

## Bancos Españoles

La actividad comercial gana tracción, la ratio de capital CET1 FL lidera el sector y el RoTe alcanza el 8,5%

## Bankia

Precio Objetivo: 4,20 €/acc

Recomendación: Comprar

### Datos Básicos

Capitalización Bursátil	10.072 M€
Nº Acciones	3.085 M
Precio último	3,27 €/acc
Max/Min (52 sem)	4,43 / 3,01
Revalorización (YTD)	-18,1%
Cód. Reuters / Bloomberg	BKIA.MC /BKIA.SM

### Múltiplos de Valoración

	2017	2018 e	2019 e	2020 e
PER	19,9 x	12,6 x	10,3 x	8,6 x
P/V	0,8 x	0,7 x	0,7 x	0,7 x
Div. Yield	2,0%	3,6%	4,3%	5,8%

### 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%

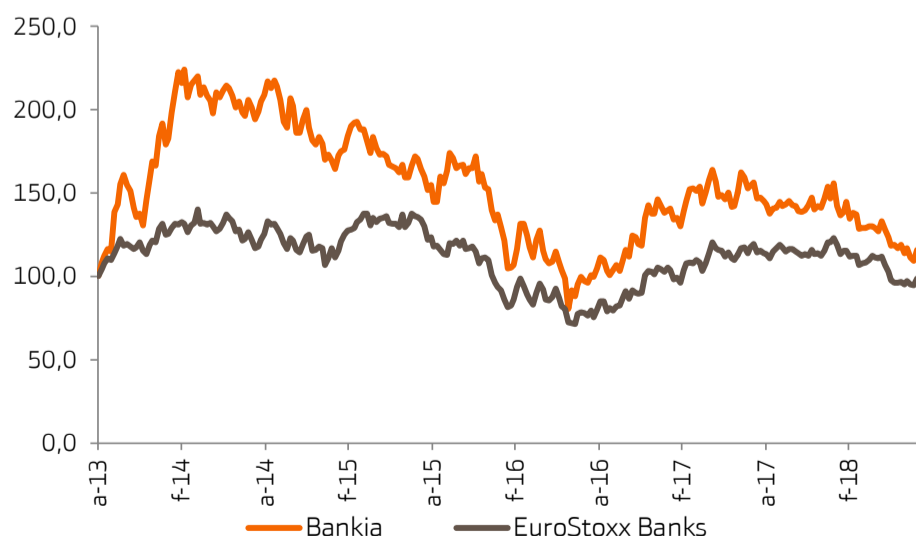
(1) Tasa Anual Media de Incremento.

### Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	2,0%
ROTE sostenible estimado	9,6%
Coste de capital (Ke)	10,0%
<b>Precio objetivo (€/acc.)</b>	<b>4,20</b>
<b>Potencial de revalorización</b>	<b>28,7%</b>

(\*) Warranted Equity Value

### Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

**Conclusión:** Los resultados del 2T'18 reflejan un aumento significativo de la actividad comercial, una rápida integración de BMN y la mejora en el perfil de riesgo del banco. **La ratio de capital CET FL (12,70%) lidera el sector y el RoTE alcanza el 8,5%** (vs 7,7% en 1T'18). Nuestro Precio Objetivo (4,20 €/acc vs 4,70 €/acc anterior) refleja una mayor prima de riesgo exigida al sector que estimamos en +50 pb y que fundamentalmente se explica por el retraso en las perspectivas de subidas de tipos por parte del BCE. **Reiteramos nuestra recomendación de Comprar** en base a: BKIA cotiza con unos múltiplos de valoración atractivos (P/V ~0,7 x) que no reflejan (i) el potencial de mejora en rentabilidad de la entidad y (ii) el atractivo plan de remuneración a los accionistas - 2.500 M€ para el período 2018/2020 -, equivalente al ~25,0% de la capitalización bursátil actual.

**Resultados 1S'18:** El BNA alcanza 515 M€ (+0,1%) y bate ampliamente las expectativas (452 M€ esperado) gracias al aumento de la actividad comercial, la reducción de gastos operativos y un coste del riesgo bajo. Las cifras del 1S'18 están afectadas por el cambio en el perímetro de consolidación tras la integración de BMN a finales de 2017. La comparativa homogénea (2T'18 vs 1T'18), muestra una positiva evolución del Resultado Operativo después de provisiones (+7,4% t/t) y del BNA (285 M€ en 2T'18; +24,2% t/t).

La cuenta de P&G refleja: (i) el impacto negativo de los bajos tipos de interés sobre el stock de préstamos - mayoritariamente referenciados al Euribor - que se compensa parcialmente por el aumento de la inversión crediticia, (ii) un aumento significativo en los volúmenes de nueva producción - la concesión de hipotecas crece +18,1% t/t, el crédito al consumo +34,6% t/t y la inversión crediticia en empresas +35,8% t/t -, (iii) un esfuerzo adicional en reducción de costes operativos que descienden -5,4% t/t en 2T'18. La integración de BNM avanza más rápido de lo esperado y permite capturar las sinergias de costes antes de lo previsto inicialmente.

El equipo gestor ha mejorado el calendario estimado para la obtención de sinergias hasta 100 M€ en 2018 (vs 66 M€ anterior) y 190 M€ en 2019 (vs 149 M€ anterior) y (iv) La caída en el coste del riesgo, actualmente en 20 pb (vs 25 pb en 1S'17) que viene acompañado por la mejora en los índices de calidad crediticia (morosidad & riesgo inmobiliario).

La morosidad desciende hasta el 8,1% (vs 8,7% en 1T'18 vs 8,9% en 4T'17) con una tasa de cobertura estable (55,0% vs 55,1% en 1T'18). En relación a la solvencia, la ratio de capital CET 1 FL se mantiene estable en 12,70% (vs 12,68% en 1T'18) a pesar de un entorno de mercado adverso para las cartera de activos disponibles para la venta y el RoTE mejora hasta el 8,5 % vs 7,7% en 1T'18.

#### Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández Ramón Carrasco Arancha Bueno Aránzazu Cortina  
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pischo 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 <sup>(1)</sup> Datos en M€	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	Acumulado		% Variación		
						12 M Trailing Último	Previo	2T18 a/a	t/t	12 M a/a
Mg. Intereses <sup>(2)</sup>	493	472	472	527	528	1.999	2.027	7,1%	0,2%	-1,4%
Otros ingresos <sup>(3)</sup>	280	285	422	424	379	1.510	1.287	35,4%	-10,6%	17,3%
<b>Margen Bruto</b>	<b>773</b>	<b>757</b>	<b>894</b>	<b>951</b>	<b>907</b>	<b>3.509</b>	<b>3.314</b>	<b>17,3%</b>	<b>-4,6%</b>	<b>5,9%</b>
Gastos Generales	403	412	1.106	496	457	2.471	1.689	13,4%	-7,9%	46,3%
<b>Margen Neto</b>	<b>370</b>	<b>345</b>	<b>-213</b>	<b>455</b>	<b>450</b>	<b>1.037</b>	<b>1.625</b>	<b>21,6%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-36,2%</b>
Prov. insolvencias	67	66	88	116	91	361	249	35,8%	-21,6%	44,8%
<b>Rdo. Operativo</b>	<b>303</b>	<b>279</b>	<b>-300</b>	<b>339</b>	<b>359</b>	<b>677</b>	<b>1.376</b>	<b>18,5%</b>	<b>5,9%</b>	<b>-50,8%</b>
Rdos. Extraordinarios	14	19	59	42	-25	95	238	-278,6%	-159,5%	-59,9%
<b>BAI.</b>	<b>289</b>	<b>260</b>	<b>-360</b>	<b>297</b>	<b>384</b>	<b>581</b>	<b>1.138</b>	<b>32,9%</b>	<b>29,3%</b>	<b>-48,9%</b>
Impuestos	78	34	-82	67	99	118	237	27,1%	47,9%	-50,2%
Minoritarios	1	1	-43	1	0	-41	-1	n.s	n.s	n.s
<b>BNA Ajustado</b>	<b>210</b>	<b>225</b>	<b>-234</b>	<b>229</b>	<b>285</b>	<b>505</b>	<b>902</b>	<b>35,7%</b>	<b>24,5%</b>	<b>-44,1%</b>
Otros Ajustes Neto	0	0	0	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
<b>BNA Publicado</b>	<b>210</b>	<b>225</b>	<b>-234</b>	<b>229</b>	<b>285</b>	<b>505</b>	<b>902</b>	<b>35,7%</b>	<b>24,5%</b>	<b>-44,1%</b>

(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	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	Variación			
						MM€		%	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez <sup>(4)</sup>	6	6	8	8	7	1,3	-0,4	20,9%	-4,6%
Cartera Valores	26	26	23	19	18	-8,4	-1,1	-31,7%	-6,0%
<b>Inversión Crediticia</b>	<b>109</b>	<b>108</b>	<b>129</b>	<b>126</b>	<b>127</b>	<b>17,6</b>	<b>0,7</b>	<b>16,1%</b>	<b>0,5%</b>
Otros	39	39	55	56	56	16,8	0,0	43,0%	0,0%
<b>Total Activo</b>	<b>181</b>	<b>179</b>	<b>214</b>	<b>209</b>	<b>208</b>	<b>27,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>15,1%</b>	<b>-0,4%</b>
Depósitos	103	101	128	126	128	25,3	1,8	24,6%	1,4%
Finac. Mayorista	65	66	73	69	67	1,7	-2,3	2,6%	-3,4%
Fondos Propios	13	13	14	14	13	0,3	-0,3	2,4%	-2,3%
<b>Total Pasivo &amp; F.Propios</b>	<b>181</b>	<b>179</b>	<b>214</b>	<b>209</b>	<b>208</b>	<b>27,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>15,1%</b>	<b>-0,4%</b>
APR's <sup>(5)</sup>	75	73	86	86	84	9,0	-2,1	12,1%	-2,5%
Fondos Propios	13	13	14	14	13	0,3	-0,3	2,4%	-2,3%

(4) Incluye interbancario

(5) Activos Ponderados por Riesgo;

Métricas de Gestión

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

(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 Ramón Carrasco Arancha Bueno Aránzazu Cortina  
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

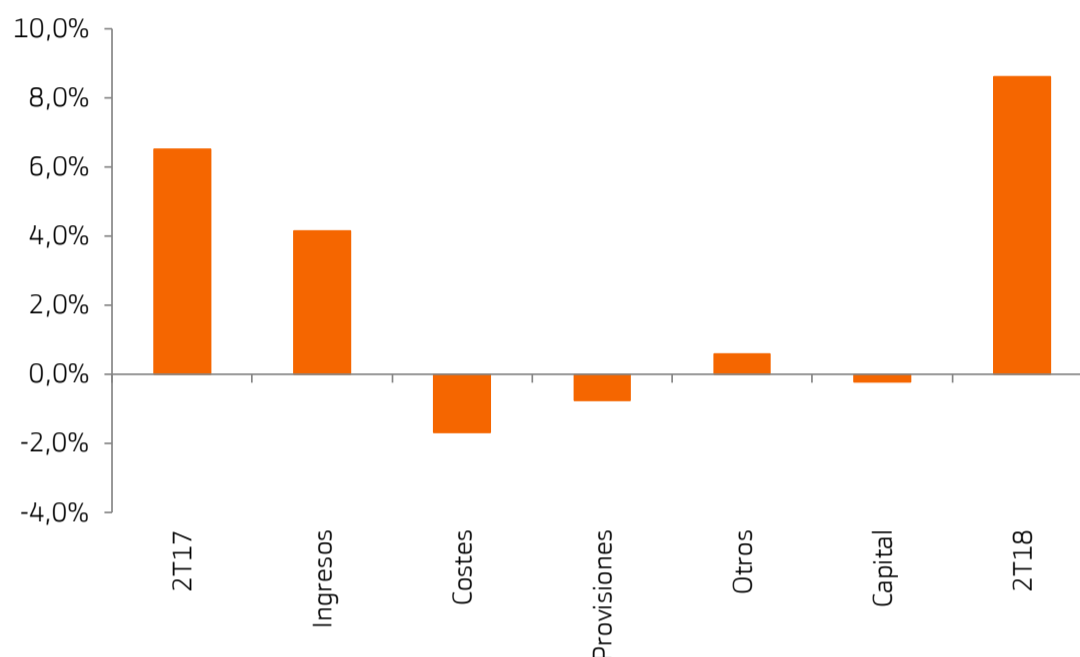
La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

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

(\*) 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
<b>Datos en M€</b>							
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%
<b>Margen Bruto</b>	<b>3.064</b>	<b>3.526</b>	<b>3.669</b>	<b>3.937</b>	<b>15,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>7,3%</b>
Gastos Generales	-1.581	-1.953	-1.869	-1.863	23,5%	-4,3%	-0,3%
<b>Margen Neto</b>	<b>1.483</b>	<b>1.573</b>	<b>1.800</b>	<b>2.074</b>	<b>6,1%</b>	<b>14,4%</b>	<b>15,2%</b>
Dotaciones insolvencias	-293	-250	-200	-175	-14,7%	-20,0%	-12,5%
Otros resultados	-120	-196	-201	-207	n.s	n.s	n.s
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>1.070</b>	<b>1.127</b>	<b>1.399</b>	<b>1.692</b>	<b>5,3%</b>	<b>24,1%</b>	<b>21,0%</b>
Impuesto sobre sociedades	-264	-307	-402	-488	16,2%	31,0%	21,4%
<b>Rdo. Operaciones continuadas</b>	<b>806</b>	<b>820</b>	<b>997</b>	<b>1.204</b>	<b>1,7%</b>	<b>21,6%</b>	<b>20,8%</b>
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	-290	0	0	0	n.s	n.s	n.s
<b>Resultado consolidado del ejercicio</b>	<b>516</b>	<b>820</b>	<b>997</b>	<b>1.204</b>	<b>58,9%</b>	<b>21,6%</b>	<b>20,8%</b>
Resultado atribuido a minoritarios	-11	-18	-23	-28	61,5%	31,0%	21,4%
<b>Beneficio atribuido al Grupo</b>	<b>505</b>	<b>802</b>	<b>973</b>	<b>1.176</b>	<b>58,8%</b>	<b>21,4%</b>	<b>20,8%</b>
Ingresos Core <sup>(i)</sup> /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 Ramón Carrasco Arancha Bueno Aránzazu Cortina  
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.

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

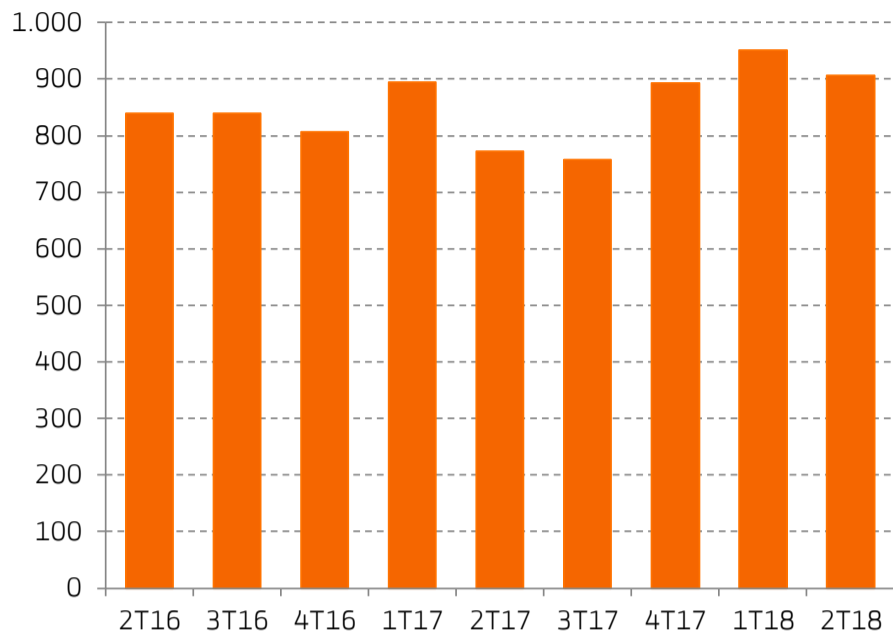
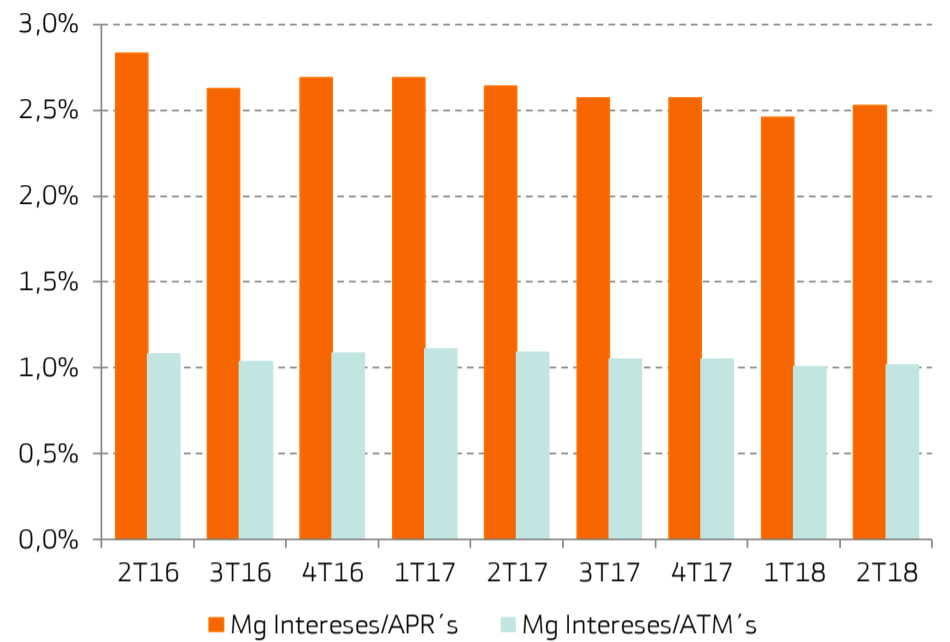


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Dudosos/Fondos Propios

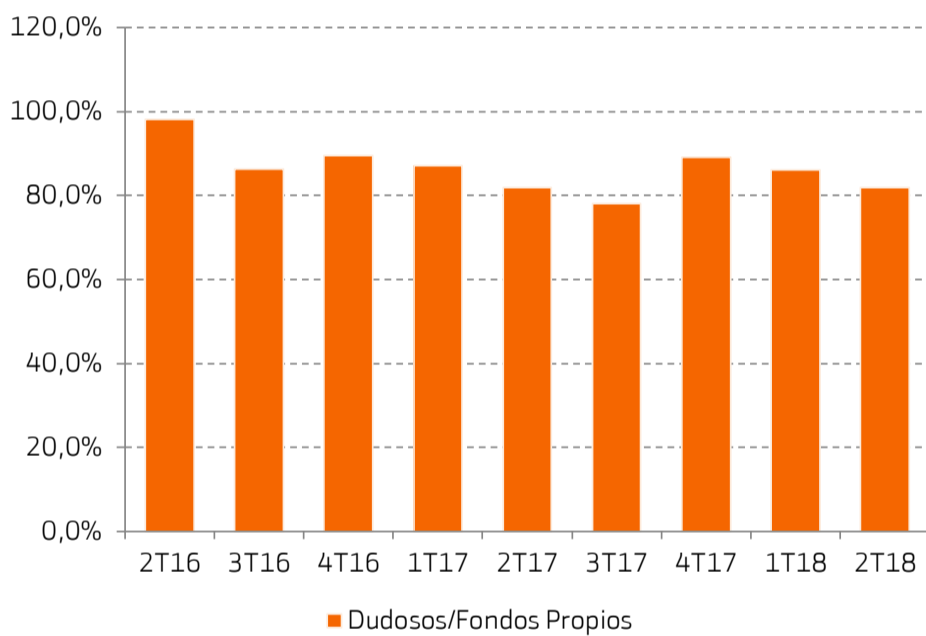
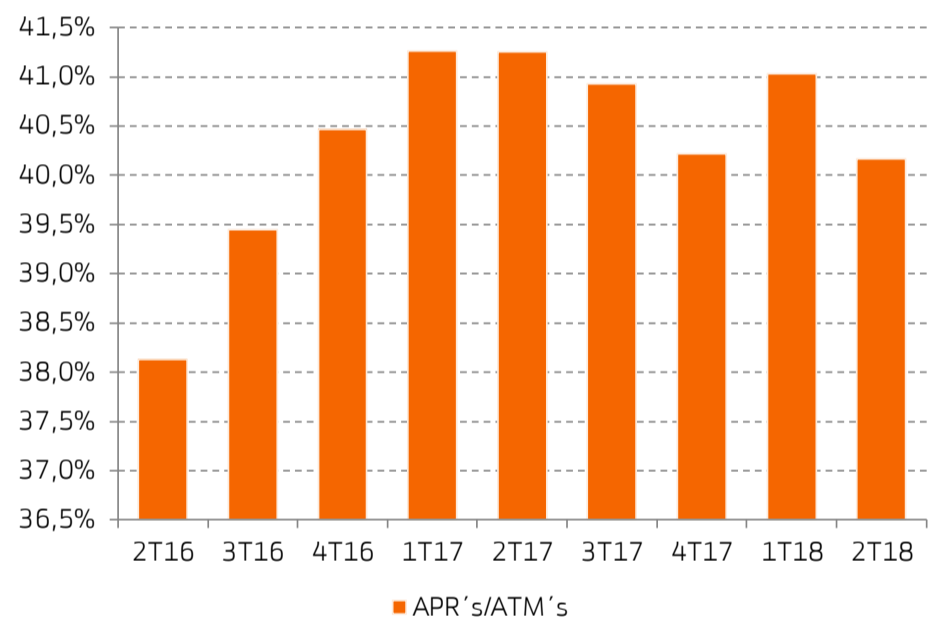


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

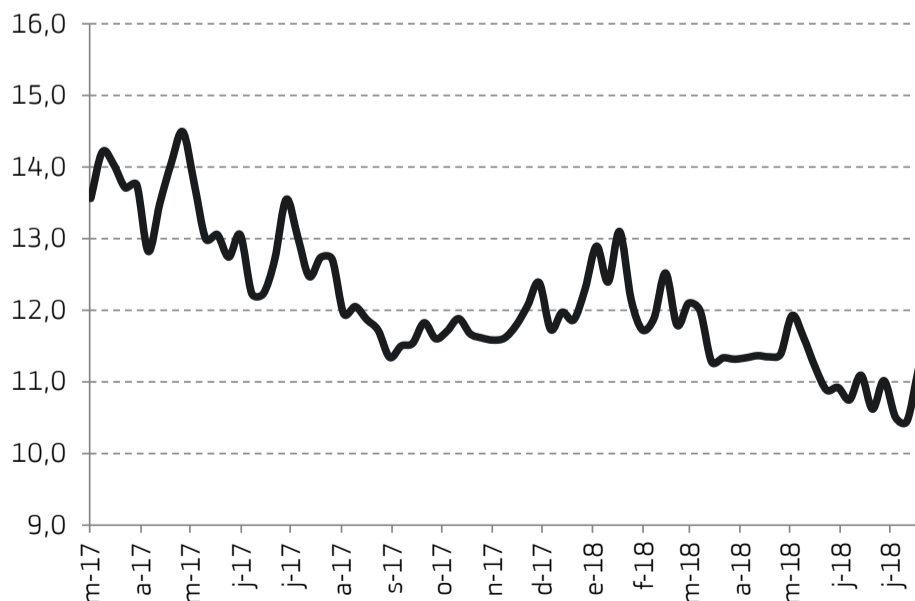
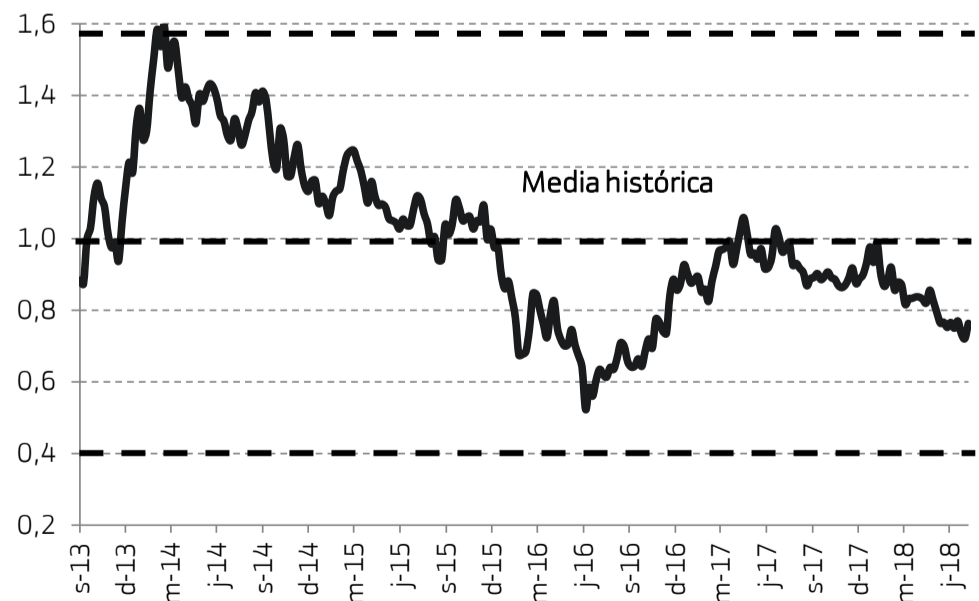


Gráfico 6: PVC histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada    Jesús Amador    Elena Fernández    Ramón Carrasco    Arancha Bueno    Aránzazu Cortina  
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.