

Bien en gestión de costes y saneamiento de balance pero la actividad comercial pierde tracción

Unicredit

Precio Objetivo: 12,15 €/acc

Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	21.746 M€
Nº Acciones	2.233 M
Precio último	9,74 €/acc
Max/Min (52 sem)	14,92 / 9,54
Revalorización (YTD)	-1,59%
Cód. Reuters / Bloomberg	UCG.MI / UCG.IM

Múltiplos de Valoración

	2018	2019 e	2020 e	2021 e
PER	5,6 x	4,6 x	5,6 x	5,6 x
P/VC	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x
Div. Yield	2,8%	6,5%	6,3%	7,1%

Principales cifras y ratios

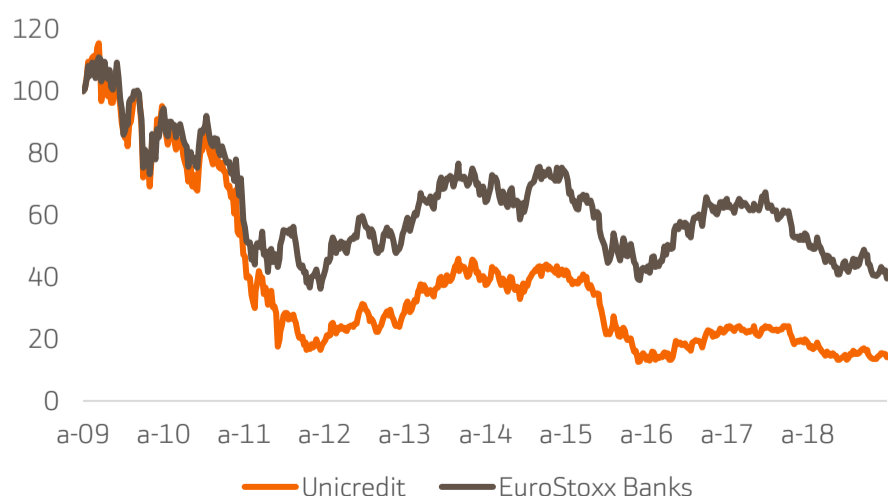
Datos en M€	2018 r	2019 e	2020 e	TAMI(1)
Margen Bruto	21.458	18.700	18.475	-7,2%
Margen Neto	6.120	8.700	8.375	+17,0%
Provisiones	2.662	2.200	2.350	-6,0%
Tax, Min & Otros	394	-1.820	-2.109	n.s
BNA	3.852	4.680	3.916	+0,8%
BPA	1.725	2.095	1.754	+0,8%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	2,0%
ROTE sostenible estimado	7,2%
Coste de capital (Ke)	12,5%
Precio objetivo (€/acc.)	12,15
Potencial de Revalorización	24,8%

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: Las cifras decepcionan en 2T 19 y el equipo gestor revisa a la baja el *guidance* de ingresos para 2019 aunque mantiene sin cambios el objetivo en BNA (~ 4.700 M€).

La ratio de solvencia CETI FL afloja hasta ~12,08% (-18 pb t/t) y el RoTE se sitúa en ~8,3% (vs 9,4% en 1T 19). En un entorno marcado por la presión en márgenes y tipos de interés bajos, la **gestión de costes operativos y la reducción de activos improductivos** son las principales palancas de la cuenta de P&G.

Mantenemos recomendación en Neutral.

Resultados 2T19: Principales cifras comparadas con el consenso (Bloomberg): Margen Bruto: 4.517 M€ (-4,6%; -5,2% t/t vs 4.630 M€ e); Provisiones: 707 M€ (+41,0%; +51,4% t/t); BNA: 1.854 M€ (+81,0%; +33,7 t/t vs 2.220 M€ esperado); **BNA Ajustado: 1.029 M€ (+0,4%; -8,9% t/t).**

La cuenta de P&G refleja: (i) la **pérdida de tracción en ingresos** que se explica por el impacto negativo de los tipos de interés (Margen de Intereses: -2,1%; -0,9% t/t) y la caída en ROF's/trading (-18,8%), (ii) los avances realizados en reducción de costes (-4,4%; -2,5% t/t) gracias a la implementación del **plan de ajuste de la entidad que avanza más rápido de lo esperado** y (iii) un aumento de +41,0% en provisiones debido al **incremento en el coste del riesgo (CoR) hasta 60 pb** (vs 40 pb en 1T19) que compara con una reversión de provisiones extraordinaria en 2T 18. **La morosidad del negocio core mejora hasta ~3,9%** (vs 4,2% en 1T 19) aunque la ratio de cobertura afloja hasta 56,7% (vs 58,1% en 1T 19).

Por áreas geográficas: (i) **Italia** continúa siendo la principal fuente de ingresos (39,9% del total) pero el BNA desciende hasta 244 M€ (-5,1%; -0,9% t/t) debido a la presión en márgenes, la pérdida de tracción en la actividad comercial (-14,0% en nueva producción) y el repunte en el CoR (88 pb vs 57 pb en 1T19), (ii) **Alemania**, la mejora en la ratio de eficiencia (68,0% vs 70,6% en 1T 19) y la caída en CoR hasta 2 pb (vs 10 pb en 1T 19) no compensan la caída en ingresos (-4,1%; -1,0%) y el BNA desciende hasta 146 M€ (vs 370 M€ en 1T 19 vs 66 M€ en 2T 18), (iii) **Austria**, el BNA alcanza 165 M € (+4,5%) gracias a el ajuste en costes (-12,0%) y la reversión de provisiones (-2 pb en CoR) y (iv) **Europa del Este**, registra un aumento BNA de +6,5% hasta 484 M€ gracias a la resiliencia de los ingresos (+3,7%; -0,5% t/t) y el descenso en CoR (52 pb vs 61 pb en 1T 19), que viene acompañado por la mejora de la morosidad (5,5% vs 6,4% en 1T 19).

La ratio de capital CET-I FL se sitúa en ~12,08% (-18 pb t/t) debido a que la venta de Fineco (+24 pb) y la generación orgánica de capital no compensan el impacto negativo de los cambios regulatorios (-55 pb). En este entorno, **la rentabilidad (RoTE) empeora hasta ~8,3% (vs 9,4% en 1T 19).**

El equipo gestor revisa a la baja el *guidance* de Ingresos para 2019 hasta 18.700 M€ (vs 19.000 M€ anterior) aunque mantiene sin cambios sus provisiones en costes (~10.000 M€) y BNA (~4.700 M€).

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾ Datos en M€	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	2T19	12 M	a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	2.858	2.914	2.995	2.819	2.708	11.436	11.187	-5,2%	-3,9%	2,2%
Otros ingresos ⁽³⁾	2.274	2.073	2.026	2.299	1.959	8.357	9.254	-13,9%	-14,8%	-9,7%
Margen Bruto	5.132	4.987	5.021	5.118	4.667	19.793	20.441	-9,1%	-8,8%	-3,2%
Gastos Generales	2.843	2.766	2.882	2.779	2.665	11.092	11.754	-6,3%	-4,1%	-5,6%
Margen Neto	2.289	2.221	2.139	2.339	2.002	8.701	8.687	-12,5%	-14,4%	0,2%
Prov. insolvencias	504	696	923	468	707	2.794	2.512	40,3%	51,1%	11,2%
Rdo. Operativo	1.785	1.525	1.216	1.871	1.295	5.907	6.175	-27,5%	-30,8%	-4,3%
Rdos. Extraordinarios	460	1.398	438	-176	545	2.205	1.705	n.s	n.s	29,3%
BAI.	1.325	127	778	2.047	750	3.702	4.470	-43,4%	-63,4%	-17,2%
Impuestos	258	41	-997	602	174	-180	727	-32,6%	-71,1%	n.s
Minoritarios	43	57	48	58	-1.278	-1.115	-2.014	n.s	n.s	n.s
BNA	1.024	29	1.727	1.387	1.854	4.997	5.757	81,1%	33,7%	-13,2%

(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€	%	MM€	%
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	97	133	107	155	148	51,0	-7,5	52,8%	-4,9%
Cartera Valores	106	231	51	215	206	100,0	-9,4	94,5%	-4,4%
Inversión Crediticia	505	459	531	458	456	-48,9	-2,1	-9,7%	-0,5%
Otros	117	10	141	19	23	-93,8	3,6	-80,3%	18,4%
Total Activo	824	834	831	848	832	8,3	-15,5	1,0%	-1,8%
Depósitos	414	420	422	429	410	-3,7	-19,3	-0,9%	-4,5%
Finac. Mayorista	354	358	353	359	363	8,7	3,1	2,5%	0,9%
Fondos Propios	56	55	57	59	60	3,2	0,7	5,8%	1,2%
Total Pasivo & F.Propios	824	834	831	848	832	8,3	-15,5	1,0%	-1,8%
APR's ⁽⁵⁾	361	363	370	372	387	26,4	15,4	7,3%	4,1%
TCE ⁽⁶⁾	48	46	48	49	51	3,2	2,0	6,8%	4,0%

(4) Incluye interbancario

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

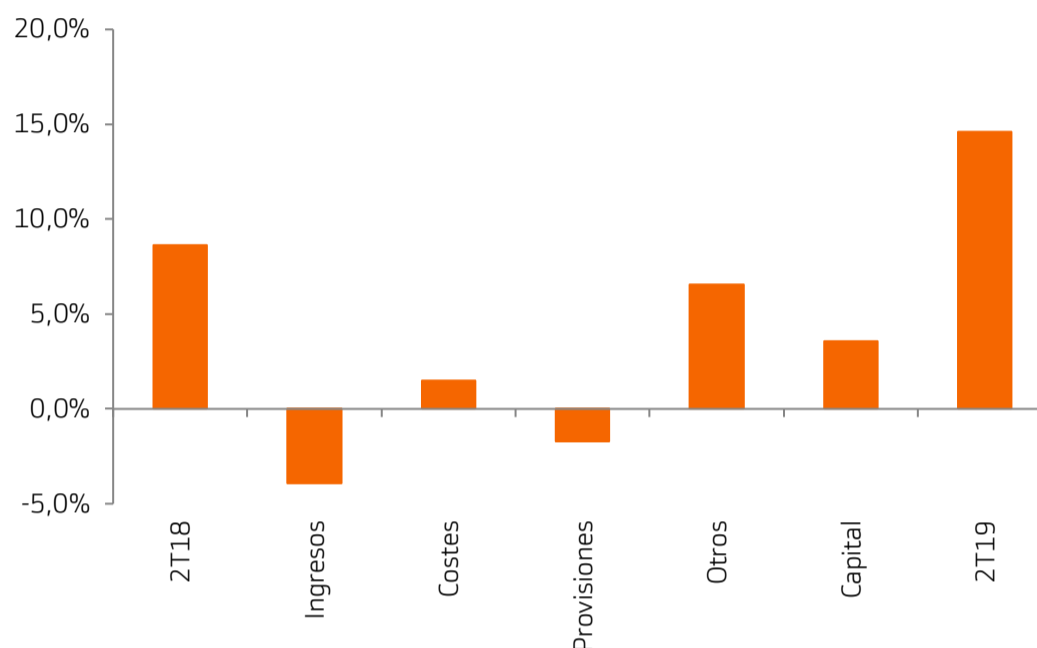
Métricas de Gestión

	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	122,0%	109,3%	125,9%	106,6%	111,1%	-10,8 pb	4,5 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	89,7%	88,1%	80,0%	77,1%	67,8%	-21,8 pb	-9,2 pb
APR's/ Activos ⁽⁹⁾	43,8%	43,5%	44,5%	43,9%	46,5%	2,7 pb	2,7 pb
TCE/ Fondos Propios	84,4%	84,0%	84,1%	82,9%	85,2%	0,8 pb	2,3 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	8,6%	0,3%	14,5%	11,4%	14,6%	6,0 pb	3,2 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,5%	0,0%	0,8%	0,7%	0,9%	0,4 pb	0,2 pb

Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoTE 2T18	Contribución anual						Impacto Capital (*)	Total	RoTE 2T19
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G				
8,6%	-3,9%	1,5%	-1,7%	6,6%	2,4%	3,6%	6,0%	14,6%	

(*). 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	11.266	10.200	9.850	9.800	-9,5%	-3,4%	-0,5%
Comisiones	8.165	6.500	6.525	6.700	-20,4%	0,4%	2,7%
Otros Ingresos	2.027	2.000	2.100	2.000	-1,3%	5,0%	-4,8%
Margen Bruto	21.458	18.700	18.475	18.500	-12,9%	-1,2%	0,1%
Gastos Generales	-15.338	-10.000	-10.100	-10.175	-34,8%	1,0%	0,7%
Margen Neto	6.120	8.700	8.375	8.325	42,2%	-3,7%	-0,6%
Provisiones & Saneamientos	-2.662	-2.200	-2.350	-2.375	-17,3%	6,8%	1,1%
Resultado antes de impuestos	3.458	6.500	6.025	5.950	87,9%	-7,3%	-1,2%
Tax & Minoritarios	394	-1.820	-2.109	-2.083	n.s	15,9%	-1,2%
Beneficio atribuido al Grupo	3.852	4.680	3.916	3.868	21,5%	-16,3%	-1,2%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	90,6%	89,3%	88,6%	89,2%	-1,2 pp	-0,7 pp	0,6 pp
Comisiones/Gtos Generales	53,2%	65,0%	64,6%	65,8%	11,8 pp	-0,4 pp	1,2 pp
Ratio Eficiencia	71,5%	53,5%	54,7%	55,0%	-18,0 pp	1,2 pp	0,3 pp
Provisiones / Mg. Bruto	43,5%	25,3%	28,1%	28,5%	-18,2 pp	2,8 pp	0,5 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

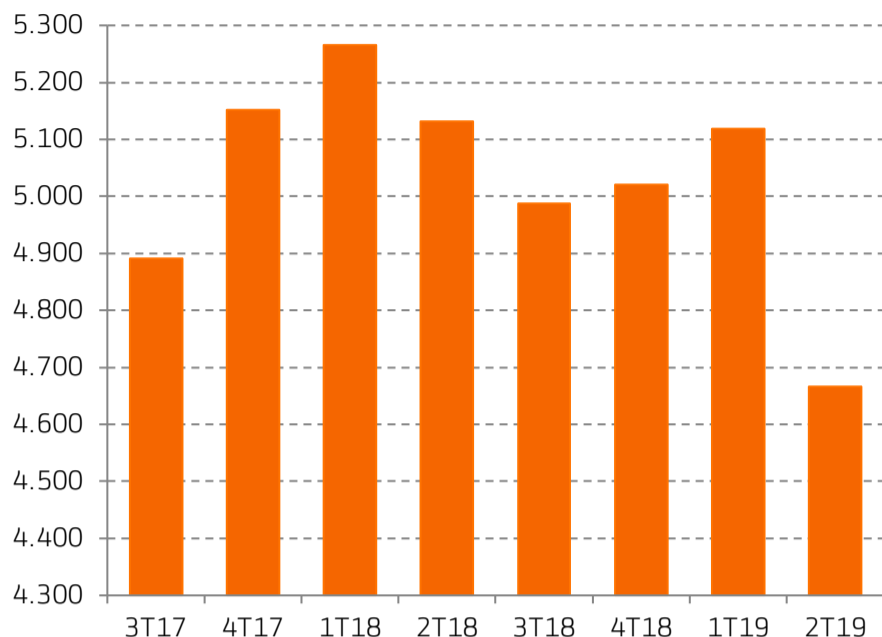
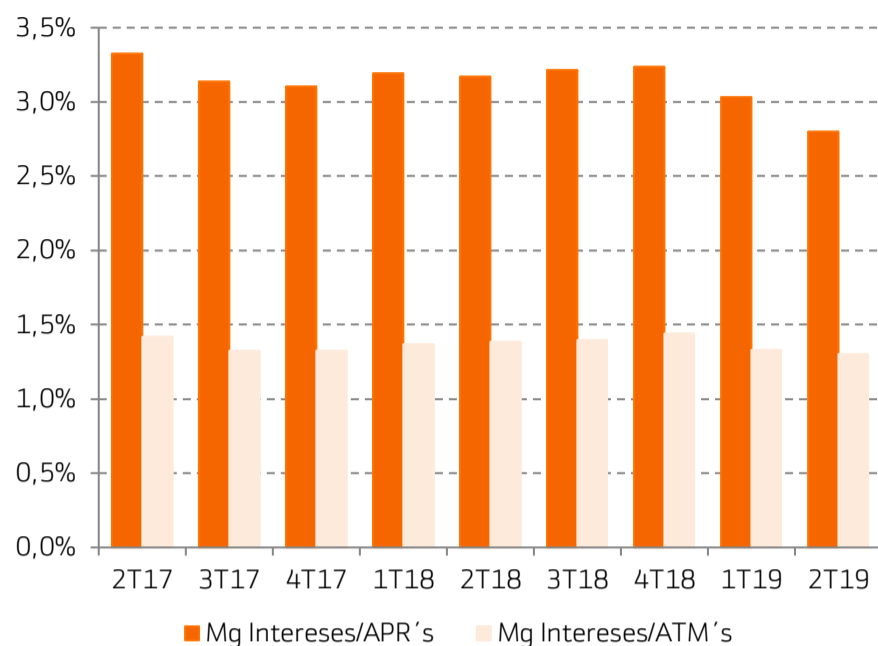


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

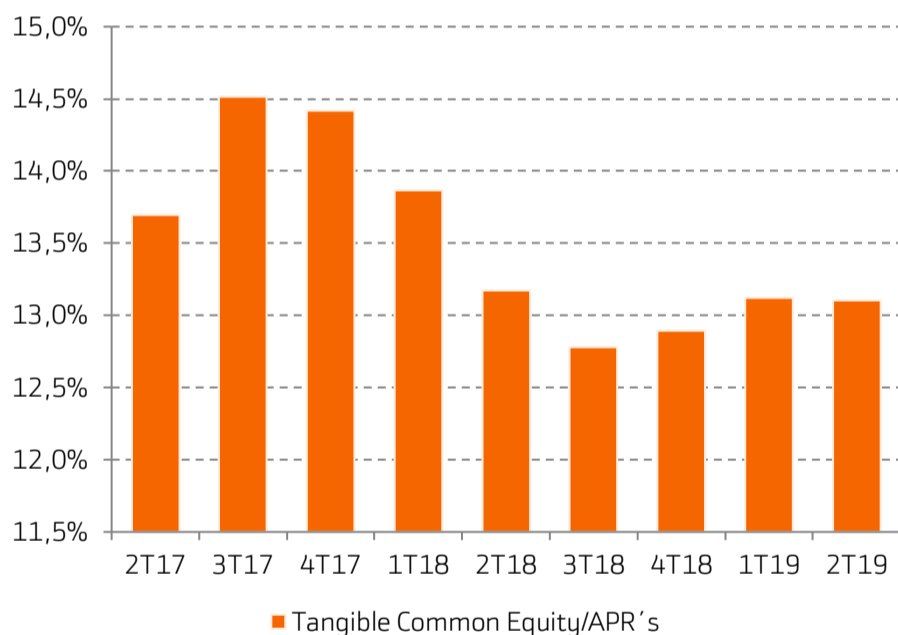
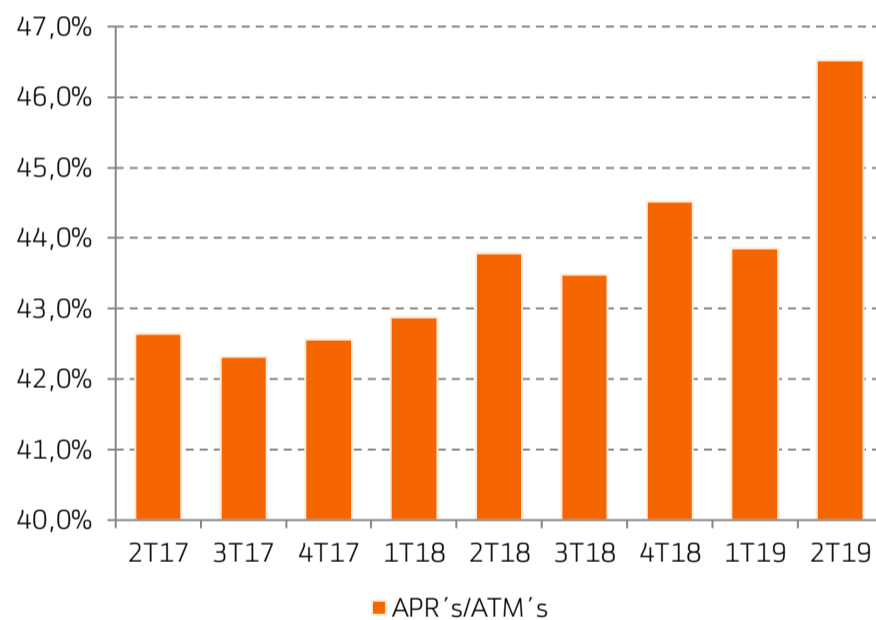


Gráfico 4: Densidad de capital

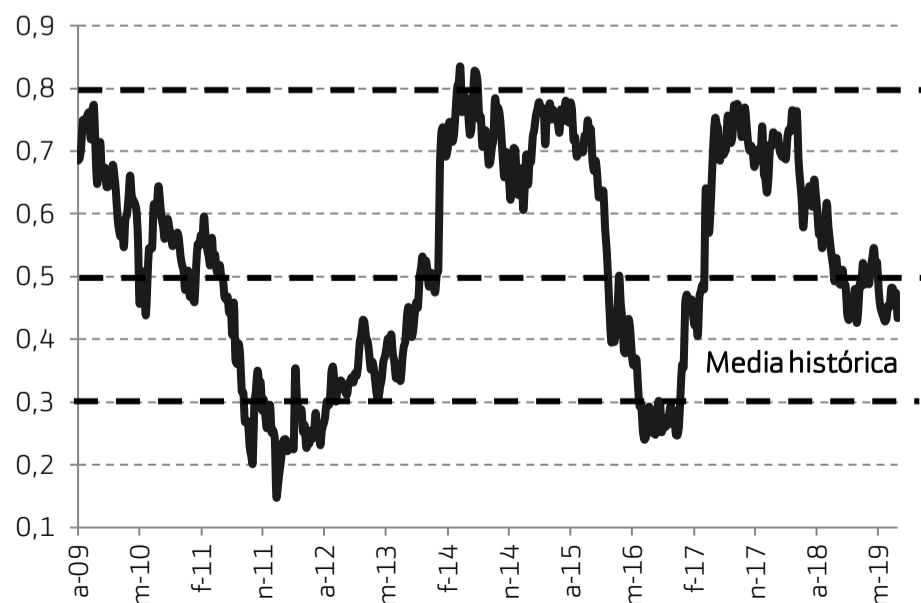


Múltiplos de Valoración

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

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-Trapiella - Consumo

Temáticas y activos de responsabilidad compartida

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