

Analista: Rafael Alonso

Nota: Commerzbank

Bancos Alemania

Pierde 295 M€ en 1T20 y rebaja el objetivo de capital CET1 hasta 12,5% (vs 13,2% actual)

Commerzbank

Precio Objetivo: 2,95 €/acc

Recomendación: Vender

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	3.750 M€
Nº Acciones	1.252 M
Precio último	2,99 €/acc
Max/Min (52 sem)	7,95 / 2,80
Revalorización (YTD)	-45,7%
Cód. Reuters / Bloomberg	CBK.GY / CBKG.DE

Múltiplos de Valoración

	2019	2020 e	2021 e	2022 e
PER	5,8 x	-10,8 x	86,2 x	6,3 x
P/V	0,13 x	0,13 x	0,13 x	0,14 x
Div. Yield	5,0%	0,0%	0,0%	3,2%

Principales cifras y ratios

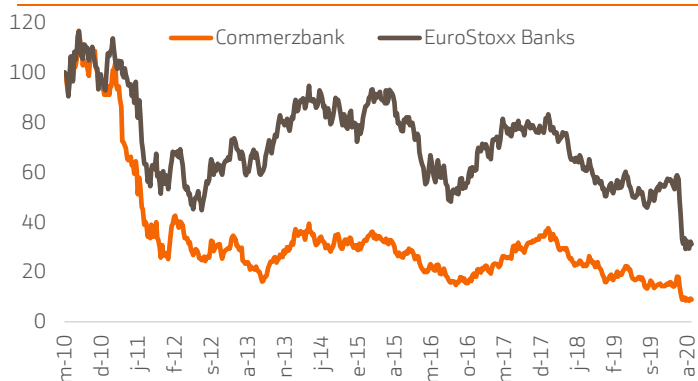
Datos en M€	2019 r	2020e	2021 e	TAMI(1)
Margen Bruto	8.643	7.900	8.125	-3,0%
Margen Neto	1.732	1.050	1.425	-9,3%
Provisiones	620	1.650	1.350	+47,6%
Tax, Min & Otros	-468	252	-32	n.s
BNA	644	-348	44	-74,0%
BPA	0,51	-0,28	0,03	-74,0%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,0%
ROTE sostenible estimado	2,5%
Coste de capital (Ke)	11,0%
Precio objetivo (€/acc.)	2,95
Potencial de Revalorización	-1,6%

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: Commerzbank es una historia de reestructuración lenta con una morosidad baja (por ahora) y una ratio de capital sólida (CET1~13,2%). La cotización acumula una caída de -45,7% (-7,0% tras publicar resultados 1T20) y los múltiplos de valoración alcanzan mínimos históricos pero mantenemos recomendación en Vender: (1) CBK también es una historia de baja rentabilidad (RoTE de apenas 2,4% en 2019 y pérdidas de -295 M€ en 1T20), (2) tiene una exposición elevada a pymes - especialmente sensible a la crisis - y (3) la probabilidad de ver una operación corporativa - catalizador del valor en el pasado - es baja en el entorno actual.

Nuestra visión: CBK afronta el Covid-19 en una posición de partida mejor que en épocas pasadas - el Estado alemán entró en el capital a raíz de la crisis financiera de 2008 -. (1) la morosidad se sitúa en mínimos históricos (~0,8% en 1T20) tras el saneamiento de balance de la última década, (2) las métricas de liquidez son holgadas (LCR~130%) y la ratio de solvencia se sitúa en un nivel confortable. La ratio de capital CET1 ~13,2% (vs 13,4% en 4T19) supera las exigencias regulatorias pero el equipo gestor rebaja el objetivo hasta ~12,5% en 2020 (vs 12,75% anterior).

Los múltiplos de valoración (P/V~0,13 x) se sitúan entre los más bajos del sector junto a Monte Dei Paschi Di Siena (Italia) y Sabadell (España) pero **no vemos catalizadores para la cotización:**

(1) las medidas de apoyo del Ejecutivo alemán ayudan a mitigar el impacto del Covid-19 pero el entorno macro es desafiante (-6,5% en el PIB alemán para 2020 según la Comisión Europea), (2) **la ratio de eficiencia (costes/ingresos), actualmente en 97,4%**, supera ampliamente la media europea (~60,0%), (3) el entorno de tipos cero/negativo y la **presión en márgenes** se prolonga en el tiempo (-14% en ingresos en 1T20), (4) el coste del riesgo se sitúa en niveles históricamente bajos (47 pb en 1T20 vs 24 pb en 4T19) pero el *guidance* del equipo gestor apunta hacia un esfuerzo en provisiones de hasta 1.600 M€ en 2020 (vs 620 M€ en 2019), y (5) CBK **suspende la venta de la filial en Polonia (mBank)** ante la ausencia de ofertas interesantes. La idea era generar plusvalías para compensar los costes de reestructuración sin dañar la cuenta de P&G. Ahora, aumenta el riesgo de nuevas pérdidas a partir de junio cuando se actualicen los objetivos.

Resultados 1T20: Las cifras sorprenden negativamente en las principales partidas de la cuenta de P&G. Pérdidas de Explotación: -277 M€ vs -169 M€ e y BNA: -295 M€ vs -217 M€ e. El volumen de provisiones sube a 326 M€ (vs 79 en 1T19 vs 288 M€ esperado) aunque sólo refleja parcialmente el impacto del Covid-19 (~185 M€ anotados en 1T20). El Covid conlleva además un deterioro de valor por 295 M€ en derivados y el coste total asciende a 479 M€ (~12,8% de la capitalización bursátil actual).

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾ Datos en M€	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	1T20 a/a	12 M t/t	12 M a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	1.232	1.284	1.267	1.330	1.323	5.204	4.901	7,4%	-0,5%	6,2%
Otros ingresos ⁽³⁾	1.087	1.033	1.038	1.002	683	3.756	4.269	-37,2%	-31,8%	-12,0%
Margen Bruto	2.319	2.317	2.305	2.332	2.006	8.960	9.170	-13,5%	-14,0%	-2,3%
Gastos Generales	2.003	1.843	1.745	1.944	1.961	7.493	7.509	-2,1%	0,9%	-0,2%
Margen Neto	316	474	560	388	45	1.467	1.661	-85,8%	-88,4%	-11,7%
Prov. insolvencias	78	178	114	250	326	868	447	317,9%	30,4%	94,2%
Rdo. Operativo	238	296	446	138	-281	599	1.214	-218,1%	n.s	-50,7%
Rdos. Extraordinarios	-8	-2	-2	-1	-4	-9	-16	n.s	n.s	-43,8%
BAI.	246	298	448	139	-277	608	1.230	-212,6%	n.s	-50,6%
Impuestos	97	26	108	136	54	324	372	-44,3%	-60,3%	n.s
Minoritarios	27	1	46	43	-36	54	136	n.s	n.s	n.s
BNA	122	271	294	-40	-295	230	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	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Variación			
						MM€		%	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	95	98	107	66	87	-8,0	21,0	-8,4%	31,6%
Cartera Valores	49	54	10	36	46	-3,9	9,8	-7,9%	27,5%
Inversión Crediticia	231	236	262	237	248	16,9	10,7	7,3%	4,5%
Otros	127	130	134	124	136	9,0	12,2	7,1%	9,8%
Total Activo	503	518	513	464	517	14,0	53,6	2,8%	11,6%
Depósitos	230	237	239	237	242	12,1	5,6	5,3%	2,4%
Finac. Mayorista	244	251	244	196	244	0,9	48,3	0,4%	24,6%
Fondos Propios	29	29	31	31	30	1,1	-0,2	3,6%	-0,7%
Total Pasivo & F.Propios	503	518	513	464	517	14,0	53,6	2,8%	11,6%
APR 's ⁽⁵⁾	185	187	189	182	184	-1,4	2,0	-0,7%	1,1%
TCE ⁽⁶⁾	25	25	25	25	25	0,4	0,0	1,6%	-0,2%

(4) Incluye interbancario

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

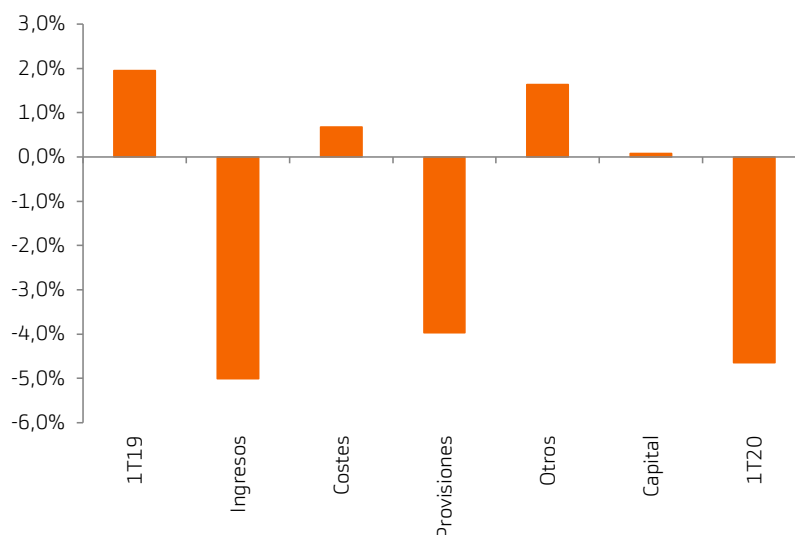
Métricas de Gestión

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

Evolución del RoTE: Desglose por componentes

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

(*) 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	4.700	4.725	4.825	-7,4%	0,5%	2,1%
Comisiones	3.056	2.900	3.025	3.050	-5,1%	4,3%	0,8%
Otros Ingresos	513	300	375	400	-41,5%	25,0%	6,7%
Margen Bruto	8.643	7.900	8.125	8.275	-8,6%	2,8%	1,8%
Gastos Generales	-6.911	-6.850	-6.700	-6.500	-0,9%	-2,2%	-3,0%
Margen Neto	1.732	1.050	1.425	1.775	-39,4%	35,7%	24,6%
Provisiones & Saneamientos	-620	-1.650	-1.350	-750	166,1%	-18,2%	-44,4%
Resultado antes de impuestos	1.112	-600	75	1.025	n.s	n.s	n.s
Tax & Minoritarios	-468	252	-32	-431	n.s	n.s	1266,7%
Beneficio atribuido al Grupo	644	-348	44	595	n.s	n.s	n.s
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	94,1%	96,2%	95,4%	95,2%	2,1 pp	-0,8 pp	-0,2 pp
Comisiones/Gtos Generales	44,2%	42,3%	45,1%	46,9%	-1,9 pp	2,8 pp	1,8 pp
Ratio Eficiencia	80,0%	86,7%	82,5%	78,5%	6,7 pp	-4,2 pp	-3,9 pp
Provisiones / Mg. Bruto	35,8%	157,1%	94,7%	42,3%	121,3 pp	-62,4 pp	-52,5 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

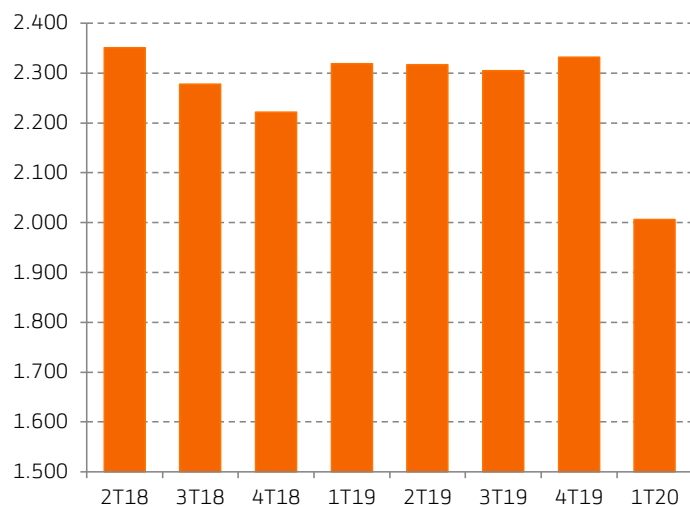
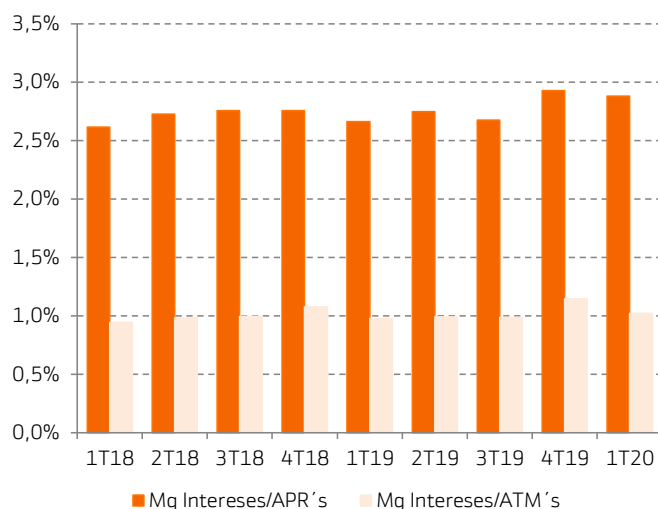


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

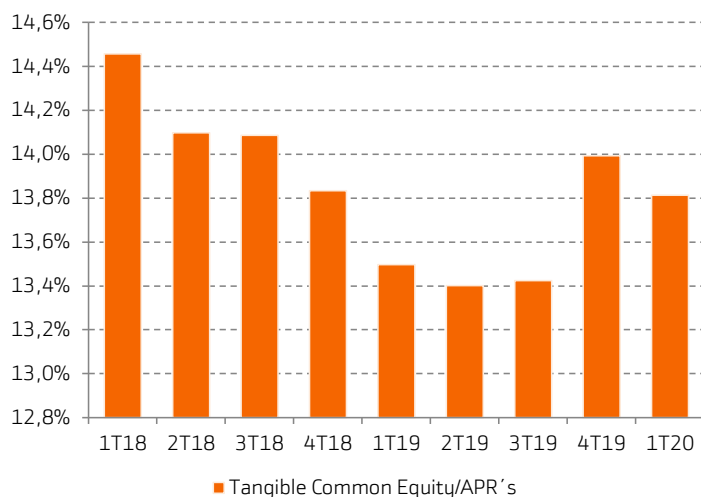
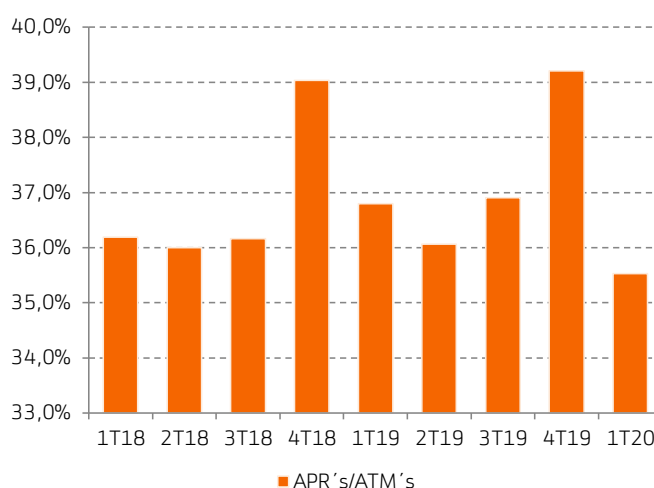


Gráfico 4: Densidad de capital

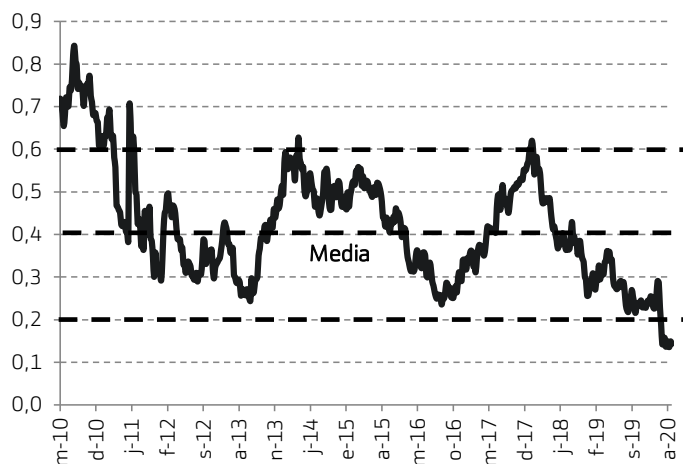


Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER histórico



Gráfico 6: 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

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- Consumo	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