

La banca mayorista anticipa el cambio a peor en las métricas de riesgo, provisiones y BNA

ING

Precio Objetivo: 5,65 €/acc

Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	19.600 M€
Nº Acciones	3.901 M
Precio último	5,03 €/acc
Max/Min (52 sem)	11,26 / 4,23
Revalorización (YTD)	-52,98%
Cód. Reuters / Bloomberg	ING.AN / INGA.NA

Múltiplos de Valoración

	2019	2020 e	2021 e	2022 e
PER	4,1 x	9,3 x	7,7 x	5,2 x
P/V	0,4 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x
Div. Yield	13,7%	2,1%	2,6%	2,6%

Principales cifras y ratios

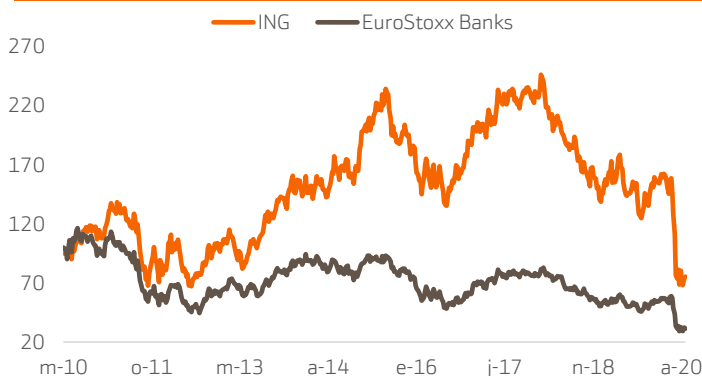
Datos en M€	2019 r	2020 e	2021 e	TAMI(1)
Margen Bruto	18.306	17.150	17.400	-2,5%
Margen Neto	7.953	6.700	6.850	-7,2%
Provisiones	1.120	3.700	3.200	+69,0%
Tax, Min & Otros	-2.052	-900	-1.095	n.s
BNA	4.781	2.100	2.555	-26,9%
BPA	1,23	0,54	0,66	-26,9%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,0%
ROTE sostenible estimado	5,5%
Coste de capital (Ke)	12,0%
Precio objetivo (€/acc.)	5,65
Potencial de Revalorización	12,5%

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: ING tiene un historial de baja morosidad, un resultado operativo estable y una sólida posición de capital (CET1~14,0%). La diversificación - geográfica y sectorial - de la cartera de inversión es razonable pero el peso de la financiación mayorista es alto (~36,0% del total) y el repunte en el saldo de dudosos (*stage 2*) anticipa un esfuerzo en provisiones superior al registrado en 1T20. Revisamos a la baja nuestras perspectivas de BNA para 2020/202 y Precio Objetivo a 5,65 €/acc (vs 12,2 €/acc pre-covid).

Nuestra visión: Los fundamentales son sólidos, pero apenas reflejan el impacto del Covid-19. El volumen de provisiones (661 M€ en 1T20) - equivalente a un coste del riesgo de 42 pb - repunta desde 18 pb en 4T19, pero se sitúa por debajo del registrado en crisis anteriores (~50 pb en 2009).

La diversificación - geográfica y sectorial - de la cartera de inversión es razonable, pero identificamos tres fuentes de riesgo que marcan la dirección de los resultados en próximos trimestres. (1) el **negocio de financiación mayorista** tiene una exposición de 8.400 M€ en financiación apalancada, 4.600 M€ en compañías energéticas - la más alta entre sus comprobables - y 4.600 M€ en aviación y ocio, (2) La morosidad continúa en niveles históricamente bajos (1,6% vs 1,4% en 4T19) pero apreciamos síntomas claros de deterioro en la **evolución del saldo de dudosos (Stage 2)** donde la morosidad repunta hasta 5,9% (vs 5,3% en 4T19), especialmente en Banca Mayorista (6,3% vs 4,6% en 4T19),

(3) el equipo gestor anticipa un mayor esfuerzo en gestión de costes (+1,7% en 1T20; +5,9% t/t) pero la ratio de eficiencia ~62,8% (57% recurrente) se aleja del objetivo (~50/52%) y **el CEO abandona la entidad en junio**,

(4) el *guidance* en provisiones se actualizará trimestralmente y esto nos lleva a pensar en una mayor **volatilidad de la cuenta de P&G** y (5) la política de capital y reparto de dividendos - principal catalizador de la cotización pre-covid - queda en suspenso hasta el 3T20. La incertidumbre sobre el impacto del Covid (capital y provisiones) es alta y no estimamos un cambio sustancial en la política de dividendos para 2020/2021.

Resultados 1T20: ING bate las expectativas, pero **el BNA cae a niveles de 2014** (670 M€; -40,1%; -23,9% t/t vs 410 M€ esperado). Las cifras reflejan la resiliencia de la línea de ingresos (+1,6% t/t) pero un aumento en provisiones (+219,3%; +54,4% t/t) por el Covid-19. **La Rentabilidad (RoE) afloja hasta 5,1%** (vs 6,8% en 4T19) y se aleja del objetivo (~10%/12%) y la ratio de capital CET-I empeora hasta 14,0% (vs 14,6% en 4T19) aunque se mantiene entre las más altas de Europa.

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	1T20	12 M	12 M
Datos en M€								a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	3.605	3.473	3.628	3.607	3.502	14.210	14.097	-2,9%	-2,9%	0,8%
Otros ingresos ⁽³⁾	971	1.192	999	833	1.009	4.033	4.111	3,9%	21,1%	-1,9%
Margen Bruto	4.576	4.665	4.627	4.440	4.511	18.243	18.208	-1,4%	1,6%	0,2%
Gastos Generales	2.787	2.451	2.440	2.675	2.833	10.399	10.783	1,7%	5,9%	-3,6%
Margen Neto	1.789	2.214	2.187	1.765	1.678	7.844	7.425	-6,2%	-4,9%	5,6%
Prov. insolvencias	207	209	276	428	661	1.574	779	219,3%	54,4%	102,1%
Rdo. Operativo	1.582	2.005	1.911	1.337	1.017	6.270	6.646	-35,7%	-23,9%	-5,7%
Rdos. Extraordinarios	0	0	0	0	0	0	-57	n.s	n.s	n.s
BAI.	1.582	2.005	1.911	1.337	1.017	6.270	6.703	-35,7%	-23,9%	-6,5%
Impuestos	443	540	543	429	329	1.841	2.007	-25,7%	-23,3%	-8,3%
Minoritarios	20	27	24	28	18	97	99	n.s	n.s	n.s
BNA	1.119	1.438	1.344	880	670	4.332	4.597	-40,1%	-23,9%	-5,8%

(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€	t/t	%	t/t
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	80	87	91	100	97	17,3	-3,7	21,8%	-3,7%
Cartera Valores	118	117	119	60	150	31,8	89,9	26,9%	149,1%
Inversión Crediticia	610	615	617	616	632	21,3	15,4	3,5%	2,5%
Otros	97	95	94	115	66	-30,6	-48,6	-31,6%	-42,4%
Total Activo	905	913	922	892	945	39,8	52,9	4,4%	5,9%
Depósitos	561	571	574	574	586	24,8	11,8	4,4%	2,0%
Finac. Mayorista	290	289	294	263	303	13,3	40,6	4,6%	15,4%
Fondos Propios	54	53	54	55	55	1,7	0,6	3,1%	1,1%
Total Pasivo & F.Propios	905	913	922	892	945	39,7	52,9	4,4%	5,9%
APR's ⁽⁵⁾	312	318	320	327	335	23,5	8,8	7,5%	2,7%
TCE ⁽⁶⁾	51	51	52	52	52	1,5	0,6	2,9%	1,1%

(4) Incluye interbancario

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

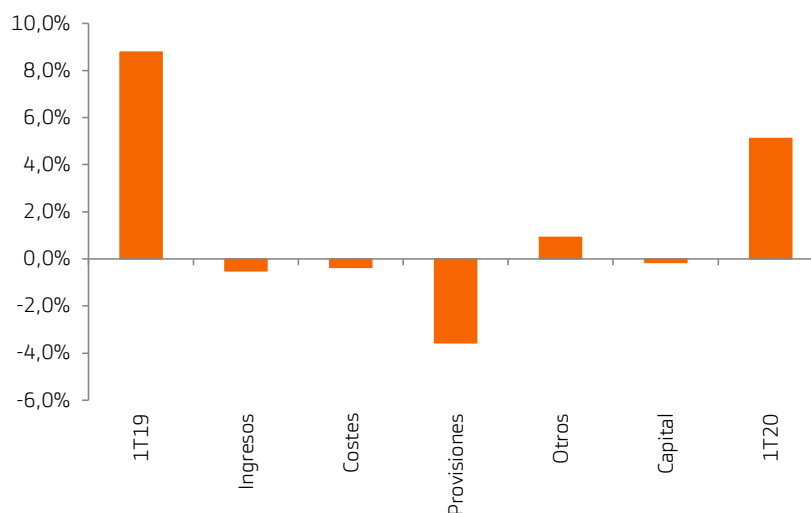
Métricas de Gestión

	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	108,7%	107,7%	107,5%	107,3%	107,7%	-1,0 pb	0,5 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	20,4%	20,5%	20,1%	19,6%	21,9%	1,5 pb	2,3 pb
APR's/ Activos ⁽⁹⁾	34,5%	34,8%	34,6%	36,6%	35,5%	1,0 pb	-1,1 pb
TCE/ Fondos Propios	95,0%	94,8%	94,8%	94,9%	94,8%	-0,2 pb	-0,1 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	8,8%	11,3%	10,4%	6,8%	5,1%	-3,7 pb	-1,7 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,5%	0,6%	0,6%	0,4%	0,3%	-0,2 pb	-0,1 pb

Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoTE 1T19	Contribución anual						RoTE 1T20
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Impacto Capital (*)	
8,8%	-0,5%	-0,4%	-3,6%	0,9%	-3,5%	-0,1%	5,1%

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



Principales Estimaciones

P&G Reportada	2019	2020 e	2021 e	2022 e	% Variación		
					2020	2021	2022
Datos en M€							
Margen de Intereses	14.312	13.550	13.600	13.800	-5,3%	0,4%	1,5%
Comisiones	2.868	2.650	2.750	2.900	-7,6%	3,8%	5,5%
Otros Ingresos	1.126	950	1.050	1.200	-15,6%	10,5%	14,3%
Margen Bruto	18.306	17.150	17.400	17.900	-6,3%	1,5%	2,9%
Gastos Generales	-10.352	-10.450	-10.550	-10.700	0,9%	1,0%	1,4%
Margen Neto	7.954	6.700	6.850	7.200	-15,8%	2,2%	5,1%
Provisiones & Saneamientos	-1.120	-3.700	-3.200	-1.850	230,4%	-13,5%	-42,2%
Resultado antes de impuestos	6.834	3.000	3.650	5.350	-56,1%	21,7%	46,6%
Tax & Minoritarios	-2.053	-900	-1.095	-1.605	-56,2%	21,7%	46,6%
Beneficio atribuido al Grupo	4.781	2.100	2.555	3.745	-56,1%	21,7%	46,6%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	93,8%	94,5%	94,0%	93,3%	0,6 pp	-0,5 pp	-0,7 pp
Comisiones/Gtos Generales	27,7%	25,4%	26,1%	27,1%	-2,3 pp	0,7 pp	1,0 pp
Ratio Eficiencia	56,5%	60,9%	60,6%	59,8%	4,4 pp	-0,3 pp	-0,9 pp
Provisiones / Mg. Bruto	14,1%	55,2%	46,7%	25,7%	41,1 pp	-8,5 pp	-21,0 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1: Ingresos Totales en M€

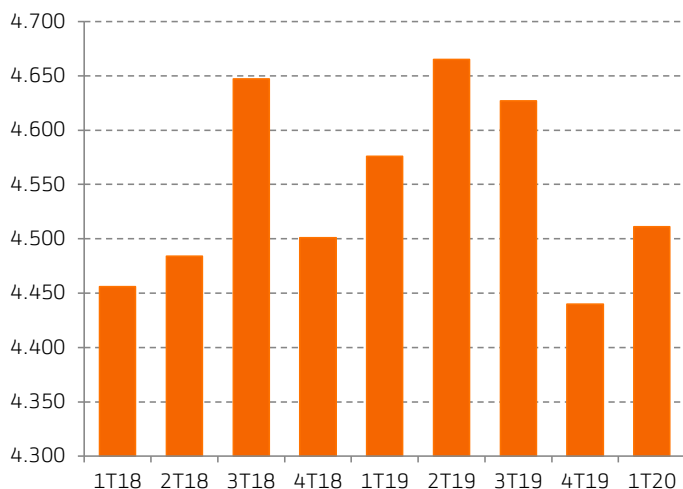
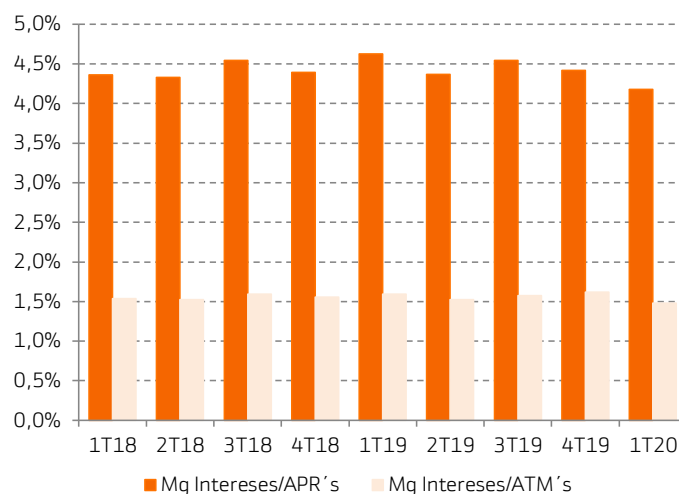


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

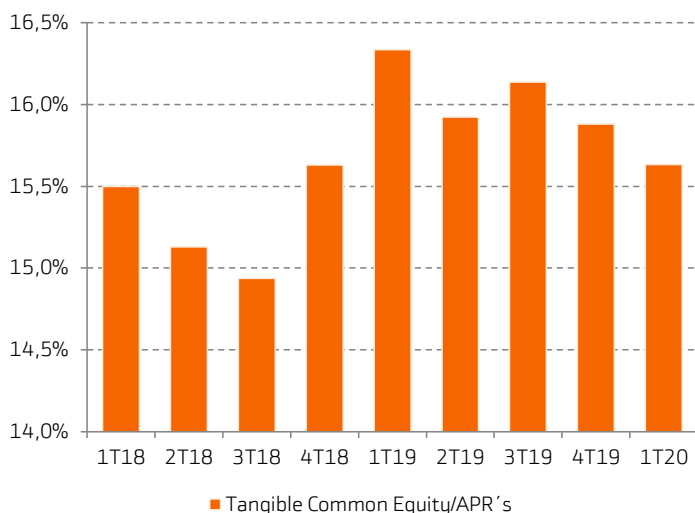
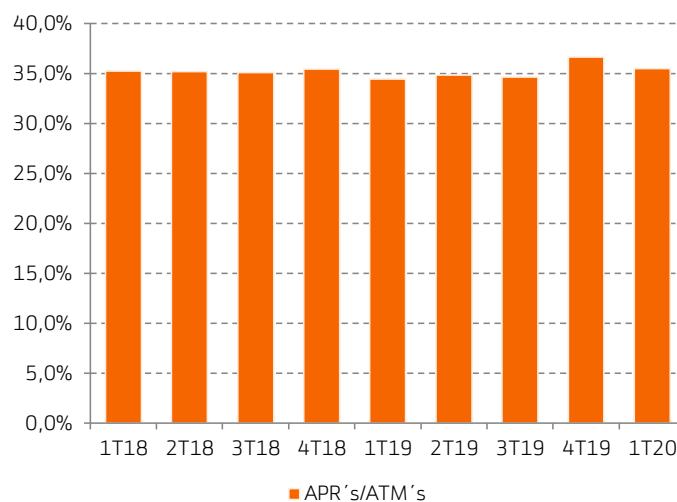


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER histórico

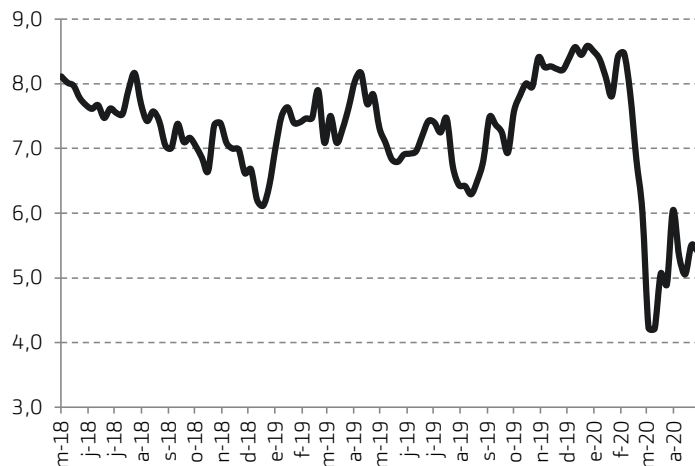
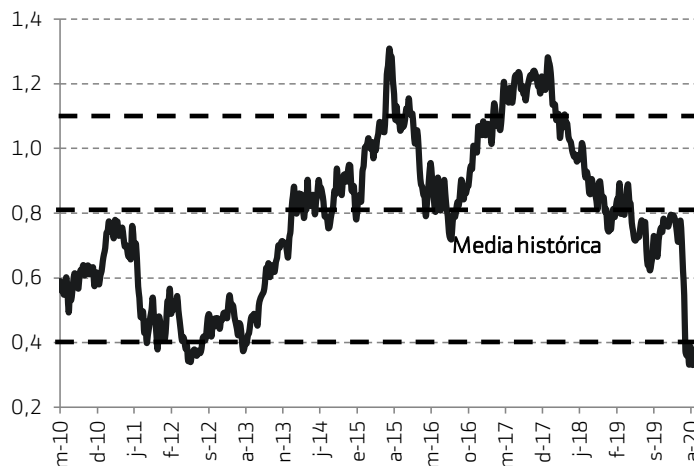


Gráfico 6: PVC histórico



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-Tрпиella - 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