

El presente documento se considera un Informe de Inversión a efectos de la normativa MiFID y de la Ley de Mercado de Valores. La simple puesta a disposición del mismo a un cliente o un posible cliente no implica la prestación al mismo de un servicio de asesoramiento en materia de inversión. El asesoramiento personalizado en materia de inversión que Banco Santander, S.A. presta a algunos de sus clientes requiere de la previa elaboración de una propuesta de inversión, adaptada al perfil inversor del cliente y realizada por un empleado o agente de la Entidad. **El presente documento no es una propuesta de inversión.**

Sector Banca

9 octubre 2018

Asimetría

UBS publicó sus habituales estimaciones de consenso durante el fin de semana, una compilación de las opiniones de más de 20 analistas. Si bien hubo pocas sorpresas en las estimaciones de consenso en sí, que se mantuvieron sumamente estables, encontramos algunos de los comentarios realizados recientemente por UBS sobre la "asimetría" de su modelo de negocio especialmente relevantes de cara a la temporada de publicación de resultados del 3T.

Las estimaciones: ¿que no haya noticias es bueno? Si comparamos las estimaciones dadas a conocer justo después de la publicación de los resultados del segundo trimestre y las de hoy, las estimaciones del consenso se han mantenido prácticamente sin cambios. Ninguna de las partidas de la cuenta de resultados se ha movido más de un 0,9% (salvo el cargo por litigios), y el cambio ha sido inferior al 0,9% en el caso del beneficio antes de impuestos (BAI) ajustado del grupo.

Impacto suavizado de la mayor volatilidad: asimetría. El aumento de la incertidumbre política y la menor confianza de los inversores tiende a ejercer presión sobre los ingresos de las transacciones de los clientes de Gestión de Patrimonio (GP). En una conferencia celebrada recientemente con inversores, UBS indicó que los ingresos por transacciones cayeron un 10%-11% interanual. Sin embargo, el equipo gestor destacó una "asimetría" entre los clientes de GP y los clientes institucionales (clientes de banca de inversión); la volatilidad generada por la incertidumbre se ha convertido en oportunidades de ingresos, especialmente en las áreas de divisas, tipos de interés, crédito y posiblemente mercados emergentes, segmentos en los que la división de banca de inversión de UBS es muy sólida. El equipo gestor declaró que su división de BI disfrutó de "un impulso bastante sólido en el 3T".

Estimaciones de beneficios y precio objetivo. Hemos realizado pequeños ajustes similares en nuestras estimaciones, y elevamos nuestro precio objetivo de CHF16,50/acción a CHF16,70/acción (estimaciones marginalmente más bajas, relajación del tipo de descuento).

Recomendación de inversión - infraponderar en términos relativos. Fundamentalmente, UBS es un banco estable y bien gestionado. En todo caso, la volatilidad del 3T bien podría traducirse en sorpresas positivas en los resultados del 3T. Aunque no vemos una trayectoria a la baja a partir de ahora en términos absolutos, los (significativos) movimientos recientes de la bolsa hacen que el sector presente un potencial de revalorización del 30%, y en el caso de algunos bancos el potencial alcista llega nada menos que al 70%. Sobre esa base, seguimos recomendando Infraponderar UBS en términos relativos en nuestro universo de cobertura.

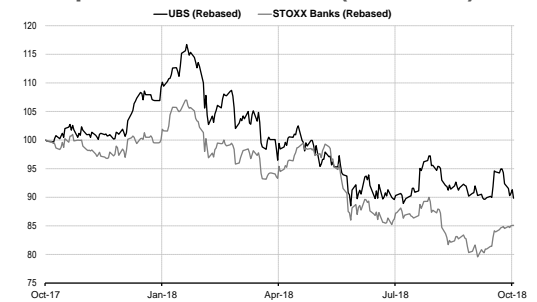
Infraponderar

Precio Actual: CHF15.08
Precio Objetivo: CHF16.70

Cambios

Precio Objetivo: a CHF16.70 desde CHF16.50

Comportamiento relativo (12 meses):



Fuente: FactSet.

