

Bien en Solvencia y calidad crediticia pero el entorno de tipos y el marco regulatorio no acompañan

ABN

Precio Objetivo: 18,00 €/acc

Recomendación: Neutral

## Datos Básicos

Capitalización Bursátil	15.585 M€
Nº Acciones	940 M
Precio último	16,58 €/acc
Max/Min (52 sem)	24,46 / 15,61
Revalorización (YTD)	-19,28%
Cód. Reuters / Bloomberg	ABN.AS / ABN.NA

## Múltiplos de Valoración

	2018	2019 e	2020 e	2021 e
PER	7,1 x	7,7 x	8,3 x	8,2 x
P/V	0,7 x	0,7 x	0,7 x	0,7 x
Div. Yield	8,7%	7,1%	6,6%	6,7%

## Principales cifras y ratios

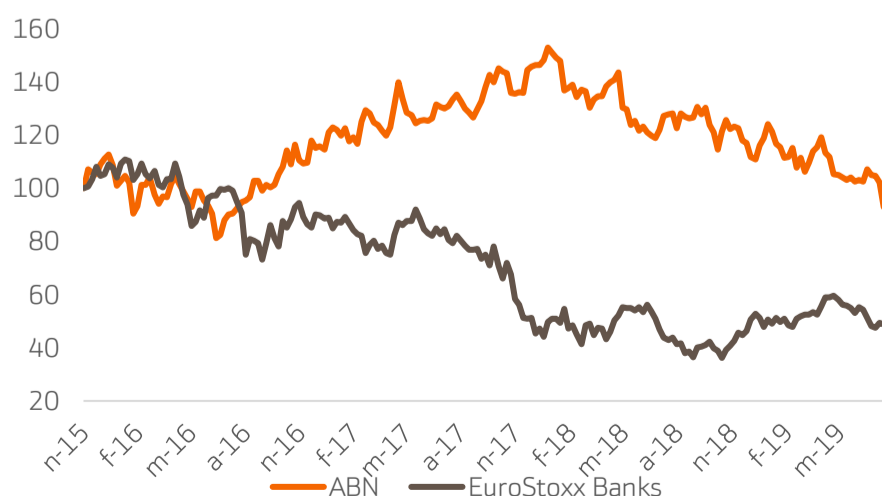
Datos en M€	2018 r	2019 e	2020 e	TAMI(1)
Margen Bruto	10.520	8.450	8.310	-11,1%
Margen Neto	3.698	3.350	3.260	-6,1%
Provisiones	655	550	650	-0,4%
Tax, Min & Otros	-836	-784	-731	n.s
BNA	2.207	2.016	1.879	-7,7%
BPA	2,35	2,14	2,00	-7,7%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

## Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,9%
ROTE sostenible estimado	9,5%
Coste de capital (Ke)	11,0%
<b>Precio objetivo (€/acc.)</b>	<b>18,00</b>
<b>Potencial de Revalorización</b>	<b>8,6%</b>

## Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

**Conclusión:** Los índices de calidad crediticia mejoran, la ratio de capital CET1 FL se mantiene estable en 18,0% y la rentabilidad RoTE alcanza 13,6% (vs 10,0% de objetivo a largo plazo) -.

La rentabilidad por dividendo es elevada ~7,3%, pero el entorno de tipos no acompaña, el equipo gestor estudia la posibilidad de realizar adquisiciones y aumentan las exigencias regulatorias en Holanda.

Revisamos recomendación a Neutral (vs Comprar anterior).

**Resultados 2T'19:** Principales cifras comparadas con el consenso (Reuters): Margen de Intereses: 1.681 M€ (+2,0%;+7,0% t/t), Margen de Explotación: 1.012 M€ (-1,0%;+34,0% t/t) y BNA: 694 M€ (+1,0%;+45,0% t/t vs 638M€ esperado).

Los resultados han sorprendido positivamente gracias a la mejora del Margen de Intereses - principal fuente de resultados del banco - y menores provisiones. El equipo gestor mantiene sin cambios sus objetivos financieros, aunque anticipa una mayor presión en márgenes y una regulación exigente.

La cuenta de P&G pone de manifiesto: (i) La mejora del margen de intereses gracias a la gestión de márgenes (170 pb vs 164 pb en 2T19) a pesar de los bajos tipos de interés y (ii) el descenso en el coste del riesgo (CoR) hasta 18 pb (vs 22 pb en 1T 19) que viene acompañado por la mejora en los índices de calidad crediticia.

La morosidad desciende hasta 1,1% (vs 1,4% en 1T 19 vs 1,3% en 4T'18) con una ratio *Loan-to-Value* estable en 63,0% (vs 64,0% en 1T 19).

**Por áreas de negocio (2T 19 estanco):** (i) **Banca Retail** - principal fuente de ingresos con el ~36,6% del total - acusa la caída en ingresos (-4,0% en Margen Neto) y el aumento en costes regularotios con un BNA ~200 M€ (-37,0%; -24,0% t/t), (ii) **Banca Comercial** alcanza un BNA ~159 M€ (+14,0%; +44,0% t/t) gracias al descenso en provisiones y el control de costes (-3,0%) aunque la tendencia en ingresos es a la baja, (iii) **Banca Privada** (BNA: 66 M€; -36,0%;+65,0% t/t) refleja el cambio de perímetro tras la venta del negocio en las Islas del Canal y (iv) **Banca Corporativa & Inversión (C&IB)** registra un aumento de +42,0% en BNA hasta 110 M€ gracias al repunte en ingresos core (margen de intereses & comisiones) y el ahorro en costes (-19,0%).

La ratio de capital *CET-1 FL* se sitúa dentro del objetivo para el conjunto del año (17,5%/18,5%) al mantenerse estable en 18,0% - notablemente por encima de la media europea -.

El RoTE mejora por segundo trimestre consecutivo y alcanza 13,6% (vs 9,2% en 1T19 vs 6,0% en 4T18).

Cabe destacar que el *pay-out* se sitúa en 50,0% - equivalente a una rentabilidad por dividendo estimada ~7,2% y el equipo gestor se muestra confiado en incrementar el porcentaje de reparto en 2S 19.

## Análisis y Mercados

## Cuenta de P&amp;G

P&G Ajustada <sup>(1)</sup> Datos en M€	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	2T19 a/a	t/t	12 M a/a
Mg. Intereses <sup>(2)</sup>	1.656	1.625	1.642	1.573	1.681	6.521	6.590	1,5%	6,9%	-1,0%
Otros ingresos <sup>(3)</sup>	976	1.014	893	847	1.014	3.768	3.960	3,9%	19,7%	-4,8%
<b>Margen Bruto</b>	<b>2.632</b>	<b>2.639</b>	<b>2.535</b>	<b>2.420</b>	<b>2.695</b>	<b>10.289</b>	<b>10.550</b>	<b>2,4%</b>	<b>11,4%</b>	<b>-2,5%</b>
Gastos Generales	1.626	1.549	1.908	1.665	1.697	6.819	6.919	4,4%	1,9%	-1,4%
<b>Margen Neto</b>	<b>1.006</b>	<b>1.090</b>	<b>627</b>	<b>755</b>	<b>998</b>	<b>3.470</b>	<b>3.631</b>	<b>-0,8%</b>	<b>32,2%</b>	<b>-4,4%</b>
Prov. insolvencias	133	106	208	102	130	546	312	-2,3%	27,5%	75,0%
<b>Rdo. Operativo</b>	<b>873</b>	<b>984</b>	<b>419</b>	<b>653</b>	<b>868</b>	<b>2.924</b>	<b>3.319</b>	<b>-0,6%</b>	<b>32,9%</b>	<b>-11,9%</b>
Rdos. Extraordinarios	-20	-1	-16	1	-15	-31	-66	n.s	n.s	-53,0%
<b>BAI.</b>	<b>893</b>	<b>985</b>	<b>435</b>	<b>652</b>	<b>883</b>	<b>2.955</b>	<b>3.385</b>	<b>-1,1%</b>	<b>35,4%</b>	<b>-12,7%</b>
Impuestos	192	260	119	174	189	742	874	-1,6%	8,6%	-15,1%
Minoritarios	4	7	6	0	0	13	27	n.s	n.s	n.s
<b>BNA</b>	<b>697</b>	<b>718</b>	<b>310</b>	<b>478</b>	<b>694</b>	<b>2.200</b>	<b>2.484</b>	<b>-0,4%</b>	<b>45,2%</b>	<b>-11,4%</b>

(1) La cuenta de P&amp;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 (MME)

Balance Consolidado	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	Variación			
						MME a/a	t/t	% a/a	% t/t
Liquidez <sup>(4)</sup>	39	39	42	36	50	11,5	14,0	29,4%	38,4%
Cartera Valores	18	20	13	20	29	10,3	8,3	56,2%	41,2%
<b>Inversión Crediticia</b>	<b>281</b>	<b>279</b>	<b>275</b>	<b>279</b>	<b>278</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-0,4%</b>
Otros	58	54	51	59	40	-18,0	-19,1	-31,2%	-32,6%
<b>Total Activo</b>	<b>395</b>	<b>392</b>	<b>381</b>	<b>394</b>	<b>396</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,5%</b>
Depósitos	238	238	236	242	243	4,7	0,3	2,0%	0,1%
Finac. Mayorista	136	134	124	130	132	-3,9	2,0	-2,9%	1,5%
Fondos Propios	21	21	21	22	21	0,0	-0,3	0,1%	-1,4%
<b>Total Pasivo &amp; F.Propios</b>	<b>395</b>	<b>392</b>	<b>381</b>	<b>394</b>	<b>396</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,5%</b>
APR's <sup>(5)</sup>	106	104	105	108	108	1,7	0,0	1,6%	0,0%
TCE <sup>(6)</sup>	21	21	21	21	21	0,1	-0,1	0,3%	-0,3%

(4) Incluye interbancario

(5) Activos Ponderados por Riesgo; (6) Tangible Common Equity

## Métricas de Gestión

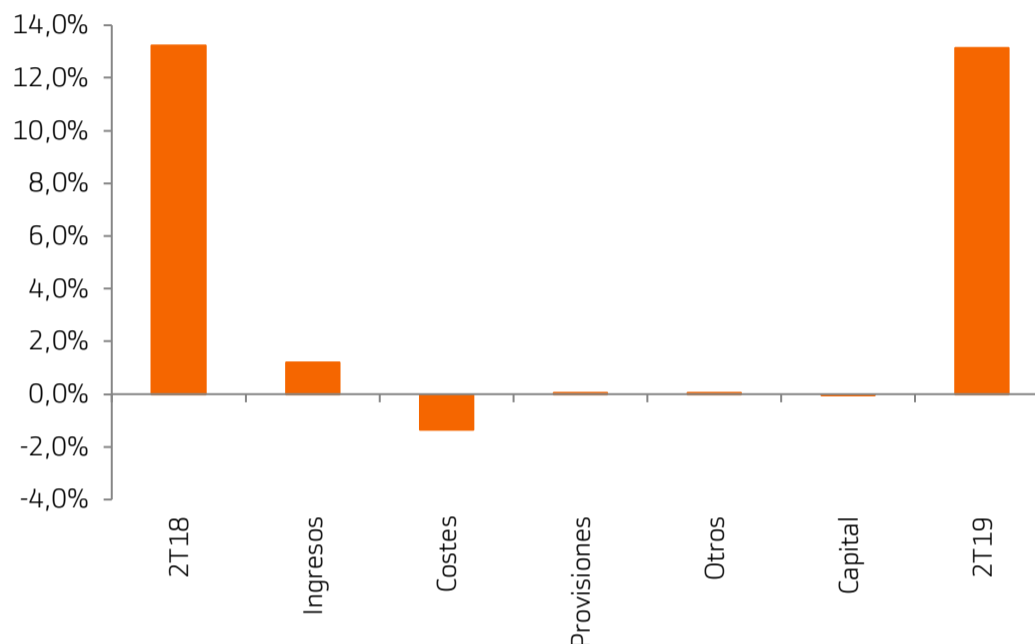
	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D <sup>(7)</sup>	117,9%	117,7%	116,6%	115,0%	114,4%	-3,5 pb	-0,6 pb
Dudosos / TCE <sup>(8)</sup>	28,8%	28,8%	27,8%	28,6%	28,6%	28,6 pb	0,0 pb
APR's/ Activos <sup>(9)</sup>	26,9%	26,5%	27,6%	27,4%	27,3%	0,4 pb	-0,1 pb
TCE/ Fondos Propios	99,0%	98,9%	99,2%	98,0%	99,1%	0,2 pb	1,1 pb
ROTE <sup>(10)</sup>	13,2%	13,6%	5,9%	9,0%	13,1%	-0,1 pb	4,1 pb
ROA <sup>(11)</sup>	0,7%	0,7%	0,3%	0,5%	0,7%	0,0 pb	0,2 pb

## Análisis y Mercados

## Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoTE 2T18	Contribución anual						Impacto Capital (*)	Total	RoTE 2T19
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G				
	63	-11	3	2	-3	-61			
13,2%	1,2%	-1,3%	0,1%	0,0%	-0,1%	0,0%	-0,1%	13,1%	

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



## Principales Estimaciones

P&G Reportada Datos en M€	2018	2019 e	2020 e	2021 e	% Variación		
					2019	2020	2021
Margen de Intereses	6.593	6.300	6.100	6.150	-4,4%	-3,2%	0,8%
Comisiones	3.169	1.650	1.700	1.750	-47,9%	3,0%	2,9%
Otros Ingresos	758	500	510	520	-34,0%	2,0%	2,0%
<b>Margen Bruto</b>	<b>10.520</b>	<b>8.450</b>	<b>8.310</b>	<b>8.420</b>	<b>-19,7%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>1,3%</b>
Gastos Generales	-6.822	-5.100	-5.050	-5.040	-25,2%	-1,0%	-0,2%
<b>Margen Neto</b>	<b>3.698</b>	<b>3.350</b>	<b>3.260</b>	<b>3.380</b>	<b>-9,4%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>3,7%</b>
Provisiones & Saneamientos	-655	-550	-650	-750	-16,0%	18,2%	15,4%
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>3.043</b>	<b>2.800</b>	<b>2.610</b>	<b>2.630</b>	<b>-8,0%</b>	<b>-6,8%</b>	<b>0,8%</b>
Tax & Minoritarios	-836	-784	-731	-736	-6,2%	-6,8%	0,8%
<b>Beneficio atribuido al Grupo</b>	<b>2.207</b>	<b>2.016</b>	<b>1.879</b>	<b>1.894</b>	<b>-8,7%</b>	<b>-6,8%</b>	<b>0,8%</b>
Ingresos Core <sup>(i)</sup> /Mg. Bruto	92,8%	94,1%	93,9%	93,8%	1,3 pp	-0,2 pp	0,0 pp
Comisiones/Gtos Generales	46,5%	32,4%	33,7%	34,7%	-14,1 pp	1,3 pp	1,1 pp
Ratio Eficiencia	64,8%	60,4%	60,8%	59,9%	-4,5 pp	0,4 pp	-0,9 pp
Provisiones / Mg. Bruto	17,7%	16,4%	19,9%	22,2%	-1,3 pp	3,5 pp	2,3 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

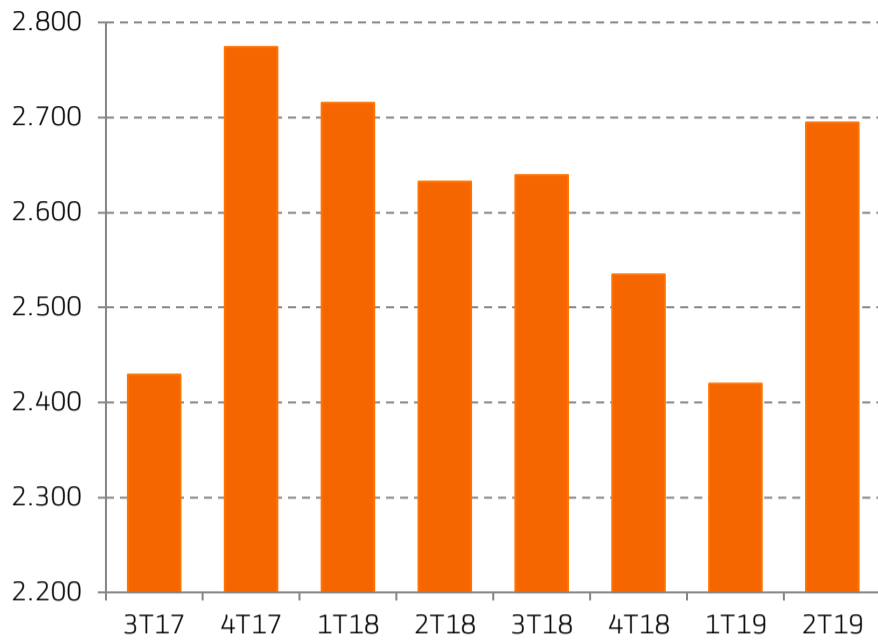
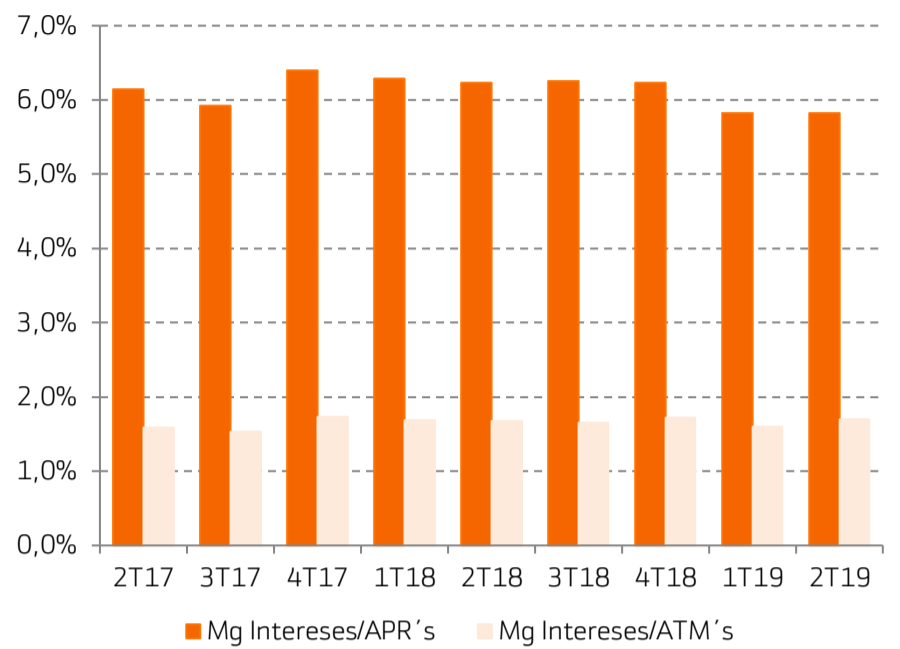


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

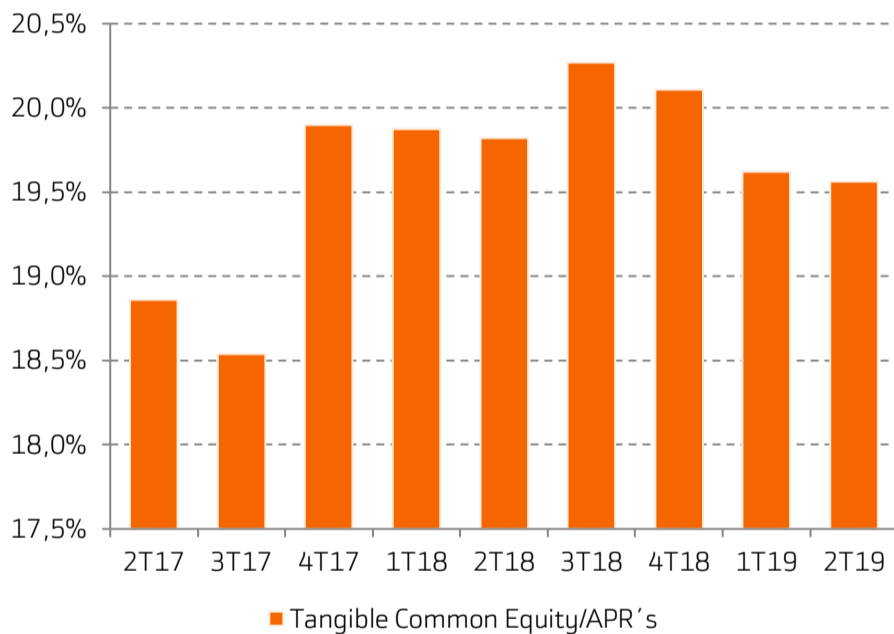
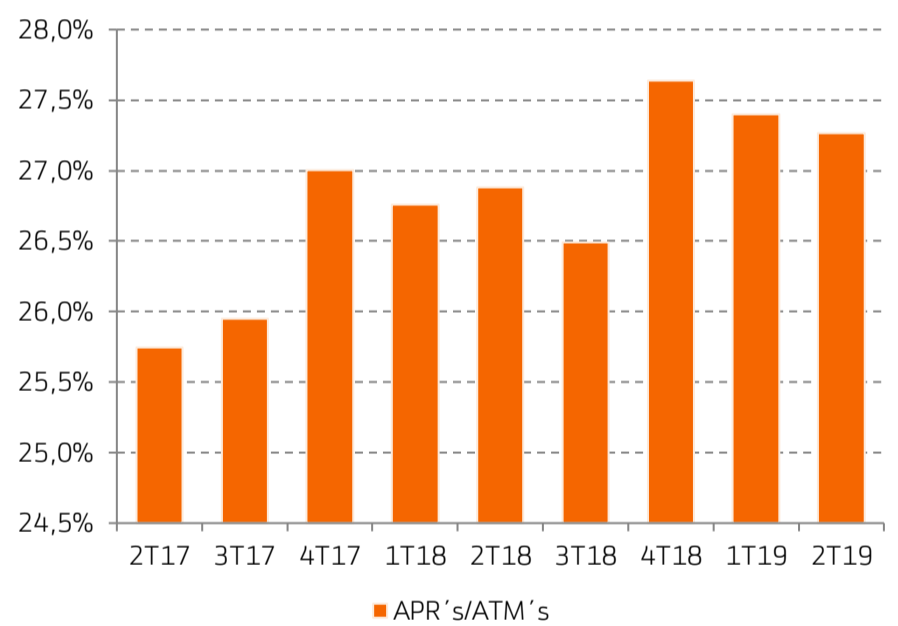


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

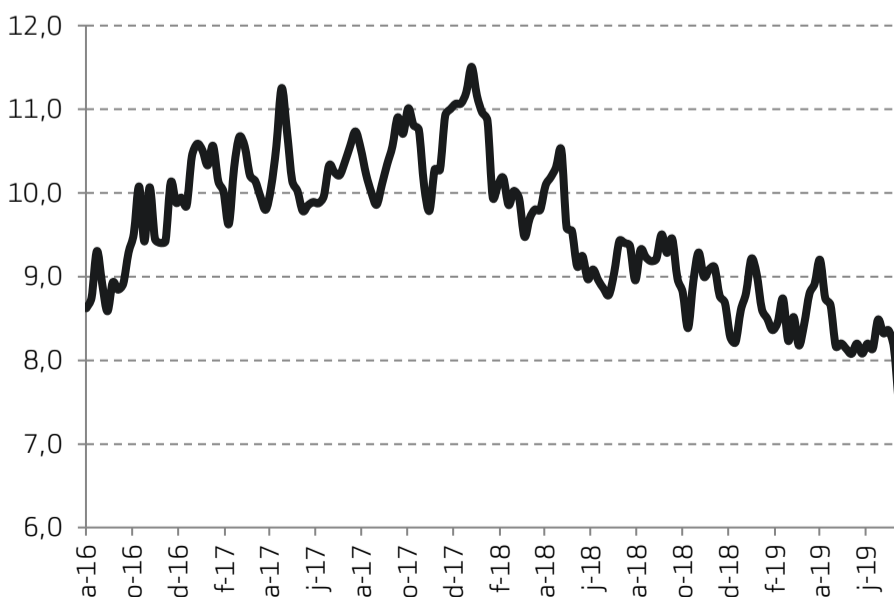
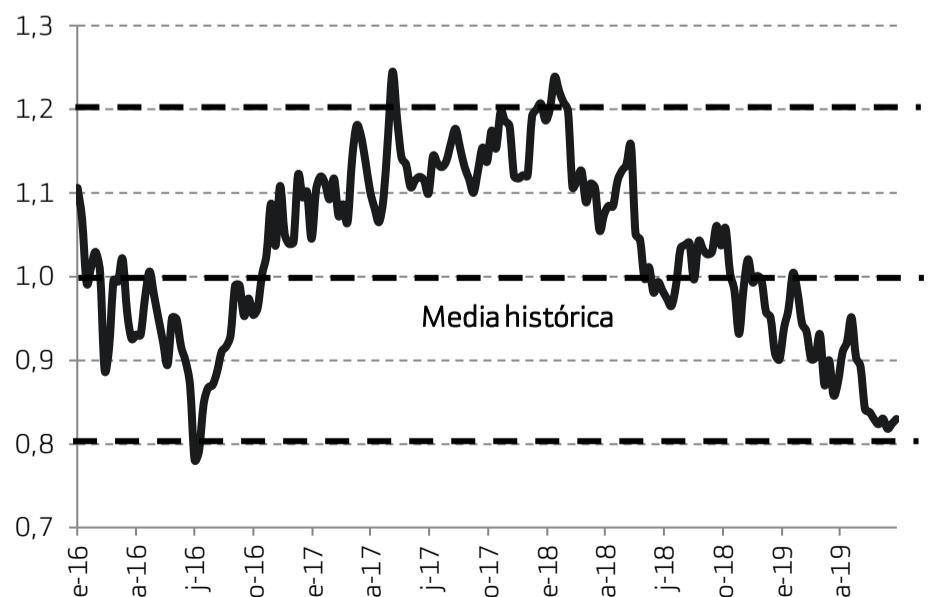


Gráfico 6: P/VC histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

## INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

## NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

## EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director

Rafael Alonso - Bancos

Marisa Mazo - Bancos

Javier Hombría - Telecom

Ana de Castro - Seguros

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Pilar Aranda - Petróleo

Aránzazu Cortina - Industriales

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Juan Moreno - Inmobiliarias

Luis Piñas - Consumo

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología Elena Fernández-Trapiella - Consumo

## Temáticas y activos de responsabilidad compartida

- Macroeconomía
- Estrategia de Invers
- Bonos
- Divisas
- Fondos de I
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable