

La reestructuración en CIB tiene sentido, pero lleva tiempo y está pendiente una revisión estratégica

ABN

Precio Objetivo: 9,85 €/acc

Recomendación: Neutral

### Datos Básicos

|                          |                 |
|--------------------------|-----------------|
| Capitalización Bursátil  | 8.140 M€        |
| Nº Acciones              | 940 M           |
| Precio último            | 8,66 €/acc      |
| Max/Min (52 sem)         | 18,73 / 5,68    |
| Revalorización (YTD)     | -46,61%         |
| Cód. Reuters / Bloomberg | ABN.AN / ABN.NA |

### Múltiplos de Valoración

|            | 2019  | 2020 e  | 2021 e | 2022 e |
|------------|-------|---------|--------|--------|
| PER        | 4,0 x | -24,1 x | 9,2 x  | 6,2 x  |
| P/V        | 0,4 x | 0,4 x   | 0,4 x  | 0,4 x  |
| Div. Yield | 14,8% | 0,0%    | 5,4%   | 5,4%   |

### Principales cifras y ratios

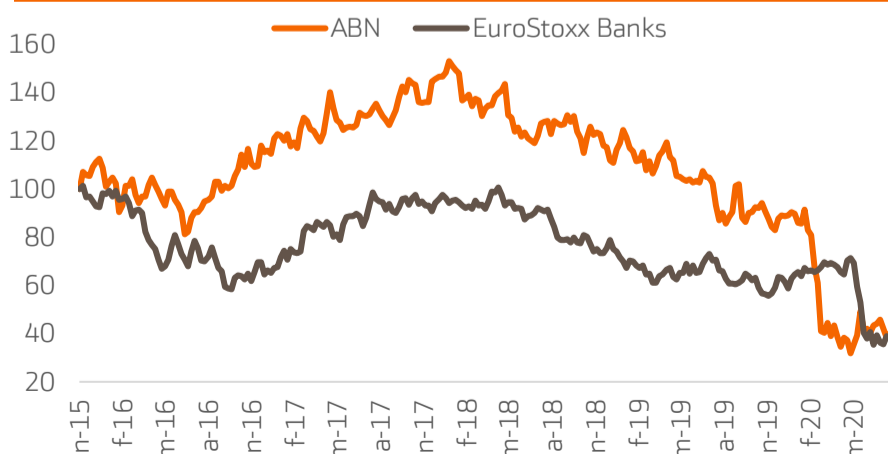
| Datos en M€       | 2019 r | 2020 e | 2021 e | TAMI(1) |
|-------------------|--------|--------|--------|---------|
| Margen Bruto      | 8.605  | 7.750  | 7.657  | -5,7%   |
| Margen Neto       | 3.337  | 2.650  | 2.632  | -11,2%  |
| Provisiones       | 657    | 3.100  | 1.450  | +48,6%  |
| Tax, Min & Otros. | -634   | 113    | -295   | n.s     |
| BNA               | 2.046  | -338   | 886    | -34,2%  |
| BPA               | 2,18   | -0,36  | 0,94   | -34,2%  |

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

### Síntesis de Valoración: Método WEV

|                                     |              |
|-------------------------------------|--------------|
| Crecimiento sostenible esperado (g) | 1,0%         |
| ROTE sostenible estimado            | 5,7%         |
| Coste de capital (Ke)               | 11,0%        |
| <b>Precio objetivo (€/acc.)</b>     | <b>9,85</b>  |
| <b>Potencial de Revalorización</b>  | <b>13,8%</b> |

### Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

**Conclusión:** La reestructuración de la Banca de Inversión (CIB) mejora el perfil de riesgo, pero lleva tiempo (3/4 años para abandonar el *trade finance* fuera de Europa). La ratio de capital está en un nivel confortable (CET1FL ~14,0%) pero los índices de calidad crediticia aún no reflejan el repunte esperado en la morosidad y el equipo gestor anticipa más provisiones en 2S20.

Mantenemos recomendación en Neutral: (1) la reorganización de CIB es el primer paso de una **revisión estratégica más profunda** - prevista para noviembre 2020 -. El nuevo plan de negocio probablemente se centre en mejorar la eficiencia, pero no descartamos deterioros de valor por la reestructuración de CIB y (2) el potencial estimado es limitado (<15%).

**Nuestra visión:** ABN da un giro estratégico al abandonar el negocio de *trading* en materias primas y *trade finance* fuera de Europa. El mercado exigía un plan de ajuste en CIB similar al realizado por BNP Paribas o SocGen en derivados -. El movimiento de ABN tiene consecuencias positivas para el perfil de riesgo, la gestión de costes y el consumo de capital a largo plazo.

La remodelación del negocio en CIB conlleva reducir ~1/3 el balance de la división (45% de los clientes y 18.000 M€ en inversión) - equivalente al 10,0% de los Activos Ponderados por Riesgo del grupo - para alcanzar un RoE~10,0% post-CV19 - similar a los objetivos de la entidad en 2019 -.

La decisión tiene sentido financiero porque el consumo de capital de esta división es elevado y la rentabilidad ajustada. De hecho, ABN registra pérdidas en 1S20 principalmente por el impacto en provisiones de esta división.

**Resultados 2T20:** Las cifras del 2T20 batían las expectativas por un menor esfuerzo en provisiones (703 M€ en 2T20 vs 1.111 M€ en 1T20 vs 837 M€ e).

Las cifras evolucionan en línea con lo previsto a nivel operativo, pero son flojas (Margen de Explotación: 786 M€; -22,0% vs 790 M€ e) con una pérdida en BNA de -5,0 M€ (vs -120 M€ e).

El coste del riesgo (*CoR*) - se sitúa en niveles históricamente altos por el CV19 y exposiciones concretas - y alcanza 99 pb en 2T20 (vs 18 pb en 1T19) pero llama la atención que registre un CoR inferior al 1T20 (132 pb) con un *guidance* al alza en provisiones para el conjunto del año (3.000 M€ vs 2.500 M€ anterior) - por la reestructuración de CIB -.

Los índices de calidad crediticia todavía evolucionan satisfactoriamente - la morosidad es de apenas ~ 1,0% - y la ratio de capital CET1 se mantiene estable en 17,1% (equivalente a una ratio CET1FL ~ 14,0%).

## Cuenta de P&G

| P&G Ajustada <sup>(1)</sup><br>Datos en M€ | 2T19         | 3T19         | 4T19         | 1T20         | 2T20         | Acumulado               |              | % Variación   |              | 12 M<br>a/a   |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
|  |              |              |              |              |              | 12 M Trailing<br>Último | Previo       | 2T20<br>a/a   | t/t          |               |
| Mg. Intereses <sup>(2)</sup>               | 1.681        | 1.628        | 1.586        | 1.527        | 1.513        | 6.254                   | 6.520        | -10,0%        | -0,9%        | -4,1%         |
| Otros ingresos <sup>(3)</sup>              | 775          | 861          | 610          | 603          | 694          | 2.768                   | 2.316        | -10,5%        | 15,1%        | 19,5%         |
| <b>Margen Bruto</b>                        | <b>2.456</b> | <b>2.489</b> | <b>2.196</b> | <b>2.130</b> | <b>2.207</b> | <b>9.022</b>            | <b>8.836</b> | <b>-10,1%</b> | <b>3,6%</b>  | <b>2,1%</b>   |
| Gastos Generales                           | 1.444        | 1.635        | 1.502        | 1.511        | 1.421        | 6.069                   | 5.352        | -1,6%         | -6,0%        | 13,4%         |
| <b>Margen Neto</b>                         | <b>1.012</b> | <b>854</b>   | <b>694</b>   | <b>619</b>   | <b>786</b>   | <b>2.953</b>            | <b>3.484</b> | <b>-22,3%</b> | <b>27,0%</b> | <b>-15,2%</b> |
| Prov. insolvencias                         | 129          | 112          | 314          | 1.111        | 703          | 2.240                   | 545          | 445,0%        | -36,7%       | 311,0%        |
| <b>Rdo. Operativo</b>                      | <b>883</b>   | <b>742</b>   | <b>380</b>   | <b>-492</b>  | <b>83</b>    | <b>713</b>              | <b>2.939</b> | <b>-90,6%</b> | <b>n.s</b>   | <b>-75,7%</b> |
| Rdos. Extraordinarios                      | 0            | 0            | -23          | -5           | 0            | -28                     | -17          | n.s           | n.s          | n.s           |
| <b>BAI.</b>                                | <b>883</b>   | <b>742</b>   | <b>403</b>   | <b>-487</b>  | <b>83</b>    | <b>741</b>              | <b>2.956</b> | <b>-90,6%</b> | <b>n.s</b>   | <b>-74,9%</b> |
| Impuestos                                  | 190          | 184          | 87           | -92          | 88           | 267                     | 730          | -53,7%        | n.s          | -63,4%        |
| Minoritarios                               | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0                       | 14           | n.s           | n.s          | n.s           |
| <b>BNA</b>                                 | <b>693</b>   | <b>558</b>   | <b>316</b>   | <b>-395</b>  | <b>-5</b>    | <b>474</b>              | <b>2.212</b> | <b>n.s</b>    | <b>n.s</b>   | <b>n.s</b>    |

(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 (MME)

| Balance Consolidado                 | 2T19       | 3T19       | 4T19       | 1T20       | 2T20       | Variación   |              |              |              |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|                                     |            |            |            |            |            | MME<br>a/a  | t/t          | a/a          | %<br>t/t     |
| Liquidez <sup>(4)</sup>             | 50         | 35         | 43         | 33         | 81         | 31,1        | 48,5         | 61,7%        | 146,9%       |
| Cartera Valores                     | 10         | 26         | 6          | 28         | 37         | 26,9        | 8,5          | 277,4%       | 30,2%        |
| <b>Inversión Crediticia</b>         | <b>278</b> | <b>278</b> | <b>271</b> | <b>281</b> | <b>270</b> | <b>-7,4</b> | <b>-11,2</b> | <b>-2,7%</b> | <b>-4,0%</b> |
| Otros                               | 58         | 61         | 56         | 63         | 36         | -22,0       | -27,0        | -37,6%       | -42,5%       |
| <b>Total Activo</b>                 | <b>396</b> | <b>400</b> | <b>375</b> | <b>406</b> | <b>425</b> | <b>28,5</b> | <b>18,8</b>  | <b>7,2%</b>  | <b>4,6%</b>  |
| Depósitos                           | 243        | 248        | 235        | 237        | 246        | 2,9         | 8,6          | 1,2%         | 3,6%         |
| Finac. Mayorista                    | 132        | 131        | 119        | 148        | 157        | 25,3        | 9,3          | 19,1%        | 6,3%         |
| Fondos Propios                      | 21         | 21         | 21         | 21         | 22         | 0,3         | 0,9          | 1,4%         | 4,2%         |
| <b>Total Pasivo &amp; F.Propios</b> | <b>396</b> | <b>400</b> | <b>375</b> | <b>406</b> | <b>425</b> | <b>28,5</b> | <b>18,8</b>  | <b>7,2%</b>  | <b>4,6%</b>  |
| APR's <sup>(5)</sup>                | 107        | 106        | 110        | 112        | 112        | 5,5         | 0,4          | 5,1%         | 0,3%         |
| TCE <sup>(6)</sup>                  | 21         | 21         | 21         | 21         | 21         | 0,3         | 0,2          | 1,6%         | 0,8%         |

(4) Incluye interbancario

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

## Métricas de Gestión

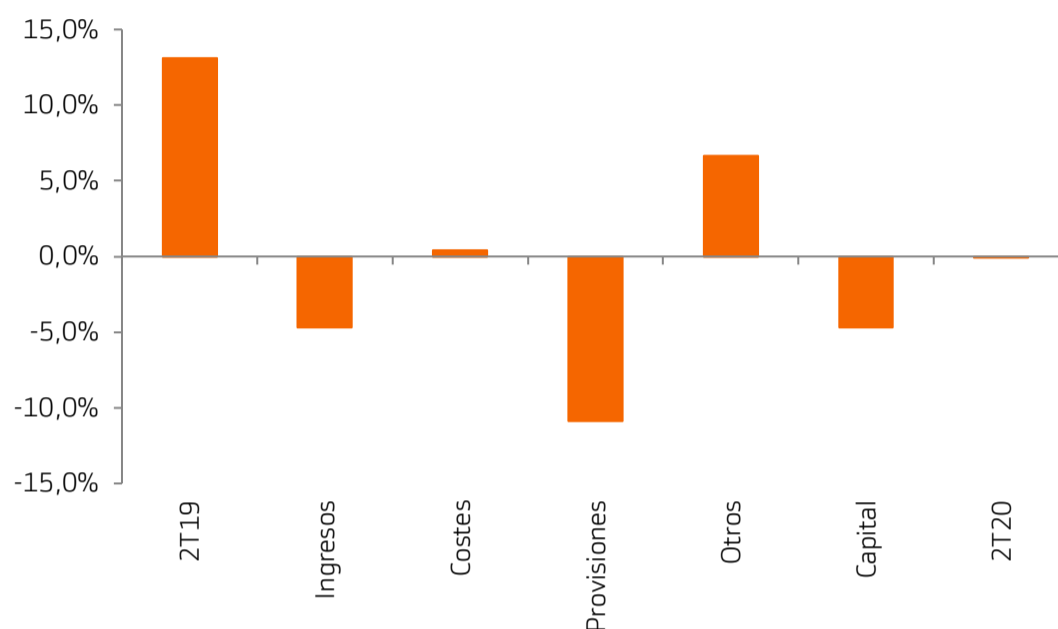
|                               | 2T19   | 3T19   | 4T19   | 1T20   | 2T20   | Variación en pb |         |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------|---------|
|                               |        |        |        |        |        | a/a             | t/t     |
| L-t-D <sup>(7)</sup>          | 114,4% | 112,0% | 115,1% | 118,7% | 110,0% | -4,4 pb         | -8,7 pb |
| Dudosos / TCE <sup>(8)</sup>  | 30,2%  | 31,5%  | 31,7%  | 36,4%  | 39,3%  | 9,1 pb          | 2,9 pb  |
| APR's/ Activos <sup>(9)</sup> | 26,9%  | 26,4%  | 29,3%  | 27,5%  | 26,4%  | -0,5 pb         | -1,1 pb |
| TCE/ Fondos Propios           | 99,1%  | 99,1%  | 99,2%  | 99,2%  | 99,4%  | 0,2 pb          | 0,2 pb  |
| ROTE <sup>(10)</sup>          | 13,1%  | 10,6%  | 5,9%   | -7,4%  | -0,1%  | -13,2 pb        | 7,3 pb  |
| ROA <sup>(11)</sup>           | 0,7%   | 0,6%   | 0,3%   | -0,4%  | 0,0%   | -0,7 pb         | 0,4 pb  |

## Análisis y Mercados

## Evolución del RoTE: Desglose por componentes

| RoTE<br>2T19 | Contribución anual |        |         |       |       |       | Impacto<br>Capital (*) | RoTE<br>2T20 |
|--------------|--------------------|--------|---------|-------|-------|-------|------------------------|--------------|
|              | Ingresos           | Costes | Provis. | Otros | P&G   | Total |                        |              |
| 13,1%        | -4,7%              | 0,4%   | -10,9%  | 6,6%  | -8,5% | -4,7% | -13,2%                 | -0,1%        |

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



## Principales Estimaciones

| P&G Reportada<br>Datos en M€            | 2019         | 2020 e       | 2021 e       | 2022 e       | % Variación   |              |              |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
|   |              |              |              |              | 2020          | 2021         | 2022         |
| Margen de Intereses                     | 6.593        | 6.075        | 5.900        | 5.875        | -7,9%         | -2,9%        | -0,4%        |
| Comisiones                              | 1.699        | 1.575        | 1.607        | 1.639        | -7,3%         | 2,0%         | 2,0%         |
| Otros Ingresos                          | 801          | 100          | 150          | 175          | -87,5%        | 50,0%        | 16,7%        |
| <b>Margen Bruto</b>                     | <b>9.093</b> | <b>7.750</b> | <b>7.657</b> | <b>7.689</b> | <b>-14,8%</b> | <b>-1,2%</b> | <b>0,4%</b>  |
| Gastos Generales                        | -5.351       | -5.100       | -5.025       | -4.950       | -4,7%         | -1,5%        | -1,5%        |
| <b>Margen Neto</b>                      | <b>3.742</b> | <b>2.650</b> | <b>2.632</b> | <b>2.739</b> | <b>-29,2%</b> | <b>-0,7%</b> | <b>4,1%</b>  |
| Provisiones & Saneamientos              | -656         | -3.100       | -1.450       | -1.000       | 372,6%        | -53,2%       | -31,0%       |
| <b>Resultado antes de impuestos</b>     | <b>3.086</b> | <b>-450</b>  | <b>1.182</b> | <b>1.739</b> | <b>n.s</b>    | <b>n.s</b>   | <b>47,2%</b> |
| Tax & Minoritarios                      | -774         | 113          | -295         | -435         | n.s           | n.s          | 47,2%        |
| <b>Beneficio atribuido al Grupo</b>     | <b>2.312</b> | <b>-338</b>  | <b>886</b>   | <b>1.304</b> | <b>n.s</b>    | <b>n.s</b>   | <b>47,2%</b> |
| Ingresos Core <sup>(i)</sup> /Mg. Bruto | 91,2%        | 98,7%        | 98,0%        | 97,7%        | 7,5 pp        | -0,7 pp      | -0,3 pp      |
| Comisiones/Gtos Generales               | 31,8%        | 30,9%        | 32,0%        | 33,1%        | -0,9 pp       | 1,1 pp       | 1,1 pp       |
| Ratio Eficiencia                        | 58,8%        | 65,8%        | 65,6%        | 64,4%        | 7,0 pp        | -0,2 pp      | -1,2 pp      |
| Provisiones / Mg. Bruto                 | 17,5%        | 117,0%       | 55,1%        | 36,5%        | 99,5 pp       | -61,9 pp     | -18,6 pp     |

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

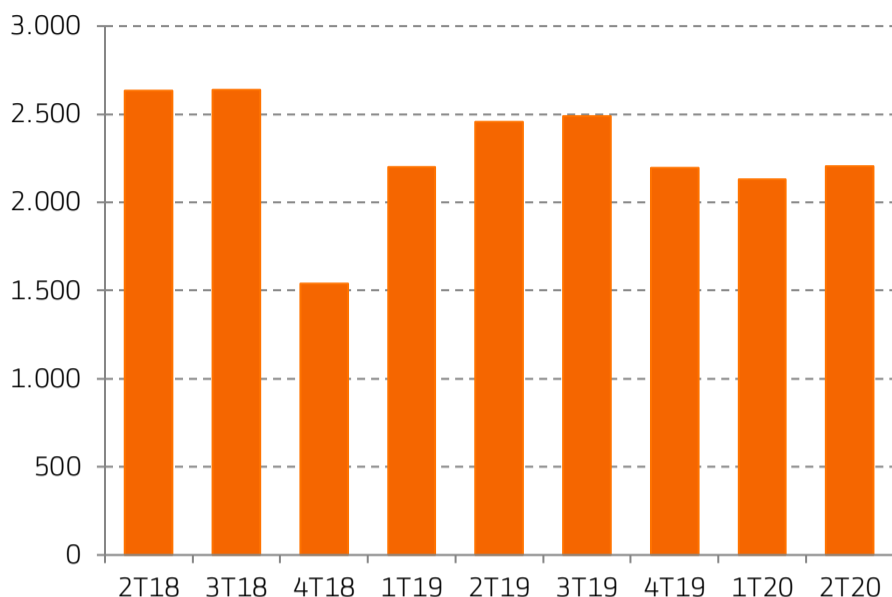
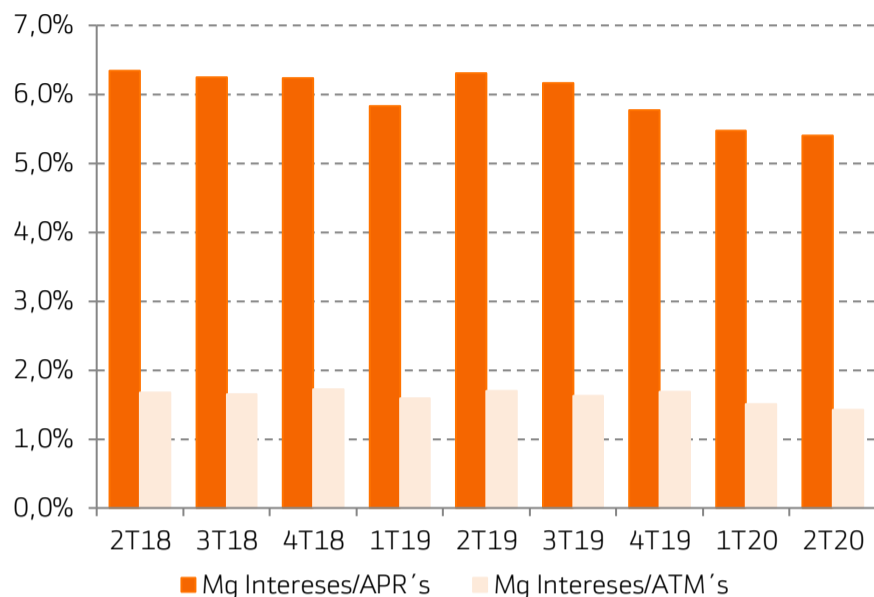


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

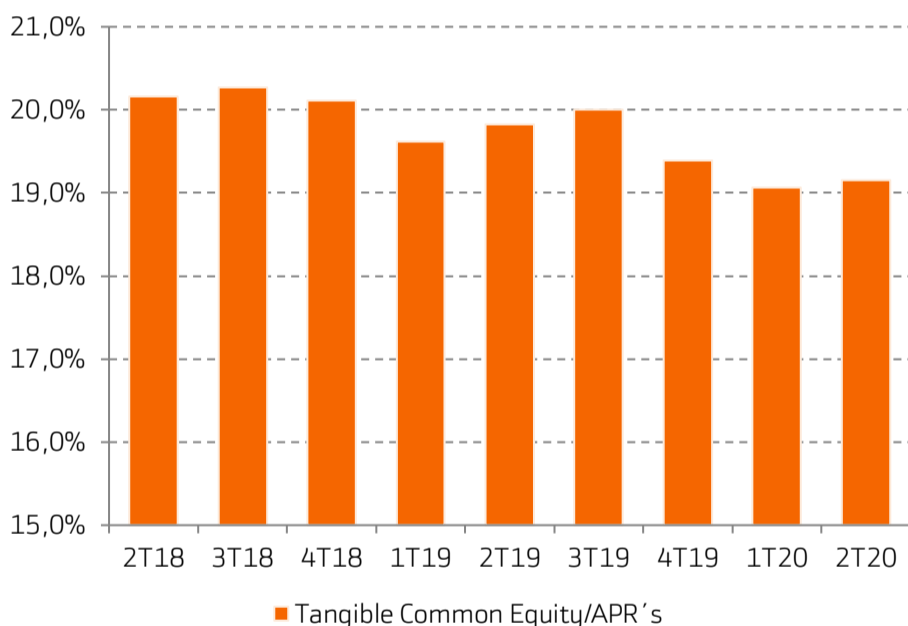
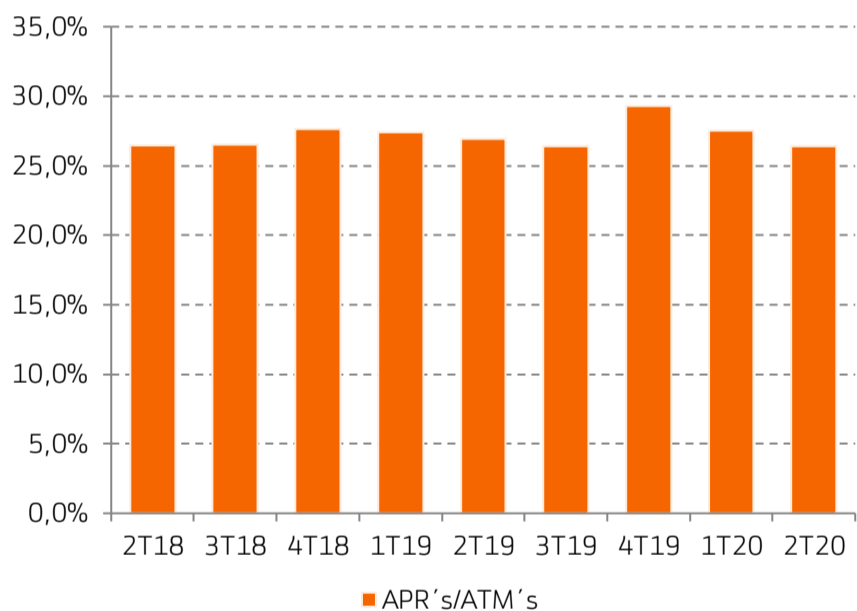


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

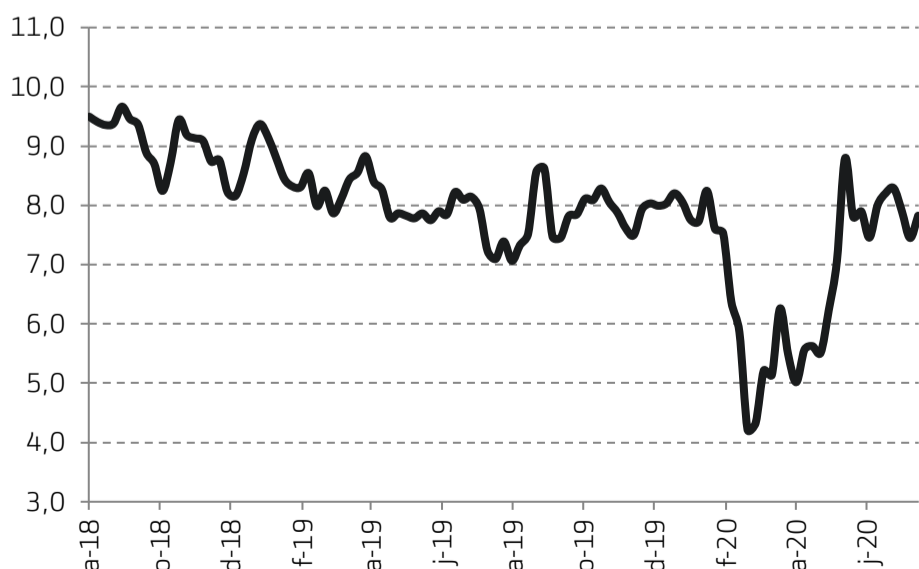
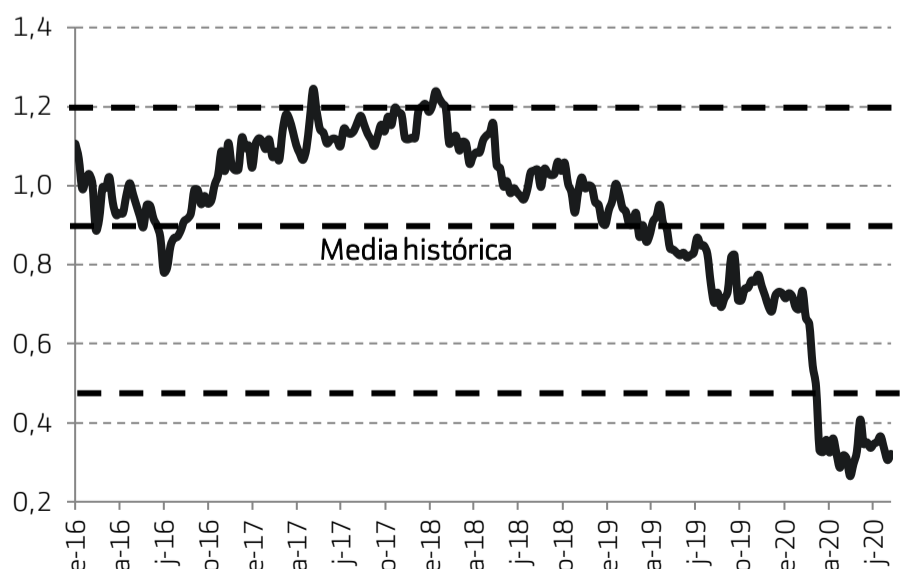


Gráfico 6: P/VC histórico



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  | Aránzazu Bueno - Eléctricas          |
| Pilar Aranda - Petróleo                 | Ana de Castro - Seguros                                       | Esther Gutiérrez de la Torre - Autos |
| Juan Moreno - Inmobiliarias             | Aránzazu Cortina - Industriales                               | Pedro Echeguren - Farma & Salud      |
| Juan Tuesta - Construcción & Tecnología | Elena Fernández-Trapiella - Consumo Lujo & Telecomunicaciones |                                      |
| Luis Piñas - Consumo                    |   |                                      |

Temáticas y activos de responsabilidad compartida

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