

El plan de reestructuración no es suficiente. El Covid-19 deja en suspenso el plan estratégico y el dividendo

Unicredit

Precio Objetivo: 6,90 €/acc

Recomendación: Vender

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	15.019 M€
Nº Acciones	2.237 M
Precio último	6,71 €/acc
Max/Min (52 sem)	14,44 / 6,38
Revalorización (YTD)	-48,44%
Cód. Reuters / Bloomberg	UCG.MI / UCG.IM

Múltiplos de Valoración

	2019	2020 e	2021 e	2022 e
PER	4,5 x	37,3 x	9,5 x	9,5 x
P/Vc	0,3 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x
Div. Yield	9,4%	0,0%	2,1%	2,1%

Principales cifras y ratios

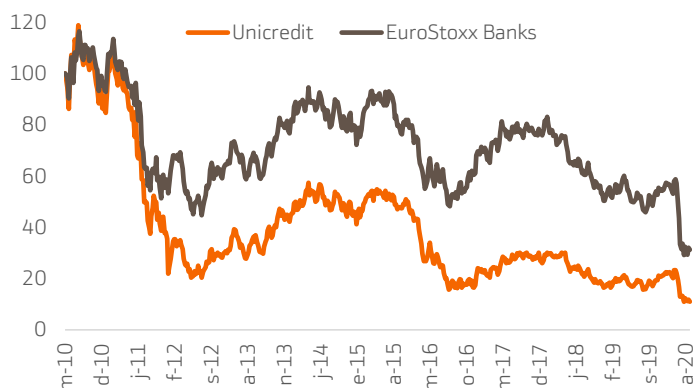
Datos en M€	2019 r	2020 e	2021 e	TAMI(1)
Margen Bruto	19.430	17.150	17.050	-6,3%
Margen Neto	8.841	6.850	6.900	-11,7%
Provisiones	3.382	6.200	4.350	+13,4%
Tax, Min & Otros	-2.086	-247	-969	n.s
BNA	3.373	403	1.581	-31,5%
BPA	1,51	0,18	0,71	-31,5%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,0%
ROTE sostenible estimado	3,6%
Coste de capital (Ke)	11,0%
Precio objetivo (€/acc.)	6,90
Potencial de Revalorización	2,8%

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: Unicredit ha sido una historia de reestructuración exitosa en 2019 - saneamiento de balance, ajuste en costes y generación de capital - pero el Covid-19 conlleva una pérdida de -2.706 M€ en 1T20 y la revisión a la baja (prevista para principios de 2021) en los objetivos del Plan Estratégico 2020/2023. Se cancela el pago de dividendos hasta el 4T20 (por ahora) y el *guidance* de BNA para 2020. Revisamos a la baja nuestras previsiones de BNA para 2020/2022 y recomendación a Vender (desde Neutral).

Nuestra visión: Unicredit contaba con tres alicientes antes del Covid-19: (1) unos múltiplos de valoración aparentemente atractivos (P/Vc~0,3x), especialmente frente a su principal competidor en Italia (Intesa), (2) un plan de reestructuración creíble combinado con nuevos saneamientos de balance y (3) una política de mayor retribución al accionista (pago de dividendos y recompra de acciones). El Covid-19 conlleva un aumento importante en provisiones que estimamos continúe en 2020/2021, una rebaja drástica en las perspectivas de BNA y un mayor coste del capital derivado de la prima de riesgo italiana.

El equipo gestor aspira a conseguir el ~75/80% del objetivo marcado en el Plan estratégico para 2021 - equivalente a un BNA~3.000/3.200 M€ - que nos parece ambicioso ante el deterioro macro y el repunte esperado en el coste del riesgo (~100/120 pb en 2020 vs 104 pb en 1T20 vs 46 pb previstos en el plan).

Resultados 1T20: Defrauda las expectativas tras perder -2.706 M€ (vs -1.959 M€ esperado), el peor registro desde el 4T2016 cuando el saneamiento del balance ocasionó una pérdida de -13.600 M€. La línea de ingresos recurrentes evoluciona mejor de lo esperado, especialmente en comisiones (+5,2%) pero registra una caída en *trading* (-62,7%) que llama la atención. Salvo excepciones, la mayoría de las entidades consiguen subidas de doble dígito en *trading* por la volatilidad de los mercados.

Lo más importante es que las provisiones suben hasta 1.261 M€ (1.645 M€ en 4T19) y registra un cargo extraordinario por 1.669 M€ adicionales por pérdidas en la venta de su filial en Turquía (Yapi) principalmente. El coste del riesgo recurrente baja hasta 104 pb (vs 137 pb en 4T20) aunque la morosidad del negocio *core* se mantiene estable en 3,4% (4,9% en total) y no refleja el impacto total del Covid-19 -.

La exposición a los sectores más sensibles al Covid (Turismo, Transporte...) representa el 10,0% del total - equivalente a 48.500 M€ - y **la probabilidad de ver nuevos deterioros de valor es alta**. La ratio de capital CET-I FL mejora hasta 13,44% vs 13,09% en 4T19 - tras la suspensión del dividendo - equivalente a un colchón de 436 pb sobre las exigencias regulatorias -.

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾ Datos en M€	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Acumulado		% Variación		
						12 M Trailing Último	Previo	1T20 a/a	12 M t/t	12 M a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	2.745	2.708	2.738	2.648	2.604	10.698	11.242	-5,1%	-1,7%	-4,8%
Otros ingresos ⁽³⁾	2.171	1.959	2.105	2.351	1.910	8.325	8.204	-12,0%	-18,8%	1,5%
Margen Bruto	4.916	4.667	4.843	4.999	4.514	19.023	19.446	-8,2%	-9,7%	-2,2%
Gastos Generales	2.665	2.665	2.594	2.677	2.630	10.566	10.856	-1,3%	-1,8%	-2,7%
Margen Neto	2.251	2.002	2.249	2.322	1.884	8.457	8.590	-16,3%	-18,9%	-1,5%
Prov. insolvencias	467	707	563	1.645	1.261	4.176	2.586	170,0%	-23,3%	61,5%
Rdo. Operativo	1.784	1.295	1.686	677	623	4.281	6.004	-65,1%	-8,0%	-28,7%
Rdos. Extraordinarios	-174	545	233	1.638	3.135	5.551	2.103	n.s	n.s	164,0%
BAI.	1.958	750	1.453	-961	-2.512	-1.270	3.901	n.s	n.s	n.s
Impuestos	577	174	342	-119	139	536	-201	-75,9%	n.s	n.s
Minoritarios	-6	-1.278	10	-7	5	-1.270	-65	n.s	n.s	n.s
BNA Publicado	1.175	1.854	1.101	-835	-2.706	-586	4.167	n.s	n.s	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	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Variación			
						MM€		%	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	155	151	162	177	171	16,2	-5,8	10,5%	-3,3%
Cartera Valores	215	89	221	50	222	6,5	171,3	3,0%	339,8%
Inversión Crediticia	458	456	452	441	453	-4,5	12,9	-1,0%	2,9%
Otros	19	136	28	188	26	6,9	-161,2	35,3%	-86,0%
Total Activo	848	832	863	856	873	25,1	17,1	3,0%	2,0%
Depósitos	429	412	417	420	423	-6,0	2,9	-1,4%	0,7%
Finac. Mayorista	359	360	385	373	388	28,7	14,8	8,0%	4,0%
Fondos Propios	59	60	60	62	61	2,4	-0,5	4,1%	-0,9%
Total Pasivo & F.Propios	848	832	863	856	873	25,1	17,1	3,0%	2,0%
APR 's ⁽⁵⁾	372	387	388	379	361	-10,8	-17,7	-2,9%	-4,7%
TCE ⁽⁶⁾	49	51	52	53	51	2,5	-1,8	5,0%	-3,4%

(4) Incluye interbancario

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

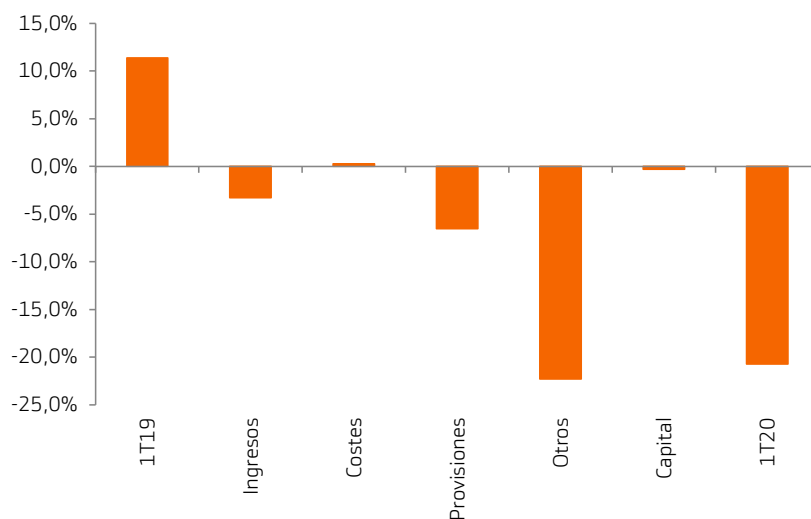
Métricas de Gestión

	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	106,6%	110,5%	108,4%	104,8%	107,1%	0,5 pb	2,3 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	77,1%	67,8%	55,7%	47,7%	48,6%	-28,4 pb	0,9 pb
APR 's / Activos ⁽⁹⁾	43,9%	46,5%	44,9%	44,3%	41,4%	-2,5 pb	-2,9 pb
TCE/ Fondos Propios	82,9%	85,2%	85,4%	85,8%	83,6%	0,7 pb	-2,2 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	11,4%	14,6%	8,5%	-6,3%	-20,7%	-32,1 pb	-14,4 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,7%	0,9%	0,5%	-0,4%	-1,2%	-1,9 pb	-0,8 pb

Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoTE 1T19	Contribución anual						RoTE 1T20	
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Impacto Capital ^(*)		Total
11,4%	-3,3%	0,3%	-6,5%	-22,3%	-31,8%	-0,3%	-32,1%	-20,7%

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



Principales Estimaciones

P&G Reportada Datos en M€	2019	2020 e	2021 e	2022 e	% Variación		
					2020	2021	2022
Margen de Intereses	10.840	9.700	9.600	9.750	-10,5%	-1,0%	1,6%
Comisiones	6.304	6.350	6.400	6.450	0,7%	0,8%	0,8%
Otros Ingresos	2.286	1.100	1.050	1.125	-51,9%	-4,5%	7,1%
Margen Bruto	19.430	17.150	17.050	17.325	-11,7%	-0,6%	1,6%
Gastos Generales	-10.589	-10.300	-10.150	-10.075	-2,7%	-1,5%	-0,7%
Margen Neto	8.841	6.850	6.900	7.250	-22,5%	0,7%	5,1%
Provisiones & Saneamientos	-3.382	-6.200	-4.350	-2.200	83,3%	-29,8%	-49,4%
Resultado antes de impuestos	5.459	650	2.550	5.050	-88,1%	292,3%	98,0%
Tax & Minoritarios	-2.086	-247	-969	-1.919	-88,2%	292,3%	98,0%
Beneficio atribuido al Grupo	3.373	403	1.581	3.131	-88,1%	292,3%	98,0%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	88,2%	93,6%	93,8%	93,5%	5,4 pp	0,3 pp	-0,3 pp
Comisiones/Gtos Generales	59,5%	61,7%	63,1%	64,0%	2,1 pp	1,4 pp	1,0 pp
Ratio Eficiencia	54,5%	60,1%	59,5%	58,2%	5,6 pp	-0,5 pp	-1,4 pp
Provisiones / Mg. Bruto	38,3%	90,5%	63,0%	30,3%	52,3 pp	-27,5 pp	-32,7 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

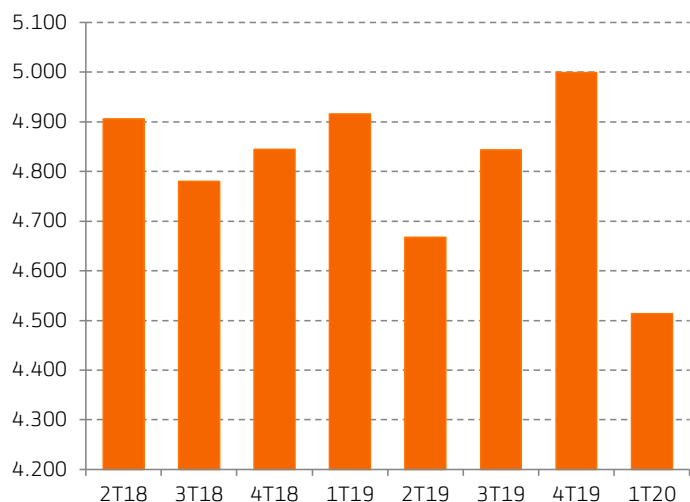
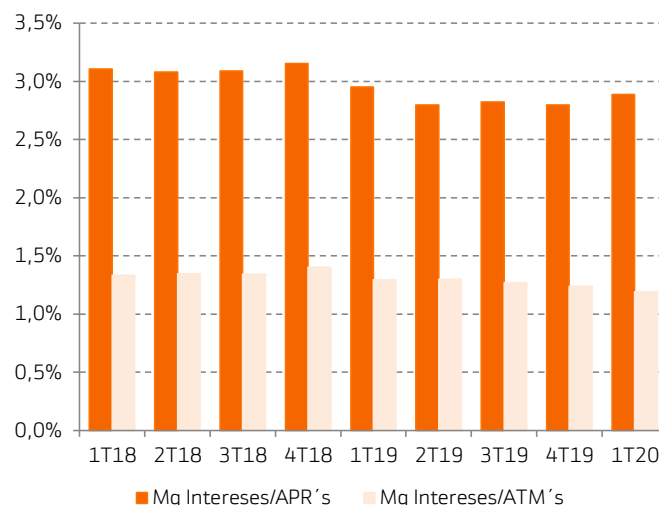


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

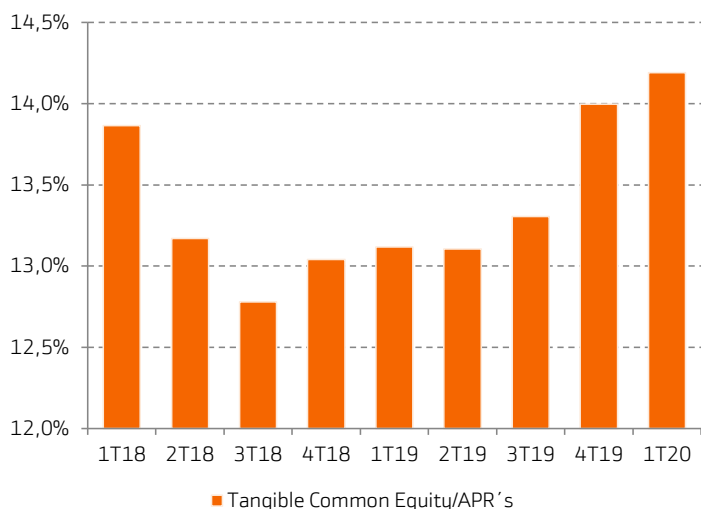
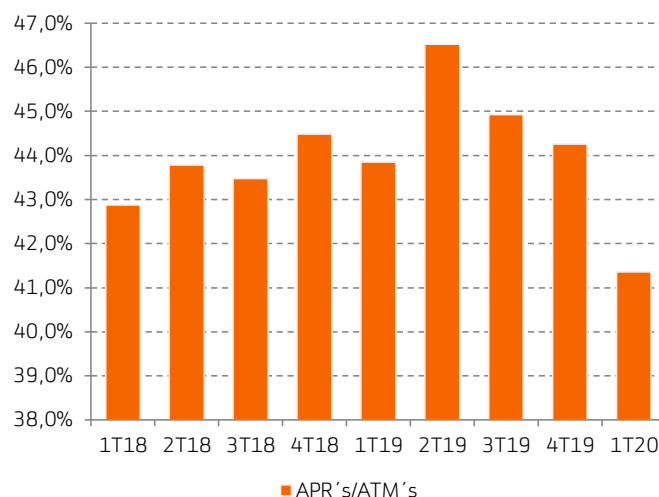


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

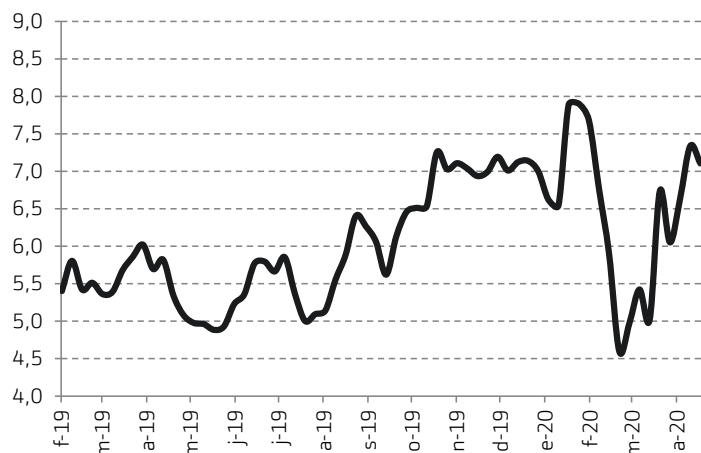
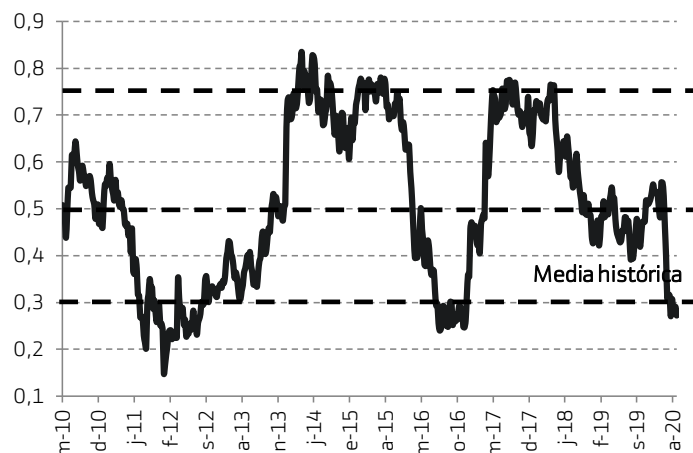


Gráfico 6: P/VC histórico



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-Tрпиella - 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