-444	-316	-309
BAI.	**637**	**-12.810**	**832**	**1.337**	**925**
Impuestos & Otros	-190	-748	75	-392	1.895
BNA	**447**	**-13.558**	**907**	**945**	**2.820**
Variación a/a	**3T16**	**4T16**	**1T17**	**2T17**	**3T17**
Margen Bruto	7,7%	-10,2%	3,3%	-3,9%	-4,2%
Margen Explotación	132,7%	n.s	36,0%	18,4%	34,6%
BNA	**-11,8%**	**n.s**	**123,4%**	**3,2%**	**530,9%**

Balance Resumido

% s/ Total	3T16	4T16	1T17	2T17	3T17
Inversión Crediticia	**56,6%**	**52,5%**	**55,2%**	**58,3%**	**58,2%**
Cartera Valores (i)	27,7%	26,3%	25,9%	19,7%	26,4%
Depósitos	50,4%	46,1%	49,7%	47,7%	53,0%
Financ. Mayorista	43,3%	48,9%	43,8%	45,5%	39,9%
Fondos Propios	**6,3%**	**5,0%**	**6,5%**	**6,8%**	**7,1%**
TCE (ii) / Fondos Propios	**77,3%**	**106,3%**	**73,5%**	**81,5%**	**72,8%**
AuM (ii) /Depósitos	**42,1%**	**42,6%**	**45,9%**	**74,9%**	**50,4%**

(i) Incluye cartera de negociación y disponible para la venta, (iii) Tangible Common Equity
(iii) Activos Fuera de Balance

Liquidez y Solvencia	3T16	4T16	1T17	2T17	3T17
L-t-D (i)	**112,3%**	**114,0%**	**111,0%**	**122,1%**	**109,9%**
Depósitos/Financ. (ii)	53,8%	48,5%	53,2%	51,2%	57,0%
TCE /Activos	4,9%	5,3%	4,8%	5,5%	5,2%
Dendidad capital (iii)	**45,5%**	**46,7%**	**46,4%**	**50,9%**	**49,1%**

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

Indicadores de riesgo	3T16	4T16	1T17	2T17	3T17
Morosidad	17,3%	16,2%	17,8%	15,8%	16,6%
Tasa de Cobertura	52,8%	54,2%	52,5%	53,6%	53,8%
Coste del riesgo (i)	**0,79%**	**8,49%**	**0,55%**	**0,47%**	**0,50%**

(i) Provisiones /Inversión crediticia

Rentabilidad & Eficiencia	3T16	4T16	1T17	2T17	3T17
MG Intereses (i)	1,3%	1,2%	1,2%	1,4%	1,3%
ROA	0,2%	-6,3%	0,4%	0,5%	1,4%
RORWA´s	0,4%	-13,5%	0,9%	0,9%	2,8%
ROE	3,2%	-125,6%	6,4%	6,8%	19,3%
ROTE	**4,2%**	**-118,1%**	**8,7%**	**8,3%**	**26,4%**
Ratio Eficiencia (ii)	62,3%	85,0%	61,1%	57,7%	62,0%
Comisiones / Costes	71,7%	49,6%	74,3%	79,6%	72,1%

(i) Margen de Interes / Activos Totales; (ii) Costes explotación /Total ingresos

Múltiplos de Valoración

	Precio	% Revalor.		PER		P/VC	Div
	Último	1M	YTD	17 e	18 e	17 e	Yield e
Unicrédito	**17,0**	**0,7**	**24,3**	**12,8 x**	**11,3 x**	**0,7 x**	**1,7%**
Intesa	2,8	-5,3	17,3	12,6 x	12,1 x	0,9 x	7,3%
Mediobanca	9,4	-0,2	20,8	11,3 x	10,9 x	0,9 x	4,3%
UBI	3,9	-4,3	55,0	19,0 x	11,9 x	0,4 x	2,6%
MPS	4,2	-11,9	-72,3	n.s	9,1 x	0,4 x	0,0%
Media B.Italianos		**-5,4**	**5,2**	**14,3 x**	**11,0 x**	**0,7 x**	**3,6%**
EuroStoxx Banks		**-3,3**	**11,4**	**11,9 x**	**10,9 x**	**0,8 x**	**3,9%**

Fuente:Bloomberg.

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada, Jesús Amador, Arancha Bueno, Joao Pisco, Susana André (Mkt. Sup).
Eva del Barrio, Ana de Castro, Esther Gutierrez, Ramón Carrasco

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.