

Analista: Rafael Alonso

Nota: Bankia

Bien en solvencia, pero con un coste del riesgo bajo y una rentabilidad/RoTE de apenas ~3,0%

Bankia

Precio Objetivo: 1,05 €/acc

Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	2.775 M€
Nº Acciones	3.070 M
Precio último	0,90 €/acc
Max/Min (52 sem)	2,41 / 0,87
Revalorización (YTD)	-52,5%
Cód. Reuters / Bloomberg	BKIA.MC /BKIA.SM

Múltiplos de Valoración

	2019	2020 e	2021 e	2022 e
PER	5,1 x	23,8 x	10,0 x	6,7 x
P/V	0,2 x	0,2 x	0,2 x	0,2 x
Div. Yield	12,8%	3,1%	3,0%	4,5%

Principales cifras y ratios

Datos en M€	2019 r	2020 e	2021 e	TAMI(1)
Margen Bruto	3.245	3.020	3.045	-3,1%
Margen Neto	1.428	989	1.023	-15,3%
Provisiones	-477	-610	-400	-8,4%
Tax, Min & Otros.	-410	-262	-345	-8,3%
BNA	541	117	279	-28,2%
BPA	0,18	0,04	0,09	-28,2%

(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)	9,1%
Precio objetivo (€/acc.)	1,05

Potencial de Revalorización 15,9%

(*) Warranted Equity Value

Evolución Bursátil



Conclusión: BKIA acumula una caída en bolsa >52,0% en 2020 aunque lidera el sector en solvencia (CET1 FL~12,95%) y tiene una cartera de inversión orientada a hipotecas (~57,3% del total).

En principio, tiene capacidad (liquidez & capital) para afrontar la crisis, pero la rentabilidad/RoTE es de apenas ~3,0% (vs 6,7% en 1T19) y el plan de remuneración a los accionistas - principal catalizador para la cotización - queda en *stand-by* por el Covid-19.

Revisamos a la baja el BNA estimado para 2020/2022 y Precio Objetivo a 1,05 €/acc (vs 1,80 €/acc anterior).

Resultados 1T20: Las cifras evolucionan en línea con lo esperado a nivel operativo (Margen de Explotación: 361 M€; +1,2% vs 352 M€ e) pero el Covid-19 conlleva un coste de 125 M€ en provisiones y el BNA cae a 94 M€ (-54,0% vs 127,5 M€ e).

El cambio de estrategia en comisiones funciona (+9,0%), el margen con clientes se estabiliza y la cifra de ingresos sube +1,1% (+17,0% t/t). La actividad comercial (pre-covid) evoluciona positivamente, pero se aprecia un cambio brusco a peor en la nueva producción de hipotecas y consumo en marzo.

El equipo gestor mantiene el *guidance* de ingresos para 2020 - crecimiento a doble dígito en comisiones e ingresos recurrentes planos - aunque nos parece difícil de conseguir en el entorno actual (volúmenes de inversión a la baja, salvo en empresas y tipos de interés bajos).

Los costes operativos evolucionan mejor de lo previsto (-1,1% vs +2,0% de *guidance*), probablemente por el parón de la actividad, pero la ratio de eficiencia se mantiene estable en 56,1%.

La morosidad se aproxima a la media sectorial de manera orgánica (4,9% vs 5,0% en 4T19) - no hay un entorno propicio para la venta de carteras - y la cobertura mejora hasta 55,3% (vs 54,0% en 4T19).

El coste del riesgo recurrente se mantiene en niveles históricamente bajos (24 pb vs 18 pb en 1T19), incluso tras la provisión extraordinaria por el Covid-19 (59 pb en total) aunque el equipo gestor parece confortable con estos niveles.

Lo mejor de los resultados es que la ratio de capital CET1 FL se sitúa en 12,95% (vs 13,02% en 4T19) - la más alta entre sus comparables y en línea con el *guidance* del equipo gestor - gracias a la generación orgánica de capital (23 pb).

En principio, BKIA tiene capacidad para afrontar la crisis del Covid-19 porque las métricas de liquidez son elevadas (LCR~189%, LTD~92,3, TLTRO,...) - superan ampliamente las registradas en la crisis de 2012 - y lidera el sector en términos de solvencia, pero (1) **la rentabilidad/RoTE es de apenas el 3,0%** (vs 6,7% en 1T19) y el plan de remuneración a los accionistas - principal catalizador para la cotización - queda en *stand-by* por el Covid-19.

Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾ Datos en M€	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	1T20	12 M	12 M
								a/a	t/t	a/a
Margen Bruto	823	931	891	703	833	3.358	3.272	1,2%	18,5%	2,6%
Gastos Generales	490	585	473	452	498	2.008	1.961	1,6%	10,2%	2,4%
Margen Neto	333	346	418	251	335	1.350	1.311	0,6%	33,5%	3,0%
Prov. insolvencias	55	86	132	189	85	492	365	54,5%	-55,0%	34,8%
Rdo. Operativo	278	260	286	62	250	858	946	-10,1%	n.s	-9%
Rdos. Extraordinarios	9	-11	34	98	128	249	53	1322,2%	30,6%	n.s
BAI.	269	271	252	-36	122	609	893	-54,6%	n.s	-32%
Impuestos	64	75	76	-2	28	177	220	-56,3%	n.s	-19,5%
Minoritarios	0	1	0	0	0	1	-6	n.s	n.s	n.s
BNA	205	195	176	-34	94	431	679	-54,1%	n.s	-36,5%

(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 (MME)

Balance Consolidado	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Variación			
						MME		%	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	10	13	15	19	16	6,2	-2,4	n.s	-12,9%
Cartera Valores	23	15	12	12	18	-5,2	5,8	n.s	48%
Inversión Crediticia	123	124	122	121	121	-1,8	0,4	-1,4%	0,3%
Otros	53	58	58	57	54	1,5	-2,8	2,8%	-5,0%
Total Activo	209	210	207	208	209	0,7	1,0	0,3%	0,5%
Depósitos	128	130	129	125	124	-4,8	-1,2	-3,8%	-0,9%
Finac. Mayorista	67	67	65	70	73	5,7	2,6	8,4%	3,6%
Fondos Propios	13	13	13	13	13	-0,1	-0,4	-1,0%	-2,9%
Total Pasivo & F.Propios	209	210	207	208	209	0,7	1,0	0,3%	0,5%
APR 's ⁽⁵⁾	83	82	80	78	78	-4,6	0,3	-5,6%	0,4%
Fondos Propios	13	13	13	13	13	-0,1	-0,4	-1,0%	-2,9%

(4) Incluye interbancario

(5) Activos Ponderados por Riesgo;

Métricas de Gestión

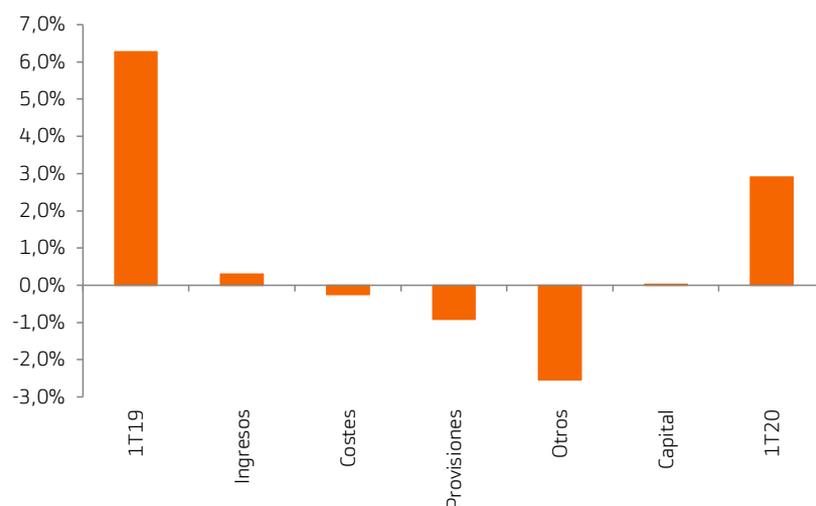
	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	95,6%	95,5%	95,0%	96,7%	98,0%	2,3 pb	1,3 pb
Dudosos / F.Propios	60,9%	56,3%	53,1%	48,5%	49,1%	-11,8 pb	0,6 pb
APR 's/ Activos ⁽⁸⁾	39,5%	39,0%	38,7%	37,2%	37,2%	-2,3 pb	0,0 pb
ROE ⁽⁹⁾	6,3%	5,8%	5,3%	-1,0%	2,9%	-3,4 pb	3,9 pb
ROA ⁽¹⁰⁾	0,4%	0,4%	0,3%	-0,1%	0,2%	-0,2 pb	0,2 pb

(7) Inversión crediticia neta/depositos; (8) Activos Ponderados por Riesgo/Total Activos; (9) BNA anualizado/Equity; (10) BNA/Activos

Evolución del RoTE: Desglose por componentes

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

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



Principales Estimaciones

P&G Reportada	2019	2020	2021 e	2022 e	% Variación		
					2020	2021	2022
Datos en M€							
Margen de Intereses	2.023	1.905	1.910	2.013	-5,8%	0,2%	5,4%
Comisiones	1.081	1.136	1.191	1.210	5,1%	4,9%	1,5%
Otros Ingresos	141	-21	-56	-50	-115,0%	164,9%	-10,9%
Margen Bruto	3.245	3.020	3.045	3.173	-6,9%	0,8%	4,2%
Gastos Generales	-1.817	-2.032	-2.022	-1.972	11,8%	-0,5%	-2,5%
Margen Neto	1.428	989	1.023	1.201	-30,8%	3,5%	17,4%
Dotaciones insolvencias	-477	-610	-400	-375	27,9%	-34,4%	-6,3%
Otros resultados	-195	-207	-213	-220	6,2%	3,0%	3,1%
Resultado antes de impuestos	756	172	410	606	-77,3%	139,1%	47,8%
Impuesto sobre sociedades	-213	-55	-131	-194	-74,2%	138,7%	47,7%
Rdo. Operaciones continuadas	543	117	279	412	-78,5%	139,2%	47,8%
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	-1	0	0	0	-135,7%	-43,8%	-100,0%
Resultado consolidado del ejercicio	542	117	279	412	-78,4%	138,7%	47,7%
Resultado atribuido a minoritarios	-1	0	-1	-1	-78,4%	141,2%	47,2%
Beneficio atribuido al Grupo	541	117	279	411	-78,4%	138,7%	47,7%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	95,7%	100,7%	101,8%	101,6%	5,0 pp	1,1 pp	-0,3 pp
Comisiones/Gtos Generales	59,5%	55,9%	58,9%	61,3%	-3,6 pp	3,0 pp	2,4 pp
Ratio Eficiencia	56,0%	67,3%	66,4%	62,1%	11,3 pp	-0,9 pp	-4,2 pp
Provisiones / Mg. Bruto	33,4%	61,7%	39,1%	31,2%	28,3 pp	-22,6 pp	-7,9 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

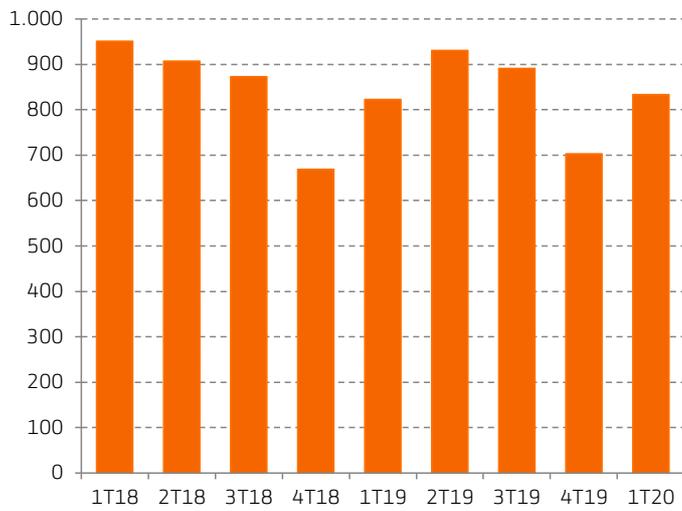
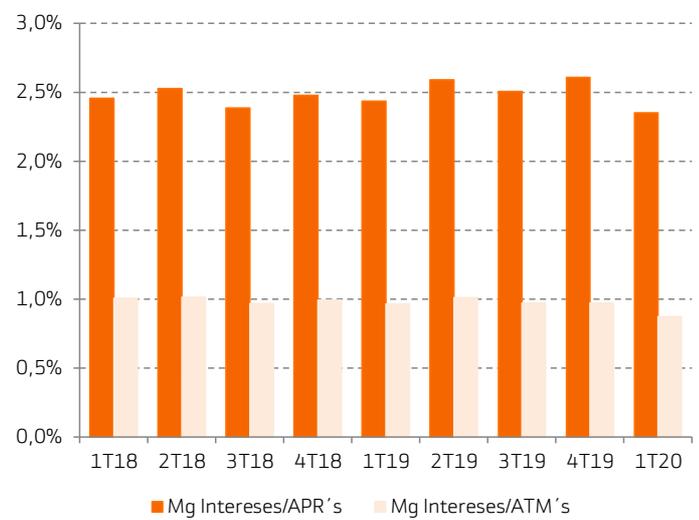


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Dudosos/Fondos Propios

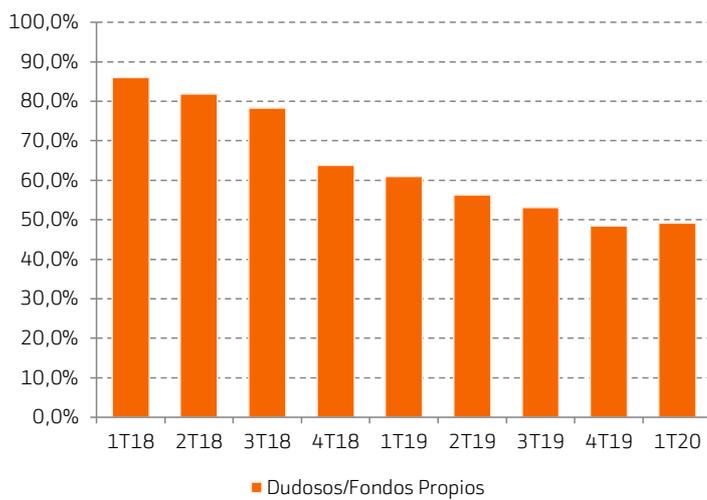
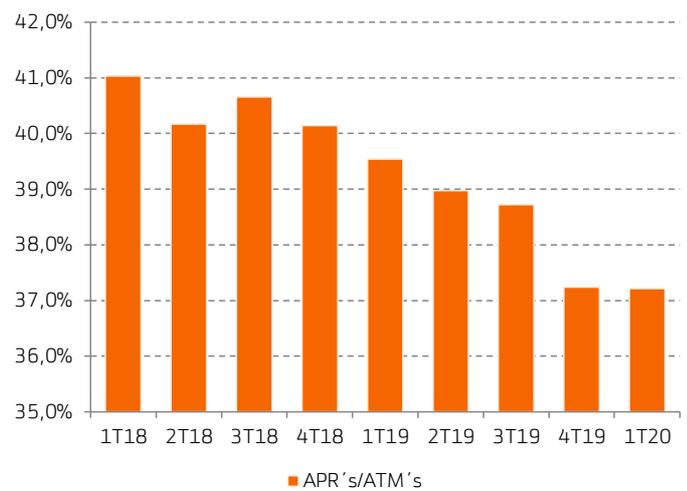


Gráfico 4: Densidad de capital

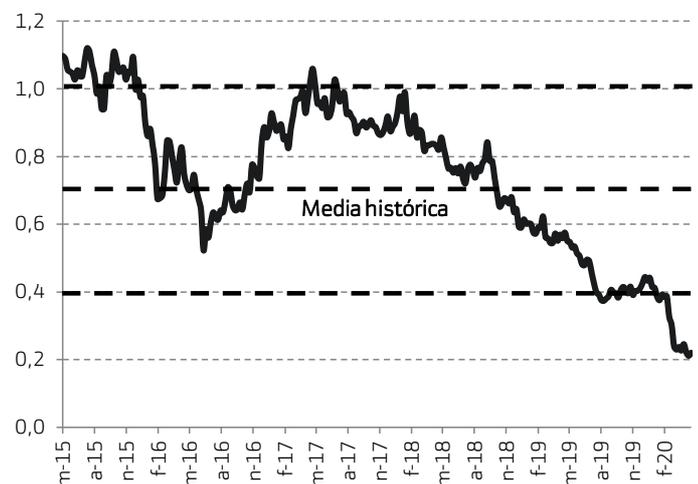


Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER Histórico



Gráfico 6: P/Vc histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Análisis y Mercados

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

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Pilar Aranda - Petróleo

Ana de Castro - Seguros

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Juan Moreno - Inmobiliarias

Aránzazu Cortina - Industriales

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Luis Piñas - Consumo

Elena Fernández-Trapiella - Consumo

Temáticas y activos de responsabilidad compartida

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