

07-feb.-18

13:30 h

Deutsche Bank Precio Objetivo **13,70 €**
Recomendación **Neutral**

Conclusión: Los resultados 4T17 sorprenden negativamente en las principales partidas de la cuenta de P&G, los ingresos en C&IB (Banca corporativa y de inversión) experimentan una caída superior a la registrada por sus comparables y el "guidance" del equipo gestor nos hace pensar en una recuperación lenta de los resultados. En consecuencia, revisamos a la baja nuestra recomendación hasta Neutral con un Precio Objetivo de 13,70 €/acc, lo que implica un potencial de revalorización del 7,6% - inferior al de nuestras entidades favoritas -. [Link al informe de estrategia en bancos europeos.](#)

Nuestra visión: Deutsche Bank cotiza con unos múltiplos de valoración inferiores a sus comparables y al conjunto del bancos europeos (ver Tabla 6) que entendemos justificado en base a: (i) La debilidad de los fundamentales del banco. Las pérdidas acumuladas en los últimos tres años superan 8.700 M€ (~ 1,1 x los fondos captados en la última ampliación de capital en 2017). Los ingresos muestran signos de debilidad en las principales líneas de negocio - incluso a pesar de las bajas expectativas del mercado -. Los ingresos en CIB se sitúan en 14.600 M€ (~53,5% del total) y caen a un ritmo del -16,0% en 4T17 (-29,0% en renta fija y -25,0% en renta variable) - que supera el registrado por sus comparables (~10%). El presupuesto de costes para 2018 es ambicioso (~23,000 M€; -6,5%) pero insuficiente si aumentan las provisiones (crédito & legal) y la partida de ingresos no mejora significativamente. Cabe destacar, que la ratio de eficiencia (costes de explotación/ingresos) se sitúa actualmente en el 93,5% (121% en 4T17), (ii) La ampliación de capital realizada en 2017 y la reducción de APR's (Activos Ponderados por Riesgo) permite que la ratio de capital CET I "fully loaded" se sitúe en un nivel confortable (14,0% en 4T17) aunque se espera un deterioro cercano a -40 pb en 1S18 debido a la entrada en vigor de la normativa IFRS9 y el pago de cupones AT1 principalmente.

Síntesis de Valoración: Método WEV (*)

Crecimiento a largo plazo estimado (g)	2,0%
ROTE sostenible estimado	6,7%
Coste del capital (Ke)	11,4%
Precio Objetivo (€/acc)	13,7 €/acc
Precio Último (€/acc)	12,7 €/acc
Potencial de revalorización	7,58%

(i) Warranted Equity Value

Evolución Bursátil

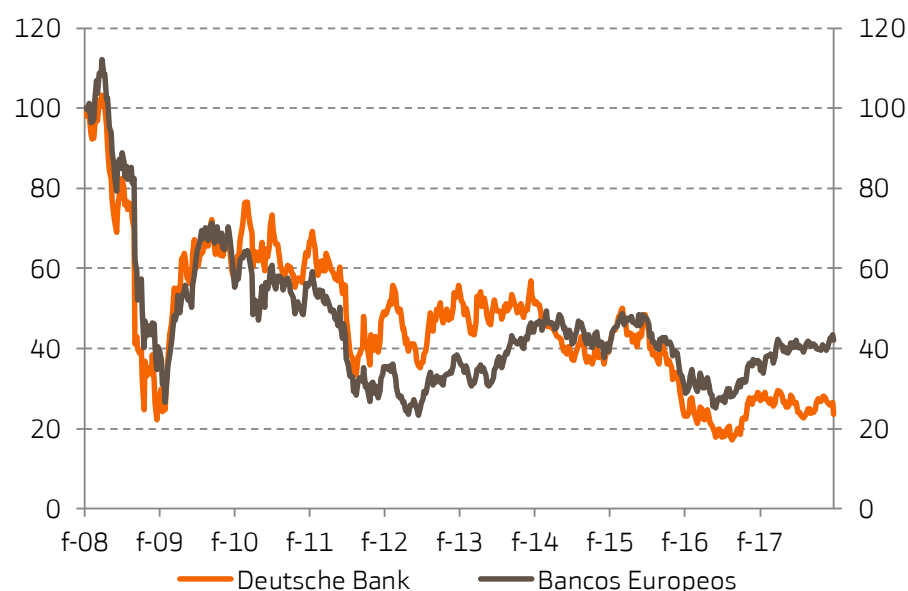


Tabla 1.- Cuenta de P&G: Evolución Trimestral

Datos en Mills €	4T16	1T17	2T17	3T17	4T17
Margen Bruto	7.040	7.326	6.532	6.755	5.697
Gastos Generales	-8.992	-6.335	-5.713	-5.630	-6.925
Margen Neto	-1.952	991	819	1.125	-1.228
Prov. insolvencias	-492	-133	-81	-213	-129
Rdo Explotación	-2.444	858	738	912	-1.357
Deterioros & Extraord.	28	20	84	21	12
BNA	-1.890	571	447	647	-2.176

Tabla 2.- Balance Resumido

% s/ Total	4T16	1T17	2T17	3T17	4T17
Inversión Crediticia	26,0%	26,4%	25,7%	26,3%	26,3%
Cartera Valores (i)	19,8%	22,1%	21,2%	16,6%	16,6%
Depósitos	34,6%	35,5%	37,1%	37,8%	39,0%
Financ. Mayorista	61,3%	60,2%	58,4%	57,6%	56,3%
Fondos Propios	4,1%	4,3%	4,5%	4,6%	4,8%
TCE (ii) / Fondos Propios	78,0%	77,3%	75,0%	81,0%	78,0%
AuM (iii) /Depósitos	225,6%	233,1%	228,7%	254,4%	248,8%

(i) Incluye cartera de negociación y disponible para la venta, (ii) Tangible Equity/FP

(iii) Activos Fuera de Balance

Tabla 3.- Liquidez y Solvencia	4T16	1T17	2T17	3T17	4T17
L-t-D (iv)	75,1%	74,5%	69,2%	69,7%	69,7%
Depósitos/Financ. (v)	36,1%	37,1%	38,8%	39,6%	40,9%
TCE /Activos	3,2%	3,3%	3,4%	3,8%	3,7%
Densidad capital (iii)	25,2%	25,8%	25,3%	28,4%	28,2%

(iv) L-t-D: Inversión crediticia/Depósitos; (v) Depósitos / Financ. Mayorista & Minorista

Tabla 4.- Indices de riesgo	4T16	1T17	2T17	3T17	4T17
Morosidad	2,6%	2,4%	2,3%	2,2%	2,0%
Tasa de Cobertura	52,0%	54,1%	55,8%	59,4%	58,2%
Coste del riesgo (vi)	0,48%	0,13%	0,08%	0,21%	0,21%

(vi) Provisiones /Inversión crediticia

Tabla 5.-RoTE & Eficiencia	4T16	1T17	2T17	3T17	4T17
ROA	-0,5%	0,1%	0,1%	0,2%	-0,6%
ROE	-11,7%	3,4%	2,5%	3,7%	-12,3%
ROTE	-14,9%	4,4%	3,3%	4,5%	-15,8%
Ratio Eficiencia (vii)	127,7%	86,5%	87,5%	83,3%	121,6%
Comisiones / Costes	38,6%	67,2%	59,9%	59,8%	40,3%

(vii) Costes explotación /Total ingresos

Tabla 6.- Múltiplos de Valoración

	% Revalor.		PER		P/VC	Div
	1M	YTD	17 e	18 e	e	Yield e
Deutsche Bank	-17,8	-19,8	11,3 x	8,5 x	0,4 x	2,7%
Credit Suisse	-5,0	-3,7	24,6 x	13,0 x	1,0 x	1,7%
UBS	-2,8	-0,6	12,2 x	10,7 x	1,3 x	3,9%
HSBC	-4,6	-5,0	15,3 x	14,2 x	1,1 x	5,1%
Barclays	-4,3	-6,2	12,6 x	9,6 x	0,6 x	1,6%
Media B.Inversión	-4,2	-3,9	16,2 x	11,9 x	1,0 x	3,1%
Bancos Europeos	-0,8	2,2	11,3 x	10,0 x	0,8 x	4,2%

Fuente: Bloomberg.

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada
Eva del Barrio

Jesús Amador
Ana de Castro

Elena Fernández
Esther Gutierrez

Hoja 1 de 2

Joao Pisco
Ramón Carrasco

Susana André (Mkt Support)

http://www.bankinter.com/
Avd. Bruselas, nº 12
28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

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

Indicadores de Negocio

Gráfico 1: Ingresos Totales en M€

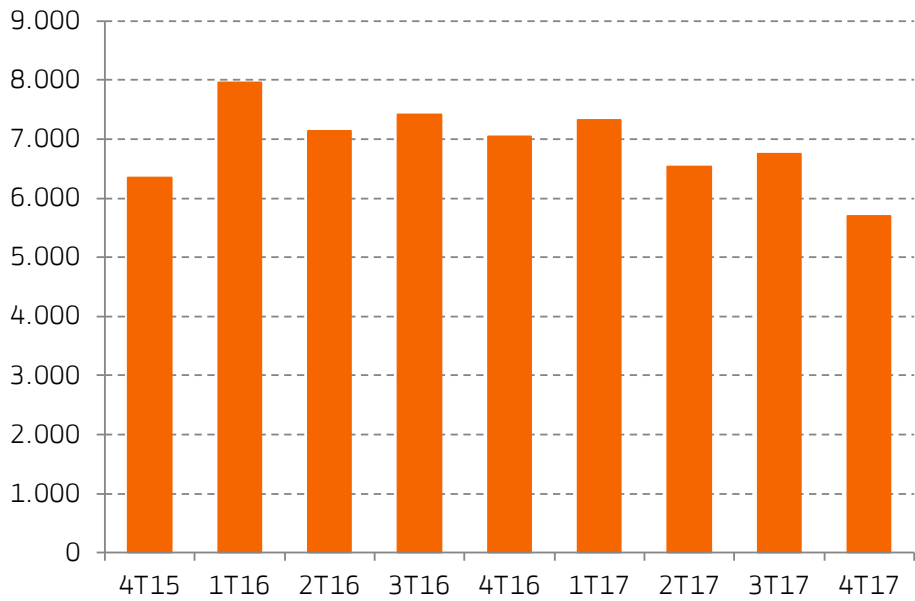
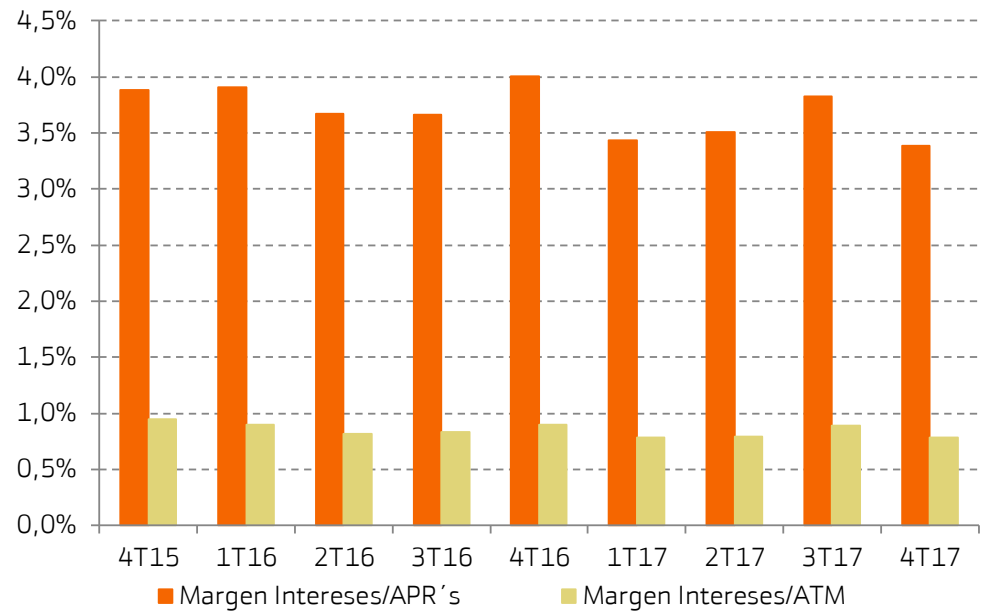


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

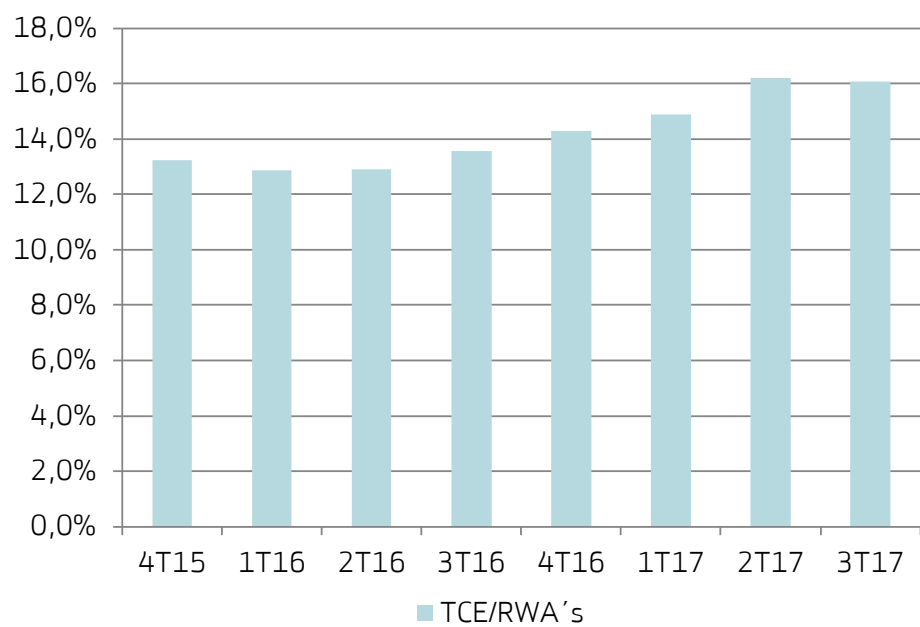
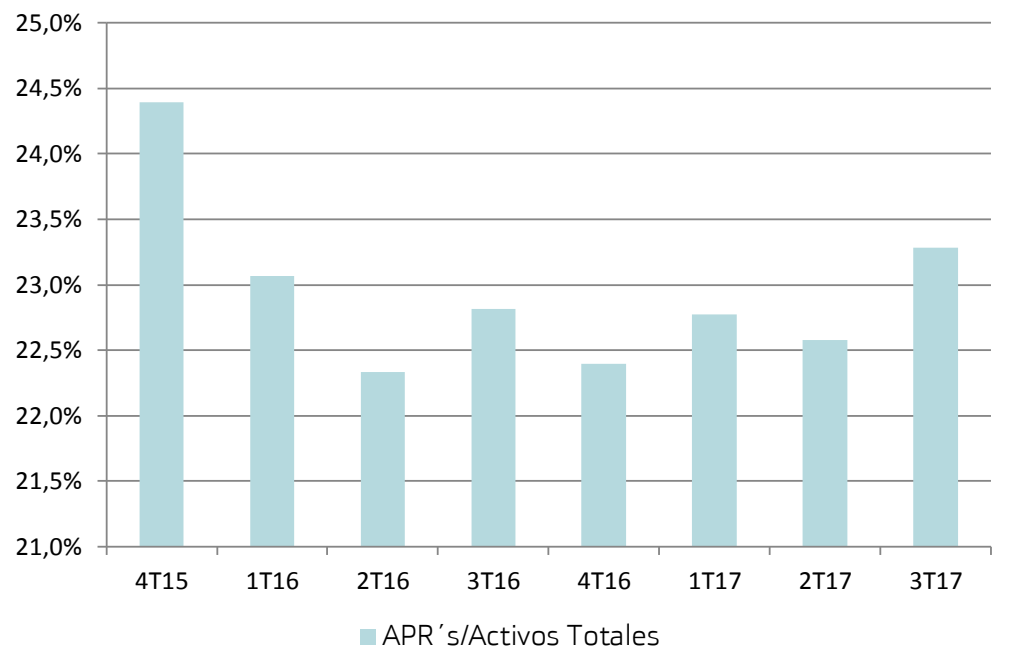


Gráfico 4: Densidad de Capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

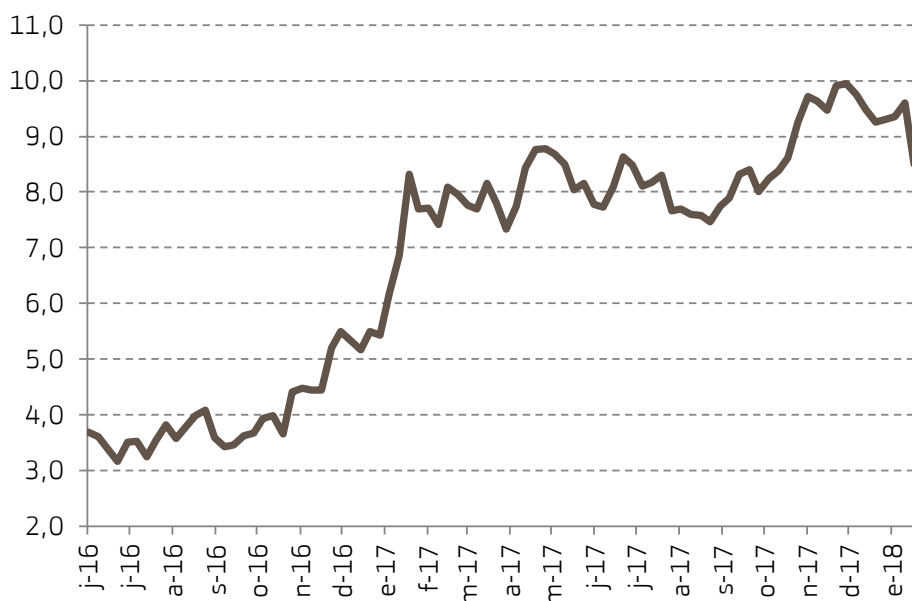
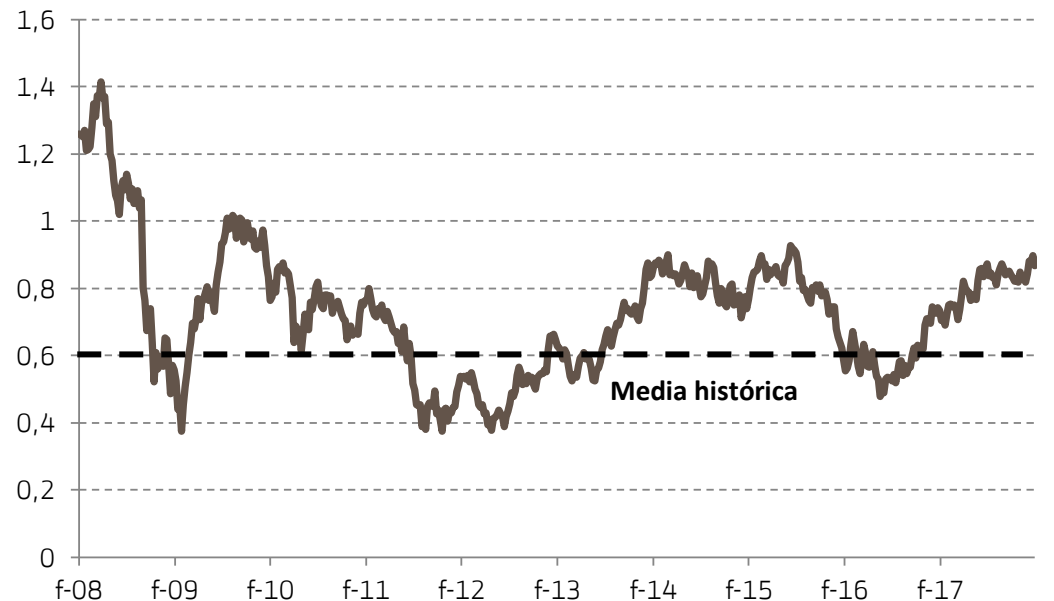


Gráfico 6: P/VC histórico



Fuente: Bloomberg

Equipo de Análisis de Bankinter:
Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada
Eva del Barrio

Jesús Amador
Ana de Castro

Elena Fernández
Esther Gutierrez

Hoja 2 de 2

Joao Pisco
Ramón Carrasco

Susana André (Mkt Support)

<http://www.bankinter.com/>
Avd. Bruselas, nº 12
28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

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