

Bancos Alemanes

El Plan de ahorro en costes no es suficiente para compensar la debilidad de los ingresos

Deutsche Bank

Precio Objetivo: 9,75 €/acc
Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	18.560 M€
Nº Acciones	2.067 M
Precio último	8,98 €/acc
Max/Min (52 sem)	17,13 / 8,76
Revalorización (YTD)	-43,4%
Cód. Reuters / Bloomberg	DBKGn.DE/DBK.GR

Múltiplos de Valoración

	2017	2018 e	2019 e	2020 e
PER	-25,3 x	22,0 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%	2,8%	5,1%

Principales cifras y ratios

Datos en M€	2017 r	2018 e	2019 e	TAMI(1)
Mg. de Intereses	12.378	12.850	12.900	+2,1%
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

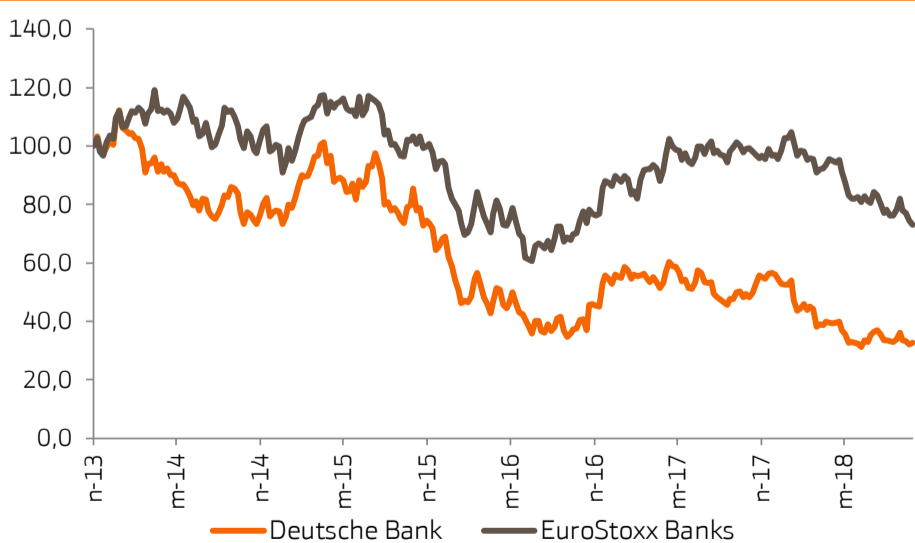
(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	2,0%
ROTE sostenible estimado	5,5%
Coste de capital (Ke)	11,5%
Precio objetivo (€/acc.)	9,75
Potencial de revalorización	8,6%

(*) Warranted Equity Value

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: Tras registrar una caída superior al 40,0% en el año, Deutsche Bank, cotiza con unos múltiplos de valoración que pueden parecer atractivos (P/VC ~0,3x vs ~0,6x de media en bancos europeos). La ratio de solvencia CETI FL - actualmente en 14,0% - supera la media sectorial (~12,5%) y la ratio de liquidez se sitúa en niveles históricamente altos. El volumen de activos líquidos alcanza 253.000 M€ - equivalente al 16,0% del balance -. El plan estratégico del banco pivota en la reducción de costes para ganar eficiencia y rentabilidad pero cambiar la composición de la cuenta de P&G lleva tiempo (¿3 años?) y la línea de ingresos se resiente, especialmente en CIB (Banca Corporativa y de Inversión). La rentabilidad (RoTE) es inferior al 2,0% (vs 9,5% en banca europea) y el BNA del 3T'18 estanco es el más bajo desde el año 2010. Mantenemos nuestra recomendación de Neutral con un Precio Objetivo de 9,75 €/acc.

Resultados 3T'18: El BNA del 3T'18 alcanza 229 M€ (-65,0%) y bate las expectativas (apenas 153 M€ esperado). El CEO confía en obtener Beneficios en 2018 por primera vez desde 2014 (el BNA en 9M'18 alcanza 750 M€; -56,0%) pero revisa a la baja su previsión de ingresos para el conjunto del año (<26.450 M€ obtenido en 2017).

