

La rentabilidad (RoE) se sitúa en el rango alto de la banca europea con una ratio de capital CETI FL ~14,5%

ING

Precio Objetivo: 12,20 €/acc
Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	34.223 M€
Nº Acciones	3.896 M
Precio último	8,78 €/acc
Max/Min (52 sem)	12,77 / 8,78
Revalorización (YTD)	-6,66%
Cód. Reuters / Bloomberg	ING.AN / INGA.NA

Múltiplos de Valoración

	2018	2019 e	2020 e	2021 e
PER	6,4 x	6,7 x	6,7 x	6,5 x
P/V	0,7 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x
Div. Yield	7,7%	7,4%	8,2%	8,5%

Principales cifras y ratios

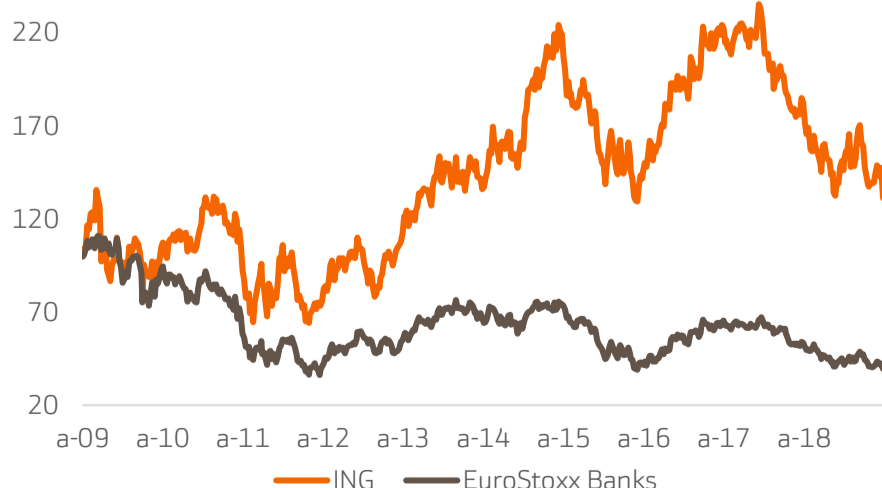
Datos en M€	2018 r	2019 e	2020 e	TAMI(1)
Margen Bruto	19.476	18.225	18.600	-2,3%
Margen Neto	7.352	8.175	8.500	+7,5%
Provisiones	656	1.050	1.370	+44,5%
Tax, Min & Otros	-1.307	-2.031	-2.032	n.s
BNA	5.389	5.094	5.098	-2,7%
BPA	1,38	1,31	1,31	-2,7%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	2,0%
ROTE sostenible estimado	9,4%
Coste de capital (Ke)	10,5%
Precio objetivo (€/acc.)	12,20
Potencial de Revalorización	38,9%

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: Los fundamentales son sólidos (solvencia, volumen de negocio & calidad crediticia), y la **rentabilidad por dividendo - estimada actualmente en ~7,4% - parece sostenible**. Los objetivos para 2020 son razonables (RoE ~10%/12% vs 10,8% actual) con ratio de capital CETI FL ~13,5% vs 14,5% actual.

ING cotiza con unos múltiplos de valoración atractivos (P/V~ 0,6x), la rentabilidad (ROE) se sitúa en el rango alto de la media europea y no se aprecian síntomas de deterioro en los índices de calidad crediticia. **Mantenemos recomendación en Comprar.**

Resultados 1S19: Las cifras han sorprendido positivamente gracias al buen comportamiento de las principales métricas de gestión (volumen de negocio al alza, márgenes estables y coste del riesgo reducido).

Principales cifras comparadas con el consenso (Reuters): Margen Bruto: 9.241 M€ (+3,4%; +4,0% en 2T 19); Margen de Explotación: 4.003 M€ (+2,4%; +3,6% en 2T19); **BNA: 2.556 M€ (-3,8%; +0,6% en 2T 19 vs 2.439 M€ esperado).**

La cuenta de P&G refleja (i) la **mejora de los ingresos típicos (margen de intereses & comisiones)**, gracias a la gestión de márgenes (estables en torno a ~154 pb) y el aumento de la actividad comercial (+4,0% en hipotecas, +3,7% en inversión crediticia y +2,6% en depósitos),

(ii) **la ratio de eficiencia se mantiene estable** en 56,7% (vs 56,3% en 1S 18) a pesar del aumento en costes operativos (+4,1%) que en gran medida se explica por gastos regulatorios e inversiones en tecnología y

(iii) **la estabilidad en el coste del riesgo recurrente** (provisiones/inversión crediticia) que se sitúa en 14 pb, notablemente por debajo del coste del riesgo medio histórico (~25 pb).

La ratio de capital CET-I FL, actualmente en 14,5% (vs 14,7% en 1T 19), se sitúa entre las más altas de la banca europea mientras que el RoE Ordinario mejora hasta 10,8% (vs 10,4% en 1T 19).

Reiteramos nuestra recomendación de Comprar con un Precio Objetivo ~12,20 €/acc. Pensamos que los resultados del banco van en la buena dirección para alcanzar los objetivos financieros fijados para 2020.

RoE objetivo ~10%-12% vs 10,8% actual; Eficiencia operativa ~50/52% vs 55,5% actual y ratio de capital CETI FL ~ 13,5% (Basel IV) vs 14,5% actual.

ING cotiza con unos múltiplos de valoración atractivos (P/V~ 0,6x), la rentabilidad (RoE) supera la media sectorial y no apreciamos síntomas de deterioro en los índices de calidad crediticia.

La corrección de la cotización durante el último mes (-15,0% vs -10,0% en el sectorial de bancos europeos) presenta una oportunidad de inversión interesante con una perspectiva de largo plazo.

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾ Datos en M€	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	Acumulado		% Variación		
						12 M Trailing Último	Previo	2T19 a/a	t/t	12 M a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	3.450	3.592	3.450	3.605	3.473	14.120	13.826	0,7%	-3,7%	2,1%
Otros ingresos ⁽³⁾	1.034	1.055	1.051	971	1.192	4.269	3.890	15,3%	22,8%	9,7%
Margen Bruto	4.484	4.647	4.501	4.576	4.665	18.389	17.716	4,0%	1,9%	3,8%
Gastos Generales	2.347	3.082	2.567	2.787	2.451	10.887	9.940	4,4%	-12,1%	9,5%
Margen Neto	2.137	1.565	1.934	1.789	2.214	7.502	7.776	3,6%	23,8%	-3,5%
Prov. insolvencias	115	215	242	207	209	873	514	81,7%	1,0%	69,8%
Rdo. Operativo	2.022	1.350	1.692	1.582	2.005	6.629	7.262	-0,8%	26,7%	-8,7%
Rdos. Extraordinarios	14	-36	-35	0	0	-71	-31	n.s	n.s	129,0%
BAI.	2.008	1.386	1.727	1.582	2.005	6.700	7.293	-0,1%	26,7%	-8,1%
Impuestos	557	582	425	443	540	1.990	2.159	-3,1%	21,9%	-7,8%
Minoritarios	22	28	29	20	27	104	89	n.s	n.s	n.s
BNA	1.429	776	1.273	1.119	1.438	4.606	5.045	0,6%	28,5%	-8,7%

(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	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	Variación			
						MM€ a/a	t/t	a/a	% t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	70	71	94	80	87	16,9	7,2	24,1%	9,1%
Cartera Valores	229	212	161	199	197	-32,1	-1,8	-14,0%	-0,9%
Inversión Crediticia	592	604	596	610	615	22,9	4,9	3,9%	0,8%
Otros	14	15	36	16	14	-0,2	-1,9	-1,1%	-11,8%
Total Activo	906	902	887	905	913	7,4	8,5	0,8%	0,9%
Depósitos	557	552	556	561	571	14,4	9,7	2,6%	1,7%
Finac. Mayorista	299	300	279	290	289	-9,8	-1,1	-3,3%	-0,4%
Fondos Propios	51	50	52	54	53	2,7	-0,2	5,4%	-0,3%
Total Pasivo & F.Propios	906	902	887	905	913	7,4	8,5	0,8%	0,9%
APR's ⁽⁵⁾	319	316	314	312	318	-0,3	6,5	-0,1%	2,1%
TCE ⁽⁶⁾	48	47	49	51	51	2,5	-0,2	5,1%	-0,5%

(4) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

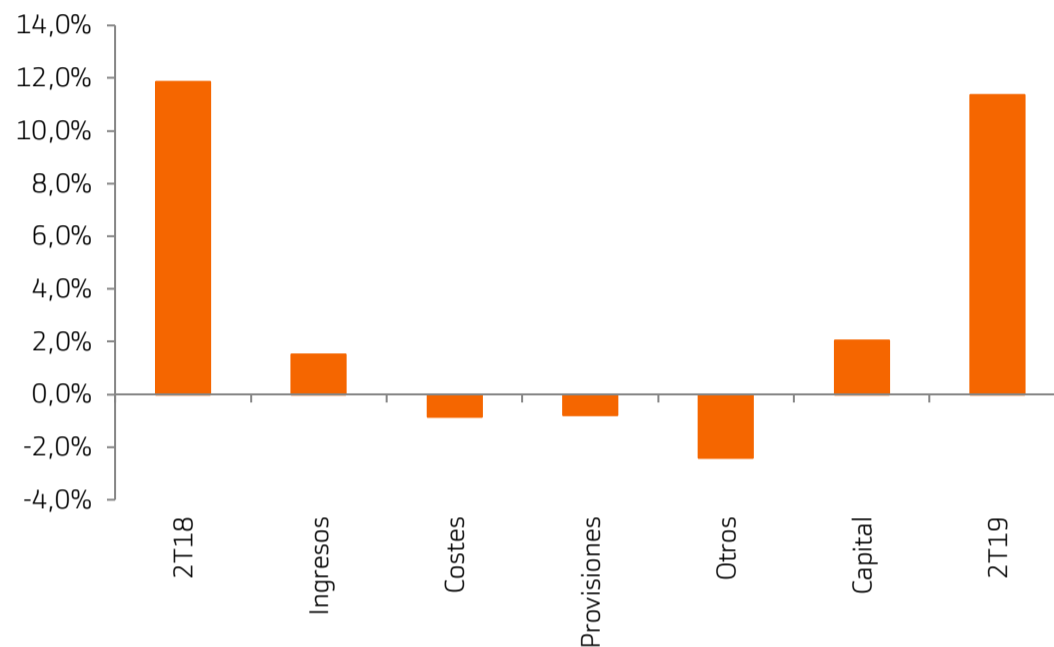
	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	106,4%	109,4%	107,3%	108,7%	107,7%	1,3 pb	-1,0 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	22,7%	22,3%	20,9%	20,4%	20,5%	-2,3 pb	0,0 pb
APR's/ Activos ⁽⁹⁾	35,2%	35,1%	35,4%	34,5%	34,8%	-0,3 pb	0,4 pb
TCE/ Fondos Propios	95,0%	95,0%	94,9%	95,0%	94,8%	-0,2 pb	-0,2 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	11,9%	6,6%	10,4%	8,8%	11,3%	-0,5 pb	2,6 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,6%	0,3%	0,6%	0,5%	0,6%	0,0 pb	0,1 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				
11,9%	1,5%	-0,9%	-0,8%	-2,4%	-2,5%	2,0%	-0,5%	11,3%	

(*). 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	14.018	14.025	14.300	14.800	0,0%	2,0%	3,5%
Comisiones	4.240	2.900	3.100	3.150	-31,6%	6,9%	1,6%
Otros Ingresos	1.218	1.300	1.200	1.250	6,7%	-7,7%	4,2%
Margen Bruto	19.476	18.225	18.600	19.200	-6,4%	2,1%	3,2%
Gastos Generales	-12.124	-10.050	-10.100	-10.225	-17,1%	0,5%	1,2%
Margen Neto	7.352	8.175	8.500	8.975	11,2%	4,0%	5,6%
Provisiones & Saneamientos	-656	-1.050	-1.370	-1.600	60,1%	30,5%	16,8%
Resultado antes de impuestos	6.696	7.125	7.130	7.375	6,4%	0,1%	3,4%
Tax & Minoritarios	-1.307	-2.031	-2.032	-2.102	55,4%	0,1%	3,4%
Beneficio atribuido al Grupo	5.389	5.094	5.098	5.273	-5,5%	0,1%	3,4%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	93,7%	92,9%	93,5%	93,5%	-0,9 pp	0,7 pp	-0,1 pp
Comisiones/Gtos Generales	35,0%	28,9%	30,7%	30,8%	-6,1 pp	1,8 pp	0,1 pp
Ratio Eficiencia	62,3%	55,1%	54,3%	53,3%	-7,1 pp	-0,8 pp	-1,0 pp
Provisiones / Mg. Bruto	8,9%	12,8%	16,1%	17,8%	3,9 pp	3,3 pp	1,7 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Análisis y Mercados

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

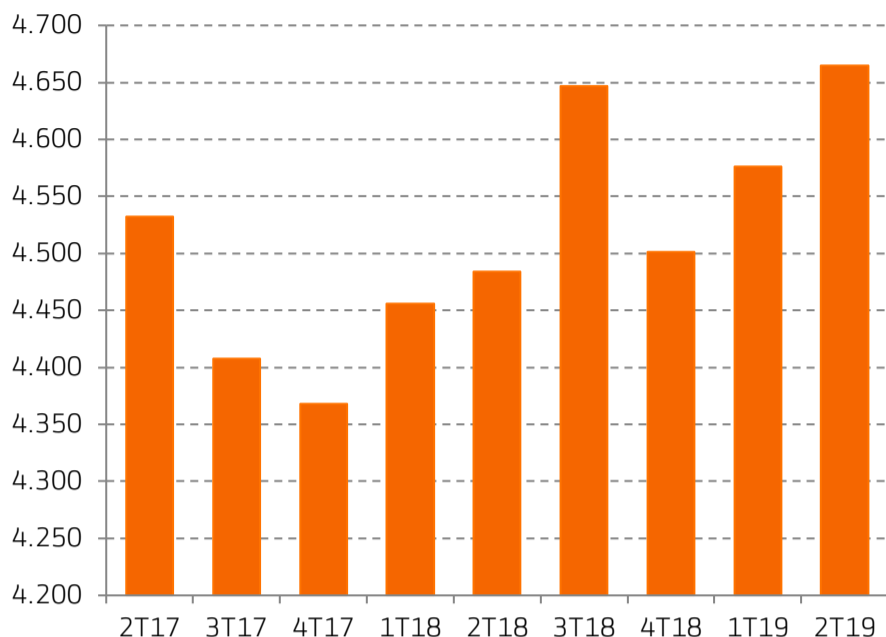
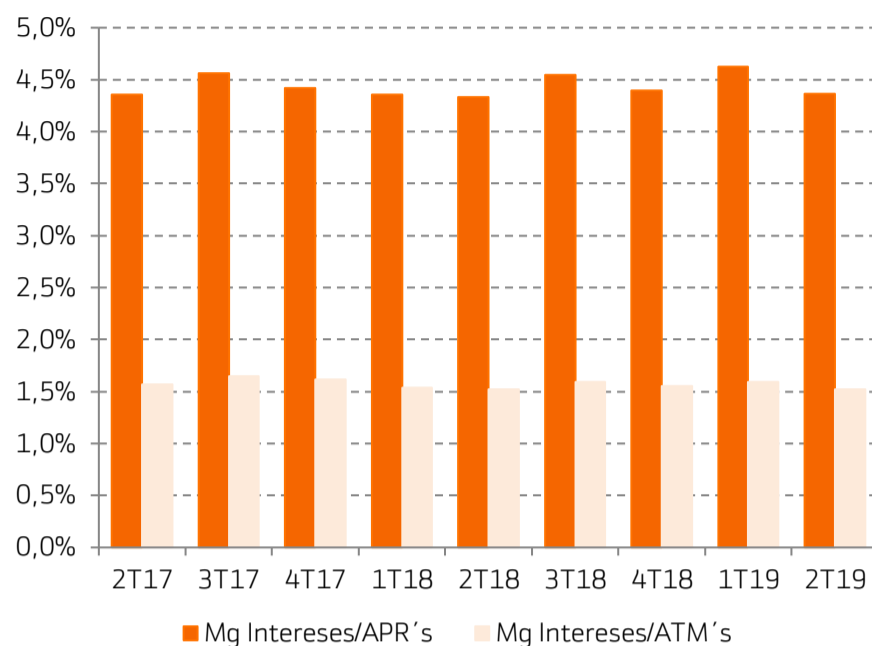


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

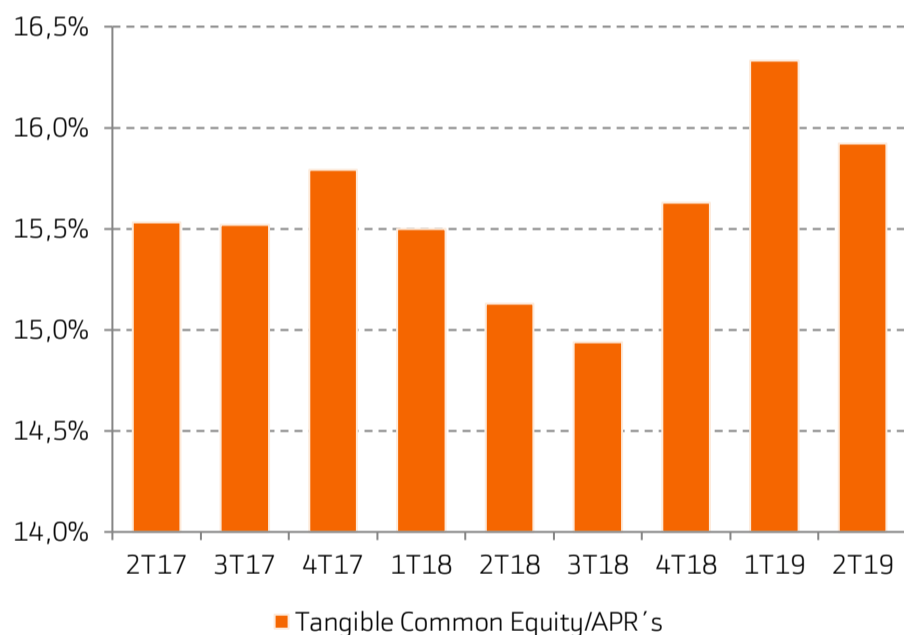
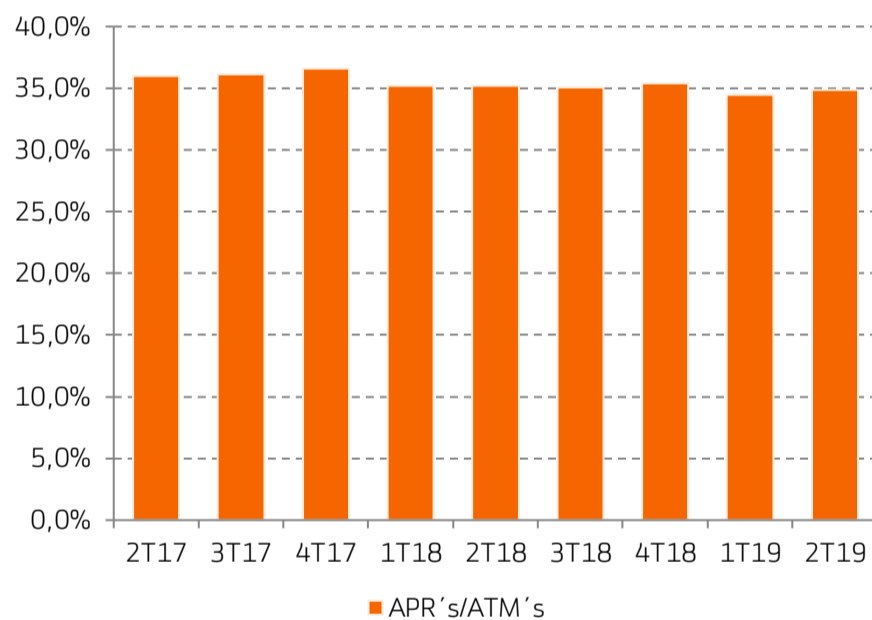


Gráfico 4: Densidad de capital

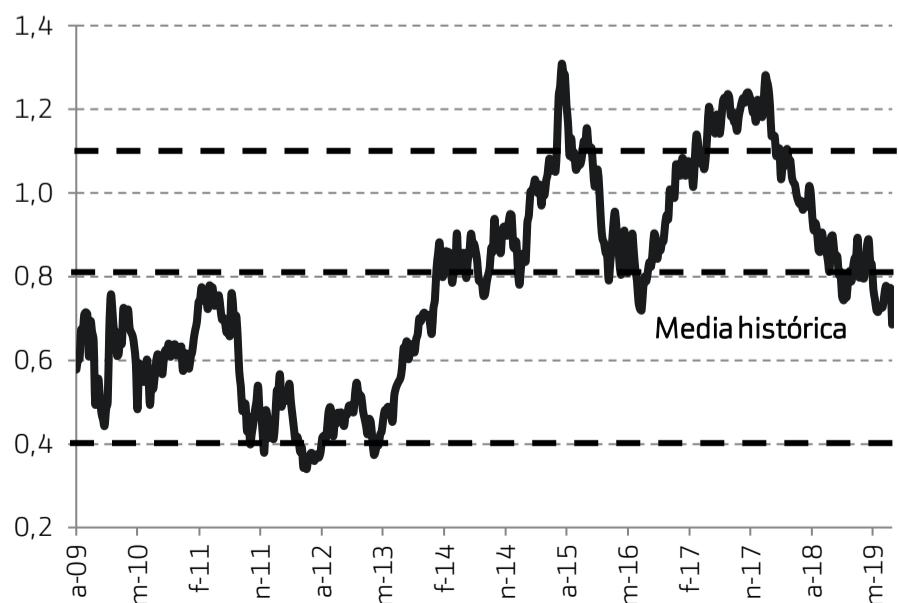


Múltiplos de Valoración

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

Marisa Mazo - Bancos

Javier Hombria - 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 Ir
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable