

Bancos Españoles

Los índices de calidad crediticia mejoran y la ratio de capital CETI FL alcanza el 12,7%

Bankia

Precio Objetivo: 4,70 €/acc

Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	11.041 M€
Nº Acciones	3.085 M
Precio último	3,58 €/acc
Max/Min (52 sem)	4,62 / 3,51
Revalorización (YTD)	-10,2%
Cód. Reuters / Bloomberg	BKIA.MC /BKIA.SM

Múltiplos de Valoración

	2017	2018 e	2019 e	2020 e
PER	21,9 x	13,8 x	11,3 x	9,4 x
P/V	0,8 x	0,8 x	0,8 x	0,7 x
Div. Yield	1,8%	3,3%	4,0%	5,3%

Principales cifras y ratios

Datos en M€	2017 r	2018 e	2019 e	TAMI(1)
Margen Bruto	3.064	3.526	3.669	+9,4%
Margen Neto	1.483	1.573	1.800	+10,2%
Provisiones	-293	-250	-200	-17,4%
Tax, Min & Otros.	-685	-521	-627	-4,4%
BNA	505	802	973	+38,8%
BPA	0,16	0,26	0,32	+38,8%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	2,0%
ROTE sostenible estimado	9,5%
Coste de capital (Ke)	9,0%
Precio objetivo (€/acc.)	4,70
Potencial de revalorización	31,3%

(*) Warranted Equity Value

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: Los indicadores de riesgo (morosidad y cobertura) evolucionan positivamente, la ratio de capital CET FL - actualmente en 12,68% - se sitúa entre las más altas del sector y el RoTE alcanza el 7,5% (vs 6,8% en 4T'17).

Reiteramos nuestra recomendación de **Comprar** con un Precio Objetivo de 4,70 €/acc (vs 5,0 €/acc anterior) en base a: (i) la mejora en el perfil de riesgo del banco, (ii) el Plan Estratégico 2018/2020 es alcanzable y pivota sobre unas hipótesis que consideramos razonables y (iii) El objetivo de remuneración al accionista para 2018/2020 alcanza 2.500 M€ (~22,7% de la capitalización bursátil actual), lo que implica una remuneración estimada media anual en "cash" del ~6,8%.

Resultados 1T'18: La cuenta de P&G refleja el **impacto negativo de los bajos tipos de interés** sobre el stock de préstamos - mayoritariamente referenciados al Euribor y la cartera de bonos que representa en torno al 26,0% del balance - por lo que el Margen de Intereses desciende -9,8% en términos comparables.

La dificultad para generar ROF's y el aumento en costes derivado de la integración de BMN (+25,6% publicado vs +0,8% a efectos comparables) explica la caída del -9,3% en el Margen de Explotación que se traduce en un **BNA de 229 M€ (-24,5%) que está en línea con las expectativas del consenso** (223 M€ esperado).

Los índices de calidad crediticia evolucionan positivamente, la ratio de capital CET-I FL - actualmente en 12,68% - se mantiene estable (vs 4T'17) a pesar del impacto de la normativa IFRS9 (-38 pb) y el RoTE mejora hasta el 7,5% (vs 6,8% en 4T'17).

La morosidad desciende hasta el 8,7% (vs 8,9% en 4T'17) y se sitúa en línea con la registrada por el conjunto del sistema, la ratio de cobertura aumenta hasta el 55,1% (vs 50,8% en 4T'17) y el volumen de activos improductivos - actualmente en 16.600 M€ - desciende a un ritmo del -11,4% anual (-3,5% t/t).

Reiteramos nuestra recomendación de **Comprar** con un Precio objetivo de 4,70 €/acc (vs 5,0 €/acc anterior) en base a:

(i) Esperamos una mejora en el perfil de riesgo del banco - morosidad, generación de capital y diversificación en la cartera de inversión -,

(ii) el Plan Estratégico 2018/2020 es alcanzable y pivota sobre unas hipótesis que consideramos razonables - tipos de interés, volúmenes de negocio y riesgo de crédito -, y

(iii) El objetivo de remuneración al accionista para 2018/2020 alcanza 2.500 M€ (~22,7% de la capitalización bursátil actual), lo que implica una remuneración estimada media anual en "cash" del ~6,8% - superior a la rentabilidad por dividendo del Ibex-35 - actualmente en el 4,2%.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández Ramón Carrasco Arancha Bueno Pilar Aranda
Eva del Barrio Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾ Datos en M€	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	Acumulado		% Variación		
						12 M		1T18		12 M
						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	510	493	472	501	527	1.993	2.083	3,3%	5,2%	-4,3%
Otros ingresos ⁽³⁾	385	280	285	422	424	1.411	1.298	10,1%	0,5%	8,7%
Margen Bruto	895	773	757	923	951	3.404	3.381	6,3%	3,1%	0,7%
Gastos Generales	396	403	412	1.106	496	2.417	1.718	25,3%	-55,2%	40,7%
Margen Neto	499	370	345	-184	455	986	1.663	-8,8%	n.s	n.s
Prov. insolvencias	107	67	66	88	116	337	246	8,4%	32,5%	36,8%
Rdo. Operativo	392	303	279	-271	339	650	1.417	-13,5%	n.s	n.s
Rdos. Extraordinarios	-12	14	19	59	42	134	244	-450,0%	-29,2%	-44,9%
BAI.	404	289	260	-331	297	515	1.173	-26,5%	n.s	n.s
Impuestos	100	78	34	-82	67	97	238	-33,0%	n.s	n.s
Minoritarios	0	1	1	-14	1	-11	-2	n.s	n.s	n.s
BNA Ajustado	304	210	225	-234	229	430	937	-24,7%	n.s	n.s
Otros Ajustes Neto	0	0	0	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
BNA Publicado	304	210	225	-234	229	430	937	-24,7%	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	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	Variación			
						MM€		%	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	7	6	6	8	8	0,7	0,1	9,7%	1,6%
Cartera Valores	28	26	26	23	19	-8,7	-3,7	-31,2%	-16,1%
Inversión Crediticia	110	109	108	129	126	16,7	-2,2	15,3%	-1,7%
Otros	40	39	39	55	56	16,3	0,9	41,3%	1,6%
Total Activo	184	181	179	214	209	25,1	-4,9	13,6%	-2,3%
Depósitos	103	103	101	128	126	23,6	-1,3	22,9%	-1,0%
Finac. Mayorista	68	65	66	73	69	0,6	-3,5	0,9%	-4,9%
Fondos Propios	13	13	13	14	14	0,9	-0,1	7,2%	-0,7%
Total Pasivo & F.Propios	184	181	179	214	209	25,1	-4,9	13,6%	-2,3%
APR's ⁽⁵⁾	76	75	73	86	86	9,9	-0,3	13,0%	-0,3%
Fondos Propios	13	13	13	14	14	0,9	-0,1	7,2%	-0,7%

(4) Incluye interbancario

(5) Activos Ponderados por Riesgo;

Métricas de Gestión

	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	106,6%	106,3%	107,6%	100,7%	99,9%	-6,7 pb	-0,7 pb
Dudosos / F.Propios	87,1%	81,8%	78,1%	89,0%	86,1%	-1,0 pb	-3,0 pb
APR's/ Activos ⁽⁸⁾	41,3%	41,3%	40,9%	40,2%	41,0%	-0,2 pb	0,8 pb
TCE/ Fondos Propios	0,0%	0,0%	0,0%	98,1%	0,0%	0,0 pb	-98,1 pb
ROE ⁽⁹⁾	9,6%	6,5%	6,9%	-6,9%	6,8%	-2,9 pb	13,7 pb
ROA ⁽¹⁰⁾	0,7%	0,5%	0,5%	-0,4%	0,4%	-0,2 pb	0,9 pb

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

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández
Eva del Barrio Esther Gutierrez Ana de Castro

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

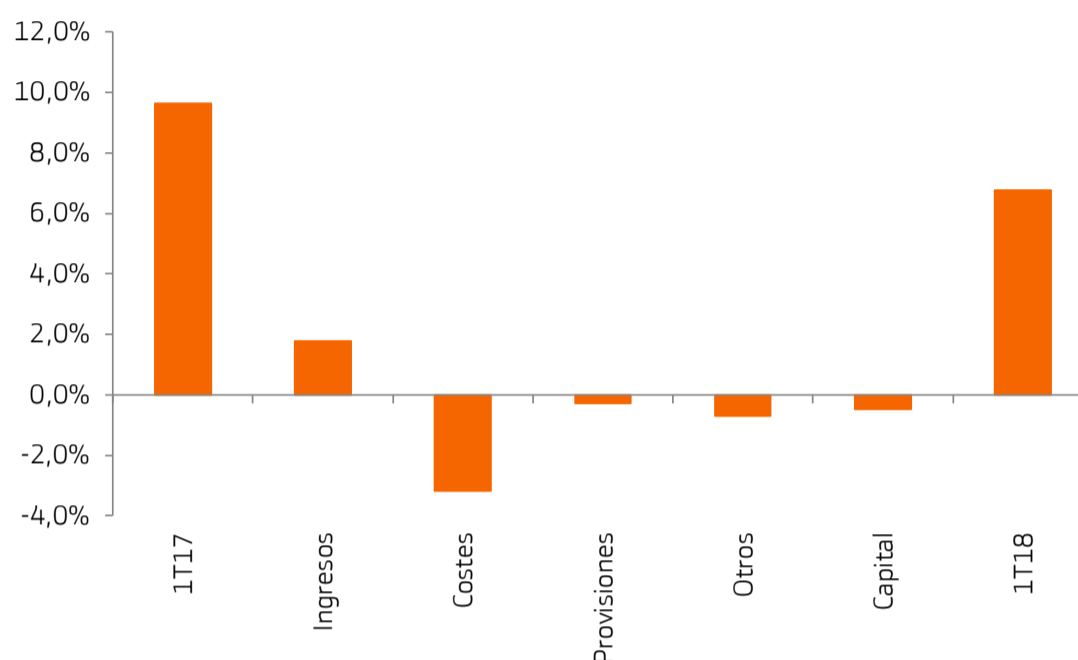
La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoE 1T17	Contribución anual						Impacto Capital (*)	Total	RoE 1T18
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G				
9,6%	1,8%	-3,2%	-0,3%	-0,7%	-2,4%	-0,5%	-2,9%	6,8%	

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



Principales Estimaciones

P&G Reportada	2017	2018 e	2019 e	2020 e	% Variación		
					2018	2019	2020
Datos en M€							
Margen de Intereses	1.968	2.463	2.578	2.815	25,1%	4,7%	9,2%
Comisiones	864	902	926	951	4,4%	2,7%	2,7%
Otros Ingresos	232	161	165	170	-30,5%	2,6%	3,0%
Margen Bruto	3.064	3.526	3.669	3.937	15,1%	4,1%	7,3%
Gastos Generales	-1.581	-1.953	-1.869	-1.863	23,5%	-4,3%	-0,3%
Margen Neto	1.483	1.573	1.800	2.074	6,1%	14,4%	15,2%
Dotaciones insolvencias	-293	-250	-200	-175	-14,7%	-20,0%	-12,5%
Otros resultados	-120	-196	-201	-207	n.s	n.s	n.s
Resultado antes de impuestos	1.070	1.127	1.399	1.692	5,3%	24,1%	21,0%
Impuesto sobre sociedades	-264	-307	-402	-488	16,2%	31,0%	21,4%
Rdo. Operaciones continuadas	806	820	997	1.204	1,7%	21,6%	20,8%
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	-290	0	0	0	n.s	n.s	n.s
Resultado consolidado del ejercicio	516	820	997	1.204	58,9%	21,6%	20,8%
Resultado atribuido a minoritarios	-11	-18	-23	-28	61,5%	31,0%	21,4%
Beneficio atribuido al Grupo	505	802	973	1.176	58,8%	21,4%	20,8%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	92,4%	95,4%	95,5%	95,7%	3,0 pp	0,1 pp	0,2 pp
Comisiones/Gtos Generales	54,6%	46,2%	49,5%	51,1%	-8,5 pp	3,4 pp	1,5 pp
Ratio Eficiencia	51,6%	55,4%	50,9%	47,3%	3,8 pp	-4,4 pp	-3,6 pp
Provisiones / Mg. Bruto	19,8%	15,9%	11,1%	8,4%	-3,9 pp	-4,8 pp	-2,7 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández

Eva del Barrio Esther Gutierrez Ana de Castro

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

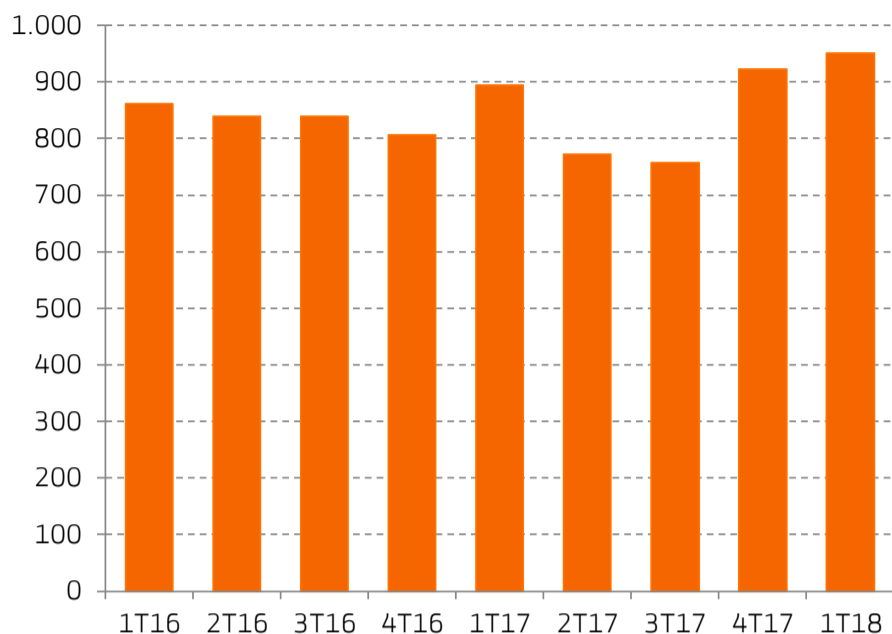
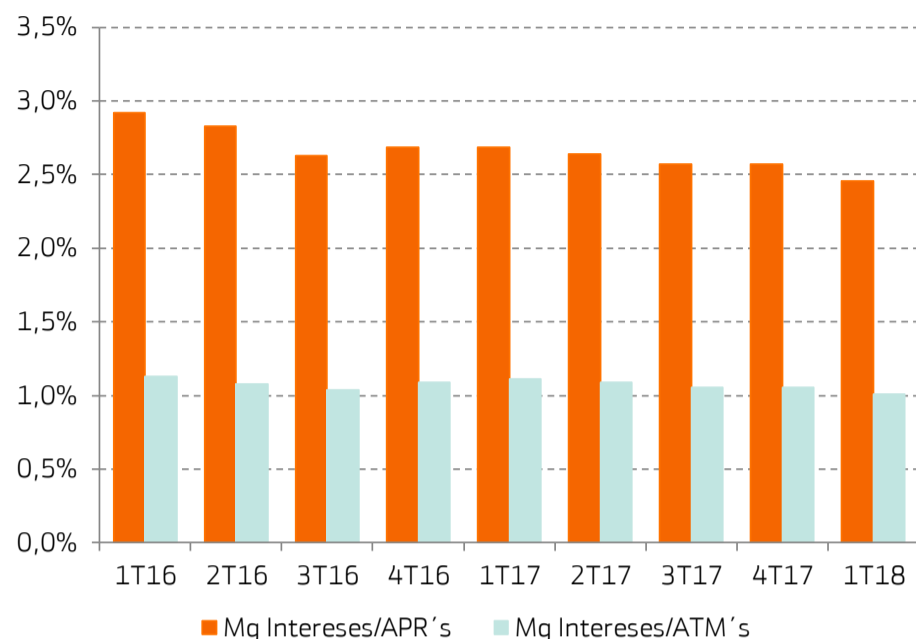


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Dudosos/Fondos Propios

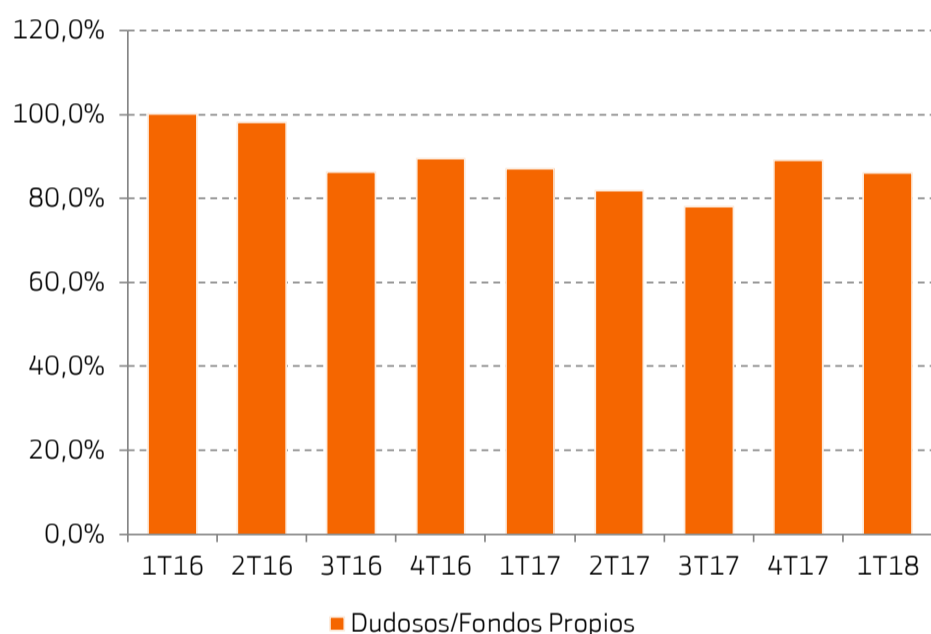
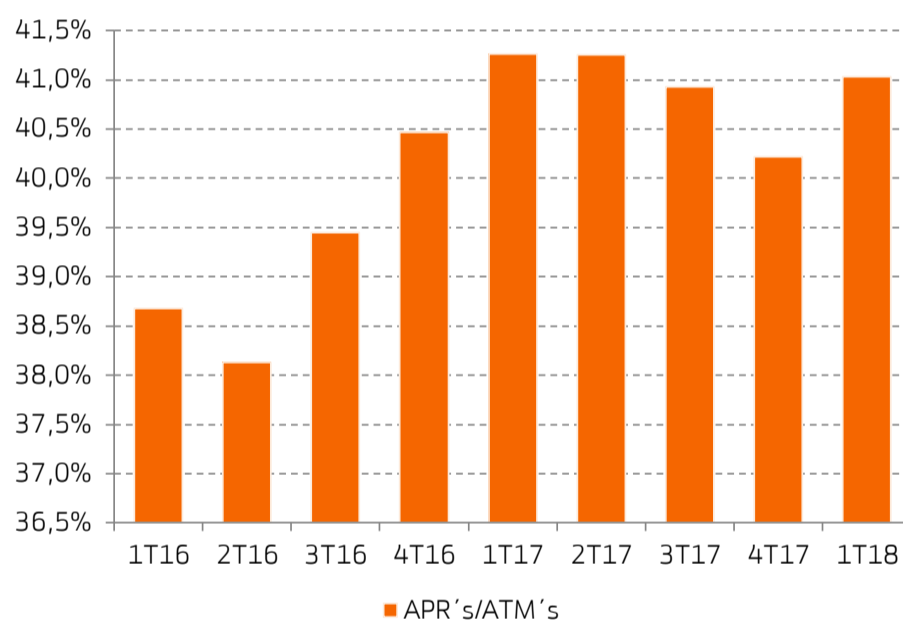


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

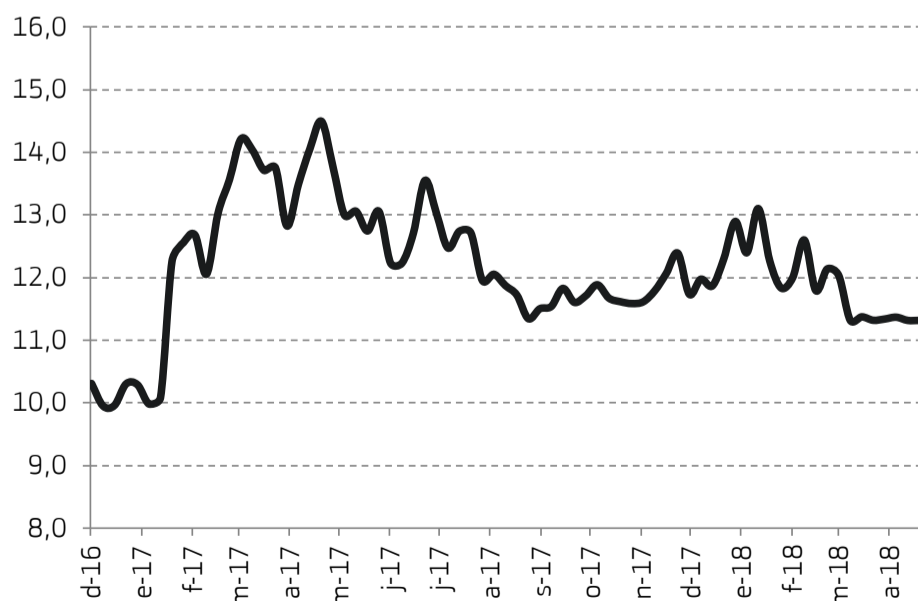
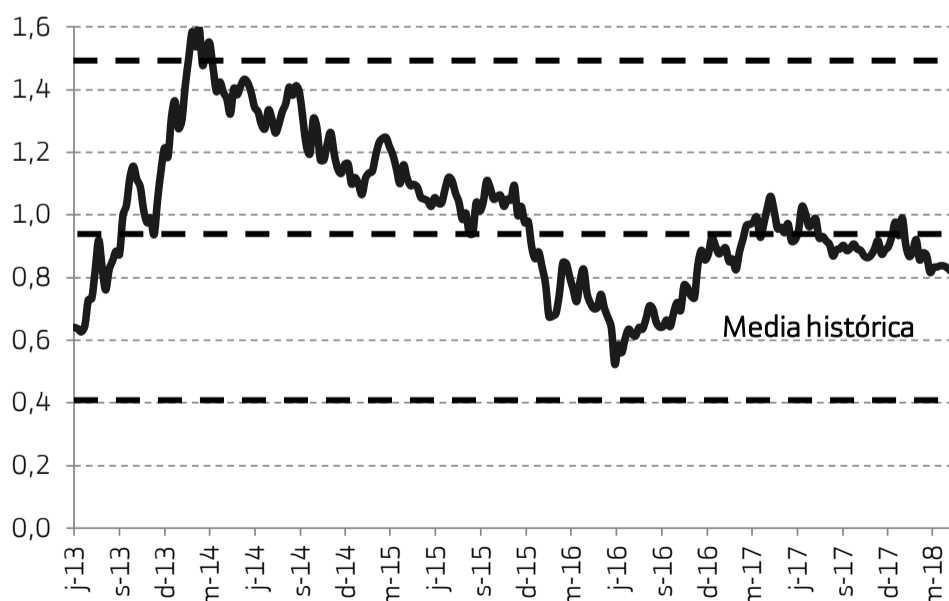


Gráfico 6: P/V histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández

Eva del Barrio Esther Gutierrez Ana de Castro

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.