

## Bancos Europeos

Los fundamentales son sólidos y el RoTE confirma la senda de mejora vista en trimestres anteriores

## Caixabank

Precio Objetivo: 4,75 €/acc

Recomendación: Neutral

### Datos Básicos

Capitalización Bursátil	23.698 M€
Nº Acciones	5.981 M
Precio último	3,96 €/acc
Max/Min (52 sem)	4,51 / 3,50
Revalorización (YTD)	1,88%
Cód. Reuters / Bloomberg	CABK.MC / CABK.SM

### Múltiplos de Valoración

	2017	2018 e	2019 e	2020 e
PER	14,1 x	9,5 x	8,8 x	8,0 x
P/V	1,0 x	0,9 x	0,9 x	0,9 x
Div. Yield	2,8%	3,9%	4,5%	6,2%

### Principales cifras y ratios

Datos en M€	2017 r	2018 e	2019 e	TAMI(1)
Margen Bruto	8.222	8.773	9.111	+5,3%
Margen Neto	3.645	4.042	4.320	+8,9%
Provisiones	-1.711	-833	-846	-29,7%
Tax, Min & Otros.	-250	-724	-783	+77,0%
BNA	1.684	2.486	2.691	+26,4%
BPA	0,28	0,42	0,45	+26,4%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

### Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	2,0%
ROTE sostenible estimado	11,0%
Coste de capital (Ke)	8,8%
<b>Precio objetivo (€/acc.)</b>	<b>4,75</b>
<b>Potencial de revalorización</b>	<b>19,9%</b>

(\*) Warranted Equity Value

### Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

**Conclusión:** Valoramos positivamente la evolución de las principales partidas de la cuenta de resultados - ingresos típicos, margen de explotación y BNA - así como el saneamiento del balance. Los fundamentales son sólidos y el RoTE supera el 10,0%. CABK presentará un nuevo plan estratégico en noviembre 2018 donde esperamos unos objetivos ambiciosos en términos de actividad y rentabilidad. Mantenemos nuestra recomendación en Neutral con un Precio Objetivo de 4,75 €/acc (sin cambios).

**Resultados 1S'18:** El BNA alcanza 1.298 M€ (+54,6%) y bate ampliamente las expectativas (1.224 M€ esperado) gracias a la favorable evolución de los ingresos y la caída en el coste del riesgo (provisiones/inversión).

Los ingresos típicos muestran una evolución positiva (+3,5% en M.Intereses y +3,3% en comisiones) gracias al aumento en la actividad comercial (+1,4% t/t en crédito a particulares y +0,9% t/t en empresas) y la gestión de márgenes. La franquicia en Portugal evoluciona positivamente y el BNA alcanza 36 M€ en 2T'18 (vs -19 M€ en 2T'17), gracias al incremento de la actividad y el control de costes.

El balance es sólido, las métricas de liquidez evolucionan positivamente y la ratio de capital CETI FL se mantiene estable con respecto al 1T'18 (11,4% vs 11,6% en 1T'18). La venta de la práctica totalidad del negocio inmobiliario mejora el perfil de riesgo de CABK y permite afrontar un nuevo plan estratégico - previsto para el 27 de noviembre 2018 - en mejores condiciones de partida.

La venta a Lone Star del grueso de su exposición inmobiliaria (7.000 M€ netos) permitirá mejorar la ratio de capital CETI FL en +30 pb hasta el 11,7% - en el rango alto de la medida sectorial -. Los índices calidad crediticia (morosidad & cobertura) evolucionan positivamente, la morosidad desciende hasta el 5,3% (vs 5,8% en 1T'18) y la cobertura aumenta hasta el 56,0% (vs 55,0% en 1T'18) mientras el RoTE alcanza el 10,4% (vs 9,8% en 1T'18) y confirma la senda de mejora vista en trimestres anteriores.

En conjunto, valoramos positivamente la evolución de las principales partidas de la cuenta de resultados así como el saneamiento del balance.

#### 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		2T18		12 M
						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses <sup>(2)</sup>	1.309	1.206	1.197	1.208	1.345	4.956	4.677	2,8%	11,3%	6,0%
Otros ingresos <sup>(3)</sup>	895	785	496	788	810	2.879	2.776	-9,5%	2,8%	3,7%
<b>Margen Bruto</b>	<b>2.204</b>	<b>1.991</b>	<b>1.693</b>	<b>1.996</b>	<b>2.155</b>	<b>7.835</b>	<b>7.453</b>	<b>-2,2%</b>	<b>8,0%</b>	<b>5,1%</b>
Gastos Generales	1.614	1.167	1.237	1.202	1.393	4.999	5.199	-13,7%	15,9%	-3,8%
<b>Margen Neto</b>	<b>590</b>	<b>824</b>	<b>456</b>	<b>794</b>	<b>762</b>	<b>2.836</b>	<b>2.254</b>	<b>29,2%</b>	<b>-4,0%</b>	<b>25,8%</b>
Prov. insolvencias	223	186	141	139	109	575	629	-51,1%	-21,6%	-8,6%
<b>Rdo. Operativo</b>	<b>367</b>	<b>638</b>	<b>315</b>	<b>655</b>	<b>653</b>	<b>2.261</b>	<b>1.625</b>	<b>77,9%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>39,1%</b>
Rdos. Extraordinarios	-187	-219	79	-264	-169	-573	-30	-9,6%	n.s	n.s
<b>BAI.</b>	<b>554</b>	<b>857</b>	<b>236</b>	<b>919</b>	<b>822</b>	<b>2.834</b>	<b>1.655</b>	<b>48,4%</b>	<b>-10,6%</b>	<b>71,2%</b>
Impuestos	113	187	42	182	219	630	388	93,8%	n.s	62,4%
Minoritarios	5	21	-2	33	9	61	19	80,0%	n.s	n.s
<b>BNA Ajustado</b>	<b>436</b>	<b>649</b>	<b>196</b>	<b>704</b>	<b>594</b>	<b>2.143</b>	<b>1.248</b>	<b>36,2%</b>	<b>-15,6%</b>	<b>71,7%</b>
Otros Ajustes Neto	0	0	0	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
<b>BNA Publicado</b>	<b>436</b>	<b>649</b>	<b>196</b>	<b>704</b>	<b>594</b>	<b>2.143</b>	<b>1.248</b>	<b>36,2%</b>	<b>-15,6%</b>	<b>71,7%</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>	22	19	28	22	32	9,3	9,9	41,9%	45,6%
Cartera Valores	78	83	78	32	31	-47,2	-1,2	-60,5%	-3,8%
Inversión Crediticia	227	225	223	222	222	-5,2	0,0	-2,3%	0,0%
Otros	51	53	54	109	112	60,6	3,0	117,6%	2,8%
<b>Total Activo</b>	<b>379</b>	<b>379</b>	<b>383</b>	<b>384</b>	<b>396</b>	<b>17,4</b>	<b>11,7</b>	<b>4,6%</b>	<b>3,0%</b>
Depósitos	203	200	201	200	216	13,1	15,9	6,5%	7,9%
Finac. Mayorista	152	154	158	160	156	4,6	-3,6	3,0%	-2,3%
Fondos Propios	24	25	25	25	24	-0,3	-0,5	-1,1%	-2,2%
<b>Total Pasivo &amp; F.Propios</b>	<b>379</b>	<b>379</b>	<b>383</b>	<b>384</b>	<b>396</b>	<b>17,4</b>	<b>11,7</b>	<b>4,6%</b>	<b>3,0%</b>
APR's <sup>(5)</sup>	152	150	149	148	148	-3,6	-0,6	-2,4%	-0,4%
TCE <sup>(6)</sup>	20	21	20	20	20	-0,1	-0,3	-0,3%	-1,5%

(4) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D <sup>(7)</sup>	112,0%	112,1%	111,2%	110,9%	102,8%	-9 pb	-8,2 pb
Dudosos / TCE <sup>(8)</sup>	76,9%	73,7%	70,0%	67,1%	63,3%	-13,6 pb	-3,8 pb
APR's/ Activos <sup>(9)</sup>	40,0%	39,5%	38,8%	38,6%	37,3%	-2,7 pb	-1,3 pb
TCE/ Fondos Propios	82,6%	83,0%	82,8%	82,8%	83,3%	0,7 pb	0,6 pb
<b>ROTE <sup>(10)</sup></b>	<b>8,7%</b>	<b>12,5%</b>	<b>3,8%</b>	<b>13,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>3,2 pb</b>	<b>-2,0 pb</b>
<b>ROA <sup>(11)</sup></b>	<b>0,5%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,1 pb</b>	<b>-0,1 pb</b>

(7) Inversión crediticia neta/depositos; (8) Dudosos/Tangible Common Equity; (9) Activos Ponderados por Riesgo/Total Activos; (10) BNA anualizado/TCE; (11) 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:

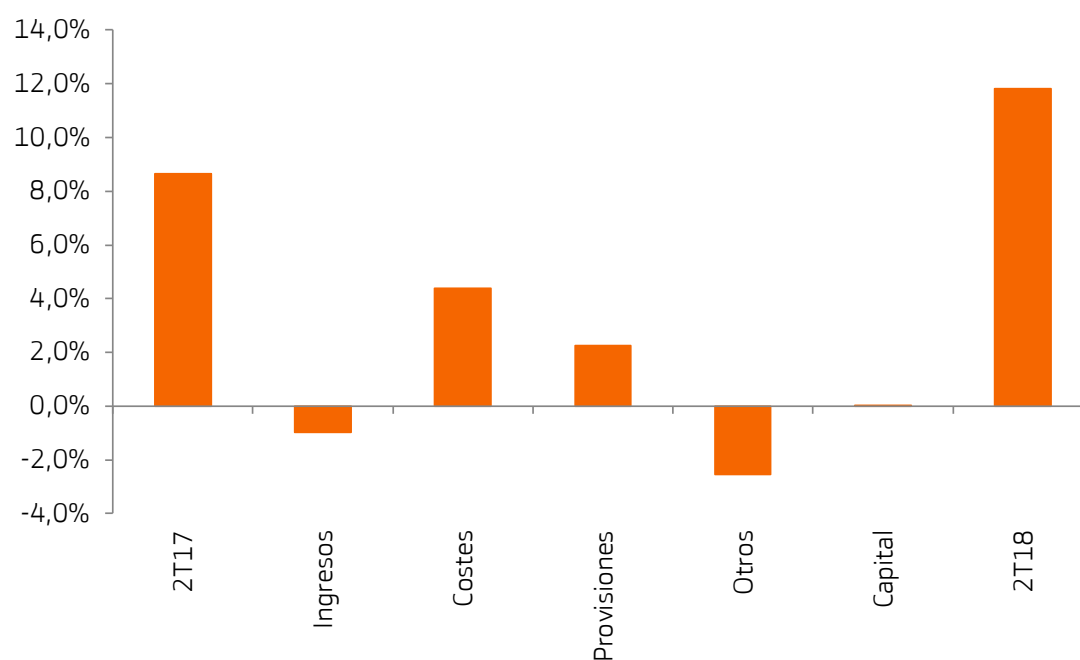
La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

\* 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

RoTE 2T17	Contribución anual						Impacto Capital (*)	Total	RoTE 2T18
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G				
	-49	221	114	-128	158		62		
<b>8,7%</b>	-1,0%	4,4%	2,3%	-2,5%	3,1%		0,0%	<b>3,2%</b>	<b>11,8%</b>

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



Principales Estimaciones

P&G Reportada Datos en M€	2017	2018 e	2019 e	2020 e	% Variación		
					2018	2019	2020
Margen de Intereses	4.746	5.076	5.558	5.922	6,9%	9,5%	6,5%
Comisiones	2.499	2.664	2.719	2.775	6,6%	2,1%	2,1%
Otros Ingresos	977	1.034	834	834	5,8%	-19,4%	0,0%
<b>Margen Bruto</b>	<b>8.222</b>	<b>8.773</b>	<b>9.111</b>	<b>9.531</b>	<b>6,7%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,6%</b>
Gastos Generales	-4.577	-4.731	-4.791	-4.852	3,4%	1,3%	1,3%
<b>Margen Neto</b>	<b>3.645</b>	<b>4.042</b>	<b>4.320</b>	<b>4.679</b>	<b>10,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>8,3%</b>
Dotaciones insolvencias	-1.711	-833	-846	-859	-51,3%	1,6%	1,6%
Otros resultados	164	0	0	0	n.s	n.s	n.s
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>2.098</b>	<b>3.210</b>	<b>3.474</b>	<b>3.820</b>	<b>53,0%</b>	<b>8,2%</b>	<b>9,9%</b>
Impuesto sobre sociedades	-378	-706	-764	-840	86,8%	8,2%	9,9%
<b>Rdo. Operaciones continuadas</b>	<b>1.720</b>	<b>2.504</b>	<b>2.710</b>	<b>2.980</b>	<b>45,6%</b>	<b>8,2%</b>	<b>9,9%</b>
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
<b>Resultado consolidado del ejercicio</b>	<b>1.720</b>	<b>2.504</b>	<b>2.710</b>	<b>2.980</b>	<b>45,6%</b>	<b>8,2%</b>	<b>9,9%</b>
Resultado atribuido a minoritarios	36	18	19	21	-51,3%	8,2%	9,9%
<b>Beneficio atribuido al Grupo</b>	<b>1.684</b>	<b>2.486</b>	<b>2.691</b>	<b>2.959</b>	<b>47,6%</b>	<b>8,2%</b>	<b>9,9%</b>
Ingresos Core <sup>(i)</sup> /Mg. Bruto	88,1%	88,2%	90,9%	91,3%	0,1 pp	2,6 pp	0,4 pp
Comisiones/Gtos Generales	54,6%	56,3%	56,8%	57,2%	1,7 pp	0,4 pp	0,5 pp
Ratio Eficiencia	55,7%	53,9%	52,6%	50,9%	-1,7 pp	-1,3 pp	-1,7 pp
Provisiones / Mg. Bruto	46,9%	20,6%	19,6%	18,4%	-26,3 pp	-1,0 pp	-1,2 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).

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€

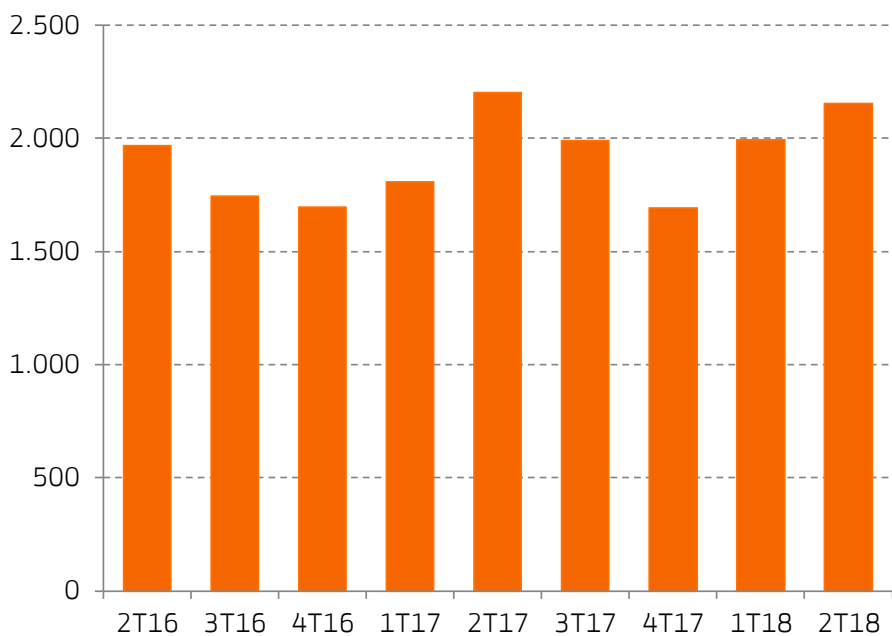
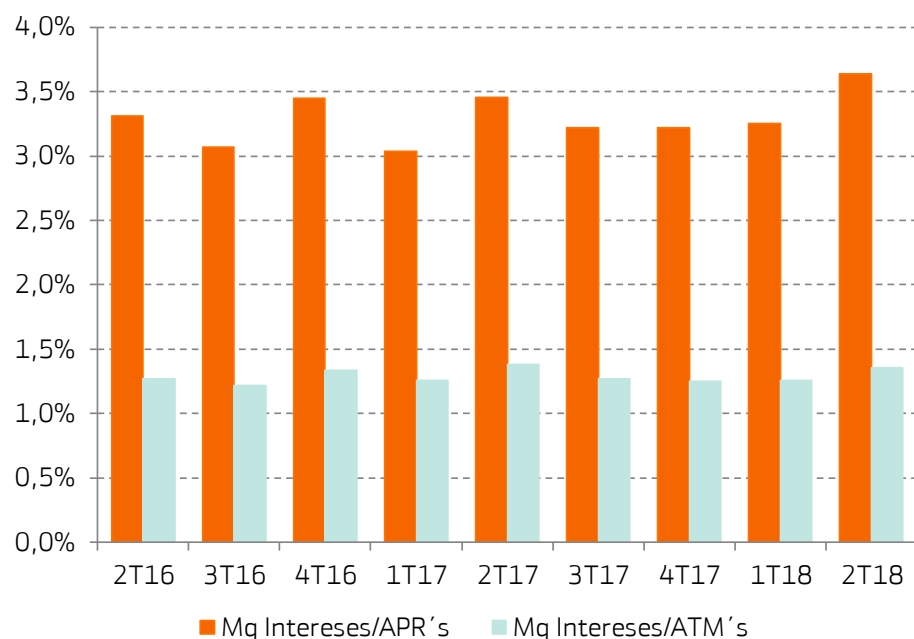


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

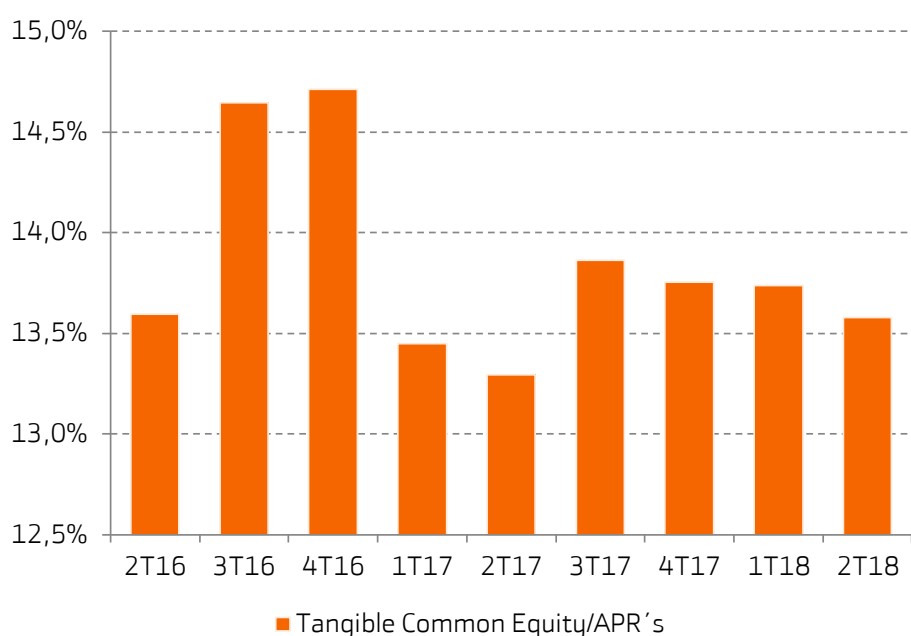
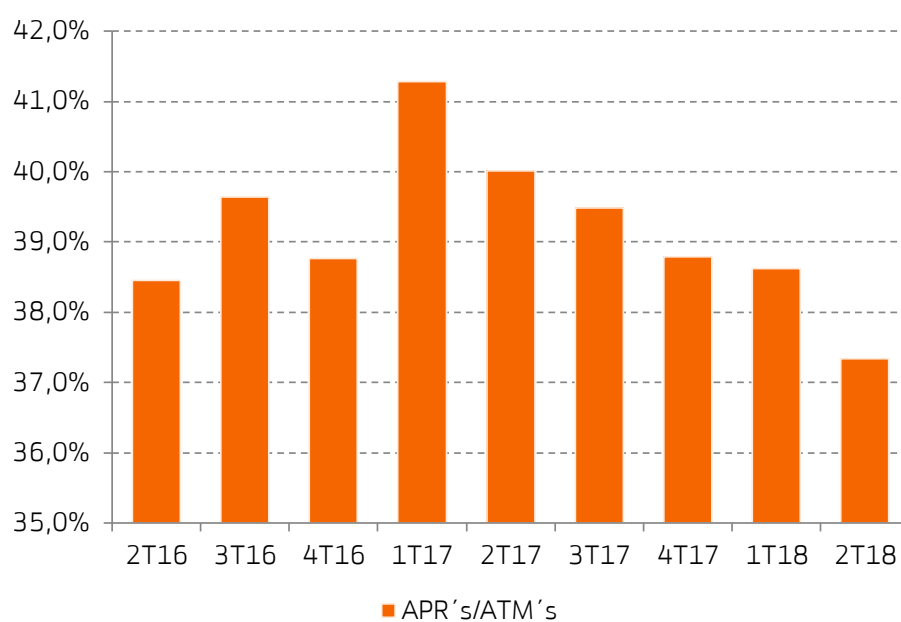


Gráfico 4: Densidad de capital



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.