

Bancos Españoles

La ratio de capital CETI FL supera el objetivo (~12,0%)
y los índices de calidad crediticia mejoran

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	7 854 M€
Nº Acciones	3 085 M
Precio último	2.55 €/acc
Max/Min (52 sem)	4.37 / 2.46
Revalorización (YTD)	-0.5%
Cód. Reuters / Bloomberg	BKIA.MC /BKIA.SM

Múltiplos de Valoración

	2018	2019 e	2020 e	2021 e
PER	11.2 x	10.3 x	9.0 x	7.8 x
P/VC	0.6 x	0.6 x	0.6 x	0.6 x
Div. Yield	3.5%	4.9%	5.6%	5.6%

Principales cifras y ratios

Datos en M€	2018 r	2019 e	2020 e	TAMI(1)
Margen Bruto	3 368	3 317	3 529	+2.4%
Margen Neto	1 498	1 381	1 588	+3.0%
Provisiones	-436	-200	-250	-24.3%
Tax, Min & Otros.	-359	-418	-462	+13.5%
BNA	703	763	876	+11.6%
BPA	0.23	0.25	0.28	+11.6%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	1.5%
ROTE sostenible estimado	6.9%
Coste de capital (Ke)	9.0%
Precio objetivo (€/acc.)	3.15
Potencial de revalorización	23.7%

(*) Warranted Equity Value

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina Juan Tuesta
Pilar Aranda 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.

Bankia

Precio Objetivo: 3.15 €/acc

Recomendación: Comprar

Conclusión: BKIA tiene un plan de negocio ambicioso pero alcanzable, los índices de calidad crediticia evolucionan positivamente y la ratio de capital CETI FL (12,62% Pro-Forma) supera el objetivo del banco. Los múltiplos de valoración son atractivos (P/VC ~0,6x y PER 2019e ~10,3x) y no reflejan la mejora en los fundamentales del banco. Revisamos nuestras perspectivas de BNA para 2019/2021 a la baja pero **Mantenemos nuestra recomendación de Comprar** con un Precio Objetivo de 3,15 €/acc (vs 3,60 €/acc anterior).

Resultados 2018: El BNA alcanza 703 M€ (+39,2%) pero defrauda las expectativas (730 M€ esperado). Las cifras reflejan el **cambio en el perímetro de consolidación** tras la integración de BMN y un **cargo extraordinario de 85 M€** (netos) por la venta de activos improductivos en 4T'18. A efectos comparables, la principal fuente de ingresos del banco (M. Intereses) desciende -9,6% (vs +5,5% publicado) y el Margen de Explotación -9,1% (vs +1,4% publicado).

La cuenta de P&G refleja: (i) el **impacto negativo de los bajos tipos de interés sobre la cartera de inversión** que es parcialmente compensado por la gestión de márgenes. El margen con clientes mejora hasta 158 pb (vs 151 pb en 3T'18) y el M. Intereses aumenta +2,4% t/t en 4T'18, (ii) la **reactivación de la actividad comercial** con un aumento en la concesión de hipotecas de +10,0% (vs +7,0% en 3T'18) y +13,0% en consumo y empresas, (iii) los avances realizados en eficiencia tras la integración de BMN (-4,3% en costes de explotación a perímetro constante) y (iv) La **caída en el coste del riesgo recurrente**, actualmente en 18 pb (vs 23 pb en 2017) que viene acompañado por una **mejora en los índices de calidad crediticia**. La morosidad desciende hasta el 6,5% (vs 7,8% en 3T'18) con una tasa de cobertura estable en 54,6% (vs 54,8% en 3T'18) gracias a la venta de activos improductivos cuyo saldo se sitúa en 10.900 M€ brutos (-35,5%; 2,1 x el objetivo inicial).

En relación a la solvencia, la ratio de capital CETI FL acusa el impacto de la reorganización del negocio asegurador (-17 pb) y las provisiones extraordinarias (-10 pb) aunque se mantiene en un nivel elevado (12,39% vs 12,46% en 3T'18). **La ratio CETI pro-forma mejora sin embargo hasta el 12,62%** y supera el objetivo del banco (~12,0%).

Revisamos nuestras perspectivas de BNA para 2019/2021 a la baja (~10,0%) debido al retraso en las perspectivas de subidas de tipos de interés por parte del BCE. **Mantenemos nuestra recomendación en Comprar** con un Precio Objetivo de 3,15 €/acc (vs 3,60 €/acc anterior).

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾ Datos en M€	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	4T18	12 M	12 M
								a/a	t/t	a/a
Margen Bruto	422	951	379	873	669	2 872	2 847	58.6%	-23.4%	0.9%
Gastos Generales	1 106	496	457	480	534	1 967	2 317	-51.7%	11.3%	-15.1%
Margen Neto	-685	455	-78	393	135	905	529	-119.7%	-65.6%	71.0%
Prov. insolvencias	88	116	91	73	146	426	328	66.7%	100.0%	30.0%
Rdo. Operativo	-772	339	-169	320	-11	479	202	-98.6%	n.s	137%
Rdos. Extraordinarios	59	42	-25	32	37	86	80	-37.6%	n.s	7.0%
BAI.	-832	297	-144	288	-48	393	121	-94.2%	n.s	224%
Impuestos	-82	67	99	64	-7	223	130	-91.5%	n.s	71.7%
Minoritarios	-515	1	-528	-5	-1	-533	-513	n.s	n.s	3.9%
BNA Ajustado	-234	229	285	229	-40	703	505	-82.9%	n.s	39.3%
Otros Ajustes Neto	0	0	0	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
BNA Publicado	-234	229	285	229	-40	703	505	-82.9%	n.s	39.3%

(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	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	Variación			
						a/a	MME	t/t	%
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	8	8	7	7	9	1.8	1.9	23.3%	26.3%
Cartera Valores	23	19	18	21	22	-0.9	1.0	-3.8%	5.0%
Inversión Crediticia	129	126	127	126	122	-6.4	-3.4	-5.0%	-2.7%
Otros	55	56	56	50	52	-3.2	1.5	-5.8%	3.0%
Total Activo	214	209	208	204	205	-8.7	1.0	-4.1%	0.5%
Depósitos	128	126	128	125	126	-1.4	1.1	-1.1%	0.9%
Finac. Mayorista	73	69	67	66	66	-6.8	0.0	-9.4%	0.0%
Fondos Propios	14	14	13	13	13	-0.4	-0.1	-3.1%	-0.4%
Total Pasivo & F.Propios	214	209	208	204	205	-8.7	1.0	-4.1%	0.5%
APR's ⁽⁵⁾	86	86	84	83	82	-3.7	-0.7	-4.3%	-0.8%
Fondos Propios	14	14	13	13	13	-0.4	-0.1	-3.1%	-0.4%

(4) Incluye interbancario

(5) Activos Ponderados por Riesgo;

Métricas de Gestión

	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	100.8%	99.9%	99.1%	100.5%	96.9%	-3.9 pb	-3.6 pb
Dudosos / F.Propios	89.0%	86.1%	81.8%	78.2%	63.8%	-25.2 pb	-14.4 pb
APR's/ Activos ⁽⁸⁾	40.2%	41.0%	40.2%	40.7%	40.1%	-0.1 pb	-0.5 pb
ROE ⁽⁹⁾	-6.9%	6.8%	8.6%	6.9%	-1.2%	5.7 pb	-8.1 pb
ROA ⁽¹⁰⁾	-0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	-0.1%	0.4 pb	-0.5 pb

(7) Inversión crediticia neta/depósitos; (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 Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina Juan Tuesta
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

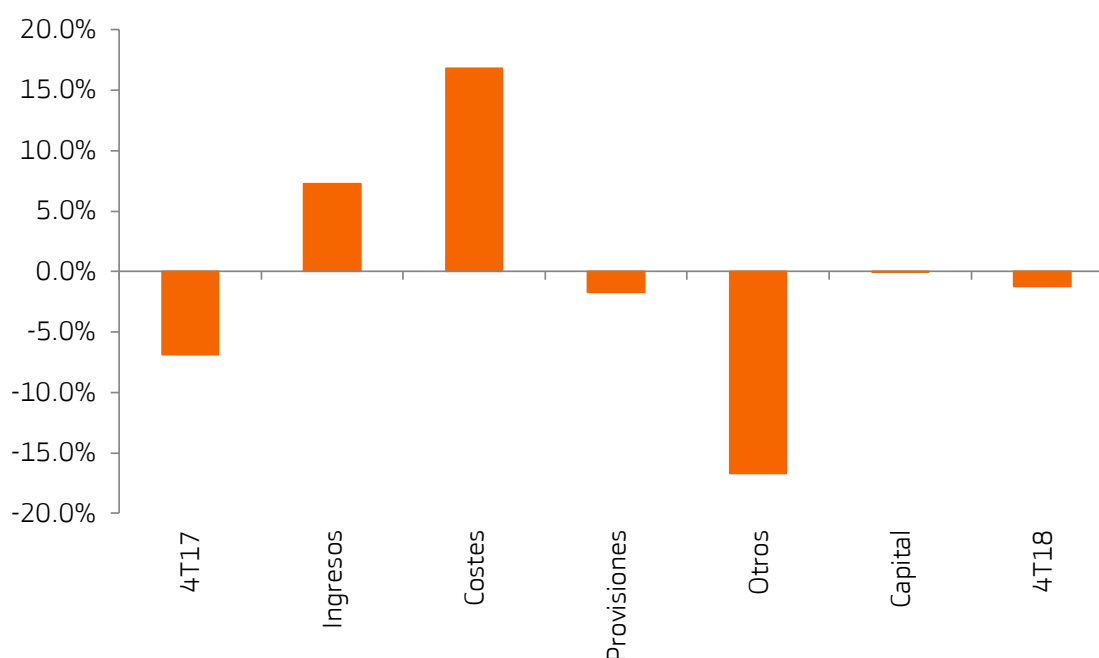
La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

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

Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoE 4T17	Contribución anual							Impacto Capital (*)	RoE 4T18
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Total			
-6.9%	7.3%	16.8%	-1.7%	-16.7%	5.7%	0.0%	5.7%	-1.2%	

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



Principales Estimaciones

P&G Reportada	2018	2019 e	2020 e	2021 e	% Variación		
					2019	2020	2021
Datos en M€							
Margen de Intereses	2 049	2 075	2 250	2 494	1.2%	8.5%	10.8%
Comisiones	1 065	1 101	1 141	1 152	3.4%	3.6%	1.0%
Otros Ingresos	254	141	137	124	-44.4%	-2.9%	-9.9%
Margen Bruto	3 368	3 317	3 529	3 770	-1.5%	6.4%	6.8%
Gastos Generales	-1 870	-1 936	-1 941	-1 943	3.5%	0.3%	0.1%
Margen Neto	1 498	1 381	1 588	1 827	-7.8%	15.0%	15.1%
Dotaciones insolvencias	-436	-200	-250	-300	-54.1%	25.0%	20.0%
Otros resultados	-142	-151	-157	-163	6.7%	3.7%	3.9%
Resultado antes de impuestos	920	1 030	1 181	1 364	11.9%	14.7%	15.5%
Impuesto sobre sociedades	-223	-261	-300	-346	17.1%	14.8%	15.5%
Rdo. Operaciones continuadas	697	768	881	1 018	10.2%	14.7%	15.5%
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	6	-6	-6	-6	n.s	2.7%	2.9%
Resultado consolidado del ejercicio	703	763	876	1 012	8.5%	14.8%	15.5%
Resultado atribuido a minoritarios	0	0	0	0	8.5%	14.8%	15.9%
Beneficio atribuido al Grupo	703	763	876	1 012	8.5%	14.8%	15.5%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	92.5%	95.7%	96.1%	96.7%	3.3 pp	0.4 pp	0.6 pp
Comisiones/Gtos Generales	57.0%	56.9%	58.8%	59.3%	-0.1 pp	1.9 pp	0.5 pp
Ratio Eficiencia	55.5%	58.4%	55.0%	51.5%	2.8 pp	-3.4 pp	-3.5 pp
Provisiones / Mg. Bruto	29.1%	14.5%	15.7%	16.4%	-14.6 pp	1.3 pp	0.7 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina Juan Tuesta
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

Hoja 3 de 4

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>
Avd. Bruselas, nº 14
28108, Alcobendas (Madrid)

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€

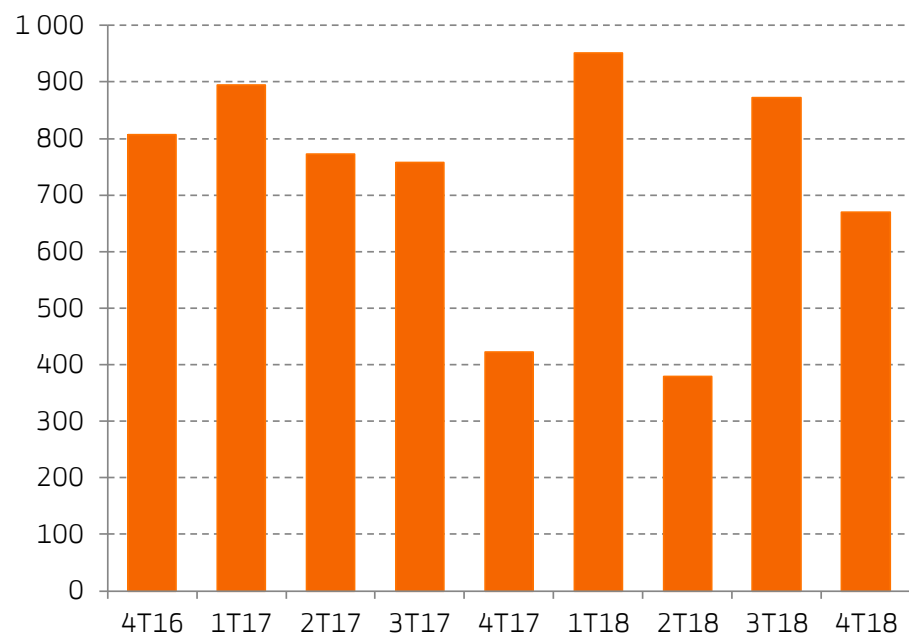
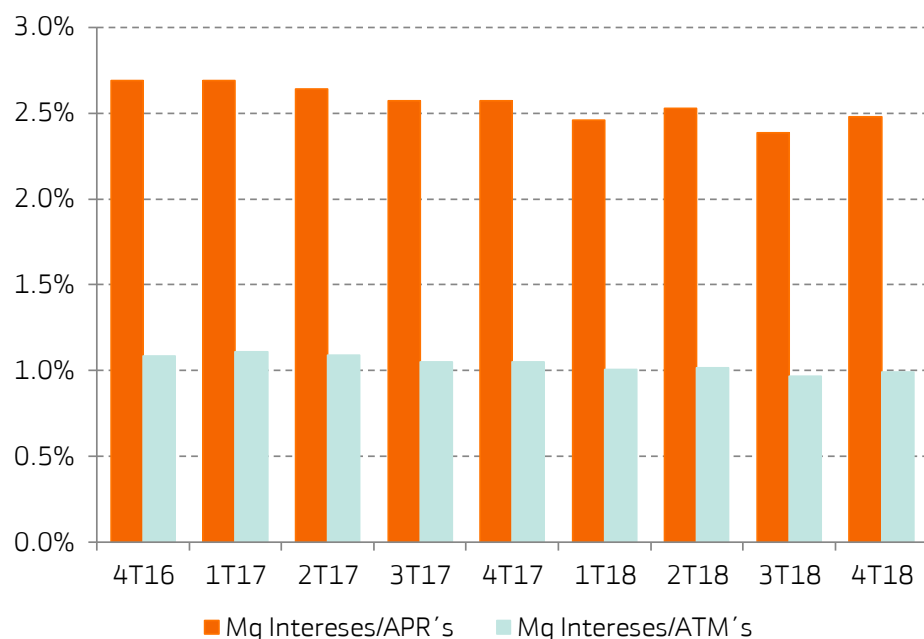


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Dudosos/Fondos Propios

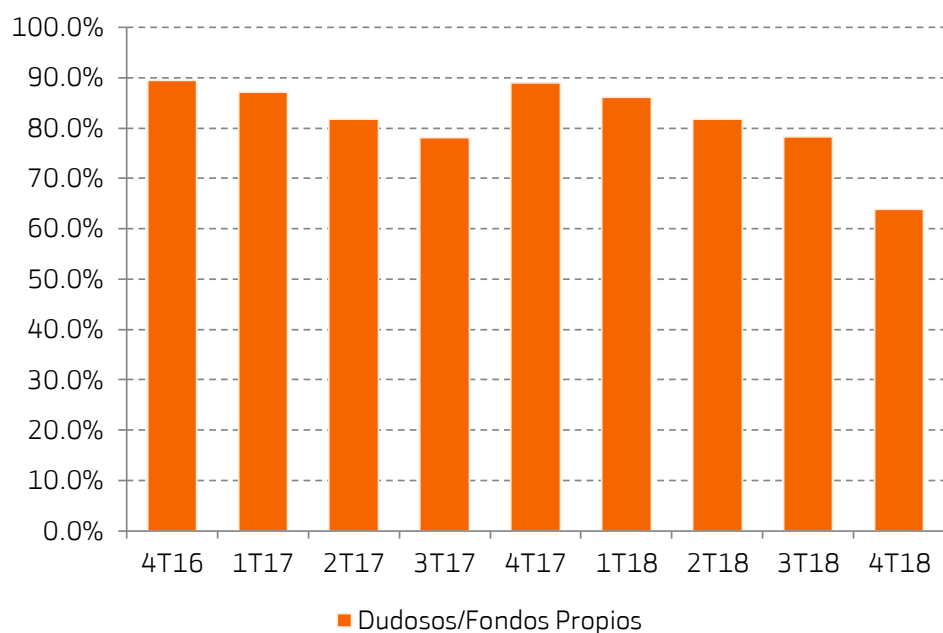
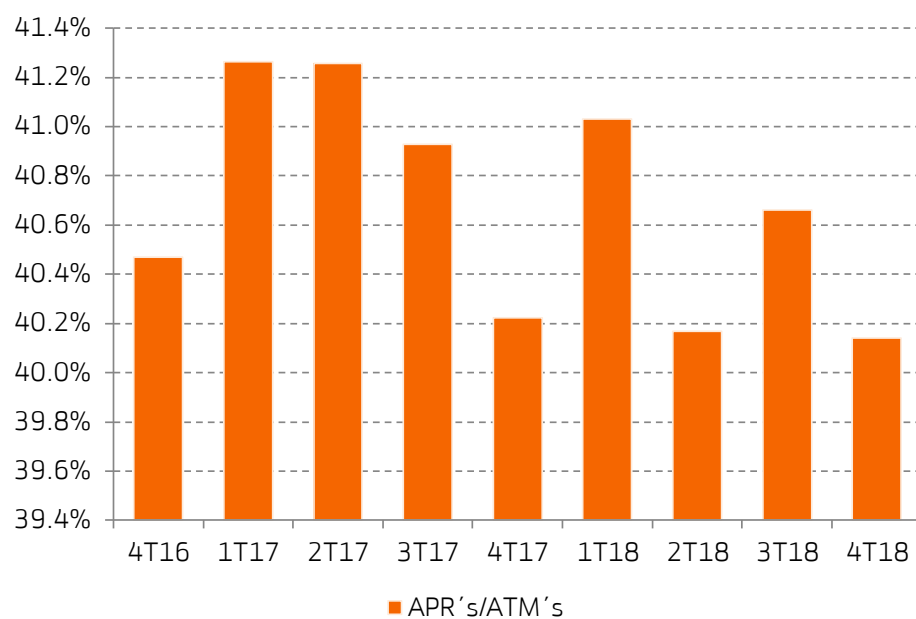


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

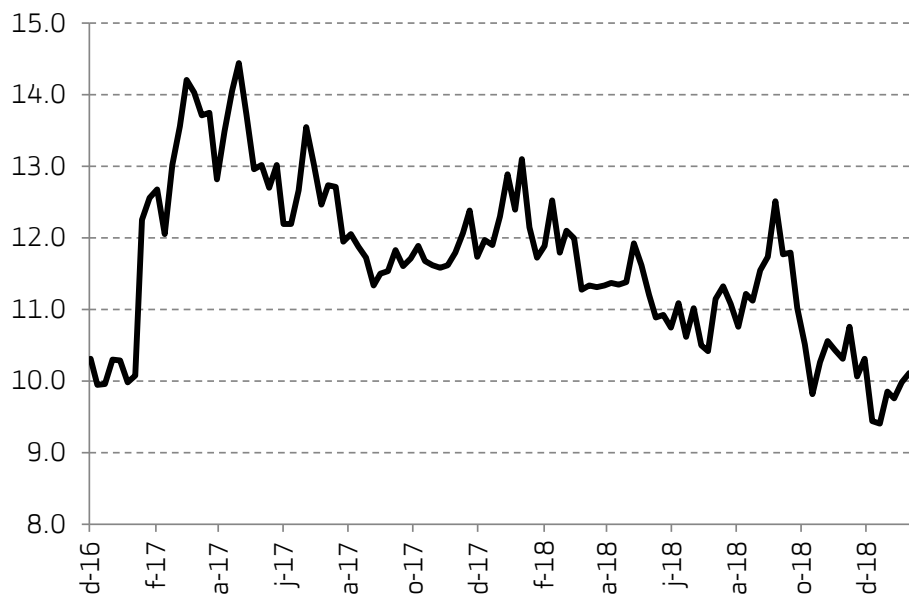
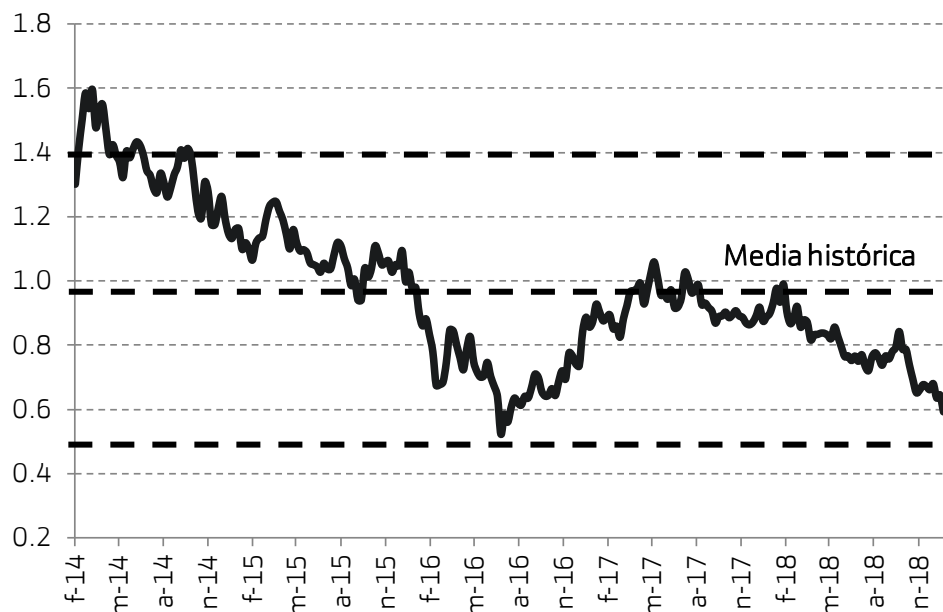


Gráfico 6: P/VC histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina Juan Tuesta
Pilar Aranda 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.