

Analista: Rafael Alonso

Nota: Commerzbank
Bancos Alemania

Bate expectativas en 2T20, pero el *guidance* apunta hacia un 2S20 complicado con pérdidas en 2020

Commerzbank Precio Objetivo: **4,11 €/acc**
 Recomendación: **Vender**

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	5.960 M€
Nº Acciones	1.252 M
Precio último	4,76 €/acc
Max/Min (52 sem)	6,83 / 2,80
Revalorización (YTD)	-13,7%
Cód. Reuters / Bloomberg	CBK.GY / CBKG.DE

Múltiplos de Valoración

	2019	2020 e	2021 e	2022 e
PER	9,3 x	-17,9 x	102,8 x	14,2 x
PVC	0,21 x	0,21 x	0,21 x	0,22 x
Div. Yield	3,2%	0,0%	0,0%	1,4%

Principales cifras y ratios

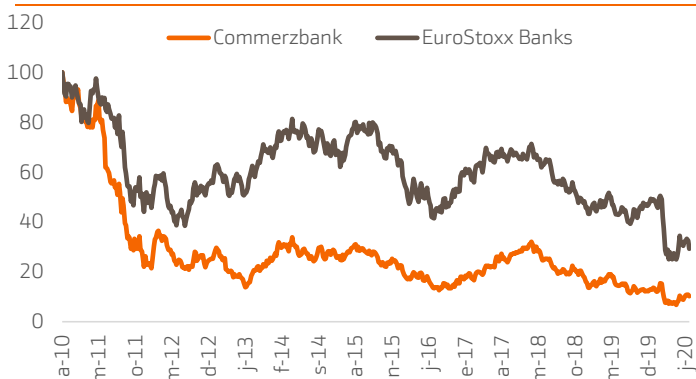
Datos en M€	2019 r	2020e	2021 e	TAMI(1)
Margen Bruto	8.643	8.025	8.100	-3,2%
Margen Neto	1.732	1.175	1.400	-10,1%
Provisiones	620	1.750	1.300	+44,8%
Tax, Min & Otros	-468	242	-42	n.s
BNA	644	-334	58	-70,0%
BPA	0,51	-0,27	0,05	-70,0%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,0%
ROTE sostenible estimado	3,0%
Coste de capital (Ke)	10,5%
Precio objetivo (€/acc.)	4,11
Potencial de Revalorización	-13,6%

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: Los múltiplos de valoración están en mínimos (PVC~0,2x) y Cerberus - accionista de referencia con el 5,0% del capital - reclama un plan de reestructuración ambicioso (>600 M€?). La ratio de capital se mantiene en un nivel confortable (CET1~13,4%) y las cifras sorprenden positivamente en 2T20. Revisamos nuestras previsiones 2020/2022 y Precio Objetivo a 4,11 €/acc (vs 2,95 €/anterior) pero mantenemos recomendación en Vender: (1) la rentabilidad/RoTE es de apenas 3,2% en 2T20, (2) tiene una exposición elevada a pymes - especialmente sensible a la crisis - y (3) el *guidance* del equipo gestor anticipa un 2S20 complicado con pérdidas en 2020.

Nuestra visión: La capacidad de resistencia al CV19 es mayor que en crisis pasadas - el Estado alemán entró en el capital a raíz de la crisis financiera de 2008 -. (1) la morosidad continúa en mínimos (~0,8% en 2T20) y (2) la ratio de solvencia se sitúa en un nivel confortable (CET1 ~13,4% vs 13,2% en 1T20 vs >12,5% de objetivo).

Revisamos Precio Objetivo hasta 4,11 €/acc (vs 2,95 €/acc. anterior) tras los resultados 2T20 pero mantenemos recomendación en Vender: (1) Las medidas de apoyo a las empresas del Ejecutivo alemán - las mayores de Europa - mitigan el impacto del CV19 en 2020 pero el entorno es desafiante (tipos & macro) y la exposición a sectores sensibles en banca corporativa se empieza a reflejar en las provisiones, (2) la ratio de eficiencia (costes/ingresos) mejora hasta 67,1% (vs 81,2% en 1T20), pero supera la media europea (~60,0%), (3) el coste del riesgo se sitúa en niveles históricamente bajos (58 pb vs 47 pb en 1T20) y el *guidance* del equipo gestor apunta hacia un volumen de provisiones ~1.300/1.500 M€ en 2020 (vs 620 M€ en 2019 vs 1.750 M€ según nuestras estimaciones) y (4) se complica la generación de plusvalías tras suspender la venta de su filial en Polonia (mBank) en 1T20.

Resultados 2T20: Las cifras a nivel operativo son flojas (-33,6% en Margen de Explotación; -74,0% en 1S20) aunque mejores de lo esperado porque el BNA alcanza 220 M€ en 2T20 (vs -295 M€ en 1T20 vs 93,7 M€ e). El volumen de provisiones sube a 469 M€ en 2T20 (vs 326 M€ en 1T20 vs 472 M€ esperado) de los cuales 131 M€ se explican por el CV19 (vs 185 M€ en 1T20) y 175 M€ por su exposición a entidades concretas.

La línea de costes refleja un descenso de -3,7% en 1S20, pero la ratio de eficiencia, actualmente en 67,1% continúa en niveles elevados y la división de banca corporativa (~40,0% de los ingresos) vuelve a registrar pérdidas de -89 M€ en 2T20 (vs -114 M€ en 1T20).

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾ Datos en M€	2T19	3T19	4T19	1T20	2T20	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	2T20 a/a	12 M t/t	12 M a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	1.284	1.267	1.330	1.323	1.277	5.197	4.989	-0,5%	-3,5%	4,2%
Otros ingresos ⁽³⁾	1.033	1.038	1.002	683	163	2.886	4.147	-84,2%	-76,1%	-30,4%
Margen Bruto	2.317	2.305	2.332	2.006	1.440	8.083	9.136	-37,9%	-28,2%	-11,5%
Gastos Generales	1.843	1.745	1.944	1.961	1.672	7.322	7.481	-9,3%	-14,7%	-2,1%
Margen Neto	474	560	388	45	-232	761	1.655	ns	n.s	-54,0%
Prov. insolvencias	178	114	250	326	469	1.159	543	163,5%	43,9%	113,4%
Rdo. Operativo	296	446	138	-281	-701	-398	1.112	n.s	n.s	n.s
Rdos. Extraordinarios	-2	-2	-1	-4	0	-7	-15	n.s	n.s	n.s
BAI.	298	448	139	-277	-701	-391	1.127	n.s	n.s	n.s
Impuestos	26	108	136	54	-22	276	299	n.s	n.s	n.s
Minoritarios	1	46	43	-36	-899	-846	106	n.s	n.s	n.s
BNA	271	294	-40	-295	220	179	722	n.s	n.s	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	2T19	3T19	4T19	1T20	2T20	Variación			
						MM€ a/a	t/t	% a/a	% t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	98	107	66	87	84	-14,6	-3,6	-14,9%	-4,1%
Cartera Valores	54	10	36	46	46	-8,5	0,0	-15,7%	0,0%
Inversión Crediticia	236	262	237	248	249	13,1	0,9	5,6%	0,4%
Otros	130	134	124	136	139	9,3	2,7	7,1%	2,0%
Total Activo	518	513	464	517	517	-0,8	0,0	-0,1%	0,0%
Depósitos	237	239	237	242	287	49,8	44,6	21,0%	18,4%
Finac. Mayorista	251	244	196	244	199	-52,9	-45,9	-21,0%	-18,8%
Fondos Propios	29	31	31	30	32	2,3	1,3	8,0%	4,3%
Total Pasivo & F.Propios	518	513	464	517	517	-0,8	0,0	-0,1%	0,0%
APR 's ⁽⁵⁾	187	189	182	184	187	0,3	3,3	0,1%	1,8%
TCE ⁽⁶⁾	25	25	25	25	28	2,5	2,2	10,0%	8,5%

(4) Incluye interbancario

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

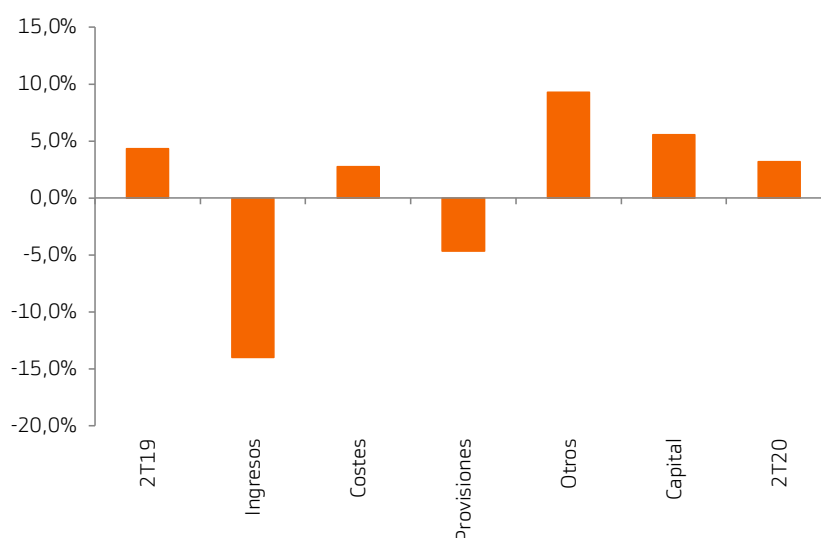
Métricas de Gestión

	2T19	3T19	4T19	1T20	2T20	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	99,4%	109,9%	100,2%	102,3%	86,7%	-12,7 pb	-15,6 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	15,0%	14,0%	14,7%	15,4%	14,2%	-0,9 pb	-1,2 pb
APR 's/ Activos ⁽⁹⁾	36,1%	36,9%	39,2%	35,5%	35,5%	-0,5 pb	0,0 pb
TCE/ Fondos Propios	85,1%	82,9%	82,9%	83,4%	86,7%	1,6 pb	3,3 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	4,3%	4,6%	-0,6%	-4,6%	3,2%	-1,1 pb	7,8 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,2%	0,2%	0,0%	-0,2%	0,0%	-0,2 pb	0,2 pb

Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoTE 2T19	Contribución anual						RoTE 2T20	
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Impacto Capital (*)		Total
4,3%	-14,0%	2,7%	-4,7%	9,3%	-6,7%	5,5%	-1,1%	3,2%

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



Principales Estimaciones

P&G Reportada Datos en M€	2019	2020 e	2021 e	2022 e	% Variación		
					2020	2021	2022
Margen de Intereses	5.074	4.800	4.750	4.800	-5,4%	-1,0%	1,1%
Comisiones	3.056	2.850	3.000	3.050	-6,7%	5,3%	1,7%
Otros Ingresos	513	375	350	325	-26,9%	-6,7%	-7,1%
Margen Bruto	8.643	8.025	8.100	8.175	-7,2%	0,9%	0,9%
Gastos Generales	-6.911	-6.850	-6.700	-6.650	-0,9%	-2,2%	-0,7%
Margen Neto	1.732	1.175	1.400	1.525	-32,2%	19,1%	8,9%
Provisiones & Saneamientos	-620	-1.750	-1.300	-800	182,3%	-25,7%	-38,5%
Resultado antes de impuestos	1.112	-575	100	725	n.s	n.s	n.s
Tax & Minoritarios	-468	242	-42	-305	n.s	n.s	625,0%
Beneficio atribuido al Grupo	644	-334	58	421	n.s	n.s	n.s
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	94,1%	95,3%	95,7%	96,0%	1,3 pp	0,4 pp	0,3 pp
Comisiones/Gtos Generales	44,2%	41,6%	44,8%	45,9%	-2,6 pp	3,2 pp	1,1 pp
Ratio Eficiencia	80,0%	85,4%	82,7%	81,3%	5,4 pp	-2,6 pp	-1,4 pp
Provisiones / Mg. Bruto	35,8%	148,9%	92,9%	52,5%	113,1 pp	-56,1 pp	-40,4 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1: Ingresos Totales en M€

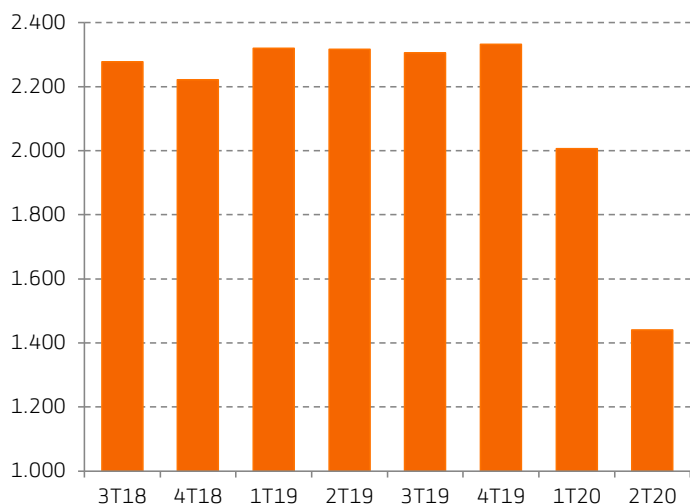
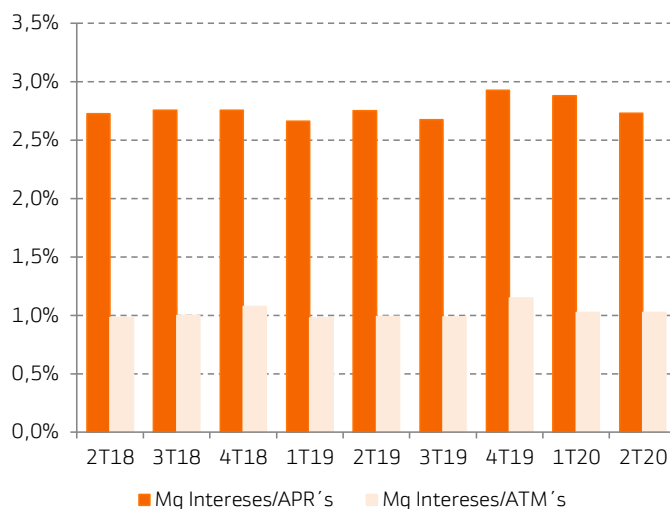


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

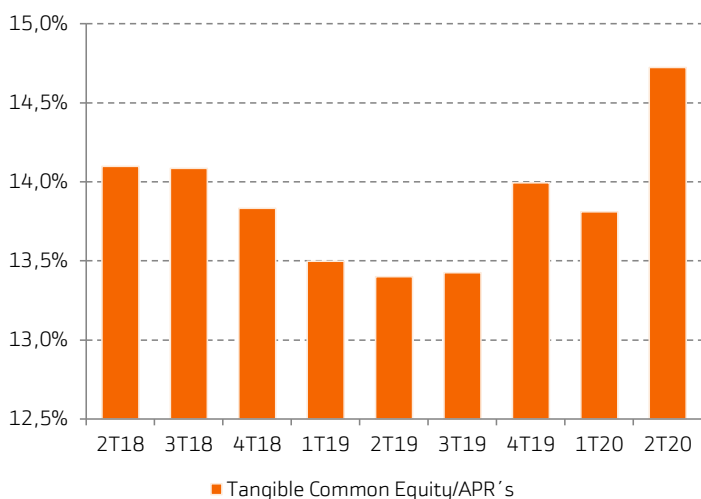
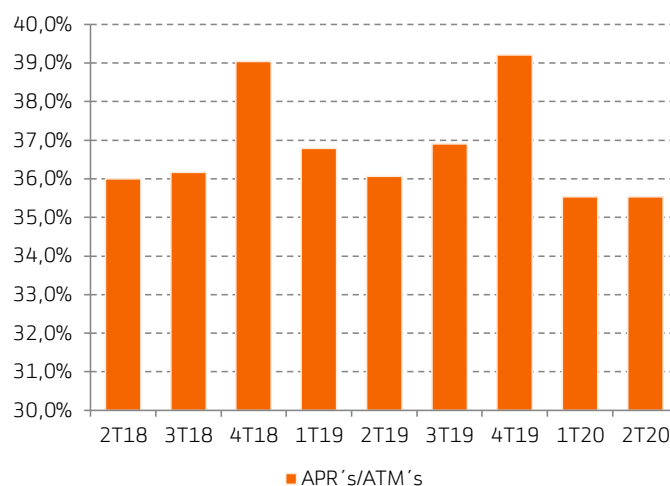


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER histórico

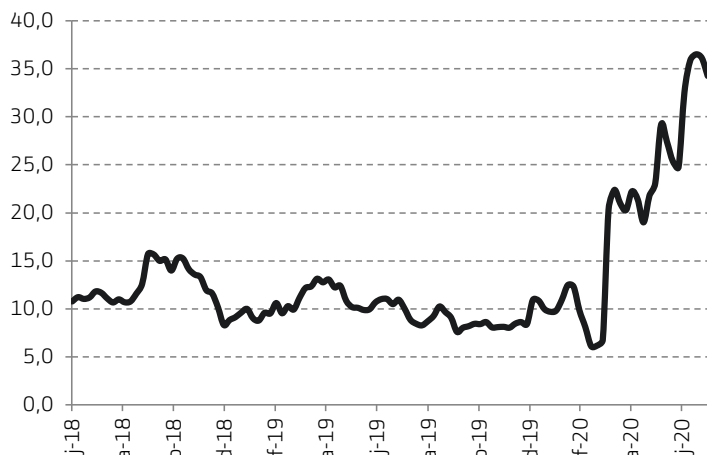
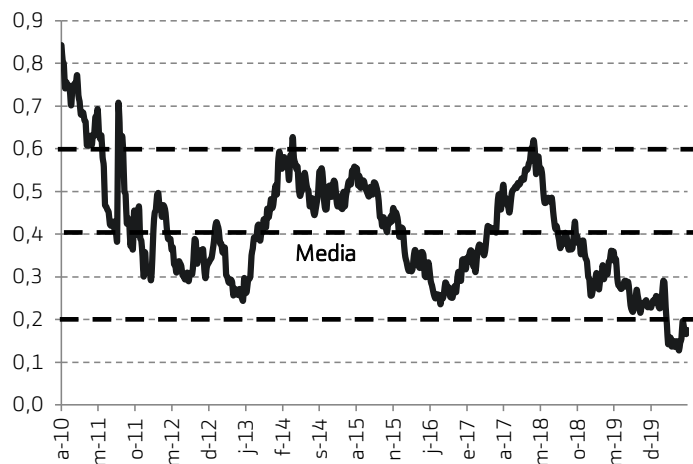


Gráfico 6: PVC histórico



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

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- Lujó	Luis Piñas – Consumo

Temáticas y activos de responsabilidad compartida

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