

Analista: Rafael Alonso

Nota: Unicredit

Bancos Italianos

Llega el momento de actualizar objetivos. Unicredit presenta nuevo plan estratégico el 3/diciembre

Unicredit

Precio Objetivo: 14,85 €/acc

Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	28.502 M€
Nº Acciones	2.233 M
Precio último	12,76 €/acc
Max/Min (52 sem)	13,07 / 9,07
Revalorización (YTD)	28,99%
Cód. Reuters / Bloomberg	UCG.MI / UCG.IM

Múltiplos de Valoración

	2018	2019 e	2020 e	2021 e
PER	7,4 x	6,5 x	7,1 x	6,8 x
P/V	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x
Div. Yield	2,1%	4,6%	4,9%	5,1%

Principales cifras y ratios

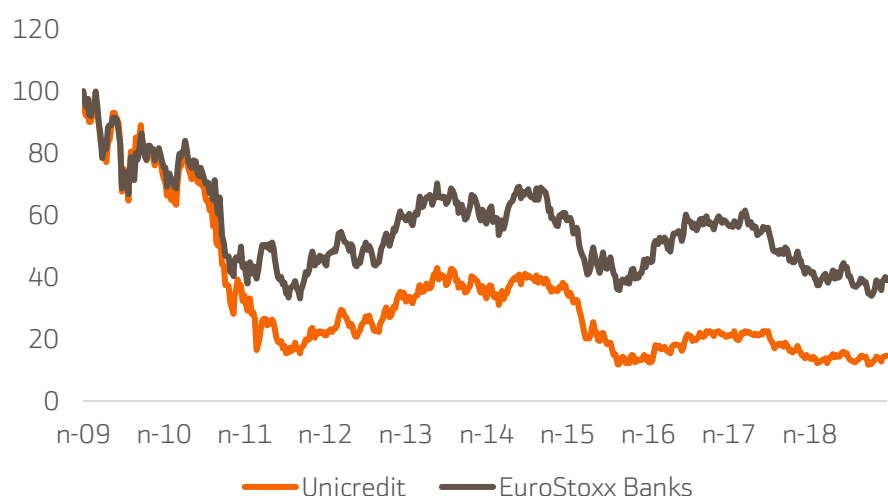
Datos en M€	2018 r	2019 e	2020 e	TAMI(1)
Margen Bruto	21.458	18.700	18.685	-6,7%
Margen Neto	6.120	8.700	8.885	+20,5%
Provisiones	2.662	2.000	1.950	-14,4%
Tax, Min & Otros	394	-2.345	-2.913	n.s
BNA	3.852	4.355	4.022	+2,2%
BPA	1,72	1,95	1,80	+2,2%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,5%
ROTE sostenible estimado	7,6%
Coste de capital (Ke)	11,5%
Precio objetivo (€/acc.)	14,85
Potencial de Revalorización	16,3%

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: Objetivo "Transformación 2019" cumplido. El saneamiento del balance, la venta de activos no-estratégicos y la reducción de costes avanzan en la buena dirección. La estrategia funciona porque la ratio de capital CET1 alcanza 12,6%, los índices de calidad crediticia mejoran más rápido de lo esperado y la rentabilidad (RoTE Ordinario) mejora hasta ~8,6% (vs 8,3% en 2T9).

Revisamos recomendación a **Comprar** desde Neutral con Precio Objetivo 14,85 €/acc (vs 12,15 €/acc anterior).

Resultados 3T19: Sorprende positivamente al alcanzar un BNA de **1.101 M€** (+25,7% a efectos comparables; 8,2% en 9M19 vs 1.000 M€ esperado). Los ingresos por *trading* (+28,9%) y el aumento en comisiones compensan la presión en márgenes y **la cifra de ingresos gana tracción** (+1,7%; +4,1% t/t). La gestión de costes (-3,4% en 9M19) y un menor coste del riesgo (provisiones) explican el fuerte aumento de la parte baja de la cuenta de P&G.

El perfil de riesgo mejora porque el peso de los bonos en balance se reduce y el plan de saneamiento avanza más rápido de lo esperado. El coste del riesgo (provisiones/inversión crediticia) desciende hasta 47 pb (vs 60 pb en 2T19) gracias al descenso de la morosidad en el negocio *core* (3,6% vs ~3,9% en 2T19). **La ratio de capital CET-I FL aumenta hasta 12,60%** (vs ~12,08% en 2T19), gracias a la venta de Fineco y la generación orgánica de capital.

La rentabilidad (RoTE Ordinario) mejora hasta 8,6% (vs 8,3% en 2T19). Cabe destacar que la rentabilidad del negocio *core* (ex-activos no estratégicos) alcanza 10,6% en 9M19 (+0,2 pp), de ahí la importancia de continuar reduciendo el volumen de activos improductivos.

Por áreas geográficas: (i) **Italia** es la principal fuente de ingresos con un BNA 344 M€ (-6,7%;+41,0% t/t) gracias al descenso en provisiones (-20,9%), (ii) En **Alemania**, el BNA sube hasta 88 M€ (+57,7%) a pesar de la presión en márgenes, (iii) **Austria** (BNA: 129 M€ (-6,8%) y (iv) **Europa del Este** (BNA: 445 M€;+4,3%).

El equipo gestor mantiene el guidance para 2019. Ingresos (18.700 M€), costes (~10.000 M€) y BNA Ajustado (~4.700 M€). **Unicredit presenta nuevo Plan Estratégico el 3/diciembre.** Pensamos que el plan pivotará sobre nuevas mejoras de eficiencia y generación de capital que pueden servir como aliciente a la cotización.

Revisamos nuestra recomendación a **Comprar** desde Neutral con Precio Objetivo 14,85€/acc (vs 12,15 €/acc. anterior).

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾ Datos en M€	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	3T19	12 M	12 M
								a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	2.800	2.920	2.745	2.708	2.738	11.111	11.088	-2,2%	1,1%	0,2%
Otros ingresos ⁽³⁾	1.980	1.924	2.171	1.959	2.105	8.159	8.810	6,3%	7,5%	-7,4%
Margen Bruto	4.780	4.844	4.916	4.667	4.843	19.270	19.898	1,3%	3,8%	-3,2%
Gastos Generales	2.655	2.800	2.665	2.665	2.594	10.724	11.215	-2,3%	-2,7%	-4,4%
Margen Neto	2.125	2.044	2.251	2.002	2.249	8.546	8.683	5,8%	12,3%	-1,6%
Prov. insolvencias	696	921	467	707	563	2.658	2.529	-19,1%	-20,4%	5,1%
Rdo. Operativo	1.429	1.123	1.784	1.295	1.686	5.888	6.154	18,0%	30,2%	-4,3%
Rdos. Extraordinarios	1.383	436	-174	545	233	1.040	2.775	n.s	n.s	-62,5%
BAI.	46	687	1.958	750	1.453	4.848	3.379	n.s	93,7%	43,5%
Impuestos	20	-1.024	577	174	342	69	506	1610,0%	96,6%	n.s
Minoritarios	-3	-16	-6	-1.278	10	-1.290	-93	n.s	n.s	n.s
BNA	29	1.727	1.387	1.854	1.101	6.069	2.966	n.s	-40,6%	n.s

(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	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19	Variación			
						MM€	%	MM€	%
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	133	107	155	151	162	28,7	10,5	21,6%	6,9%
Cartera Valores	231	51	215	89	221	-10,3	132,1	-4,5%	148,4%
Inversión Crediticia	459	531	458	456	452	-7,4	-3,7	-1,6%	-0,8%
Otros	10	141	19	136	28	18,0	-108,1	176,0%	-79,3%
Total Activo	834	831	848	832	863	29,0	30,9	3,5%	3,7%
Depósitos	420	422	429	412	417	-3,2	4,8	-0,8%	1,2%
Finac. Mayorista	358	353	359	360	385	26,9	25,2	7,5%	7,0%
Fondos Propios	55	57	59	60	60	5,3	0,9	9,6%	1,5%
Total Pasivo & F.Propios	834	831	848	832	863	29,0	30,9	3,5%	3,7%
APR 's ⁽⁵⁾	363	370	372	387	388	25,2	0,6	6,9%	0,2%
TCE ⁽⁶⁾	46	48	49	51	52	5,3	0,9	11,3%	1,7%

(4) Incluye interbancario

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

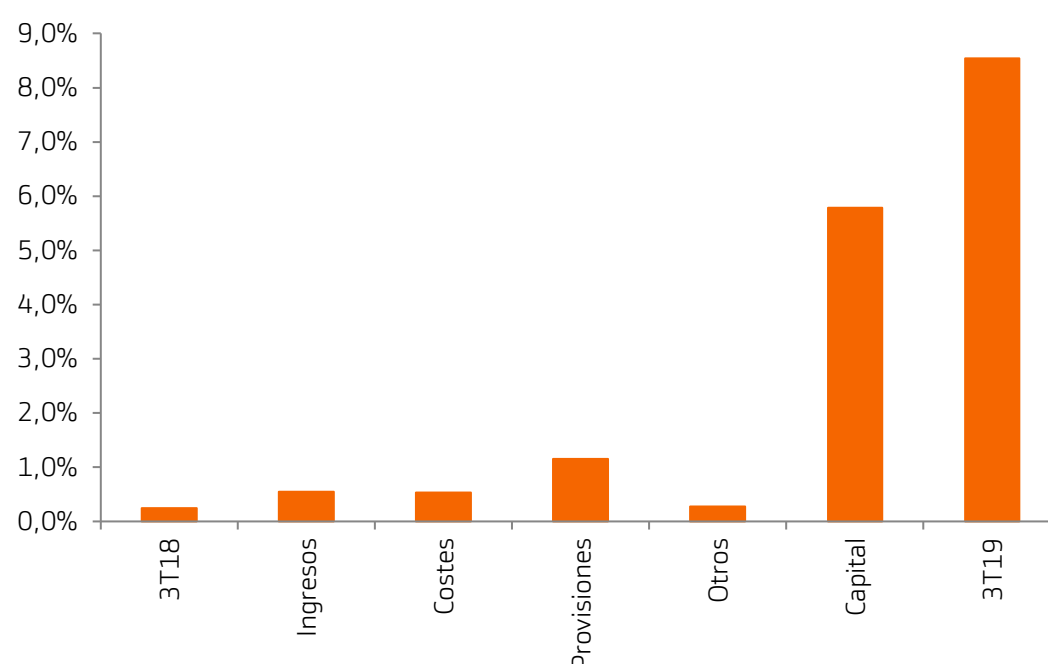
Métricas de Gestión

	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	109,3%	125,9%	106,6%	110,5%	108,4%	-0,9 pb	-2,2 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	88,1%	80,0%	77,1%	67,8%	55,7%	-32,4 pb	-12,1 pb
APR 's/ Activos ⁽⁹⁾	43,5%	44,5%	43,9%	46,5%	44,9%	1,5 pb	-1,6 pb
TCE/ Fondos Propios	84,0%	84,1%	82,9%	85,2%	85,4%	1,4 pb	0,2 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	0,3%	14,5%	11,4%	14,6%	8,5%	8,3 pb	-6,1 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,0%	0,8%	0,7%	0,9%	0,5%	0,5 pb	-0,4 pb

Evolución del RoTE: Desglose por componentes

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

(*). 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	10.250	10.175	10.200	-9,0%	-0,7%	0,2%
Comisiones	8.165	6.350	6.400	6.500	-22,2%	0,8%	1,6%
Otros Ingresos	2.027	2.100	2.110	2.000	3,6%	0,5%	-5,2%
Margen Bruto	21.458	18.700	18.685	18.700	-12,9%	-0,1%	0,1%
Gastos Generales	-15.338	-10.000	-9.800	-9.700	-34,8%	-2,0%	-1,0%
Margen Neto	6.120	8.700	8.885	9.000	42,2%	2,1%	1,3%
Provisiones & Saneamientos	-2.662	-2.000	-1.950	-1.800	-24,9%	-2,5%	-7,7%
Resultado antes de impuestos	3.458	6.700	6.935	7.200	93,7%	3,5%	3,8%
Tax & Minoritarios	394	-2.345	-2.913	-3.024	n.s	24,2%	3,8%
Beneficio atribuido al Grupo	3.852	4.355	4.022	4.176	13,1%	-7,6%	3,8%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	90,6%	88,8%	88,7%	89,3%	-1,8 pp	-0,1 pp	0,6 pp
Comisiones/Gtos Generales	53,2%	63,5%	65,3%	67,0%	10,3 pp	1,8 pp	1,7 pp
Ratio Eficiencia	71,5%	53,5%	52,4%	51,9%	-18,0 pp	-1,0 pp	-0,6 pp
Provisiones / Mg. Bruto	43,5%	23,0%	21,9%	20,0%	-20,5 pp	-1,0 pp	-1,9 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

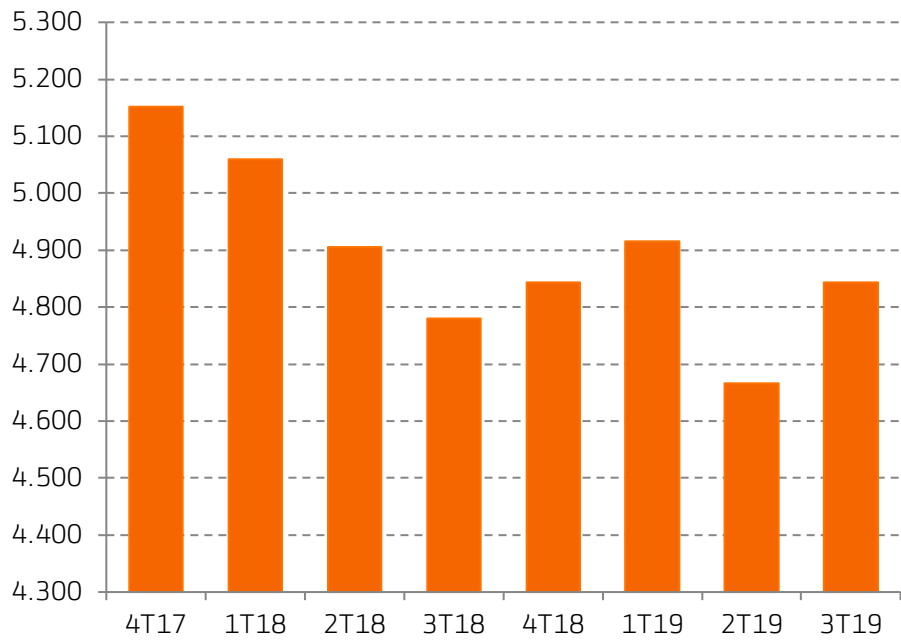
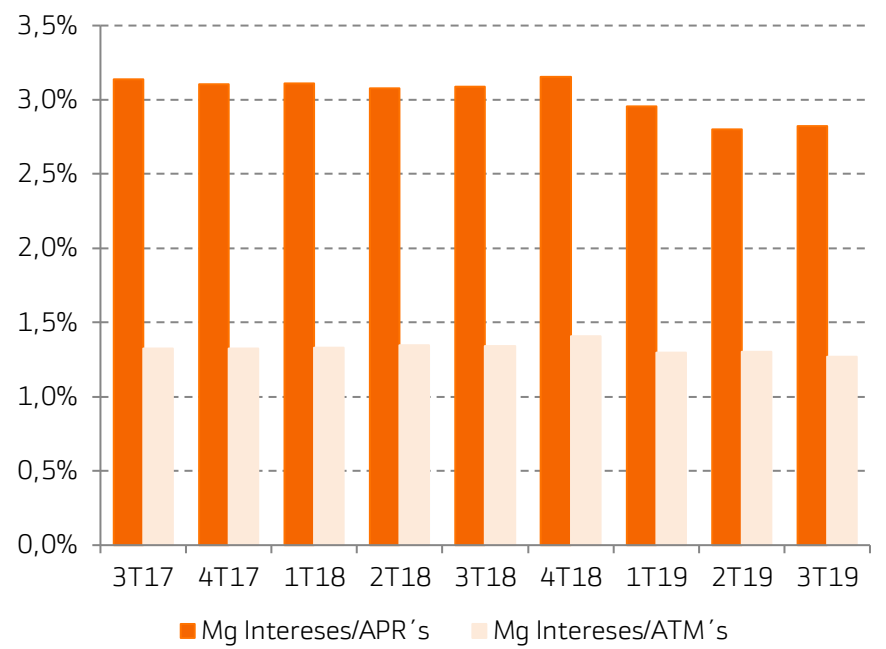


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

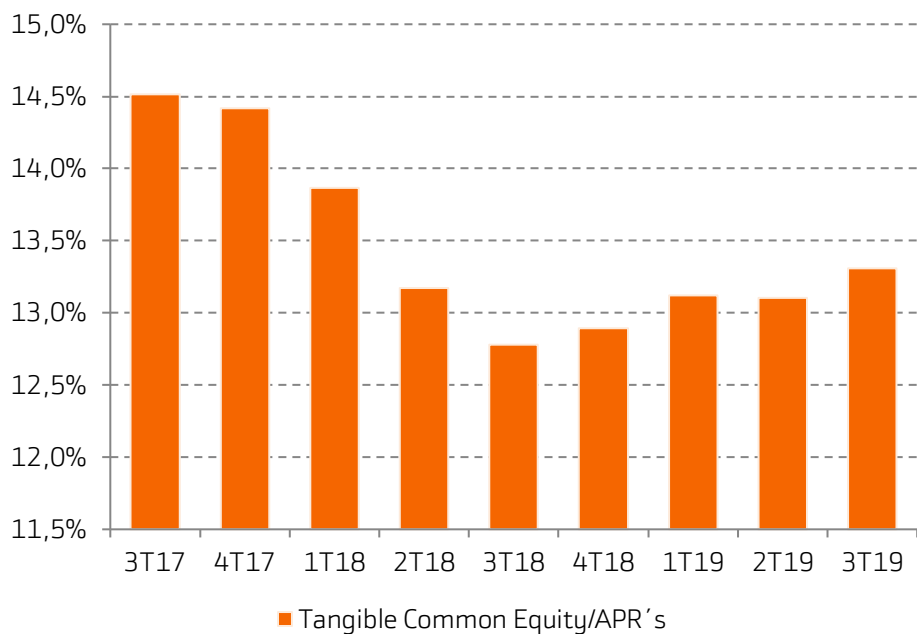
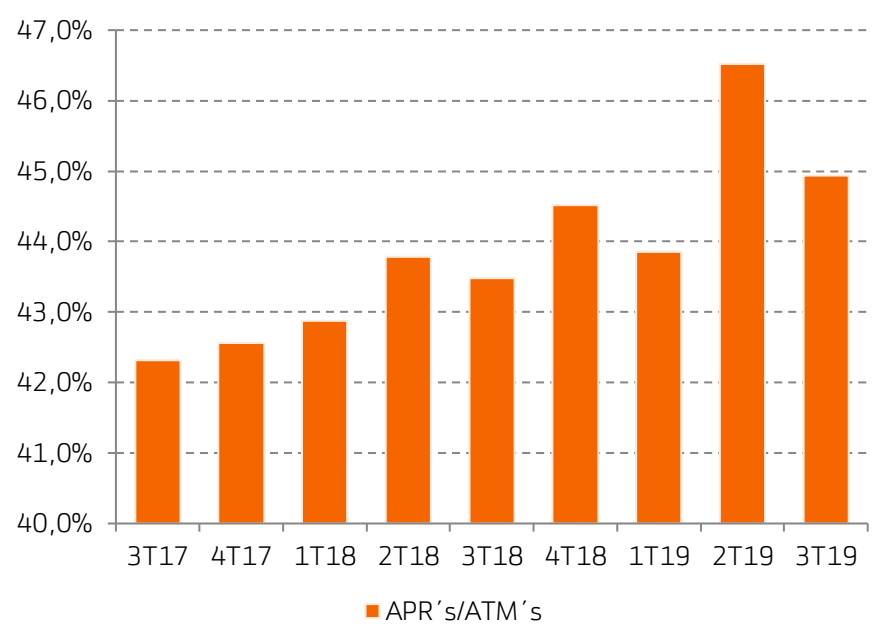


Gráfico 4: Densidad de capital

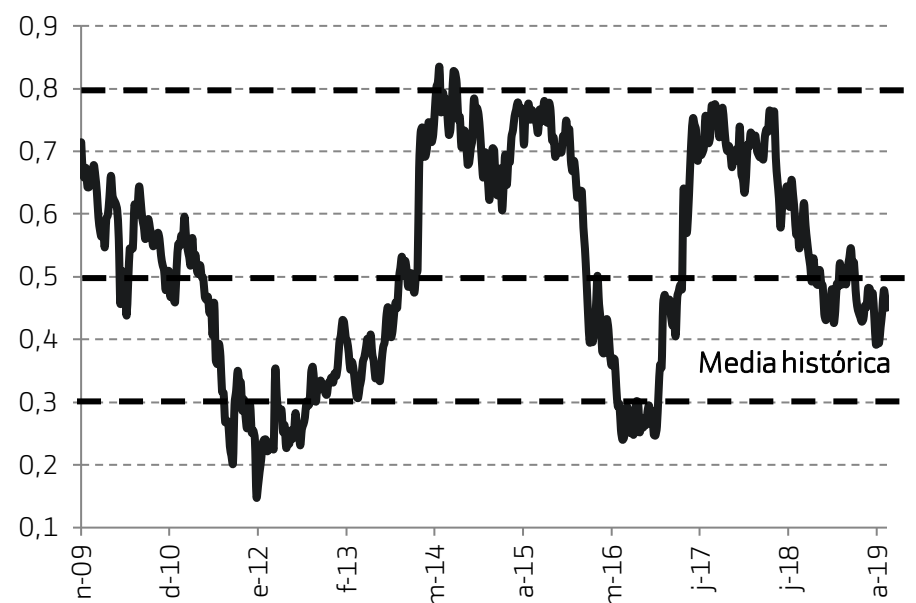


Múltiplos de Valoración

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
Pilar Aranda - Petróleo	Ana de Castro - Seguros	Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Juan Moreno - Inmobiliarias	Aránzazu Cortina - Industriales	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología	Elena Fernández-Trapiella - Consumo	Luis Piñas - Consumo

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