Datos de la compañía, (5 octubre 2018)

Reuters/Bloomberg code	UBSG.S / UBSG SW		
ADR code / ratio	NYSE:UBS / 1		
Market cap (CHF mn)	56,682		
Outst shares (mn)	3,760		
Free float (%)	100.0		
Avg daily vol (CHF mn)	187.8		
12-month range (CHF)	14.85 - 19.59		
Historical volatility (%)	19.4		
Implied volatility (%)	24.3		
Performance (%)	-1M	-3M	-12M
Absolute	-2.3	-0.5	-10.2
Relative to STOXX Banks	-5.2	0.3	5.2

Fuente: FactSet.

Sinopsis de UBS

Key Company Data

(CHF mn)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	17-20E	CAGR (%)
P&L ACCOUNT (CHF mn)								
Net interest income	6,631	6,697	6,764	6,832	6,900	6,969		1.0
YoY change (%)	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0		
Net fees	17,239	15,746	16,622	17,486	18,462	19,665		5.8
Trading Profit	5,545	5,000	5,000	5,001	5,001	5,002		0.0
Other income	1,299	900	800	801	801	802		0.1
Total revenues	30,714	28,343	29,186	30,119	31,164	32,438		3.6
YoY change (%)	9.3	-7.7	3.0	3.2	3.5	4.1		
Total expenses	-25,116	-24,127	-23,707	-24,050	-23,950	-23,764		0.1
Pre-provision profit	5,598	4,216	5,479	6,069	7,214	8,674		16.5
YoY change (%)	120.4	-24.7	30.0	10.8	18.9	20.2		
Loan loss provisions	-109	-25	-117	-99	-70	-70		-15.9
Other	0	0	0	0	0	0		-
Profit before taxes	5,489	4,191	5,362	5,970	7,144	8,605		17.1
YoY change (%)	123.0	-23.6	27.9	11.3	19.7	20.5		
Non-recurrent items	0	0	0	0	0	0		-
Taxes	898	-805	-4,168	-1,373	-1,643	-1,979		-22.0
Minorities	-183	-82	-76	-10	-10	-10		-49.1
Attributable profit	6,204	3,304	1,118	4,587	5,491	6,616		80.9
YoY change (%)	78.9	-46.7	-66.2	310.3	19.7	20.5		
Adjusted profit	4,226	4,082	4,710	4,875	5,500	6,453		11.1
YoY change (%)	103.7	-3.4	15.4	3.5	12.8	17.3		
Dividends	3,008	2,227	2,419	2,498	2,548	2,623		2.7
BALANCE SHEET (CHF mn)								
Interbank lending	11,948	12,127	12,309	12,494	12,681	12,871		1.5
Investment securities	354,013	359,323	364,713	370,184	375,736	381,373		1.5
Net loans to customers	311,954	316,633	321,383	326,204	331,097	336,063		1.5
YoY change (%)	-1.2	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5		
Goodwill/Intangibles	6,568	6,568	6,568	6,568	6,568	6,568		0.0
Total assets	942,819	956,961	971,316	985,885	1,000,674	1,015,684		1.5
YoY change (%)	-11.3	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5		
Interbank debt	11,836	12,014	12,194	12,377	12,562	12,751		1.5
Customer deposits	390,185	396,038	401,978	408,008	414,128	420,340		1.5
YoY change (%)	-4.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5		
Debt securities	93,147	94,544	95,962	97,402	98,863	100,346		1.5
Minorities	1,995	1,995	1,995	1,995	1,995	1,995		0.0
Shareholders equity	55,313	53,621	51,214	51,313	53,606	56,698		3.4
Total liabilities	942,819	901,345	918,107	932,577	945,073	956,990		1.4
SOLVENCY								
RWA (CHF mn)	207,530	222,677	237,494	265,100	281,350	299,913		8.1
Transitional CET1 (%)	14.5	13.8	13.8	13.0	13.0	13.3		
Fully Loaded CET1 (%)	14.5	13.8	13.8	13.0	13.0	13.3		
Total assets/tNAV (x)	18.6	19.5	20.8	21.1	20.4	19.5		
Total assets/RWA (x)	4.5	4.3	4.1	3.7	3.6	3.4		
LIQUIDITY								
Net interbank/TA (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
Loans/Deposits (%)	80	80	80	80	80	80		
Mat. of LT debt (CHF bn)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
LOAN QUALITY								
NPLs/Loans (%)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4		
Coverage ratio (%)	53	53	53	53	53	53		
PROFITABILITY								
NIM (bp)	213	212	210	209	208	207		
Cost-income (%)	82	85	81	80	77	73		
Loan loss ratio (bp)	3	1	4	3	2	2		
Tax rate (%)	-16	19	78	23	23	23		
RoA (%)	0.7	0.3	0.1	0.5	0.5	0.7		
RoRWA (%)	3.0	1.5	0.5	1.7	2.0	2.2		
RoE	10.8	5.9	2.1	8.6	9.9	11.3		
RotNAV	13.4	8.5	10.3	10.9	11.9	13.2		

