Unicaja Banco

Comprar

En contra de la marea: ¡Todo tiene un precio!

Principales magnitudes (31-jul-19. 17:45h)			
Precio (€)	0,72	Nº acciones (Mn)	1.610,3
P. Objetivo (€)	1,10	Capitalización	1.151,4
Potencial (%)	53,8	Volumen día (Mn€)	2,3
Ticker Bloomberg	UNI SM	Free-float (%)	50,3

(Mn€)	2018	2019e	2020e	2021e
Bº neto atribuible	151,7	185,9	181,7	192,1
% inc.	*6,5*	*22,6*	*-2,3*	*5,7*
BPA (€)	0,09	0,12	0,11	0,12
% inc.	*-16,1*	*22,3*	*-2,3*	*5,7*
VCPA tangible (€)	2,36	2,39	2,46	2,53
% inc.	*-1,7*	*1,3*	*2,8*	*2,9*
DPA (€)	0,04	0,05	0,05	0,05
% inc.	*76,3*	*21,9*	*-2,3*	*5,7*
PER (x)	12,2	6,2	6,3	6,0
P/VC (x)	0,5	0,3	0,3	0,3
P/VCT (x)	0,5	0,3	0,3	0,3
Rentab. divdo. (%)	3,3	6,5	6,3	6,7

Evolución bursátil (€)

Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-10,6	-30,5	-50,5
Relativo	-7,5	-25,8	-41,4

Fuente: Bloomberg y Bankinter Securities Research

El negocio bancario minorista, el gran "repudiado" del mercado…

El negocio de Unicaja cumple con todos los "requisitos" para ser uno de los menos deseados del mercado bursátil: (a) un modelo bancario tradicional basado en una red física de alto coste, con los canales virtuales como soporte, frente a los modelos totalmente digitales de bajo coste de las *fintech*; (b) un elevado porcentaje del negocio en clientes de rentas medias y medias-bajas, que demandan productos de bajo valor añadido, con una baja penetración en el segmento empresarial; y (c) un tamaño pequeño en comparación con sus principales competidores, lo que impide una mayor dilución de los gastos fijos, entre ellos, los cada vez mayores costes regulatorios.

Todas estas características se traducen en: (a) una elevada sensibilidad a bajadas de tipos de interés (-2% cada 10pb de caída) al tener una de las ratios crédito/depósito (LTV) más bajas del mercado (76%), un 57% de la cartera crediticia en hipotecas y un 65,6% de los recursos de clientes en balance en cuentas corrientes o a la vista con un coste de 3pb, difícilmente revisable a la baja; (b) una ratio de eficiencia 2019e del 66%, peor que la media, y (c) una rentabilidad sobre los recursos propios tangibles de entre el 4% y el 5%, con dificultades para mejorarla.

… sin embargo, ¡todo tiene un precio!

A nuestro juicio, **todas estas debilidades son ciertas, pero podrían estar sobredescontadas**. Así, la entidad cotiza a una ratio 2019 P/VC de 0,29x y una ratio P/VCT de 0,30x. Asumiendo el dividendo 2018 de 0,038€, ofrece una rentabilidad por dividendo del 5,3%. ¿Está en riesgo este dividendo? Creemos que, salvo desastre económico imprevisto, el banco podría mantenerlo por su alta solvencia (CET 1 *fully loaded* del 13,2% en 2T19, con un exceso de CET 1 de unos 1.400M€ o 40% del total), su mejora en la calidad de activos (ratio de mora pro-forma: 4,7%) y una cobertura de activos improductivos del 57% adecuada porque se generan plusvalías en la última venta de activos). Además, su cartera de bonos a coste amortizado cuenta con unas plusvalías de 500M€, no incluidas en el capital. No hay que olvidar tampoco que la entidad ha obtenido autorización para compra de autocartera hasta el 3%. Asumiendo una ROTE recurrente del 4,7% (sin mejoras sobre los actuales niveles) obtenemos un precio objetivo de 1,10€ por acción. En contra de la marea, recomendamos **COMPRAR**.

Marisa Mazo, Ph. D., CFA.

Unicaja Banco: Los resultados del 2T19

Cuadro 1. Unicaja banco: Cuenta de resultados resumida

(Mn€)	2T18	1T19	2T19	% inc. (a/a)	% inc. (t/t)	Consensus	1S18	1S19	% inc. (a/a)
Margen de intereses	150,6	145,1	147,7	-1,9	1,8	147,0	303,0	292,8	-3,3
Comisiones	55,4	55,3	58,3	5,3	5,4	56,0	108,0	113,6	5,2
ROF	13,1	23,9	1,9	-85,2	-91,9		28,8	25,9	-10,0
Otros	22,8	33,8	28,4	24,9	-15,9	25,0	52,1	62,2	19,5
Margen bruto	**241,9**	**258,1**	**236,3**	**-2,3**	**-8,4**	**228,0**	**491,8**	**494,5**	**0,6**
Gastos operativos	-154,9	-150,3	-151,8	-2,0	1,1	-152,0	-310,5	-302,1	7,0
Resultado de explotación	**86,9**	**107,9**	**84,5**	**-2,8**	**-21,7**	**76,0**	**181,2**	**192,4**	**6,2**
Provisiones totales	-30,6	-35,6	-10,6	-65,2	-70,1	-21,0	-47,3	-46,2	1,0
Otros resultados no recurrentes	5,8	12,5	-12,5	nm	nm		6,5	0,0	nm
BAI	**62,2**	**84,7**	**61,4**	**-1,2**	**-27,5**	**55,0**	**140,4**	**146,2**	**4,1**
Impuestos	-15,5	-21,4	-8,8	-43,2	-58,8	-13,0	-36,3	-30,3	-16,6
Minoritarios	0,6	0,0	0,0	nm	-6,1		1,2	0,0	nm
Beneficio atribuible al grupo	**47,3**	**63,3**	**52,6**	**11,3**	**-16,9**	**42,0**	**105,3**	**115,9**	**10,1**

Fuente: Compañía y Análisis y Mercados Bankinter

Sector bancario español: Multiplicadores

Cuadro 2. Bancos españoles: Valoración relativa

	Precio (€)	PER (x)			P/VCT (x)			Rentabilidad por dividendo (%)		
	31-jul-19	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
Unicaja	0,72	6,2	6,3	6,0	0,30	0,29	0,28	6,5	6,3	6,7
Santander	3,86	8,4	7,6	7,1	0,92	0,89	0,85	5,6	5,9	5,7
BBVA	4,60	7,2	6,9	6,7	0,77	0,73	0,69	6,3	7,3	7,5
Caixabank	2,24	8,8	6,5	6,4	0,64	0,61	0,59	6,8	8,4	8,7
Bankia	1,79	7,9	7,2	6,7	0,42	0,42	0,40	6,3	6,9	7,5
Sabadell	0,79	5,5	4,9	4,7	0,45	0,43	0,41	9,1	10,2	10,5
Liberbank	0,34	8,9	7,6	7,1	0,35	0,34	0,33	3,4	5,3	5,6
Media		7,6	6,7	6,4	0,55	0,53	0,51	6,3	7,2	7,5
Prima/(Descuento) (%)		*-18,0*	*-5,8*	*-5,9*	*-45,8*	*-45,2*	*-44,4*	*-2,8*	*13,8*	*11,7*
Euro STOXX-Banks		8,0	7,5	7,1	0,56	0,54	0,52	6,4	6,7	7,2
STOXX 600-Banks		10,6	9,9	9,3	0,81	0,79	0,75	5,1	5,3	5,6
Media		9,3	8,7	8,2	0,69	0,67	0,64	5,7	6,0	6,4
Prima/(Descuento) (%)		*-33,2*	*-27,3*	*-26,7*	*-56,6*	*-56,3*	*-55,9*	*-11,2*	*-4,6*	*-3,7*

Fuente: Bloomberg, Factset, Compañía y Análisis y Mercados Bankinter

Valoración

Método de valoración

Los métodos de valoración utilizados son el WEV (*warranted equity valuation*) y el DDM (descuento de dividendos). La fecha para el precio objetivo en este informe es diciembre de 2019.

Hipótesis principales

Utilizamos una tasa requerida de los recursos propios (o coste de los recursos propios Ke) del 10% y una tasa de crecimiento a perpetuidad del 2% para estimar nuestro valor terminal en 2022.

Cuadro 3. Síntesis de valoración: Método WEB

(Mn€)					
Beneficio neto 2022e	198,2				
APRs	24.377,4				
Recursos propios tangibles 2022e	4.198,5				
ROTE 2022e (%)	4,7		Análisis de sensibilidad		
Tasa de descuento (%)	10,0	9,0	11,0	10,0	10,0
Tasa de crecimiento (%)	2,0	2,0	2,0	1,0	3,0
P/VC objetivo (x)	0,3	0,4	0,3	0,4	0,2
Valoración (Mn€)	**1.766**	**1.969**	**1.607**	**1.998**	**1.469**
Valor objetivo por acción (€)	**1,10**	1,22	1,00	1,24	0,91
PER implícito (x)					
2019e	9,5	10,6	8,6	10,7	7,9
2020e	9,7	10,8	8,8	11,0	8,1
2021e	9,2	10,2	8,4	10,4	7,6
2022e	8,9	9,9	8,1	10,1	7,4
P/VC tangible implícito (x)					
2019e	0,46	0,51	0,42	0,52	0,38
2020e	0,45	0,50	0,41	0,50	0,37
2021e	0,43	0,48	0,39	0,49	0,36
2022e	0,42	0,47	0,38	0,48	0,35
Rentabilidad por dividendo implícita (%)					
2019e	4,2	3,8	4,6	3,7	5,1
2020e	4,1	3,7	4,5	3,6	4,9
2021e	4,4	3,9	4,8	3,8	5,2

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 4. Precio objetivo por acción (€): Análisis de sensibilidad

Tasa de crecimiento (%) \ Tasa de descuento (%)	8,5	9,0	9,5	10,0	10,5	11,0	11,5
0,0	1,58	1,50	1,42	1,36	1,29	1,24	1,19
1,0	1,46	1,38	1,30	1,24	1,18	1,13	1,08
2,0	1,30	1,22	1,16	1,10	1,04	1,00	0,96
3,0	1,08	1,02	0,96	0,91	0,87	0,83	0,80
4,0	0,77	0,73	0,70	0,67	0,64	0,62	0,60

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 5. Cuenta de resultados

(Mn€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Cuenta de resultados						
Margen de intereses	619,8	582,8	600,8	584,6	582,2	595,3
% inc.	*-9,9*	*-6,0*	*3,1*	*-2,7*	*-0,4*	*2,3*
Comisiones netas	207,4	220,1	218,8	228,8	233,4	238,1
ROF	77,3	97,9	141,7	50,9	50,0	50,0
Otros ingresos	184,6	96,2	36,8	48,9	29,5	42,3
Margen bruto	**1.089,1**	**997,1**	**998,1**	**913,2**	**895,1**	**925,8**
% inc.	*-30,8*	*-8,5*	*0,1*	*-8,5*	*-2,0*	*3,4*
Gastos de personal	-426,5	-401,1	-390,8	-385,8	-373,0	-366,6
Otros gastos generales de administración	-184,1	-189,4	-191,3	-175,5	-186,1	-201,4
Amortización	-45,2	-42,3	-37,1	-43,0	-42,6	-42,1
Gastos operativos	-655,9	-632,8	-619,2	-604,3	-601,7	-610,2
% inc.	*-3,7*	*-3,5*	*-2,2*	*-2,4*	*-0,4*	*1,4*
Margen bruto de explotación	**433,3**	**364,3**	**378,9**	**308,9**	**293,5**	**315,6**
% inc.	*-51,5*	*-15,9*	*4,0*	*-18,5*	*-5,0*	*7,5*
Pérdidas por deterioro de activos financieros	-38,5	-36,7	3,1	-45,2	-61,2	-68,3
Otras provisiones	-228,3	-206,4	-182,6	-173,2	0,0	0,0
Resultados no recurrentes	24,5	18,6	5,6	145,5	0,0	0,0
Beneficio antes de impuestos	**191,0**	**139,8**	**205,0**	**235,9**	**232,2**	**247,3**
% inc.	*-12,0*	*-26,8*	*46,7*	*15,1*	*-1,6*	*6,5*
Impuesto sobre sociedades	-66,1	-1,3	-53,3	-50,0	-50,6	-55,2
Operaciones discontinuadas	10,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritarios	7,1	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Beneficio neto atribuible	**142,1**	**142,4**	**151,7**	**185,9**	**181,7**	**192,1**
% inc.	*-23,9*	*0,2*	*6,5*	*22,6*	*-2,3*	*5,7*
Balance						
Activos totales	57.240,8	56.332,0	57.504,2	56.151,2	57.184,1	58.237,7
ATM	58.728,0	56.389,0	57.417,2	56.680,8	58.191,4	59.254,0
Créditos a la clientela	30.686,2	29.638,0	27.652,8	26.429,4	26.958,0	27.497,1
Depósitos de clientes	48.532,0	46.041,0	43.462,1	43.462,1	44.331,4	45.218,0
Fondos gestionados	11.634,9	12.699,0	12.585,7	12.450,9	12.450,9	12.699,9
Recursos propios	2.903,8	3.856,0	3.869,3	3.916,6	4.025,5	4.140,8
Recusos propios tangibles	2.903,0	3.871,0	3.806,8	3.855,3	3.964,3	4.079,6

Fuente: Compañía y Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 6. Balance y márgenes

(Mn€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ratios (%)						
M. de intereses/ATM (%)	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Margen bruto/ATM (%)	1,9	1,8	1,7	1,6	1,5	1,6
Gastos operativos/ATM (%)	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0
Ratio de eficiencia (%)	60,2	63,5	62,0	66,2	67,2	65,9
ROA (%)	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
RORWA (%)	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8
ROE (%)	4,9	3,7	3,9	4,7	4,5	4,6
ROTE (%)	4,9	3,7	4,0	4,8	4,6	4,7
Solvencia						
Ratio de mora (%)	9,8	8,7	6,6	4,2	3,2	3,2
Ratio de cobertura (%)	50,0	50,0	53,0	68,3	n.a.	n.a.
Prima de riesgo crediticia (%)	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
APRs	25.188,0	24.239,3	22.572,8	23.078,2	23.502,7	23.935,7
CET 1 phased in (%)	13,8	14,6	15,6	15,5	15,6	15,8
CET 1 fully loaded (%)	11,7	12,7	13,5	13,7	13,9	14,1
Créditos/Depósitos (%)	63,2	64,4	63,6	60,8	60,8	60,8
Otra información						
Nº empleados	7.365,0	7.200,0	6.855,0	6.554,0	6.154,0	6.000,0
Nº oficinas	1.280,0	1.227,0	1.153,0	1.102,0	1.102,0	1.102,0

Fuente: Compañía y Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 7. Accionistas principales

Fundación Bancaria Unicaja	49,7%
FMR LLC	3,7%
Indumenta Pueri, S.L.	5,0%
Wellington	3,0%
Santander Asset Management	3,0%

Fuente: Compañía y Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 8. Información de la compañía

Dirección:	Avenida de Andalucía, 10-12 Málaga Spain
Página Web:	www.unicajabanco.es
Presidente:	Manuel Azuaga
Consejero delegado:	Ángel Rodríguez de Gracia
Director financiero:	Pablo González
IR:	Jaime Hernández (Tel.: +34 91 330 56 65)

Fuente: Compañía y Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 9. Ratios de mercado

(€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
BPA (€)	0,15	0,11	0,09	0,12	0,11	0,12
% inc.	*-23,9*	*-26,9*	*-16,1*	*22,3*	*-2,3*	*5,7*
DPA (€)	0,02	0,02	0,04	0,05	0,05	0,05
% inc.	*-18,2*	*19,4*	*76,3*	*21,9*	*-2,3*	*5,7*
VC/acción (€)	3,15	2,39	2,40	2,43	2,50	2,57
% inc.	*0,9*	*-23,9*	*0,3*	*1,2*	*2,8*	*2,9*
VC por acción tangible (€)	3,15	2,40	2,36	2,39	2,46	2,53
% inc.	*0,9*	*-23,6*	*-1,7*	*1,3*	*2,8*	*2,9*
ROE (%)	4,9	3,7	3,9	4,7	4,5	4,6
Precio (€)						
Máximo	n.a.	1,46	1,63	-	-	-
Mínimo	n.a.	1,15	1,01	-	-	-
Último	n.a.	1,31	1,15	0,72	0,72	0,72
PER (x)						
Máximo	-	13,0	17,2	-	-	-
Mínimo	-	10,2	10,7	-	-	-
Último	-	11,6	12,2	6,2	6,3	6,0
Relativo	n.a.	1,0	1,0	0,5	0,5	0,5
Rent. Dividendo (%)						
Mínima	-	1,5	2,3	-	-	-
Máxima	-	1,9	3,8	-	-	-
Última	-	1,6	3,3	6,5	6,3	6,7
Relativo	n.a.	1,0	2,0	3,9	3,8	4,0
P/VC (x)						
Máximo	-	0,6	0,7	-	-	-
Mínimo	-	0,5	0,4	-	-	-
Último	-	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3
Relativo	n.a.	1,0	0,9	0,5	0,5	0,5
P/VCT (x)						
Máximo	-	0,6	0,7	-	-	-
Mínimo	-	0,5	0,4	-	-	-
Último	-	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3
Relativo	n.a.	1,0	0,9	0,5	0,5	0,5

Fuente: Compañía y Análisis y Mercados 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 frecuentemente 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, PER teórico,

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa,bankinter,com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS PUBLICADAS EN LOS ÚLTIMOS 30 DÍAS:

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: Link a informes de compañías,

EQUIPO DE ANÁLISIS:

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

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el equipo:

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