

Valentum sobre BPI

NOTA DEL EDITOR: Esta idea de inversión presentada por Luis de Blas y Jesús Domínguez, es obtenida de la carta a los inversores de [Valentum FI](#), correspondiente a noviembre de 2017.

* * *

BPI: entramos en BPI [Banco Português de Investimento] cuando finalizó la OPA que lanzó La Caixa a €1,13/acc. y que provocó que cayera a niveles de €0,9/acc. BPI es un banco portugués en el que un 50 % de su negocio es banca doméstica portuguesa y el otro 50 % proviene del 49% que controla en BFA [Banco de Fomento Angola], en Angola. La Caixa no consiguió excluir la compañía de Bolsa porque Allianz (8% del accionariado de BPI) no quiso vender. El *free float* es del 7%.

BPI en Portugal es un banco con excelentes métricas tanto en capital, como en coberturas. El punto débil era el ratio de eficiencia, es decir, una mala estructura de gastos. La Caixa, que tiene un 85 % tras la OPA, está usando el beneficio de este año para mejorar la eficiencia a los niveles del grupo que son del 50%. Este ratio en BPI está en el 63% en los últimos 12 meses y seguirá bajando en próximos trimestres, dado que la reestructuración está siendo muy limpia y sencilla (dentro de lo sencillos que puedan ser estos procesos).

Nuestras estimaciones apuntan a que el banco portugués consigue unos ROTE's (retornos sobre el capital) del 10% después de la mejora de eficiencia y asumiendo un nivel mucho mayor de provisiones que el actual (el banco está muy limpio y los niveles de provisiones actuales consideramos que son excepcionalmente bajos). Si hacemos un ratio P/VC (precio/Valor Contable) entre la capitalización actual y el capital solamente del banco de Portugal, nos sale que cotiza a 0,82x. Con un retorno del 10% debería situarse en niveles cercanos a 1,1x. Pero esto es valorando Angola a cero.

Valorando Angola a 1x P/VC, el ratio del consolidado se nos va a 0,66x. Angola tiene varios riesgos pero genera un ROE de más del 30%, y la última venta del 2% se hizo a 1,36x VC. No solemos invertir en bancos pero consideramos que ésta es una de esas oportunidades de beneficiarse una reestructuración interna una vez el balance está limpio y, además, con la economía portuguesa mejorando en un escenario en el que solamente BPI y Santander Totta pueden competir de forma agresiva, ya que el resto de bancos siguen en procesos de limpieza de balance.