

Analista: Rafael Alonso

Nota: Deutsche Bank

Bancos Alemania

El plan de negocio hasta 2022 tiene sentido, pero las cifras todavía son flojas y el riesgo elevado

Deutsche Bank Precio Objetivo: 8,70 €/acc
Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	17.030 M€
Nº Acciones	2.067 M
Precio último	8,24 €/acc
Max/Min (52 sem)	8,65 / 5,78
Revalorización (YTD)	19,13%
Cód. Reuters / Bloomberg	DBK.GY / DBKG.DE

Múltiplos de Valoración

	2019	2020 e	2021 e	2022 e
PER	-3,0 x	78,8 x	12,6 x	5,4 x
P/V	0,3 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x
Div. Yield	1,3%	0,4%	2,8%	6,5%

Principales cifras y ratios

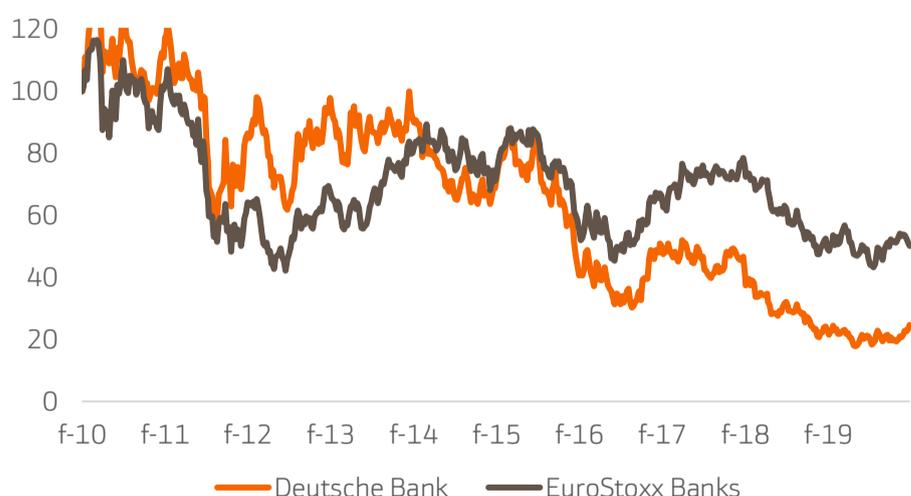
Datos en M€	2019 r	2020 e	2021 e	TAMI(1)
Margen Bruto	23.462	22.250	22.500	-2,1%
Margen Neto	-1.614	1.110	3.200	N.S
Provisiones	723	750	950	+14,6%
Tax, Min & Otros.	-3.381	-144	-900	n.s
BNA	-5.718	216	1.350	n.s
BPA	-2,77	0,10	0,65	n.s

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,0%
ROTE sostenible estimado	6,0%
Coste de capital (Ke)	15,0%
Precio objetivo (€/acc.)	8,70
Potencial de Revalorización	5,6%

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: El plan estratégico 2019/2022 tiene sentido - ajuste en costes, foco en negocios *core* y menor riesgo -. La gestión del balance parece funcionar porque la ratio de capital CET1 alcanza 13,6% y el exceso de liquidez (55.000 M€) augura un menor coste de financiación mayorista. La evolución de la cotización (+19,8% en 2019 vs -5,5% del Eurostoxx Banks) anticipa el éxito del plan, pero las cifras de 2019 confirman la dificultad de aumentar ingresos en el entorno actual.

Pensamos que el riesgo de ejecución del plan todavía es alto y Mantenemos recomendación en Neutral (P. Objetivo:8,7€/acc).

Resultados 2019: Decepciona en 4T19 y acumula cinco años en pérdidas. - Principales cifras del 4T19 (estanco) comparadas con el consenso (Bloomberg): Ingresos Totales: 5.349 M€ (-4,0% vs -15,0% en 3T19 vs 5.310 M€ e); Costes de Explotación: 6.395 (+13,0% vs +4,0% en 3T19); BNA: -1.602M€ (vs -507 M€ en 4T18 vs -1.040 M€ esperado).

DB registra pérdidas por -5.718 M€ en 2019 - equivalente a una rentabilidad (RoTe negativo) de -13,0% (vs -11,0% en 2018) -.

La cuenta de P&G refleja un aumento significativo en costes debido al plan de reestructuración, pero las cifras del negocio típico (excluyendo activos no-estratégicos) también son flojas.

(1) Los costes de explotación operativos (excluyendo gastos de transformación) alcanzan 21.616 M€ - ligeramente por encima del objetivo marcado (21.500 M€), (2) Los ingresos típicos crecen +5,0% en 4T19 (+8,0% excluyendo extraordinarios) - pero son inferiores a sus comparables en EE.UU. y (3) registra una pérdida antes de impuestos (BAI) de -437 M€ en 2019.

Lo bueno de los resultados es que la gestión del balance (riesgos y liquidez) parece funcionar porque las ratios de solvencia y liquidez evolucionan satisfactoriamente (bueno para bonos).

(1) La ratio de capital CET1 FL supera el objetivo (>13,0%) tras mejorar hasta 13,6% (vs 13,0% en 3T19; +7 pb respecto a 2018) y (2) la ratio que mide el exceso de liquidez (*liquidity coverage ratio*) se sitúa en 141% - equivalente a un exceso de 55.000 M€ sobre las exigencias regulatorias -.

DB mantiene sin cambios los objetivos para 2022. (1) CET1 ~12,5% (vs 13,6% actual), (2) Costes operativos recurrentes ~17.000 M€, (3) RoTE ~8,0% (vs -13,0% actual) y (4) ratio de eficiencia ~70,0% (vs 180% actual).

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾ Datos en M€	4T18	1T19	2T19	3T19	4T19	Acumulado		% Variación		
						12 M Trailing Último	12 M Trailing Previo	4T19 a/a	4T19 t/t	12 M a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	3.387	3.303	3.630	3.434	3.382	13.749	13.086	-0,1%	-1,5%	5,1%
Otros ingresos ⁽³⁾	2.166	3.014	2.722	1.904	2.152	9.792	12.047	-0,6%	13,0%	-18,7%
Margen Bruto	5.553	6.317	6.352	5.338	5.534	23.541	25.133	-0,3%	3,7%	-6,3%
Gastos Generales	5.642	5.918	7.182	5.858	6.603	25.561	23.492	17,0%	12,7%	8,8%
Margen Neto	-89	399	-830	-520	-1.069	-2.020	1.641	n.s	n.s	n.s
Prov. insolvencias	252	140	161	175	247	723	530	-2,0%	41,1%	36,4%
Rdo. Operativo	-341	259	-991	-695	-1.316	-2.743	1.111	n.s	89,4%	n.s
Rdos. Extraordinarios	-22	-33	-45	-8	-23	-109	-219	n.s	n.s	-50,2%
BAI.	-319	292	-946	-687	-1.293	-2.634	1.330	n.s	88,2%	n.s
Impuestos	90	91	2.204	145	191	2.631	989	n.s	31,7%	n.s
Minoritarios	16	23	40	27	34	124	74	n.s	n.s	n.s
BNA	-425	178	-3.190	-859	-1.518	-5.389	267	n.s	n.s	n.s
Otros Ajustes Neto	-82	-81	-82	-83	-84	-330	-319	n.s	n.s	n.s
BNA Publicado	-507	97	-3.272	-942	-1.602	-5.719	-52	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	4T18	1T19	2T19	3T19	4T19	Variación			
						MM€ a/a	MM€ t/t	% a/a	% t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	278	213	181	188	188	-90,0	0,0	-32,4%	0,0%
Cartera Valores	161	273	264	235	235	74,4	0,0	46,3%	0,0%
Inversión Crediticia	434	415	419	431	434	0,4	3,3	0,1%	0,8%
Otros	476	536	572	647	441	-35,0	-206,2	-7,3%	-31,9%
Total Activo	1.348	1.437	1.436	1.501	1.298	-50,1	-202,9	-3,7%	-13,5%
Depósitos	564	575	577	584	572	7,6	-12,4	1,3%	-2,1%
Finac. Mayorista	715	793	795	852	661	-53,6	-190,5	-7,5%	-22,4%
Fondos Propios	69	69	65	65	65	-4,1	0,0	-6,0%	0,0%
Total Pasivo & F.Propios	1.348	1.437	1.436	1.501	1.298	-50,1	-202,9	-3,7%	-13,5%
APR's ⁽⁵⁾	350	347	347	344	324	-26,4	-20,0	-7,5%	-5,8%
TCE ⁽⁶⁾	53	54	51	51	51	-2,6	0,0	-5,0%	0,0%

(4) Incluye interbancario

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

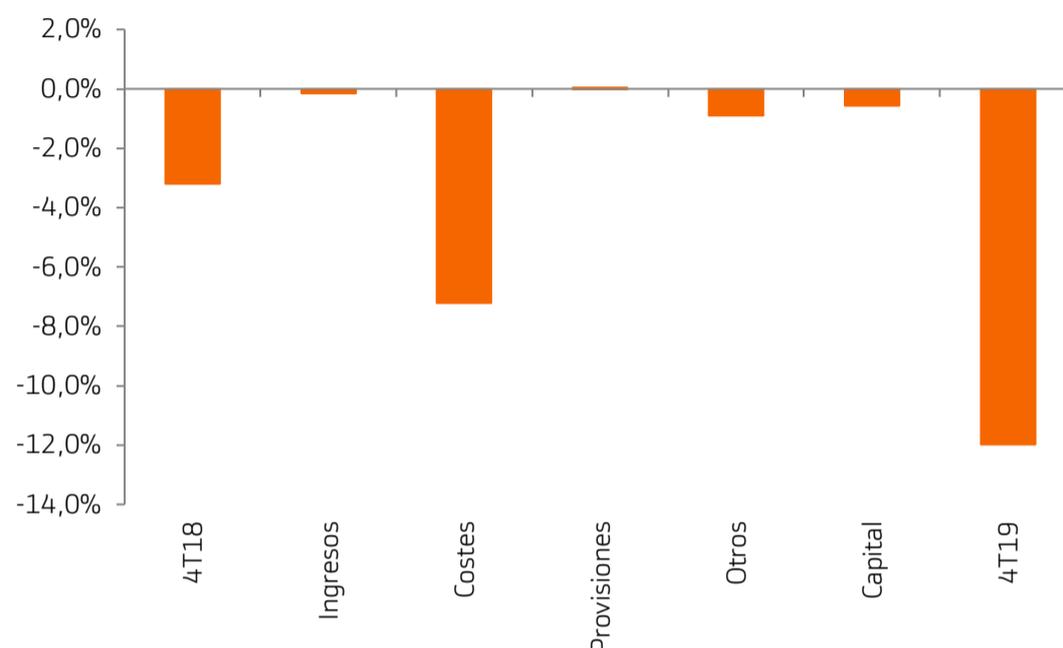
Métricas de Gestión

	4T18	1T19	2T19	3T19	4T19	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	76,8%	72,1%	72,7%	73,7%	75,9%	-0,9 pb	2,2 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	14,0%	13,6%	14,8%	14,9%	14,9%	0,9 pb	0,0 pb
APR's/ Activos ⁽⁹⁾	26,0%	24,2%	24,2%	22,9%	25,0%	-1,0 pb	2,0 pb
TCE/ Fondos Propios	77,6%	77,7%	78,5%	78,5%	78,5%	0,8 pb	0,0 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	-3,2%	1,3%	-25,0%	-6,8%	-12,0%	-8,8 pb	-5,2 pb
ROA ⁽¹¹⁾	-0,1%	0,0%	-0,9%	-0,2%	-0,5%	-0,3 pb	-0,2 pb

Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoTE 4T18	Contribución anual						Impacto Capital (*)	Total	RoTE 4T19
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G				
-3,2%	-0,1%	-7,2%	0,0%	-0,9%	-8,2%	-0,6%	-8,8%	-12,0%	

(*) 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	13.749	12.800	12.700	13.100	-6,9%	-0,8%	3,1%
Comisiones	9.520	8.900	9.200	9.750	-6,5%	3,4%	6,0%
Otros Ingresos	193	550	600	700	185,0%	9,1%	16,7%
Margen Bruto	23.462	22.250	22.500	23.550	-5,2%	1,1%	4,7%
Gastos Generales	-25.076	-21.140	-19.300	-17.150	-15,7%	-8,7%	-11,1%
Margen Neto	-1.614	1.110	3.200	6.400	n.s	188,3%	n.s
Provisiones & Saneamientos	-723	-750	-950	-1.150	3,7%	26,7%	21,1%
Resultado antes de impuestos	-2.337	360	2.250	5.250	n.s	525,0%	n.s
Tax & Minoritarios	-3.381	-144	-900	-2.100	n.s	525,0%	133,3%
Beneficio atribuido al Grupo	-5.718	216	1.350	3.150	n.s	525,0%	n.s
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	99,2%	97,5%	97,3%	97,0%	-1,6 pp	-0,2 pp	-0,3 pp
Comisiones/Gtos Generales	38,0%	42,1%	47,7%	56,9%	4,1 pp	5,6 pp	9,2 pp
Ratio Eficiencia	106,9%	95,0%	85,8%	72,8%	-11,9 pp	-9,2 pp	-13,0 pp
Provisiones / Mg. Bruto	-44,8%	67,6%	29,7%	18,0%	n.s	-37,9 pp	-11,7 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

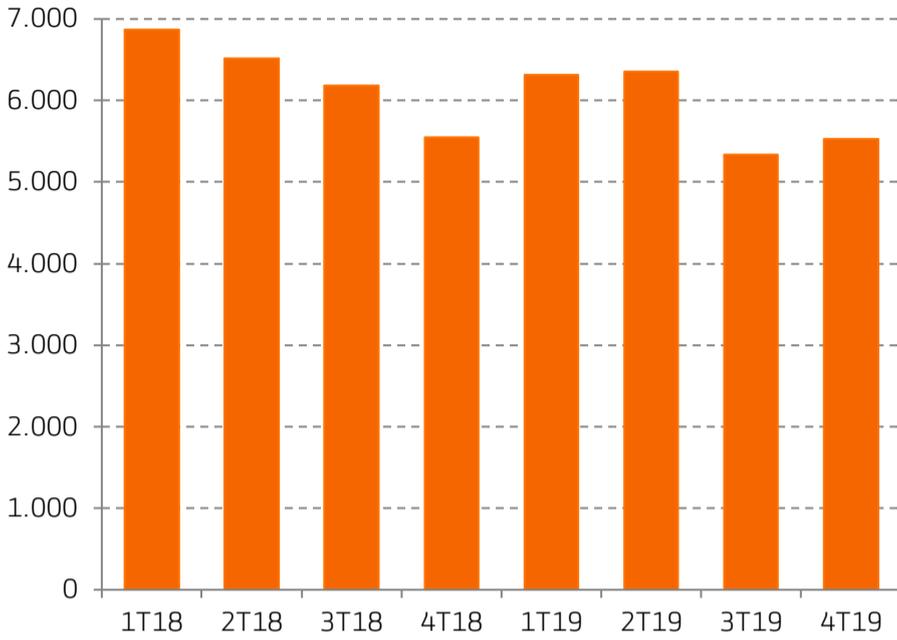
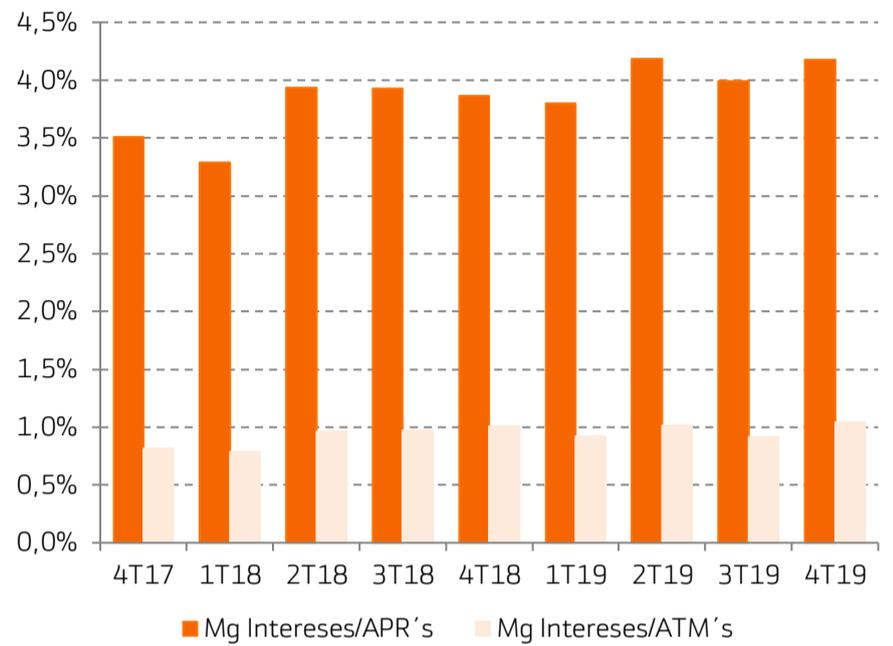


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

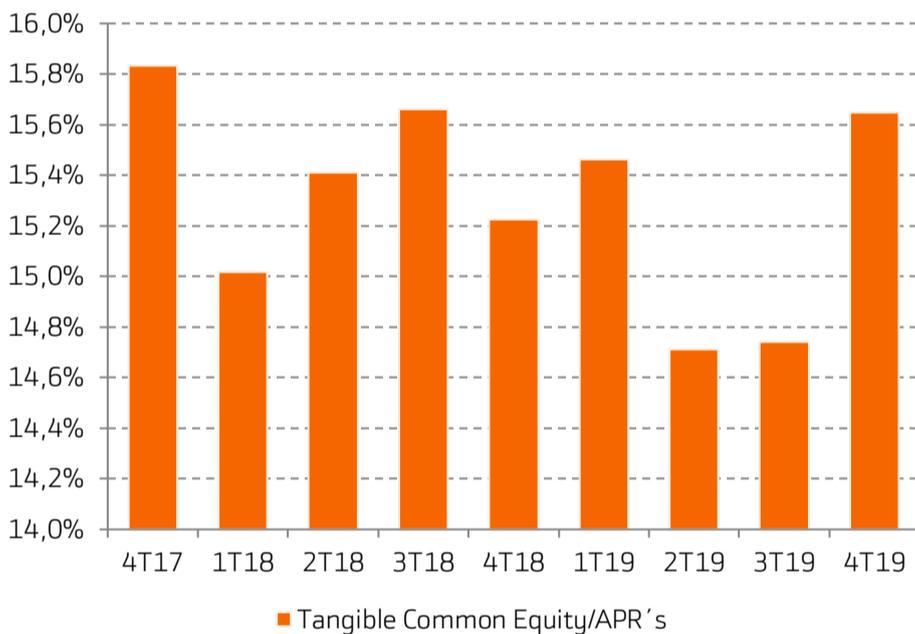
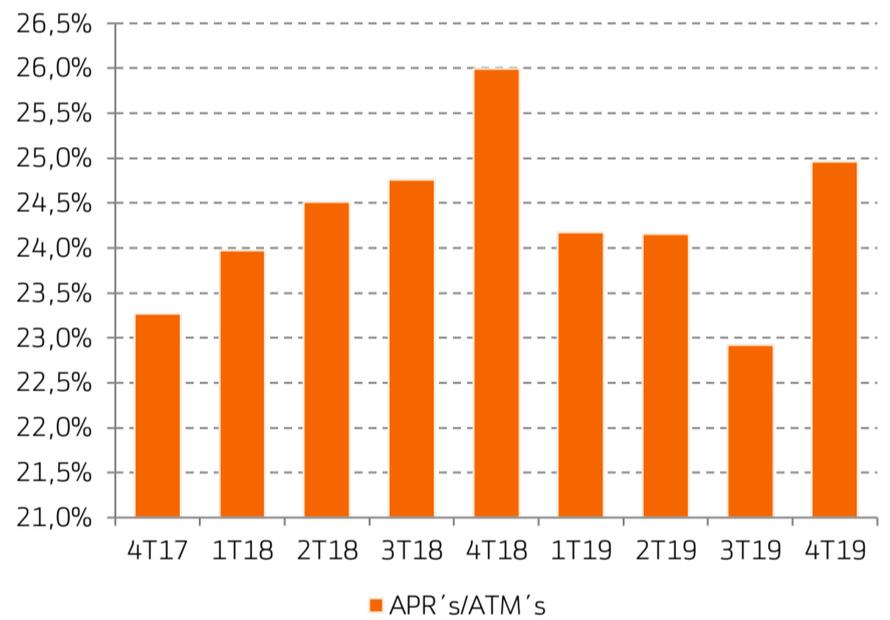


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

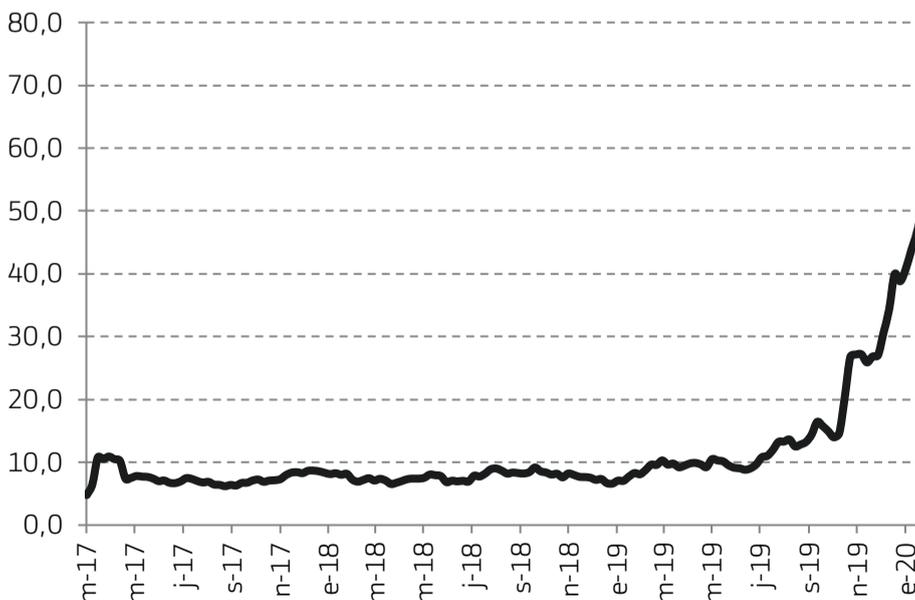
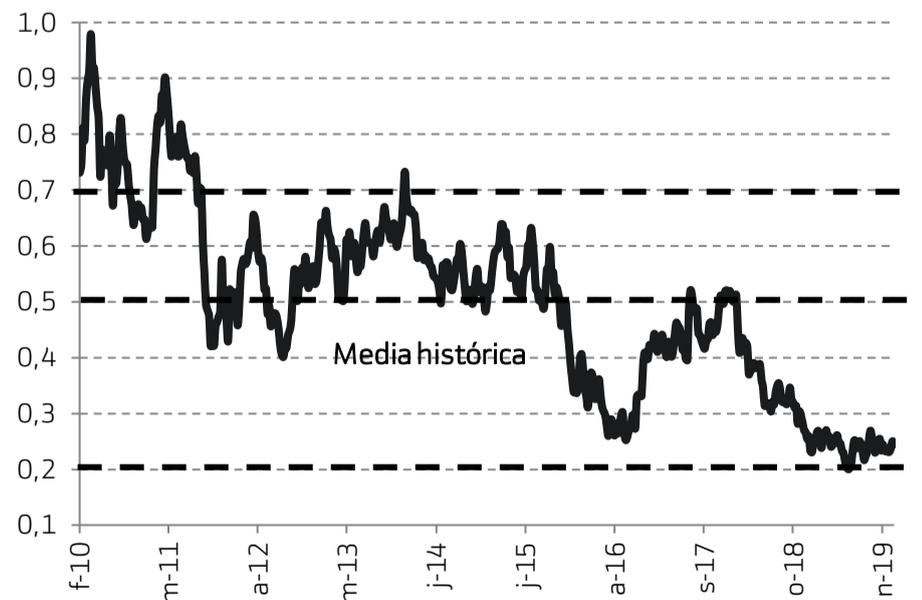


Gráfico 6: P/VC histórico



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

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 p

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