Fuente: Compañía, Estimaciones Santander Investment Bolsa.

Argumentos de inversión

- Tras la crisis financiera, UBS fue uno de los primeros bancos que llevó a cabo una profunda transformación de su modelo de negocio, una medida posteriormente adoptada por otros bancos europeos, aunque en distintos grados.
- UBS ha reorientado su modelo de banca global hacia los negocios de captación de activos y gestión de patrimonio. La dimensión de su franquicia de banca de inversión se ha reducido para centrarse en actividades que complementan la gestión de patrimonio.
- Con esta transformación, UBS se convierte en un banco con una fuerte posición de capital y negocios estratégicos muy rentables.

Principales factores determinantes de Valor

- Con su énfasis en el negocio de captación de activos, los principales factores de generación de valor para UBS son: (1) la entrada neta de dinero nuevo; (2) el comportamiento del mercado; y (3) la sostenibilidad de los márgenes brutos.
- Debido a la volatilidad del mercado y las incertidumbres políticas, los inversores sienten aversión al riesgo y se están centrando en inversiones de menor riesgo, lo que significa productos de menor margen, ejerciendo una mayor presión sobre los márgenes de UBS.
- La entidad cotiza con prima frente a sus homólogos, ya que el mercado ve a UBS como un modelo de banco de inversión europeo con una sólida posición de capital. Creemos que esto se refleja ampliamente en la valoración actual.

Riesgos de inversión

- Teniendo en cuenta la alta sensibilidad al comportamiento del mercado, movimientos repentinos o extremos del mercado probablemente tendrán un impacto en la cotización de UBS.
- UBS es un nombre apalancado al mercado de valores. Si se produjera una fuerte recuperación de las bolsas en forma de V, nuestra recomendación de Infraponderar se vería cuestionada.

Catalizadores

- Volatilidad del mercado, en su caso, podría afectar a los negocios de captación de activos de UBS.
- UBS publicará sus resultados del tercer trimestre el 23 de octubre y celebrará un encuentro con inversores para facilitarles información actualizada el 25 de octubre.

Descripción de la compañía

- UBS opera un modelo bancario global centrado en una franquicia mundial de gestión de patrimonios y de banca de inversión que ha sido objeto de una racionalización y es poco intensiva en capital.

Glosario de Términos

m/m: Respecto al mes anterior.

t/t: Respecto al trimestre anterior.

a/a: Respecto al año anterior.

pb: Puntos básicos.

pp: Puntos porcentuales.

mn: Millones.

mm: Miles de millones.

BPA: Beneficio por acción.

P/E: PER – Precio Acción / Beneficio por Acción. El PER es un ratio usado en el análisis fundamental. Su valor indica cuantas veces el BPA se encuentra incluido en el precio de la acción.

EBIT: Beneficio antes de intereses e impuestos.

EBITDA: Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

EV: Enterprise Value: Valor empresarial. El cálculo habitual es sumar la capitalización bursátil, la deuda y otros pasivos y restar el efectivo y equivalentes.

EV/EBITDA: El EV/EBITDA. El EV/EBITDA es un ratio usado en el análisis fundamental. Usado de forma habitual (como el PER) para comparar las cotizaciones relativas de distintas acciones.

NIIFs: Normas internacionales de información financiera.

FCL: Flujo de caja libre.

DN: Deuda Neta

DN/CE: Deuda Neta / Equity contribuido.

SDP: Suma de partes.

FCD: Flujo de caja descontada.

PO: Precio objetivo.

CFFO: Flujo de caja generado por operaciones.

EV/DACF: Valor empresarial sobre el flujo de caja ajustado por deuda. Ratio usado habitualmente en el análisis fundamental de compañías de petróleo.

ROACE: Retorno sobre el capital usado medio.

OPA: Oferta Pública de Adquisición.

RevPAR: ingresos por habitación disponible.

AVISO LEGAL

Las opiniones expresadas en este informe reflejan las opiniones personales del equipo de análisis de Santander Investment Bolsa. Asimismo, el equipo de análisis no ha recibido ni recibirá ingresos por proporcionar una recomendación u opinión específicas en el presente informe.

Por otro lado, dichos analistas pueden haber recibido ingresos o recibir ingresos en función de, entre otros factores, los resultados del Grupo Santander, incluidos los beneficios derivados de las actividades de banca de inversión.

El presente informe ha sido preparado por Santander Investment Bolsa, S.V., S.A., para Banco Santander, S.A. (ambas compañías pertenecientes al Grupo Santander), y se facilita sólo a efectos informativos. Santander Investment Bolsa, S.V., S.A. y Banco Santander, S.A. son sociedades inscritas en España y están autorizadas y reguladas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y el Banco de España.

Grupo Santander puede haber sido entidad director o codirector en los últimos 12 meses en una oferta pública de valores o instrumentos financieros de UBS incluidos en el presente informe, o relacionadas con dichos instrumentos financieros.

Banco Santander, S.A. y/o una sociedad del Grupo Santander pueden, en su momento, solicitar, prestar o haber prestado servicios de banca de inversión, aseguramiento u otros servicios (incluida su actuación en calidad de asesor, gestor, asegurador o prestamista) en los últimos 12 meses para cualquier sociedad/emisor mencionado en el presente informe que haya dado lugar o dé lugar en el futuro a un pago o al compromiso de realizar un pago en relación con dichos servicios. Existe más información al respecto a su disposición previa solicitud.

El presente documento se considera un Informe de Inversión a efectos de la normativa MiFID y la Ley de Mercado de Valores. La simple puesta a disposición del mismo a un cliente o un posible cliente no implica la prestación al mismo de un servicio de asesoramiento en materia de inversión. Bajo ninguna circunstancia deberá usarse ni considerarse como una oferta de venta ni como una solicitud de una oferta de compra. Asimismo, la simple explicación del contenido del documento tampoco constituye la prestación de un servicio de asesoramiento en materia de inversión. Cualquier decisión de compra, por parte del receptor, debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre ese valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV, disponible tanto en la CNMV y Sociedad Rectora del Mercado correspondiente, como a través de las entidades emisoras

La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha tenido un cuidado razonable para que dicha información no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Todas las opiniones y las estimaciones que figuran en el presente informe constituyen nuestra opinión en la fecha del mismo y pueden ser modificadas sin previo aviso. Asimismo, las previsiones no representan un indicador fidedigno de resultados futuros.

Rentabilidades pasadas no presuponen en ningún caso rentabilidades futuras. Toda inversión en renta variable está sujeta a riesgos de pérdida del principal invertido. Los factores que pueden afectar al precio y a su cotización en mercado son, entre otros, las expectativas sobre el beneficio futuro de la sociedad y su tasa de crecimiento, eventos societarios (pagos de dividendos y cambios en la política de retribución vía dividendos, ofertas públicas de adquisición o venta, ampliaciones de capital); cambios en la calificación crediticia de la compañía; suspensiones de cotización en bolsa o salidas a bolsa de otras compañías; la cotización de otras acciones correlacionadas, noticias de tipo económico, político y de toda índole que afectan a los mercados financieros; los tipos de interés, la economía en general, la confianza de los inversores, etc. Asimismo, la fluctuación de la divisa puede incrementar o disminuir el rendimiento de aquellos valores cotizados en divisas distintas al euro. Para más información sobre las características y los riesgos generales de este tipo de instrumentos financieros, le aconsejamos el documento "Información sobre la prestación de servicios de inversión" que le ha proporcionado el Banco y que tiene a su disposición en la página web www.bancosantander.es/MiFID.

Las inversiones en Bolsa conllevan gastos que no se están teniendo en consideración en este informe. En la página web www.bancosantander.es tiene a su disposición la información completa sobre los gastos y comisiones que se aplican en las operaciones en mercados bursátiles.

El presente informe ha sido elaborado a una fecha determinada. Ni Banco Santander, S.A. ni Santander Investment Bolsa, S.V., S.A. asumen ninguna obligación de comunicar al receptor del mismo los cambios futuros de recomendación o precio objetivo de los instrumentos o de las sociedades incluidas en este informe.

El análisis de inversión emitido por Santander Investment Bolsa, S.V., S.A., ha sido preparado de acuerdo con las políticas de gestión de conflictos de interés del Grupo Santander. En relación con la producción de análisis de inversión, Grupo Santander tiene normas internas de conducta que incluyen, entre otros aspectos, procedimientos para evitar conflictos de interés, incluidos procedimientos de murallas chinas y, en caso oportuno, la posibilidad de establecer restricciones específicas en la actividad de análisis.

Cualquier sociedad del Grupo Santander, directores, comerciales, traders u otros profesionales pueden proporcionar a sus clientes comentarios de mercado o estrategias de negociación, bien sea de forma oral o escrita, que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento. Asimismo, cualquiera de las entidades de inversión y negociación de Grupo Santander pueden adoptar decisiones de inversión que no sean coherentes con las recomendaciones expresadas en el presente documento.

Ni Grupo Santander ni otra persona se hacen responsables de las pérdidas directas o potenciales que se deban al uso de este informe o del contenido del mismo. El presente informe no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor del mismo por ningún motivo.

Queda prohibida la distribución del presente informe en los Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y Canadá.

CLAVE DE RECOMENDACIONES DE ANÁLISIS FUNDAMENTAL *

Recomendación	Definición	% de compañías	
		Cubiertas con esta recomendación	A las que se ha prestado servicios de banca de inversión en los últimos 12 meses
Comprar	POTENCIAL ALCISTA SUPERIOR AL 15%	44.08	15.13
Mantener	POTENCIAL ALCISTA DEL 10-15%	36.18	14.47
Infraponderar	POTENCIAL ALCISTA DE MENOS DEL 10%	18.42	5.26
En revisión		1.32	0.66

AVISO: Dada la alta volatilidad experimentada recientemente en los mercados de valores, los parámetros para definir las recomendaciones pasan a ser meramente orientativos hasta nuevo aviso.

(*) Los precios objetivo fijados de enero a junio son para el 31 de diciembre del año actual. Los precios objetivo fijados de julio a diciembre son para el 31 de diciembre del año siguiente.

© BANCO SANTANDER, S.A. Reservados todos los derechos.

© Santander Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. 2018. Reservados todos los derechos.