La cuenta de P&G pone de manifiesto: (i) **La debilidad de los ingresos en las principales líneas de negocio.** Los ingresos en CIB descienden -13,0% a pesar de un entorno propicio para la generación de ROF's (*trading*) por el aumento en la volatilidad de los mercados. Los ingresos por *trading* en renta fija descienden -14,5% hasta 1.320 M€ (vs 1.365 M€ esperado) y superan las caídas registradas por algunos bancos de inversión de EE.UU (+9,0% en Citi; +1,0% en MS; -8,0% en BoA; -10,0% en JP y -10,0% en GS).

En renta variable, los ingresos por *trading* caen -15,0% hasta 466 M€ (vs 473 M€ esperado), que compara negativamente con las subidas registradas por sus competidores de EE.UU (+17,0% en JP; +8,0% en GS; +7,0% en MS y +1,0% en BoA y Citi).

El BAI del negocio *retail* (Banca Comercial y Privada) desciende -37,0% hasta 220 M€ debido a los bajos tipos de interés (-3,0% en ingresos) y una base de costes elevada - la ratio de eficiencia alcanza el 88,0%(+5 ppt) -, (ii) Los costes de explotación evolucionan en línea con los objetivos pero la ratio de eficiencia empeora hasta el 90,3% (vs 87,2% en 2T'18).

La rentabilidad (ROTE) en 9M'18 es de apenas el 1,7% y se mantiene alejada del objetivo para 2019 (>4,0%) mientras que la ratio de capital CET I FL mejora hasta el 14,0% (vs 13,7% en 2T'18 vs 13,8% en 3T'17) y supera el objetivo (> 13,0%).

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).

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		% Variación		
						Último	Previo	3T18	12 M	12 M
								a/a	t/t	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			
						a/a	MM€ t/t	% a/a	% 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	394	-6,2	-1,3	-1,5%	-0,3%
Otros	537	482	489	494	463	-74,4	-31,8	-13,9%	-6,4%
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	0	-354,2	-348,3	-100,0%	-100,0%
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	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	69,7%	69,8%	68,6%	70,8%	71,3%	1,7 pb	0,5 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%	25,2%	2,0 pb	0,7 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) Inversión crediticia neta/depositos; (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).

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

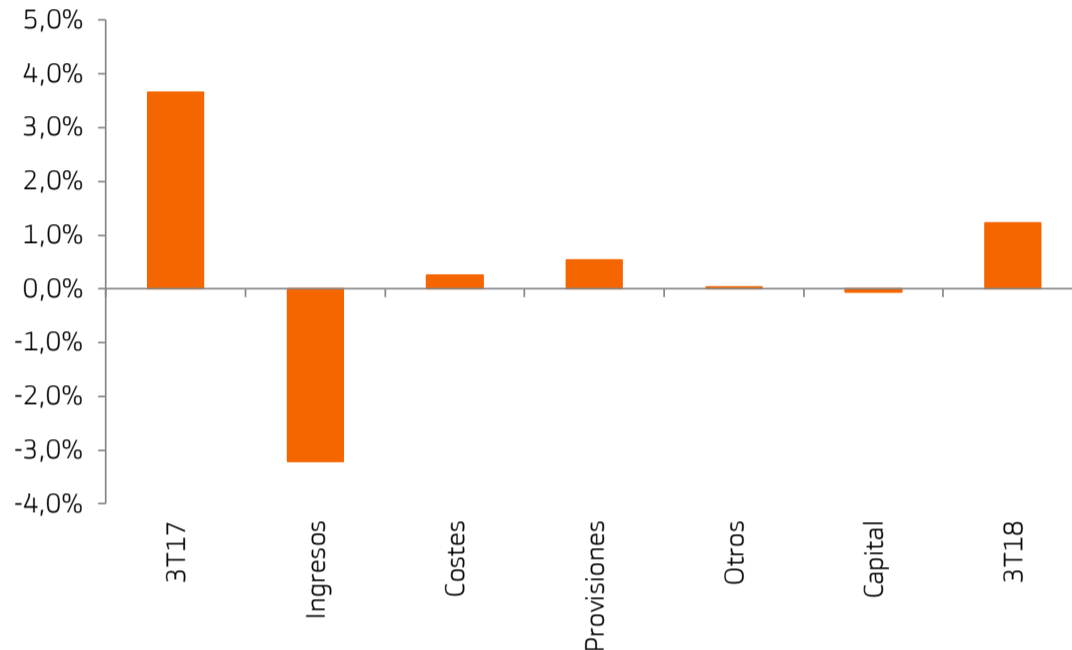
La compañía no ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

* 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	Contribución anual							RoE
3T17	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Impacto Capital (*)	Total	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	2017	2018 e	2019 e	2020 e	% Variación		
					2018	2019	2020
Datos en M€							
Margen de Intereses	12.378	12.850	12.900	13.200	3,8%	0,4%	2,3%
Comisiones	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 + comisiones

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).

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€

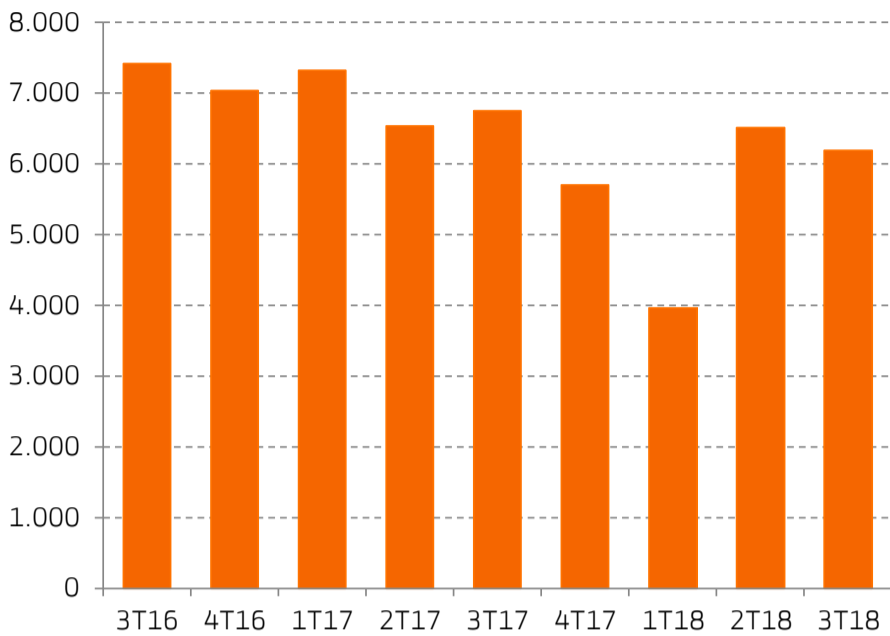
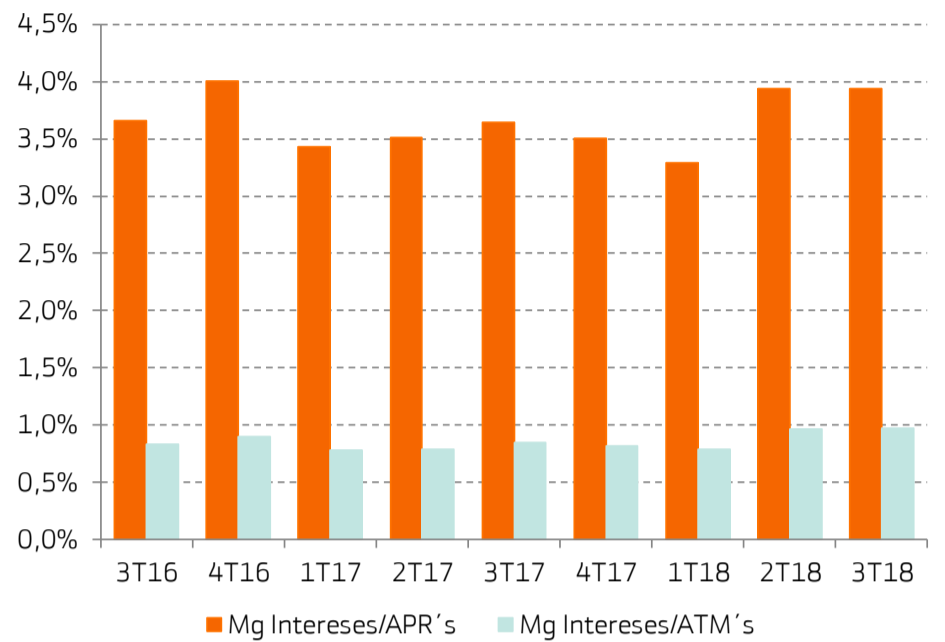


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Dudosos/Fondos Propios

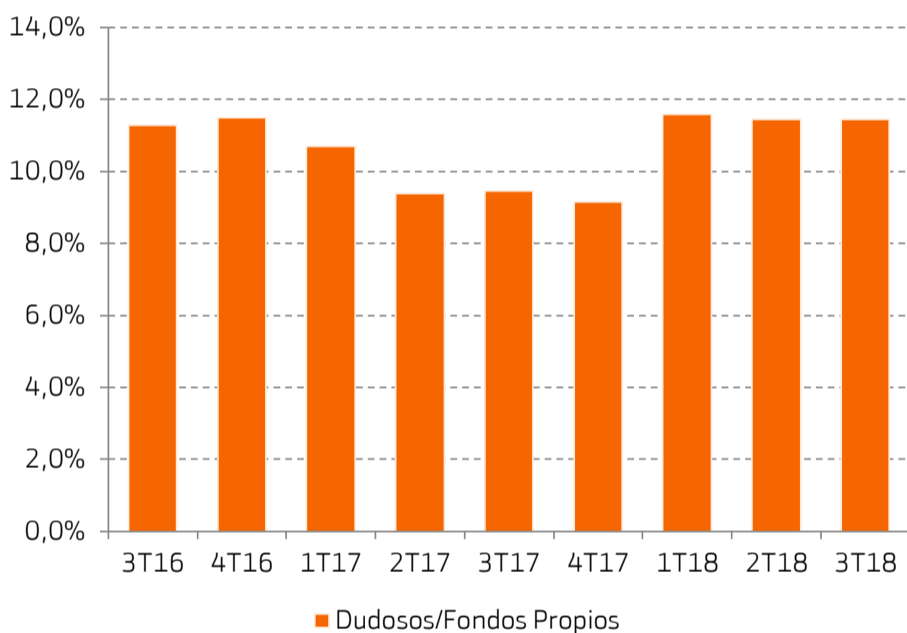
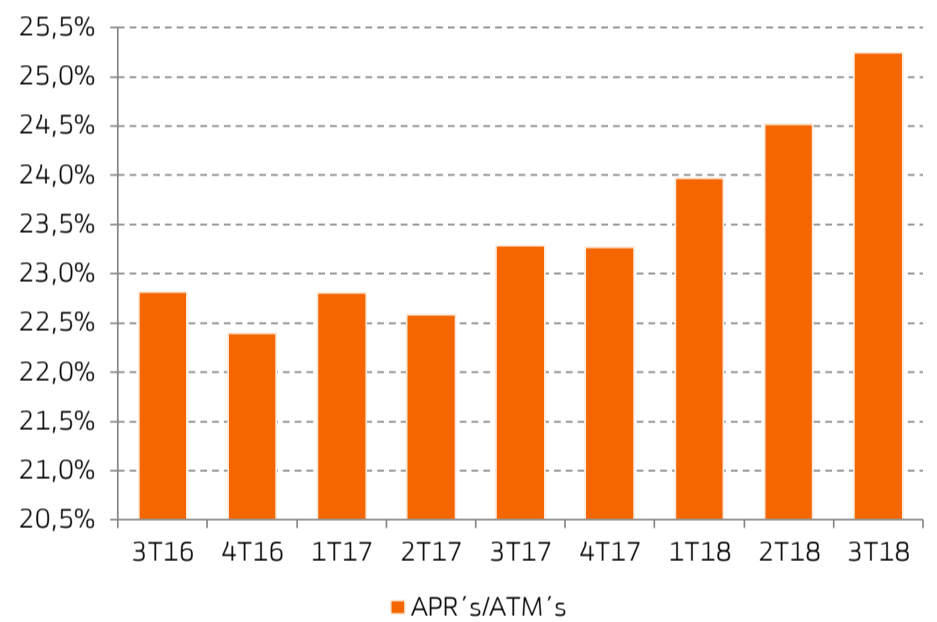


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

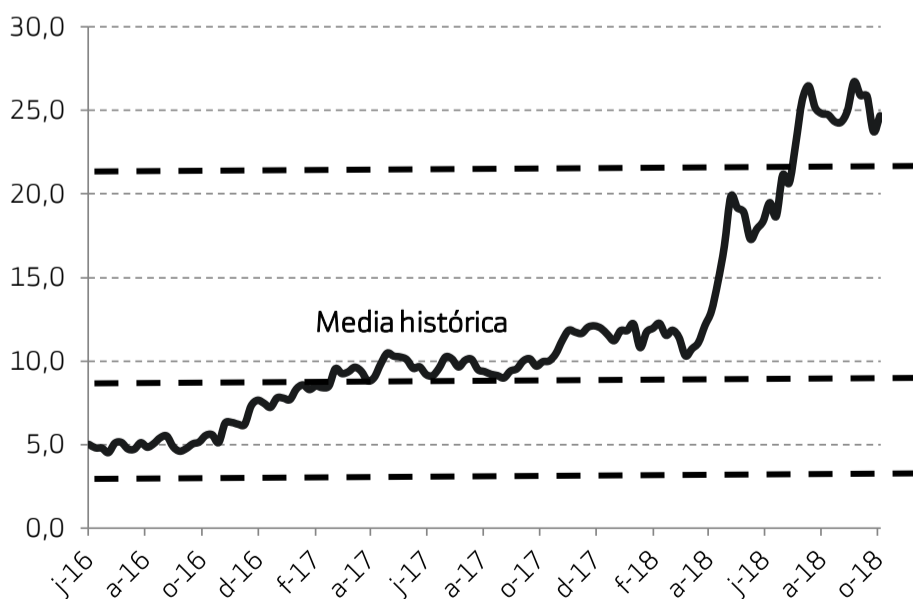
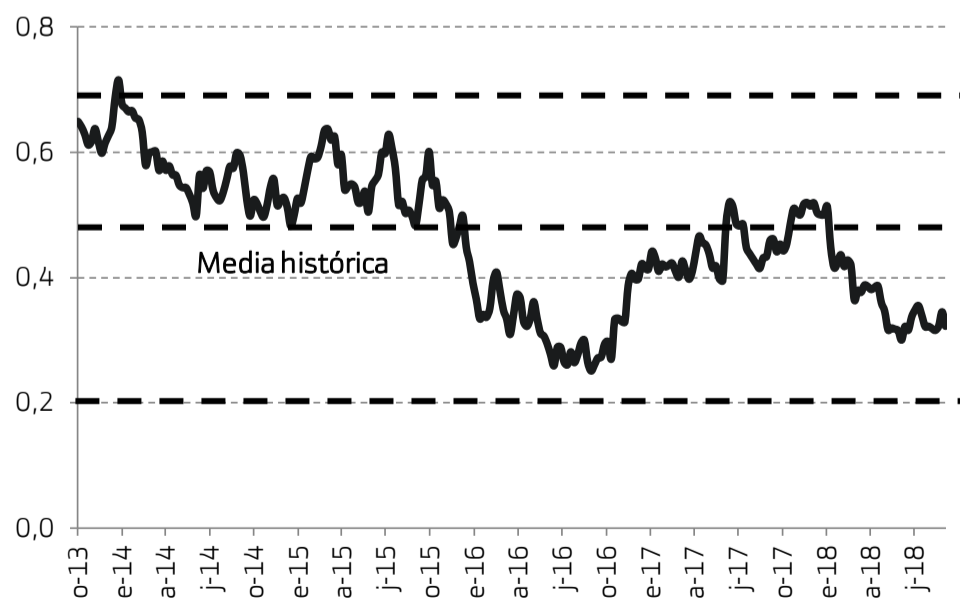


Gráfico 6: P/VC histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro

Arancha Bueno Aránzazu Cortina
Joao Pisco Susana André (Mkt).

Hoja 4 de 4

<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.