

Los fundamentales son sólidos (liquidez & solvencia) pero la macro en Italia es desafiante

Intesa

Precio Objetivo: 1,60 €/acc
Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	24.797 M€
Nº Acciones	17.510 M
Precio último	1,42 €/acc
Max/Min (52 sem)	2,63 / 1,31
Revalorización (YTD)	-39,70%
Cód. Reuters / Bloomberg	ISP.MI / ISP.IM

Múltiplos de Valoración

	2019	2020 e	2021 e	2022 e
PER	5,9 x	9,0 x	8,5 x	8,5 x
P/V	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x
Div. Yield	13,6%	8,4%	8,2%	8,2%

Principales cifras y ratios

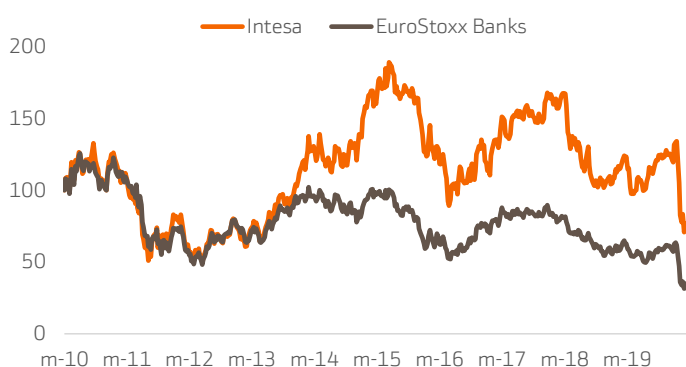
Datos en M€	2019 r	2020 e	2021 e	TAMI(1)
Margen Bruto	18.083	17.200	16.950	-3,2%
Margen Neto	8.793	8.100	7.840	-5,6%
Provisiones	2.089	3.850	3.350	+26,6%
Tax, Min & Otros	-2.522	-1.488	-1.572	n.s
BNA	4.182	2.763	2.919	-16,5%
BPA	0,239	0,158	0,167	-16,5%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,0%
ROTE sostenible estimado	6,8%
Coste de capital (Ke)	10,5%
Precio objetivo (€/acc.)	1,60
Potencial de Revalorización	12,8%

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: Intesa cotiza con unos múltiplos de valoración aparentemente atractivos y el equipo gestor reitera el objetivo de repartir en dividendos el 75% del BNA en 2020 - equivalente a una rentabilidad estimada en ~8,4% -. **¿Estamos ante una oportunidad de compra? No todavía.** La probabilidad de ver un retraso/suspensión en el pago de dividendos es alta, el *guidance* de resultados se revisa a la baja (BNA 2020 ~3.000 M€ vs > 4.182 M€ anterior) y el panorama macro en Italia es desafiante. Revisamos a la baja nuestras perspectivas de BNA y Precio Objetivo a 1,60 €/acc (vs 2,60 €/acc pre-Covid).

Nuestra visión: Los fundamentales de Intesa/ISP son sólidos (liquidez y solvencia), la morosidad se sitúa por debajo de la media sectorial y la ratio de eficiencia (costes/ingresos~ 44,0%) lidera el sector en Europa.

¿Dónde está el riesgo? (1) El entorno macro en Italia es desafiante.

La Comisión Europea estima una caída de -9,5% en el PIB para 2020 (vs +0,3% en 2019) con una Tasa de Paro ~11,8% (vs 9,6% en la UEM) que conlleva un aumento significativo en provisiones y un mayor coste de capital derivado de la prima de riesgo-país (~245 pb vs 130 pb en febrero),

(2) la probabilidad de ver un retraso/suspensión en el pago de dividendos es alta y nuestro razonamiento es el siguiente: ISP suspendió en marzo el dividendo complementario (2019) - en línea con la recomendación del BCE -. El equipo gestor mantiene el objetivo de repartir en dividendos el 75% del BNA en 2020 pero es improbable que el BCE cambie de opinión hasta conocer el impacto definitivo del Covid-19 en provisiones y capital,

(3) ISP mantiene inalterada su oferta de comprar UBI (Unione di Banche Italiane) por 4.860 M€ a pesar del brusco descenso en las cotizaciones (-39,7% ISP; -13,1% UBI; -45,9% EuroStoxx Banks). La compra de UBI tiene sentido estratégico porque el negocio se orienta a Banca Privada, Gestión de Activos y Seguros, pero el precio ofertado el 18 de febrero implica una prima excesiva (~70% sobre la capitalización bursátil actual de UBI).

Resultados 1T20: El BNA alcanza 1.151 M€ (+9,6% vs 750 M€ esperado) gracias a los ingresos por trading (994 M€ vs 458 M€ en 1T20) y un coste del riesgo todavía bajo.

El Covid-19 conlleva una **provisión de 403 M€ en 1T20 (661 M€ esperado)** y en una fase posterior las plusvalías de la venta de activos (1.200 M€ Brutos) - equivalente a un fondo total de 1.500 M€ -. Lo más importante es: (1) **la ratio de capital CET1 mejora hasta 14,5%** (vs 14,1% en 4T19) y se sitúa entre las más altas del sector y (2) el *guidance* del equipo gestor apunta hacia un BNA ~3.000 M€ en 2020 (vs >4.182 anterior) y ~3.500 M€ en 2021 que nos parece **exigente en el entorno actual.**

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾ Datos en M€	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Acumulado		% Variación		
						12 M Trailing Último	12 M Trailing Previo	1T20 a/a	12 M t/t	12 M a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	1.759	1.802	1.743	1.737	1.747	7.029	7.329	-0,7%	0,6%	-4,1%
Otros ingresos ⁽³⁾	3.365	3.645	3.559	3.240	3.135	13.579	12.934	-6,8%	-3,2%	5,0%
Margen Bruto	5.124	5.447	5.302	4.977	4.882	20.608	20.263	-4,7%	-1,9%	1,7%
Gastos Generales	3.218	3.279	3.343	3.299	2.588	12.509	13.262	-19,6%	-21,6%	-5,7%
Margen Neto	1.906	2.168	1.959	1.678	2.294	8.099	7.001	20,4%	36,7%	15,7%
Prov. insolvencias	412	593	469	701	403	2.166	2.394	-2,2%	-42,5%	-9,5%
Rdo. Operativo	1.494	1.575	1.490	977	1.891	5.933	4.607	26,6%	93,6%	28,8%
Rdos. Extraordinarios	-2	-26	-18	-90	229	95	-615	n.s	n.s	n.s
BAI.	1.496	1.601	1.508	1.067	1.662	5.838	5.222	11,1%	55,8%	11,8%
Impuestos	448	384	470	262	545	1.661	1.354	21,7%	108,0%	22,7%
Minoritarios	-2	1	-6	-67	-34	-106	20	n.s	n.s	n.s
BNA	1.050	1.216	1.044	872	1.151	4.283	3.848	9,6%	32,0%	11,3%

(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	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Variación			
						MM€		%	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	129	119	112	88	92	-37,0	4,0	-28,6%	4,5%
Cartera Valores	48	53	55	23	148	99,5	124,7	206,5%	541,9%
Inversión Crediticia	381	381	383	385	398	16,6	13,3	4,4%	3,5%
Otros	271	275	299	320	210	-60,5	-110,2	-22,4%	-34,4%
Total Activo	829	828	849	816	848	18,6	31,8	2,2%	3,9%
Depósitos	306	314	319	325	411	104,5	85,7	34,1%	26,4%
Finac. Mayorista	468	461	475	435	380	-87,3	-54,9	-18,7%	-12,6%
Fondos Propios	55	54	55	56	57	1,3	1,0	2,4%	1,9%
Total Pasivo & F.Propios	829	828	849	816	848	18,6	31,8	2,2%	3,9%
APR 's ⁽⁵⁾	284	280	298	299	297	13,5	-1,4	4,7%	-0,5%
TCE ⁽⁶⁾	42	40	41	42	43	0,8	0,6	1,9%	1,4%

(4) Incluye interbancario

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

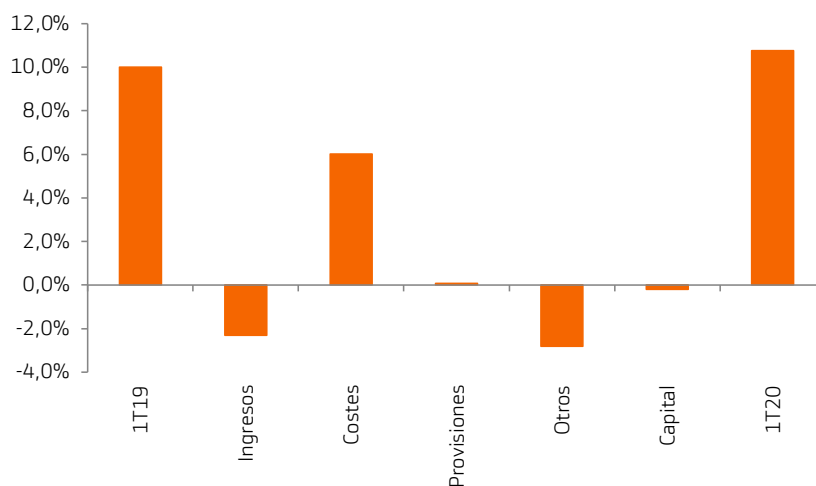
Métricas de Gestión

	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	124,4%	121,4%	120,1%	118,2%	96,8%	-27,6 pb	-21,4 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	84,7%	86,8%	76,6%	74,3%	70,6%	-14,1 pb	-3,7 pb
APR 's/ Activos ⁽⁹⁾	34,2%	33,8%	35,2%	36,6%	35,0%	0,8 pb	-1,5 pb
TCE/ Fondos Propios	75,7%	74,8%	75,4%	75,7%	75,3%	-0,4 pb	-0,3 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	10,0%	12,1%	10,1%	8,3%	10,8%	0,8 pb	2,5 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,5%	0,6%	0,5%	0,4%	0,5%	0,0 pb	0,1 pb

Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoTE 1T19	Contribución anual							RoTE 1T20
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Impacto Capital (*)	Total	
10,0%	-2,3%	6,0%	0,1%	-2,8%	1,0%	-0,2%	0,8%	10,8%

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



Principales Estimaciones

P&G Reportada	2019	2020 e	2021 e	2022 e	% Variación		
					2020	2021	2022
Datos en M€							
Margen de Intereses	7.005	6.700	6.750	6.900	-4,4%	0,7%	2,2%
Comisiones	7.962	7.600	7.700	7.800	-4,5%	1,3%	1,3%
Otros Ingresos	3.116	2.900	2.500	2.100	-6,9%	-13,8%	-16,0%
Margen Bruto	18.083	17.200	16.950	16.800	-4,9%	-1,5%	-0,9%
Gastos Generales	-9.290	-9.100	-9.110	-9.120	-2,0%	0,1%	0,1%
Margen Neto	8.793	8.100	7.840	7.680	-7,9%	-3,2%	-2,0%
Provisiones & Saneamientos	-2.089	-3.850	-3.350	-2.200	84,3%	-13,0%	-34,3%
Resultado antes de impuestos	6.704	4.250	4.490	5.480	-36,6%	5,6%	22,0%
Tax & Minoritarios	-2.522	-1.488	-1.572	-1.918	-41,0%	5,6%	22,0%
Beneficio atribuido al Grupo	4.182	2.763	2.919	3.562	-33,9%	5,6%	22,0%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	82,8%	83,1%	85,3%	87,5%	0,4 pp	2,1 pp	2,2 pp
Comisiones/Gtos Generales	85,7%	83,5%	84,5%	85,5%	-2,2 pp	1,0 pp	1,0 pp
Ratio Eficiencia	51,4%	52,9%	53,7%	54,3%	1,5 pp	0,8 pp	0,5 pp
Provisiones / Mg. Bruto	23,8%	47,5%	42,7%	28,6%	23,8 pp	-4,8 pp	-14,1 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1: Ingresos Totales en M€

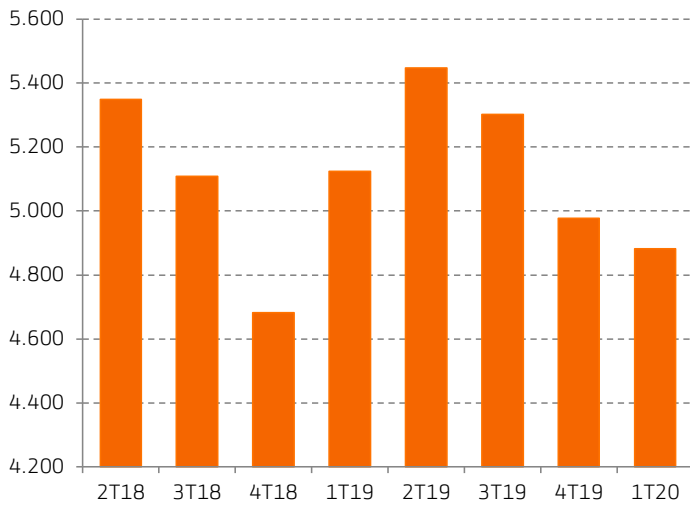
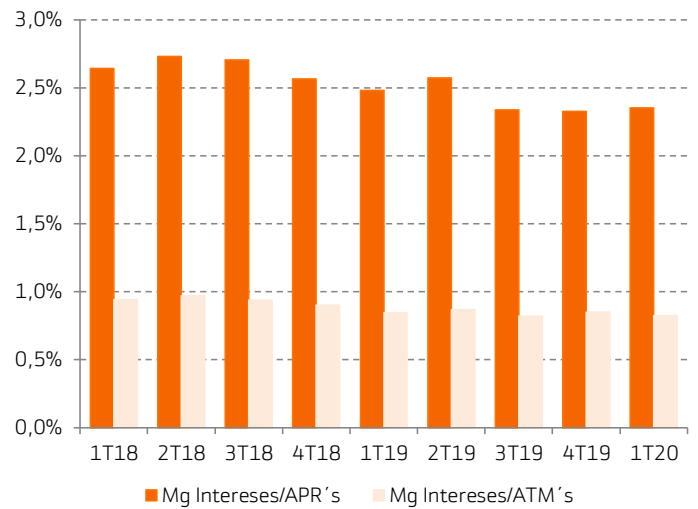


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

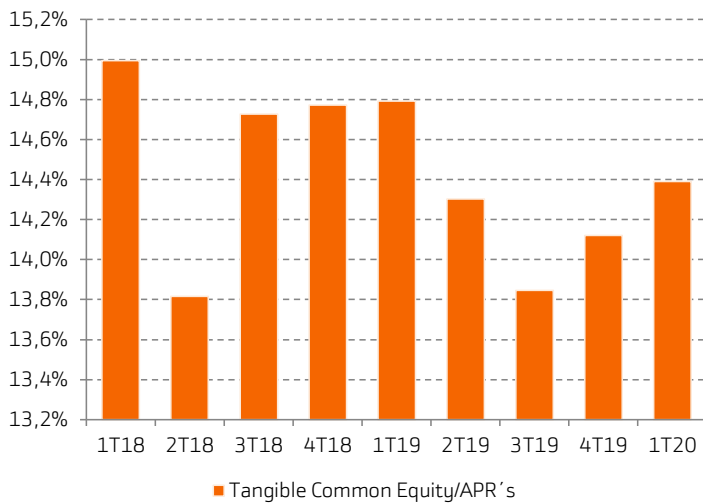
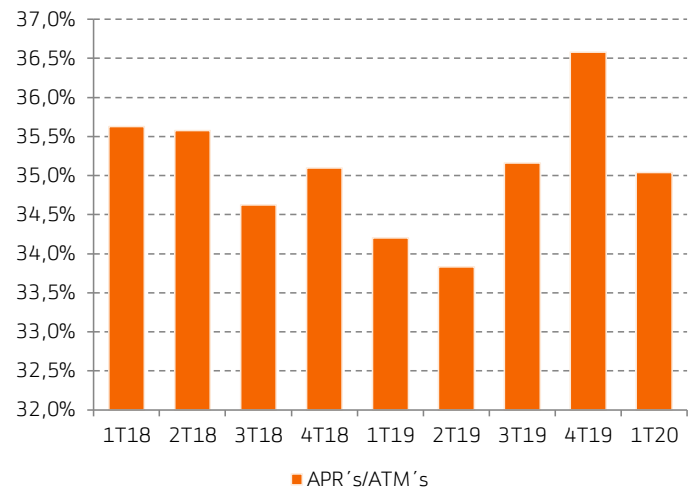


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

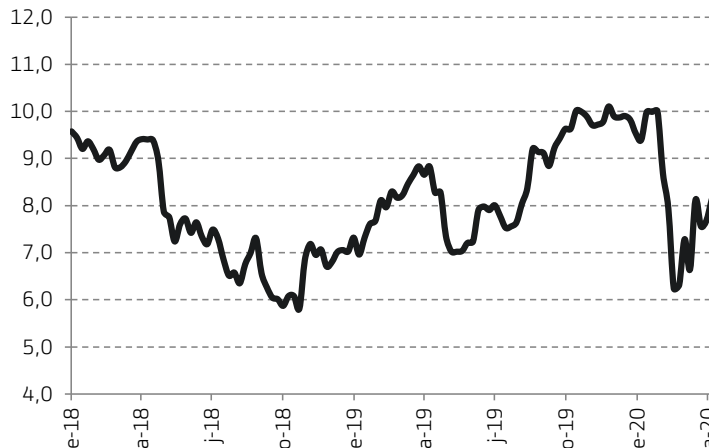
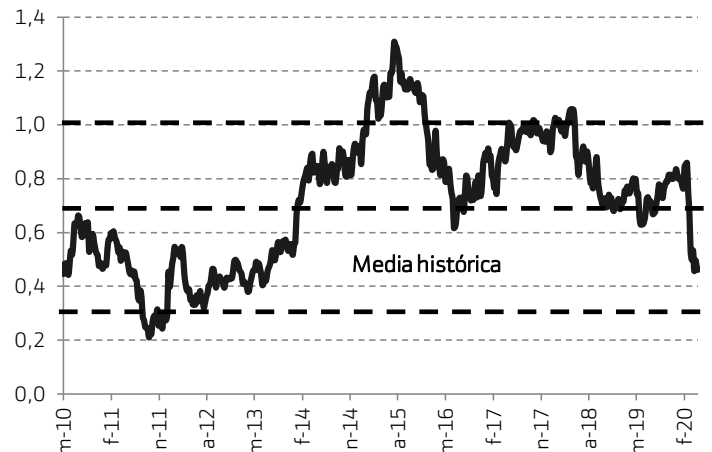


Gráfico 6: P/VC histórico



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

NOTAS DE COMPAÑÍAS

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

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Rafael Alonso - Bancos	Aránzazu Bueno – Eléctricas
Ana de Castro – Seguros	Aránzazu Cortina – Industriales	Esther Gutiérrez de la Torre – Autos
Pilar Aranda - Petróleo	Luis Piñas – Consumo	Pedro Echeguren – Farma & Salud
Juan Tuesta – Construcción & Tecnología	Elena Fernández-Tripsiella - Consumo	Juan Moreno - Inmobiliarias

Temáticas y activos de responsabilidad compartida:

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