

Los índices de calidad crediticia mejoran y la ratio de capital CETI FL alcanza ~13,9% en 2T 19

Intesa

Precio Objetivo: 2,15 €/acc

Recomendación: Neutral

## Datos Básicos

Capitalización Bursátil	34.319 M€
Nº Acciones	17.510 M
Precio último	1,96 €/acc
Max/Min (52 sem)	2,51 / 1,80
Revalorización (YTD)	1,04%
Cód. Reuters / Bloomberg	ISP.MI / ISP.IM

## Múltiplos de Valoración

	2018	2019 e	2020 e	2021 e
PER	7,9 x	7,8 x	8,1 x	8,0 x
P/VC	0,6 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x
Div. Yield	10,1%	10,2%	9,2%	9,1%

## Principales cifras y ratios

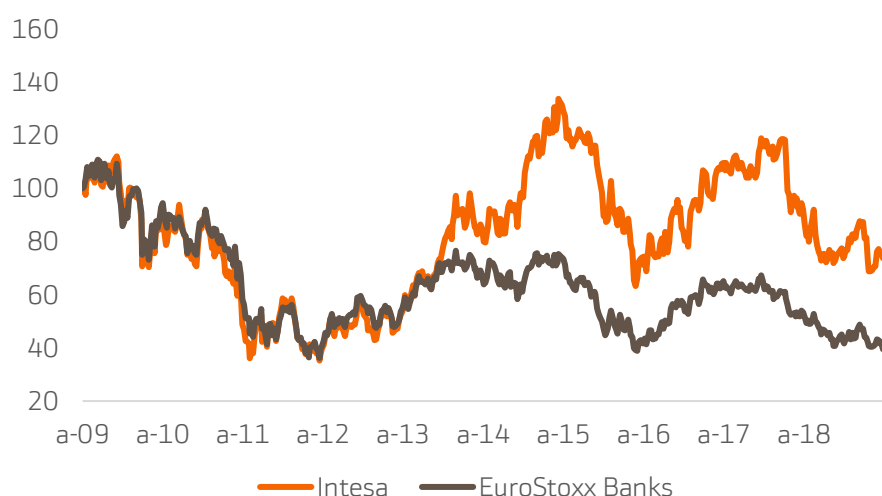
Datos en M€	2018 r	2019 e	2020 e	TAMI(1)
Margen Bruto	20.672	18.000	17.675	-7,5%
Margen Neto	7.347	8.850	8.550	+7,9%
Provisiones	2.509	2.100	2.050	-9,6%
Tax, Min & Otros	-485	-2.363	-2.275	n.s
BNA	4.353	4.388	4.225	-1,5%
BPA	0,25	0,25	0,24	-1,5%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

## Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,5%
ROTE sostenible estimado	10,2%
Coste de capital (Ke)	11,0%
<b>Precio objetivo (€/acc.)</b>	<b>2,15</b>
<b>Potencial de Revalorización</b>	<b>9,5%</b>

## Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

**Conclusión:** Valoramos positivamente la diversificación de ingresos, el saneamiento del balance y la gestión de costes. El equipo gestor mantiene el *guidance* para 2019 - crecimiento en BNA, reducción de costes y activos improductivos - con un *pay-out* ~80,0%, equivalente a una rentabilidad por dividendo estimada en ~10,2%.

La rentabilidad por dividendo es un soporte importante para la cotización, pero los múltiplos de valoración (PVC~0,6x) superan la media europea (PVC~0,3x/0,5x) y la sensibilidad del valor a la prima de riesgo italiana es alta (volatilidad).

**Recomendación: Neutral con Precio Objetivo ~2,15 €/acc.**

**Resultados 1S 19:** El BNA alcanza 2.266 M€ (+4,0%) y bate las expectativas (BNA ~1.216 M€ en 2T 19 vs 908 M€ esperado).

A nivel operativo, las cifras han estado en línea con lo esperado, pero la generación de ingresos por *trading* (633 M€ vs 457 M€ en 1T 19) y una tasa impositiva menor (24,6% vs 29,9% en 1T19) permiten que el BNA aumente +15,8% t/t en 2T 19.

La gestión de costes operativos (-3,2% a/a) y la caída en el coste del riesgo (47 pb vs 59 pb en 1S 18) compensan la debilidad de la línea de ingresos y explican el aumento en la parte baja de la cuenta de P&G.

**Los índices de calidad crediticia evolucionan positivamente.** La morosidad acumula quince trimestres consecutivos mejorando y desciende hasta ~3,6% (proforma) vs 4,1% en 1T 19 vs 4,6% en 1S 18. Las entradas netas en mora descienden a un ritmo de -19,0% y la tasa de cobertura sube hasta ~56,0% (vs 53,4% en 1S 18).

**La ratio de capital CET-I FL mejora hasta ~13,90%** (vs 13,05% en 1T 19) equivalente a una ratio ~12,3% (post IFRS) - en el rango alto de la banca italiana - gracias a la generación orgánica de capital y la venta de activos improductivos.

**Nuestra visión:** Valoramos positivamente la diversificación de Ingresos - Banca Privada, Gestión de Activos y Seguros representan el ~43,0% del Margen Bruto -, los avances realizados en el saneamiento del balance y la gestión de costes (ratio de eficiencia ~49,3%). La ratio de capital (CETI FL ~13,9%) supera las exigencias regulatorias (SREP 2019 ~9,4%) y compara bien a nivel europeo (~12,0/13,0%).

La rentabilidad por dividendo de ISP es atractiva pero los múltiplos de valoración (PVC~0,6 x) superan la media europea (PVC~0,3 x/0,5x) y la sensibilidad del valor a la prima de riesgo italiana es alta (volatilidad).

En definitiva, **mantenemos recomendación en Neutral con un Precio Objetivo ~2,15 €/acc.**

**Cuenta de P&G**

P&G Ajustada <sup>(1)</sup> Datos en M€	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	Acumulado		% Variación		
						12 M Trailing Último	Previo	2T19 a/a	t/t	12 M a/a
Mg. Intereses <sup>(2)</sup>	1.929	1.844	1.774	1.759	1.761	7.138	7.212	-8,7%	0,1%	-1,0%
Otros ingresos <sup>(3)</sup>	3.420	2.678	2.908	3.365	2.916	11.867	14.032	-14,7%	-13,3%	-15,4%
<b>Margen Bruto</b>	<b>5.349</b>	<b>4.522</b>	<b>4.682</b>	<b>5.124</b>	<b>4.677</b>	<b>19.005</b>	<b>21.244</b>	<b>-12,6%</b>	<b>-8,7%</b>	<b>-10,5%</b>
Gastos Generales	3.273	2.899	3.460	3.218	2.303	11.880	13.688	-29,6%	-28,4%	-13,2%
<b>Margen Neto</b>	<b>2.076</b>	<b>1.623</b>	<b>1.222</b>	<b>1.906</b>	<b>2.374</b>	<b>7.125</b>	<b>7.556</b>	<b>14,4%</b>	<b>24,6%</b>	<b>-5,7%</b>
Prov. insolvencias	709	519	678	412	554	2.163	2.809	-21,9%	34,5%	-23,0%
<b>Rdo. Operativo</b>	<b>1.367</b>	<b>1.104</b>	<b>544</b>	<b>1.494</b>	<b>1.820</b>	<b>4.962</b>	<b>4.747</b>	<b>33,1%</b>	<b>21,8%</b>	<b>4,5%</b>
Rdos. Extraordinarios	-13	173	-600	-2	154	-275	-911	n.s	n.s	-69,8%
<b>BAI.</b>	<b>1.380</b>	<b>931</b>	<b>1.144</b>	<b>1.496</b>	<b>1.666</b>	<b>5.237</b>	<b>5.658</b>	<b>20,7%</b>	<b>11,4%</b>	<b>-7,4%</b>
Impuestos	436	433	106	448	449	1.436	1.359	3,0%	0,2%	5,7%
Minoritarios	17	-335	0	-2	1	-336	42	n.s	n.s	n.s
<b>BNA</b>	<b>927</b>	<b>833</b>	<b>1.038</b>	<b>1.050</b>	<b>1.216</b>	<b>4.137</b>	<b>4.257</b>	<b>31,2%</b>	<b>15,8%</b>	<b>-2,8%</b>

(1) La cuenta de P&G ha sido ajustada a efectos comparativos con otras entidades y no necesariamente coincide con la reportada por la entidad en todas las líneas.

(2) Incluye Rdto. Instrumentos de capital; (3) Excluye Rdos. Puesta en Equivalencia

**Balance Resumido (MM€)**

Balance Consolidado	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	Variación			
						MM€ a/a	t/t	% a/a	% t/t
Liquidez <sup>(4)</sup>	109	112	113	129	111	2,8	-17,8	2,5%	-13,8%
Cartera Valores	105	109	16	48	164	59,6	116,0	57,0%	240,6%
<b>Inversión Crediticia</b>	<b>392</b>	<b>384</b>	<b>382</b>	<b>381</b>	<b>381</b>	<b>-10,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,8%</b>	<b>-0,1%</b>
Otros	189	192	276	271	172	-16,9	-98,6	-8,9%	-36,5%
<b>Total Activo</b>	<b>794</b>	<b>797</b>	<b>788</b>	<b>829</b>	<b>828</b>	<b>34,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>4,4%</b>	<b>-0,1%</b>
Depósitos	307	387	300	306	395	88,2	88,8	28,7%	29,0%
Finac. Mayorista	436	357	434	468	380	-55,9	-87,8	-12,8%	-18,8%
Fondos Propios	51	53	54	55	54	2,3	-1,9	4,5%	-3,4%
<b>Total Pasivo &amp; F.Propios</b>	<b>794</b>	<b>797</b>	<b>788</b>	<b>829</b>	<b>828</b>	<b>34,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>4,4%</b>	<b>-0,1%</b>
APR's <sup>(5)</sup>	282	276	276	284	280	-2,2	-3,4	-0,8%	-1,2%
TCE <sup>(6)</sup>	43	45	45	46	45	2,0	-0,9	4,7%	-2,0%

(4) Incluye interbancario

(5) Activos Ponderados por Riesgo; (6) Tangible Common Equity

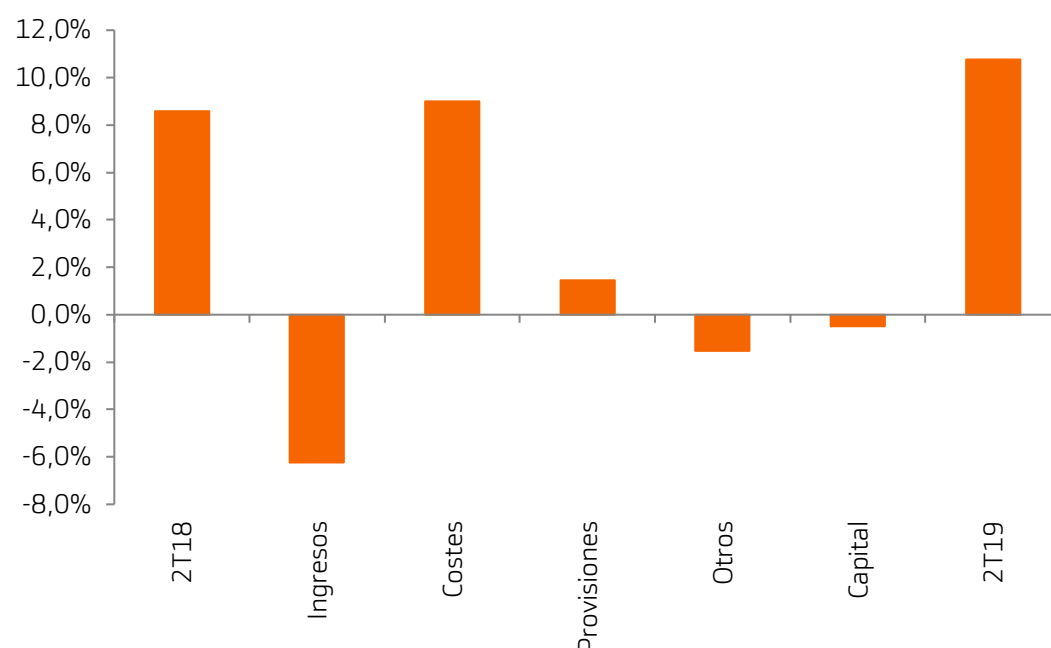
**Métricas de Gestión**

	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D <sup>(7)</sup>	127,6%	99,3%	127,4%	124,4%	96,4%	-31,2 pb	-28,1 pb
Dudosos / TCE <sup>(8)</sup>	91,5%	86,1%	81,2%	77,1%	77,1%	-14,5 pb	0,0 pb
APR's/ Activos <sup>(9)</sup>	35,6%	31,3%	35,1%	34,2%	33,8%	-1,8 pb	-0,4 pb
TCE/ Fondos Propios	84,2%	84,6%	82,6%	83,1%	84,3%	0,1 pb	1,2 pb
<b>ROTE <sup>(10)</sup></b>	<b>8,6%</b>	<b>7,5%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,1%</b>	<b>10,8%</b>	<b>2,2 pb</b>	<b>1,7 pb</b>
<b>ROA <sup>(11)</sup></b>	<b>0,5%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,1 pb</b>	<b>0,1 pb</b>

## Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoTE 2T18	Contribución anual						RoTE 2T19	
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Impacto Capital (*)		Total
8,6%	-6,2%	9,0%	1,4%	-1,5%	2,7%	-0,5%	2,2%	10,8%

(\*) El signo negativo indica aumento del Capital Tangible (TCE)



## Principales Estimaciones

P&G Reportada Datos en M€	2018	2019 e	2020 e	2021 e	% Variación		
					2019	2020	2021
Margen de Intereses	7.436	7.300	7.325	7.300	-1,8%	0,3%	-0,3%
Comisiones	9.911	7.900	7.950	8.000	-20,3%	0,6%	0,6%
Otros Ingresos	3.325	2.800	2.400	2.425	-15,8%	-14,3%	1,0%
<b>Margen Bruto</b>	<b>20.672</b>	<b>18.000</b>	<b>17.675</b>	<b>17.725</b>	<b>-12,9%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>0,3%</b>
Gastos Generales	-13.325	-9.150	-9.125	-9.110	-31,3%	-0,3%	-0,2%
<b>Margen Neto</b>	<b>7.347</b>	<b>8.850</b>	<b>8.550</b>	<b>8.615</b>	<b>20,5%</b>	<b>-3,4%</b>	<b>0,8%</b>
Provisiones & Sanesamientos	-2.509	-2.100	-2.050	-2.035	-16,3%	-2,4%	-0,7%
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>4.838</b>	<b>6.750</b>	<b>6.500</b>	<b>6.580</b>	<b>39,5%</b>	<b>-3,7%</b>	<b>1,2%</b>
Tax & Minoritarios	-485	-2.363	-2.275	-2.303	387,1%	-3,7%	1,2%
<b>Beneficio atribuido al Grupo</b>	<b>4.353</b>	<b>4.388</b>	<b>4.225</b>	<b>4.277</b>	<b>0,8%</b>	<b>-3,7%</b>	<b>1,2%</b>
Ingresos Core <sup>(i)</sup> /Mg. Bruto	83,9%	84,4%	86,4%	86,3%	0,5 pp	2,0 pp	-0,1 pp
Comisiones/Gtos Generales	74,4%	86,3%	87,1%	87,8%	12,0 pp	0,8 pp	0,7 pp
Ratio Eficiencia	64,5%	50,8%	51,6%	51,4%	-13,6 pp	0,8 pp	-0,2 pp
Provisiones / Mg. Bruto	34,1%	23,7%	24,0%	23,6%	-10,4 pp	0,2 pp	-0,4 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

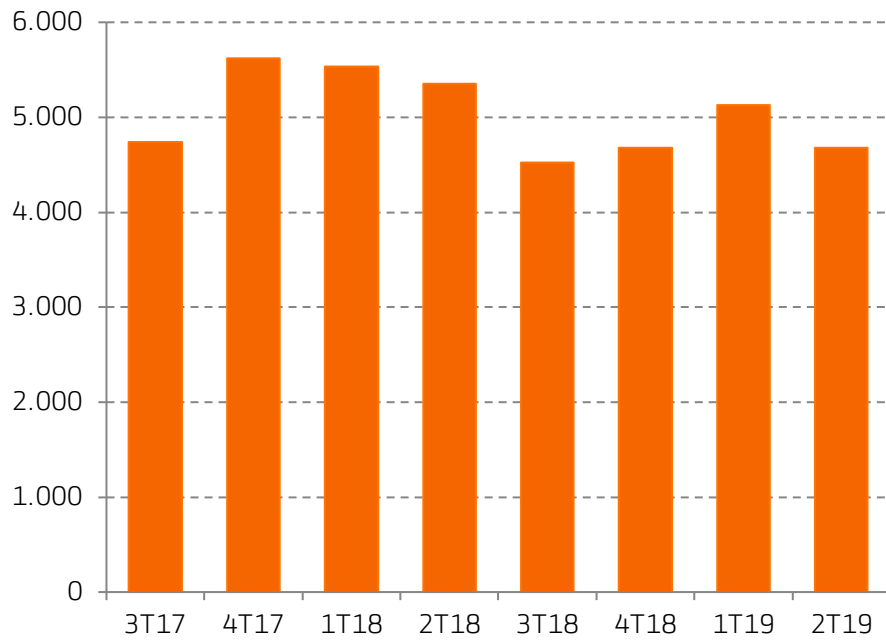
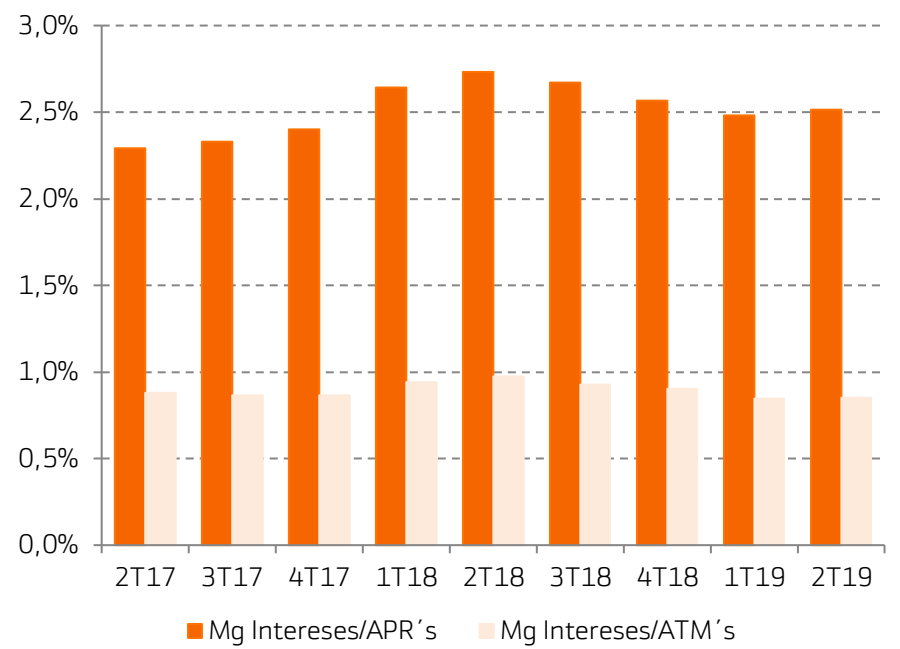


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

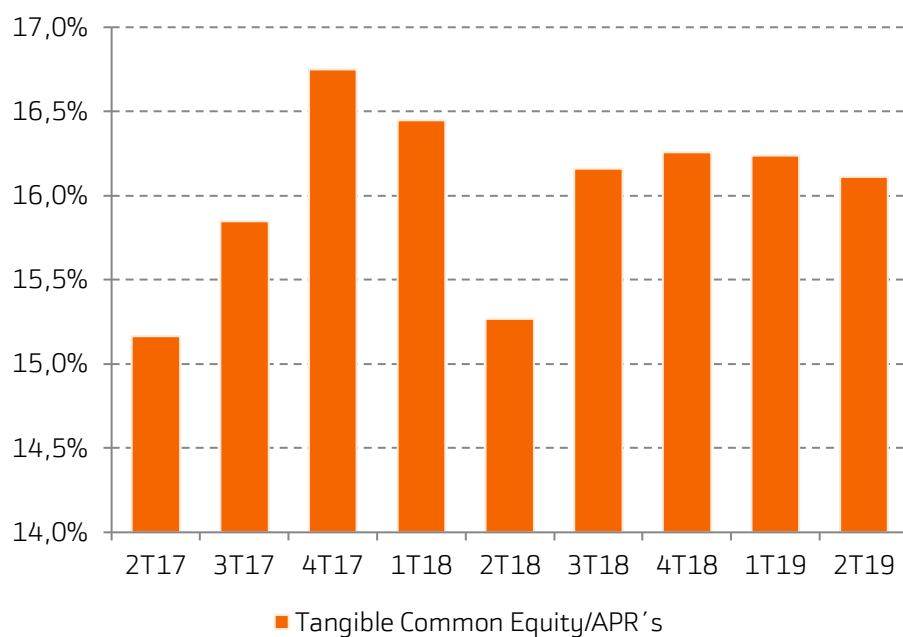
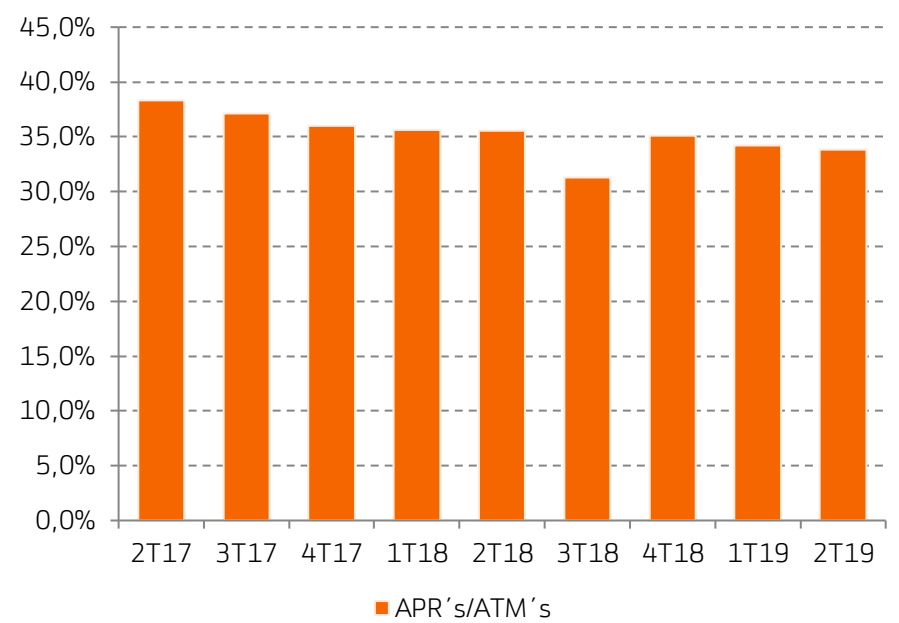


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

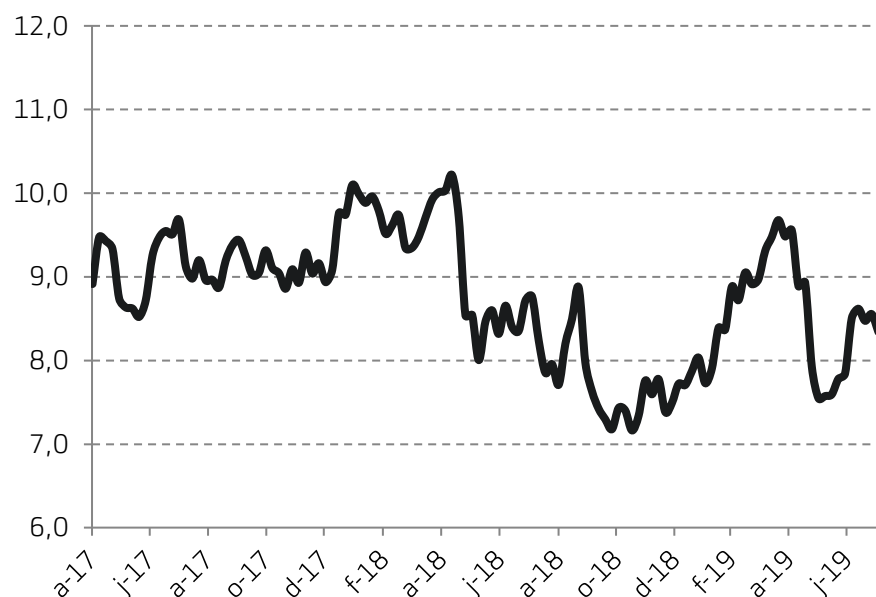
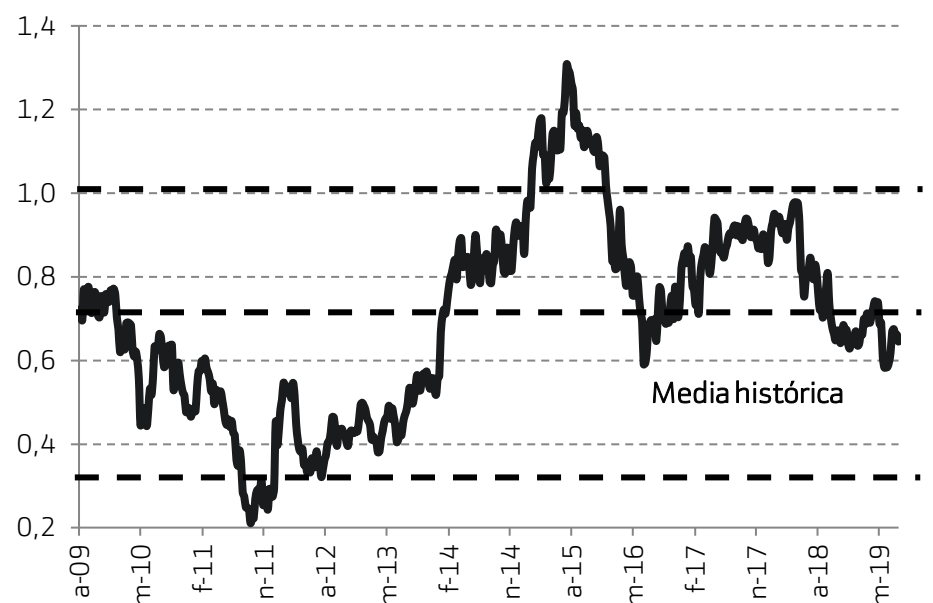


Gráfico 6: P/VC histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

## INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

## NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

## EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director

Rafael Alonso - Bancos

Marisa Mazo - Bancos

Javier Hombria - Telecom

Ana de Castro - Seguros

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Pilar Aranda - Petróleo

Aránzazu Cortina - Industriales

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Juan Moreno - Inmobiliarias

Luis Piñas - Consumo

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología    Elena Fernández-Tрпиella - Consumo

## Temáticas y activos de responsabilidad compartida

- Macroeconomía
- Estrategia de Invers
- Bonos
- Divisas
- Fondos de In
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable