Bancos Alemanes

¿Qué hay detrás de la entrada en el capital de Deutsche Bank por parte del Hedge Fund Hudson Executive Capital?

Deutsche Bank

Precio Objetivo:	12,0 €/acc
Recomendación:	Comprar

Conclusión: La **adquisición del 3,1% del capital** por parte del Hedge Fund norteamericano Hudson es una buena noticia y **marca un suelo para la cotización de DB (~8,6 €/acc)**. Hudson parece tener vocación de permanencia a largo plazo y **aspira a triplicar su inversión** (¿3/5 años?). **DB está en proceso de reestructuración y es lógico esperar una posterior recuperación** en la que los múltiplos de valoración sean más elevados. **El mercado especula frecuentemente con una posible fusión** que podría tener lugar en el plano doméstico ¿Commerzbank? o transfronterizo y **pensamos que éste puede ser el principal racional de inversión para Hudson. Nuestra estimación de valor pivota sobre los fundamentales** y el plan estratégico del banco y **no contempla el impacto de una posible operación corporativa (M&A).** A los precios actuales, DB presenta una oportunidad de inversión a largo plazo interesante aunque de riesgo elevado. **Revisamos al alza nuestra recomendación a Comprar desde Neutral** con un Precio Objetivo de 12,0 €/acc (vs 9,75 €/acc anterior).

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	18.636 M€
Nº Acciones	2.067 M
Precio último	9,02 €/acc
Max/Min (52 sem)	17,13 / 8,42
Revalorización (YTD)	-43,2%
Cód. Reuters / Bloomberg	DBKGn.DE/DBK.GR

Múltiplos de Valoración

	2017	2018 e	2019 e	2020 e
PER	-25,4 x	22,1 x	9,1 x	6,8 x
P/VC	0,3 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x
Div. Yield	-1,6%	1,1%	2,7%	5,1%

Principales cifras y ratios

Datos en M€	2017 r	2018 e	2019 e	TAMI(1)
Margen Bruto	26.448	25.550	26.200	-0,5%
Margen Neto	1.753	1.850	3.850	+48,2%
Provisiones	525	550	700	+15,5%
Tax, Min & Otros.	-3.013	-1.555	-2.503	-8,9%
BNA	-735	845	2.048	n.s
BPA	-0,36	0,41	0,99	n.s

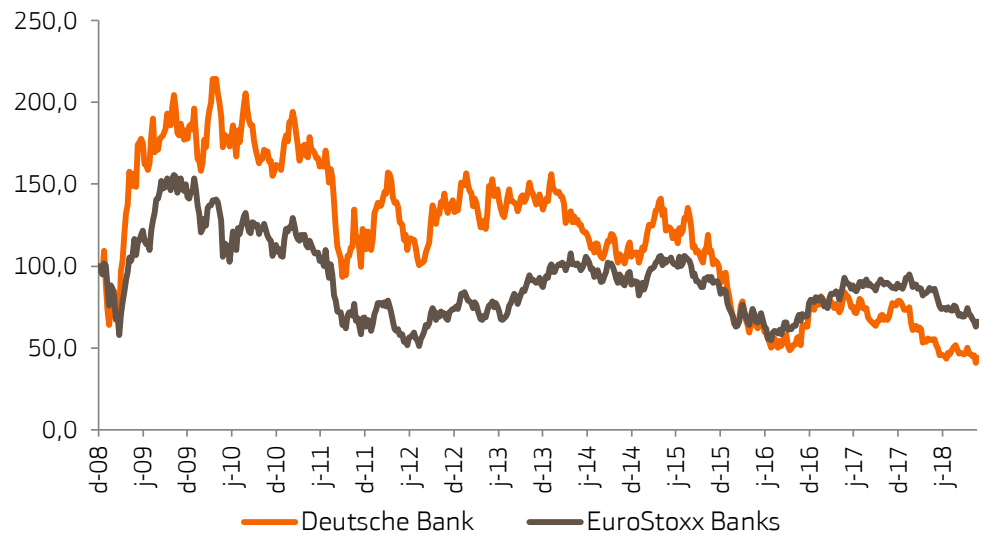
(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	2,0%
ROTE sostenible estimado	6,3%
Coste de capital (Ke)	11,5%
Precio objetivo (€/acc.)	**12,0**
Potencial de revalorización	**33,2%**

(*) Warranted Equity Value

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

La cotización de DB sube +9,0% desde el 26/Oct. **¿Qué explica esta reacción?** La entrada en el capital de Hudson porque los resultados del 3T'18 no han convencido y la reacción a los test de estrés no llama la atención. **El Hedge Fund norteamericano Hudson Executive Capital acaba de invertir 550 M€ para hacerse con el 3,1% del capital - equivalente a 8,6 €/acc -.** Hudson se convierte así en el cuarto mayor accionista por detrás del grupo chino HNA (7,6%), un fondo de Qatar (6,1%) y BlackRock (5%). Hudson está liderado por un antiguo Director Financiero de JP Morgan y parece tener vocación de permanencia a largo plazo en DB donde **aspira a triplicar su inversión en los próximos años (¿3/5 años?)**. La entrada de Hudson en DB es un voto de confianza para el nuevo CEO y el plan estratégico además **de fijar un suelo para la cotización del banco.** DB está en proceso de reestructuración y **es lógico esperar una recuperación posterior** que venga acompañada de unos múltiplos de valoración superiores a los actuales.

Nuestra estimación de valor (12,0 €/acc) pivota sobre los fundamentales y el plan estratégico del banco y no contempla el impacto de una posible operación corporativa. DB tiene un potencial de revalorización elevado (>30,0%) y los fundamentales (BNA y Capital) apuntan en la buena dirección para 2018/2021.

¿Qué podría estar esperando Hudson? Asumiendo como recurrente un BNA de 3.240 M€ en 2021 - una vez alcanzados los objetivos del plan estratégico -, **DB debería incrementar su capitalización bursátil en ~34.500 M€ - equivalente a 25,8 €/acc -** (ver hoja nº.2). En este escenario, DB debería cumplir con una o varias de las siguientes condiciones: (i) **experimentar una fuerte expansión en los múltiplos de valoración (re-rating)** y pasar a cotizar desde 0,34 veces el valor tangible en libros a 0,96 x y/o (ii) **alcanzar un BNA recurrente de 6,165 M€** (algo menos del BNA obtenido en 2007). Este escenario es equivalente a obtener un RoTE sostenible del 11,1% (vs <2,0% actual). **¿Qué otros factores pueden explicar una expansión de múltiplos tan generosa?** Básicamente dos: (i) Un re-rating generalizado del sector y/o (ii) participar en una operación corporativa (M&A) que podría tener lugar a nivel doméstico ¿Commerzbank? o transfronterizo.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avd. Bruselas, nº 14
28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
La compañía no ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.
La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

Análisis de Escenarios

Rentabilidad Onjetivo de Hudson		x 1,5	x2	x3
Precio/acc	8,6	12,9	17,2	25,8
Nivel de cotización	Nov. 2018	Mar.2018	Dic.2017	Ago. 2015
% de Subida s/Precio último		42,8%	90,4%	185,6%
Capit. Bursátil (M€)	18.638	26.613	35.484	53.226
Creación de Valor Necesaria		7.975	16.846	34.588

PER implícito con BNA recurrente

	Actual	x 1,5	x2	x3
Deutsche Bank	5,8 x	8,2 x	11,0 x	16,4 x
Bancos Europeos	8,8 x	8,8 x	8,8 x	8,8 x
Prima (Dto)	-34,6%	-6,6%	24,5%	86,7%

Alternativa I: Reducción en el coste del capital

RoTE Sostenible	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Coste Capital implícito	14,0%	10,4%	8,3%	6,2%
Variación en pb sobre Coste actual		-360 pb	-571 pb	-781 pb

P/VCT implícito

Deutsche Bank	0,34 x	0,48 x	0,64 x	0,96 x
Bancos Europeos	0,70 x	0,70 x	0,70 x	0,70 x
Prima (Descuento)	-52,0%	-31,4%	-8,5%	37,2%

Alternativa II: Mejora en RoTE Sostenido / Sorpresa positiva en BNA recurrente

Coste del Capital (e)	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
RoTE implícito	5,2%	6,6%	8,1%	11,1%
BNA implícito		3.637	4.479	6.165
Var. s/BNA 2021 e		12,3%	38,3%	90,3%
Var. s/BNA 2018 e		323,5%	421,6%	617,8%

Equipo de Análisis de Bankinter:
Rafael Alonso (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avd. Bruselas, nº 14
28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
La compañía no ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.
La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

Cuenta de P&G

P&G Ajustada [1] Datos en M€	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	Acumulado 12 M Trailing Último	Acumulado 12 M Trailing Previo	% Variación 3T18 a/a	% Variación 3T18 t/t	% Variación 12 M a/a
Mg. Intereses [2]	3.230	3.009	FALSO	3.429	3.357	9.795	12.960	3,9%	-2,1%	-24,4%
Otros ingresos [3]	3.525	2.688	3.962	3.087	2.832	12.569	14.692	-19,7%	-8,3%	-14,5%
Margen Bruto	**6.755**	**5.697**	**3.962**	**6.516**	**6.189**	**22.364**	**27.652**	**-8,4%**	**-5,0%**	**-19,1%**
Gastos Generales	5.659	6.986	6.457	5.779	5.614	24.836	26.698	-0,8%	-2,9%	-7,0%
Margen Neto	**1.096**	**-1.289**	**-2.495**	**737**	**575**	**-2.472**	**954**	**-47,5%**	**-22,0%**	**n.s**
Prov. insolvencias	184	129	88	100	90	407	890	-51,1%	-10,0%	-54,3%
Rdo. Operativo	**912**	**-1.418**	**-2.583**	**637**	**485**	**-2.879**	**64**	**-46,8%**	**-23,9%**	**n.s**
Rdos. Extraordinarios	-21	-12	-102	-74	-21	-209	-153	0,0%	-71,6%	36,6%
BAI.	**933**	**-1.406**	**-2.481**	**711**	**506**	**-2.670**	**217**	**-45,8%**	**-28,8%**	**n.s**
Impuestos	284	1.019	312	310	277	1.918	418	-2,5%	-10,6%	358,9%
Minoritarios	2	-10	-2.913	40	18	-2.865	24	n.s	n.s	n.s
BNA	**647**	**-2.415**	**120**	**361**	**211**	**-1.723**	**-225**	**-67,4%**	**-41,6%**	**n.s**
Otros Ajustes Neto	2	-10	0	40	18	48	25	n.s	n.s	n.s
BNA Publicado	**649**	**-2.425**	**120**	**401**	**229**	**-1.675**	**-200**	**-64,7%**	**-42,9%**	**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	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	Variación MM€ a/a	Variación MM€ t/t	Variación % a/a	Variación % t/t
Liquidez [4]	331	340	250	228	221	-110,5	-6,6	-33,3%	-2,9%
Cartera Valores	253	247	347	304	302	49,6	-1,3	19,6%	-0,4%
Inversión Crediticia	**400**	**406**	**392**	**395**	**398**	**-1,9**	**2,9**	**-0,5%**	**0,7%**
Otros	537	482	489	494	458	-78,6	-36,0	-14,6%	-7,3%
Total Activo	**1.521**	**1.475**	**1.478**	**1.421**	**1.380**	**-141,5**	**-41,0**	**-9,3%**	**-2,9%**
Depósitos	575	581	571	558	553	-21,9	-5,7	-3,8%	-1,0%
Finac. Mayorista	876	826	839	794	758	-117,7	-35,2	-13,4%	-4,4%
Fondos Propios	71	68	68	69	69	-1,8	-0,1	-2,6%	-0,1%
Total Pasivo & F.Propios	**1.521**	**1.475**	**1.478**	**1.421**	**1.380**	**-141,5**	**-41,0**	**-9,3%**	**-2,9%**
APR´s [5]	354	343	354	348	342	-12,5	-6,6	-3,5%	-1,9%
Fondos Propios	71	68	68	69	69	-1,8	-0,1	-2,6%	-0,1%

(4) Incluye interbancario
(5) Activos Ponderados por Riesgo;

Métricas de Gestión

	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	Variación en pb a/a	Variación en pb t/t
L-t-D [7]	69,7%	69,8%	68,6%	70,8%	72,1%	2,4 pb	1,3 pb
Dudosos / F.Propios	9,5%	9,2%	11,6%	11,4%	11,5%	2,0 pb	0,0 pb
APR´s/ Activos [8]	23,3%	23,3%	24,0%	24,5%	24,8%	1,5 pb	0,3 pb
ROE [9]	3,7%	-14,2%	0,7%	2,1%	1,2%	-2,4 pb	-0,9 pb
ROA [10]	0,2%	-0,7%	0,0%	0,1%	0,1%	-0,1 pb	0,0 pb

(7) Invesión crediticia neta/depósitos; (8) Activos Ponderados por Riesgo/Total Activos; (9) BNA anualizado/Equity; (10) BNA/Activos

Equipo de Análisis de Bankinter:
Rafael Alonso (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

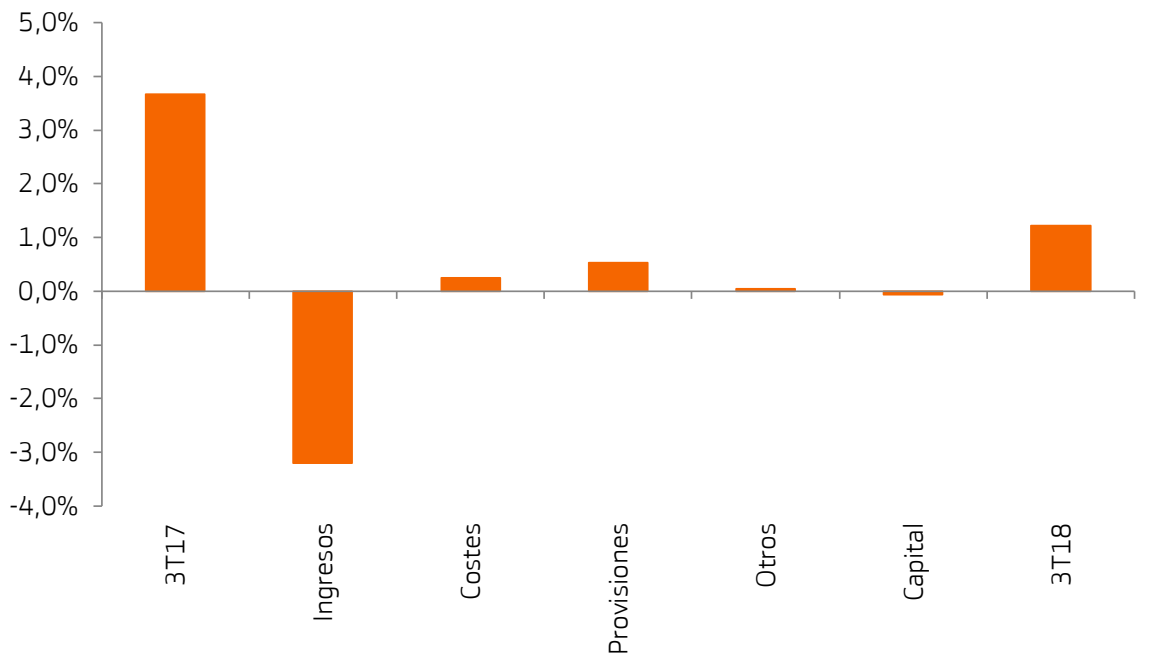
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avd. Bruselas, nº 14
28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
La compañía no ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.

Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoE 3T17	Contribución anual: Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Impacto Capital (*)	Total	RoE 3T18
3,7%	-3,2%	0,3%	0,5%	0,0%	-2,4%	-0,1%	-2,4%	1,2%

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



Principales Estimaciones

P&G Reportada Datos en M€	2017	2018 e	2019 e	2020 e	% Variación 2018	2019	2020
Margen de Intereses	12.378	12.850	12.900	13.200	3,8%	0,4%	2,3%
Comsisiones	11.002	10.500	11.000	11.200	-4,6%	4,8%	1,8%
Otros Ingresos	3.068	2.200	2.300	2.400	-28,3%	4,5%	4,3%
Margen Bruto	**26.448**	**25.550**	**26.200**	**26.800**	**-3,4%**	**2,5%**	**2,3%**
Gastos Generales	24.695	23.700	22.350	21.800	-4,0%	-5,7%	-2,5%
Margen Neto	**1.753**	**1.850**	**3.850**	**5.000**	**5,5%**	**108,1%**	**29,9%**
Dotaciones insolvencias	525	550	700	800	4,8%	27,3%	14,3%
Otros resultados	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
Resultado antes de impuestos	**1.228**	**1.300**	**3.150**	**4.200**	**5,9%**	**142,3%**	**33,3%**
Impuesto sobre sociedades & Otros	-1.963	-455	-1.103	-1.470	-76,8%	142,3%	33,3%
Beneficio atribuido al Grupo (ajust)	**-735**	**845**	**2.048**	**2.730**	**n.s**	**142,3%**	**33,3%**
Ingresos Core (i) /Mg. Bruto	88,4%	91,4%	91,2%	91,0%	3,0 pp	-0,2 pp	-0,2 pp
Comisiones/Gtos Generales	-44,6%	-44,3%	-49,2%	-51,4%	0,2 pp	-4,9 pp	-2,2 pp
Ratio Eficiencia	-93,4%	-92,8%	-85,3%	-81,3%	0,6 pp	7,5 pp	4,0 pp
Provisiones / Mg. Bruto	-29,9%	-29,7%	-18,2%	-16,0%	0,2 pp	11,5 pp	2,2 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comsiones

Equipo de Análisis de Bankinter:
Rafael Alonso (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avd. Bruselas, nº 14
28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
La compañía no ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.
La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

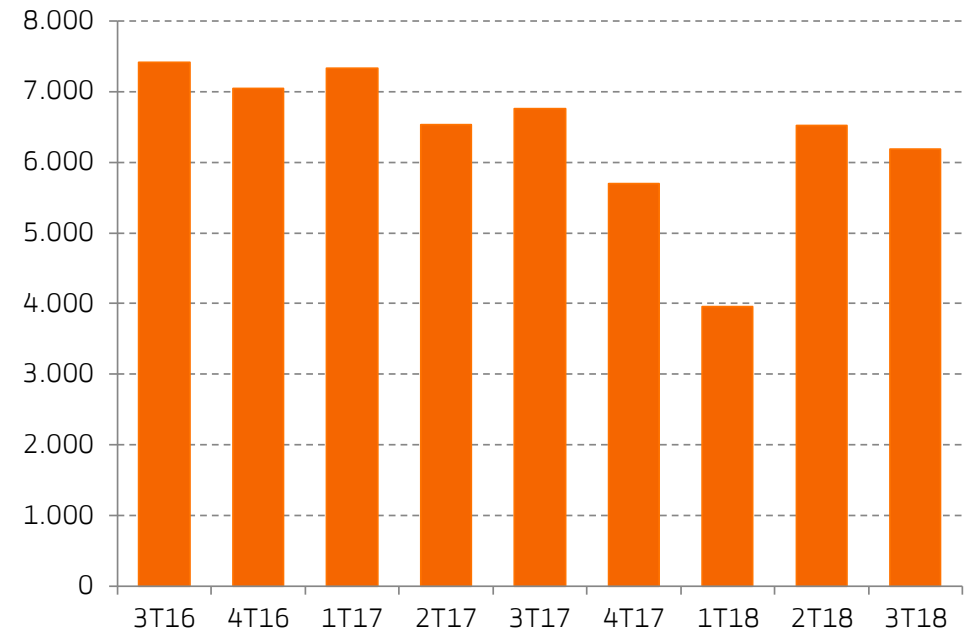
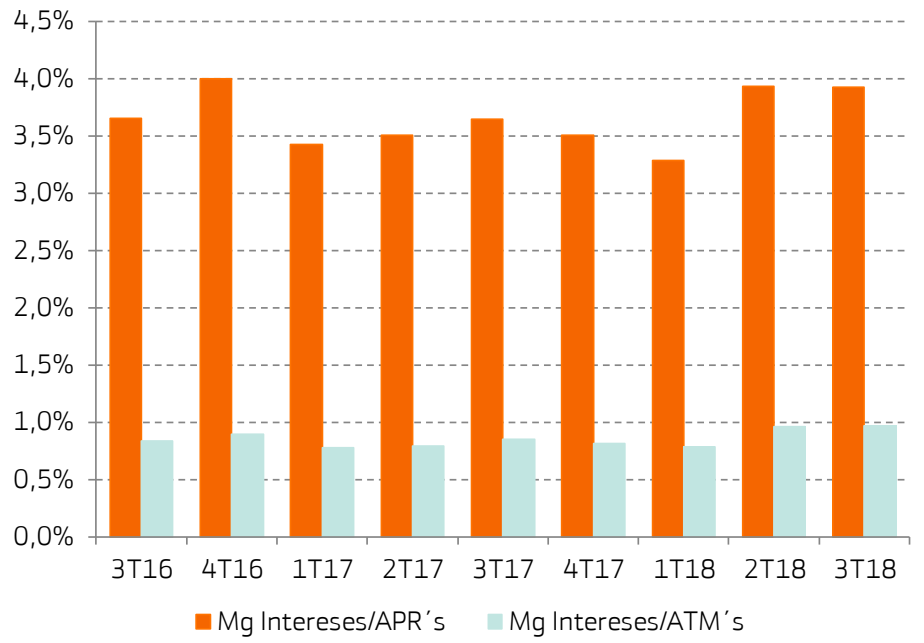


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3:Dudosos/Fondos Propios

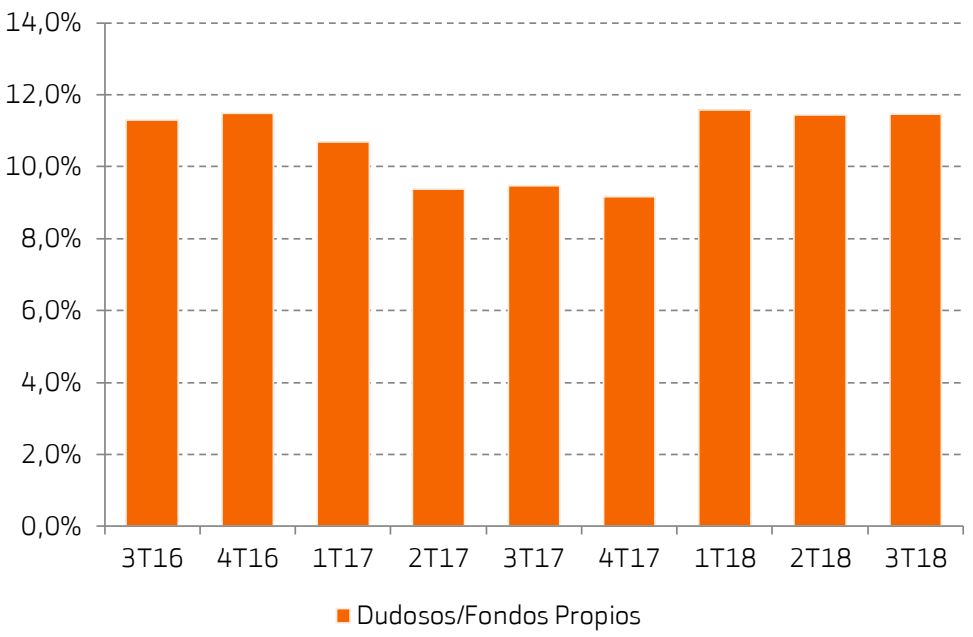
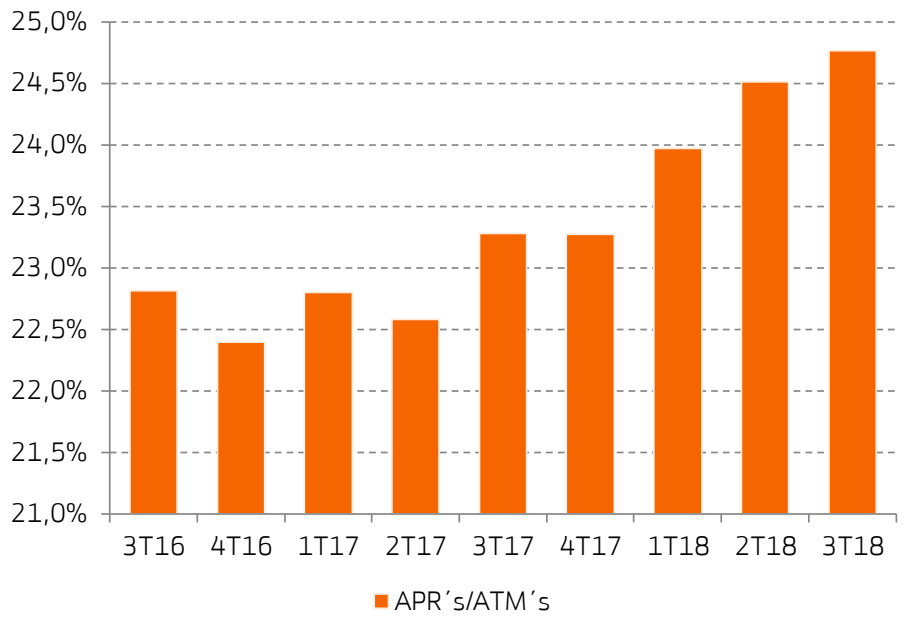


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

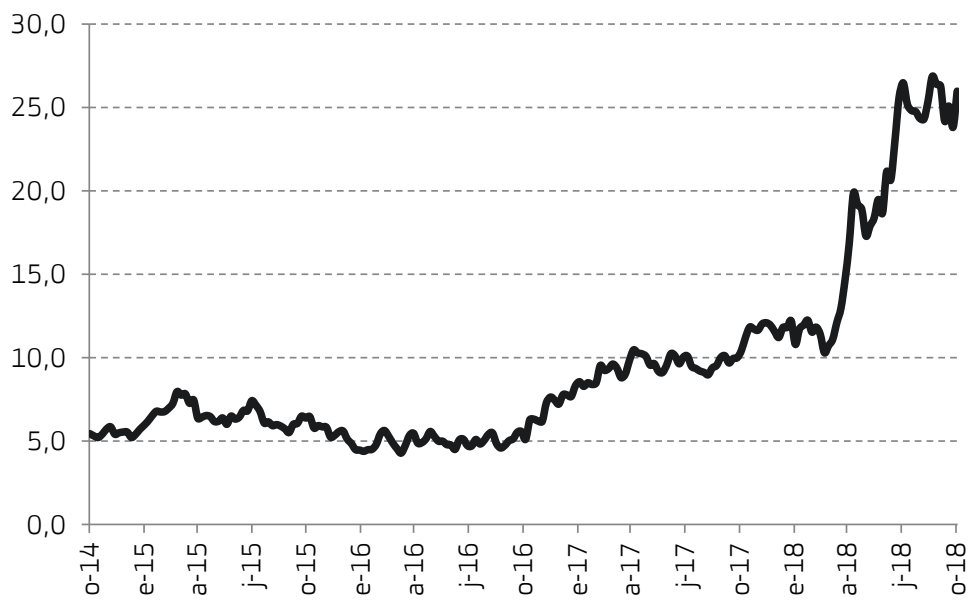
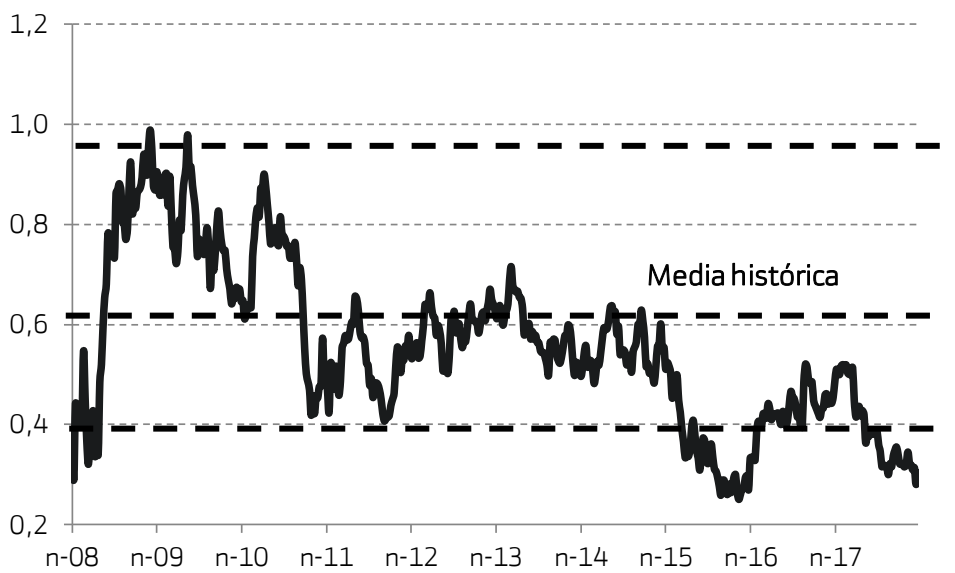


Gráfico 6: P/VC histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avd. Bruselas, nº 14
28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

La compañía no ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.