

**Bien en solvencia y calidad crediticia pero el panorama macro es desafiante**

Caixabank

Precio Objetivo: 2,00 €/acc  
Recomendación: Neutral

### Datos Básicos

Capitalización Bursátil	9.493 M€
Nº Acciones	5.981 M
Precio último	1,59 €/acc
Max/Min (52 sem)	2,94 / 1,51
Revalorización (YTD)	-43,3%
Cód. Reuters / Bloomberg	CABK.MC /CABK.SM

### Múltiplos de Valoración

	2019	2020 e	2021 e	2022 e
PER	5,6 x	11,8 x	7,4 x	5,8 x
P/V	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x
Div. Yield	5,1%	0,0%	3,4%	4,3%

### Principales cifras y ratios

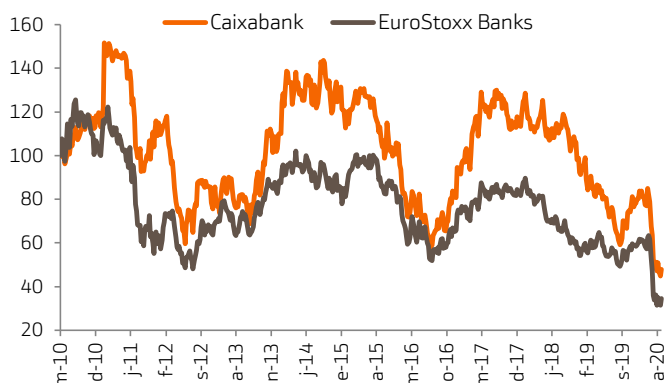
Datos en M€	2019 r	2020 e	2021 e	TAMI(1)
Margen Bruto	8.605	8.100	8.270	-2,0%
Margen Neto	2.855	3.207	3.289	+7%
Provisiones	-611	-1.700	-1.284	+45,0%
Tax, Min & Otros	-539	-703	-716	n.s
BNA	1.705	804	1.290	-13,0%
BPA	0,29	0,13	0,22	-13,0%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

### Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,0%
ROTE sostenible estimado	5,1%
Coste de capital (Ke)	9,0%
<b>Precio objetivo (€/acc.)</b>	<b>2,0</b>
<b>Potencial de Revalorización</b>	<b>26,3%</b>

### Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

**Conclusión:** El Covid-19 impide alcanzar los objetivos en 2020, provoca un recorte en la política de dividendos (30% de *pay-out* máximo) y reduce el BNA en 1T20 a 90,0 M€ (-83,2%). La ratio de solvencia se mantiene intacta (CET1~12,01%) y los índices de liquidez suben a máximos, pero el entorno macro no acompaña y no descartamos un coste del riesgo mayor al previsto. Revisamos a la baja nuestras perspectivas de BNA para 2020/2022 y Precio Objetivo a 2,0 €/acc (vs 3,0 €/acc anterior).

**Resultados 1T20:** El BNA cae hasta 90 M€ (-83,2%) y defrauda las expectativas (368 M€ e) tras provisionar 400 M€ por el Covid-19 (515 M€ en total) y perder -20 M€ con la cartera de *trading* (vs +48 M€ en 1T19).

La actividad comercial pre-Covid evoluciona satisfactoriamente (+1,7% en inversión & +1,0% en recursos de clientes) aunque continúa la presión en márgenes y las comisiones (+7,6%; -5,1% t/t) reflejan el impacto de los mercados en fondos de inversión.

**La ratio de capital CET1 se mantiene intacta en 12,01%** (vs 12,03% en 4T19) porque el recorte en el dividendo (+32 pb) compensa el impacto negativo de los mercados (Telefónica y BFA principalmente).

**La capacidad de resistencia del balance es alta** porque: (1) la cartera de inversión está bien diversificada (~38,0% en vivienda, ~23,0% grandes empresas, ~6,0% AAPP...), (2) la ratio de capital se sitúa en el rango alto del sector en España, (3) las ratios de liquidez alcanzan máximos históricos (LCR ~234% en 1T20 vs 185% en 12 meses) y (4) los indicadores de riesgo todavía son buenos. La morosidad se mantiene estable en 3,6% y la cobertura sube a 58,0% (vs 55,0% en 4T19).

**El guidance del equipo gestor para 2020** apunta a una tasa de mora > 4,0% pero <5,0% - inferior a la registrada en crisis pasadas -. El coste del riesgo (CoR), estimado se sitúa en ~60/90 pb (vs 31 pb en 1T20; 15 pb recurrentes) aunque no descartamos un CoR superior al previsto en el transcurso de 2020/2021.

**En definitiva,** las métricas de solvencia y calidad crediticia son sólidas, pero el panorama macro es desafiante y el RoTE publicado baja a 5,4% (vs 7,7% en 4T19 vs 8,5% en 1T19).

## Análisis y Mercados

## Cuenta de P&amp;G

P&G Ajustada <sup>(1)</sup>	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	1T20	12 M	12 M
Datos en M€						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses <sup>(2)</sup>	1.247	1.392	1.242	1.233	1.202	5.069	5.092	-3,6%	-2,5%	-0,5%
Otros ingresos <sup>(3)</sup>	755	983	823	1.511	726	4.043	3.737	-3,8%	-52,0%	8,2%
<b>Margen Bruto</b>	<b>2.002</b>	<b>2.375</b>	<b>2.065</b>	<b>2.744</b>	<b>1.928</b>	<b>9.112</b>	<b>8.829</b>	<b>-3,7%</b>	<b>-29,7%</b>	<b>3,2%</b>
Gastos Generales	1.252	2.366	1.284	2.040	1.332	7.022	6.031	6,4%	-34,7%	16,4%
<b>Margen Neto</b>	<b>750</b>	<b>9</b>	<b>781</b>	<b>704</b>	<b>596</b>	<b>2.090</b>	<b>2.798</b>	<b>-20,5%</b>	<b>-15,3%</b>	<b>-25,3%</b>
Prov. insolvencias	123	81	84	137	515	817	108	318,7%	275,9%	n.s
<b>Rdo. Operativo</b>	<b>627</b>	<b>-72</b>	<b>697</b>	<b>567</b>	<b>81</b>	<b>1.273</b>	<b>2.690</b>	<b>-87,1%</b>	<b>-85,7%</b>	<b>-52,7%</b>
Rdos. Extraordinarios	-91	-80	-91	4	-25	-192	82	n.s	n.s	n.s
<b>BAI.</b>	<b>718</b>	<b>8</b>	<b>788</b>	<b>563</b>	<b>106</b>	<b>1.465</b>	<b>2.608</b>	<b>-85,2%</b>	<b>-81,2%</b>	<b>-43,8%</b>
Impuestos	185	-81	142	123	16	200	715	n.s	-87,0%	-72,0%
Minoritarios	0	0	2	1	0	3	79	n.s	n.s	n.s
<b>BNA Publicado</b>	<b>533</b>	<b>89</b>	<b>644</b>	<b>439</b>	<b>90</b>	<b>1.262</b>	<b>1.814</b>	<b>-83,1%</b>	<b>n.s</b>	<b>-30,4%</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	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Variación			
						a/a	MM€ t/t	% a/a	% t/t
Liquidez <sup>(4)</sup>	32	24	27	20	32	-0,2	11,9	-0,7%	58,8%
Cartera Valores	28	2	35	2	9	-18,4	7,6	-66,6%	n.s
Inversión Crediticia	225	233	230	227	231	5,4	3,9	2,4%	1,7%
Otros	119	147	121	143	144	25,4	1,5	21,4%	1,1%
<b>Total Activo</b>	<b>404</b>	<b>406</b>	<b>413</b>	<b>391</b>	<b>416</b>	<b>12,3</b>	<b>25,0</b>	<b>3,0%</b>	<b>6,4%</b>
Depósitos	213	222	220	220	223	10,6	3,7	5,0%	1,7%
Finac. Mayorista	167	160	168	146	169	2,1	22,2	1,3%	15,2%
Fondos Propios	25	24	25	25	24	-0,5	-0,9	-2,2%	-3,7%
<b>Total Pasivo &amp; F.Propios</b>	<b>404</b>	<b>406</b>	<b>413</b>	<b>391</b>	<b>416</b>	<b>12,3</b>	<b>25,0</b>	<b>3,0%</b>	<b>6,4%</b>
APR 's <sup>(5)</sup>	149	147	149	148	148	-1,0	-0,1	-0,6%	0,0%
TCE <sup>(6)</sup>	21	20	21	21	20	-0,5	-0,9	-2,5%	-4,4%

(4) Incluye interbancario

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

## Métricas de Gestión

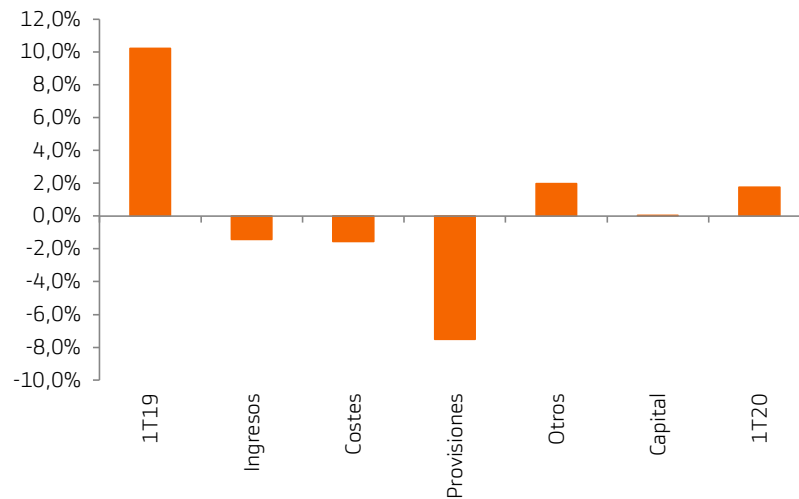
	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D <sup>(7)</sup>	105,9%	104,9%	104,5%	103,2%	103,3%	-3 pb	0,1 pb
Dudosos / TCE <sup>(8)</sup>	52,6%	55,9%	52,0%	41,3%	48,7%	-3,9 pb	7,4 pb
APR 's/ Activos <sup>(9)</sup>	36,8%	36,3%	36,1%	37,8%	35,5%	-1,3 pb	-2,3 pb
TCE/ Fondos Propios	84,3%	84,0%	84,6%	84,6%	84,0%	-0,3 pb	-0,6 pb
ROTE <sup>(10)</sup>	10,2%	1,8%	12,3%	8,3%	1,8%	-8,4 pb	-6,5 pb
ROA <sup>(11)</sup>	0,5%	0,1%	0,6%	0,4%	0,1%	-0,4 pb	-0,4 pb

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

## Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoTE (*) 1T19	Contribución anual							RoTE 1T20
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Impacto Capital(**)	Total	
10,2%	-1,4%	-1,5%	-7,5%	2,0%	-8,5%	0,0%	-8,4%	1,8%

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



## Principales Estimaciones

P&G Reportada	2019	2020 e	2021 e	2022 e	% Variación		
					2020	2021	2022
<b>Datos en M€</b>							
Margen de Intereses	4.951	4.890	4.900	4.920	-1,2%	0,2%	0,4%
Comisiones	2.598	2.625	2.685	2.698	1,1%	2,3%	0,5%
Otros Ingresos	1.056	585	685	765	-44,6%	17,1%	11,7%
<b>Margen Bruto</b>	<b>8.605</b>	<b>8.100</b>	<b>8.270</b>	<b>8.383</b>	<b>-5,9%</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,4%</b>
Gastos Generales	-5.750	-4.894	-4.981	-5.089	-14,9%	1,8%	2,2%
<b>Margen Neto</b>	<b>2.855</b>	<b>3.207</b>	<b>3.289</b>	<b>3.294</b>	<b>12,3%</b>	<b>2,6%</b>	<b>0,1%</b>
Dotaciones insolvencias	-611	-1.700	-1.284	-949	178,2%	-24,5%	-26,1%
Otros resultados	-167	-350	-150	0	n.s	n.s	n.s
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>2.077</b>	<b>1.157</b>	<b>1.855</b>	<b>2.345</b>	<b>-44,3%</b>	<b>60,4%</b>	<b>26,4%</b>
Impuesto sobre sociedades	-369	-347	-557	-704	-6,0%	60,4%	26,4%
<b>Rdo. Operaciones continuadas</b>	<b>1.708</b>	<b>810</b>	<b>1.299</b>	<b>1.642</b>	<b>-52,6%</b>	<b>60,4%</b>	<b>26,4%</b>
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
<b>Resultado consolidado del ejercicio</b>	<b>1.708</b>	<b>810</b>	<b>1.299</b>	<b>1.642</b>	<b>-52,6%</b>	<b>60,4%</b>	<b>26,4%</b>
Resultado atribuido a minoritarios	3	6	9	11	88,9%	60,4%	26,4%
<b>Beneficio atribuido al Grupo</b>	<b>1.705</b>	<b>804</b>	<b>1.290</b>	<b>1.630</b>	<b>-52,8%</b>	<b>60,4%</b>	<b>26,4%</b>
Ingresos Core <sup>(i)</sup> /Mg. Bruto	87,7%	92,8%	91,7%	90,9%	5,1 pp	-1,1 pp	-0,8 pp
Comisiones/Gtos Generales	45,2%	53,6%	53,9%	53,0%	8,5 pp	0,3 pp	-0,9 pp
Ratio Eficiencia	66,8%	60,4%	60,2%	60,7%	-6,4 pp	-0,2 pp	0,5 pp
Provisiones / Mg. Bruto	21,4%	53,0%	39,0%	28,8%	31,6 pp	-14,0 pp	-10,2 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1: Ingresos Totales en M€

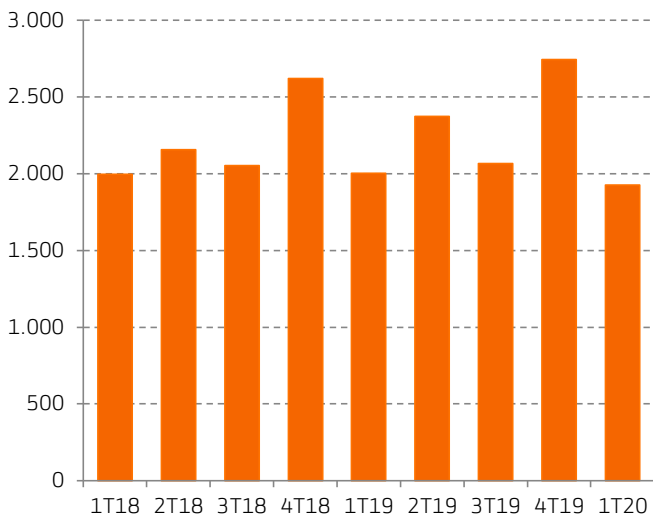
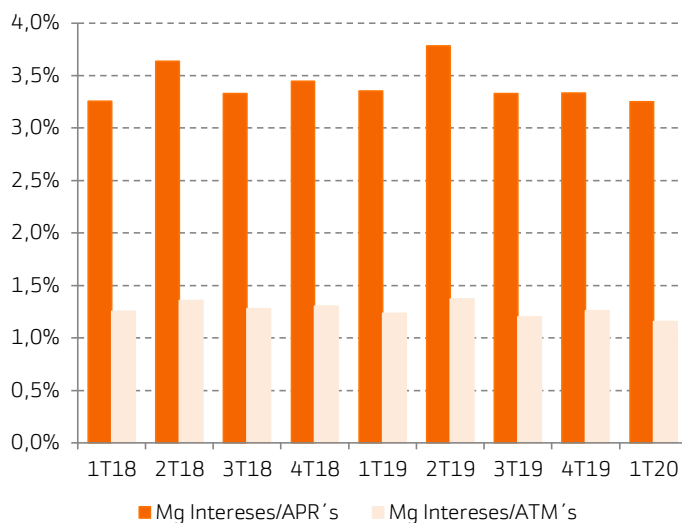


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

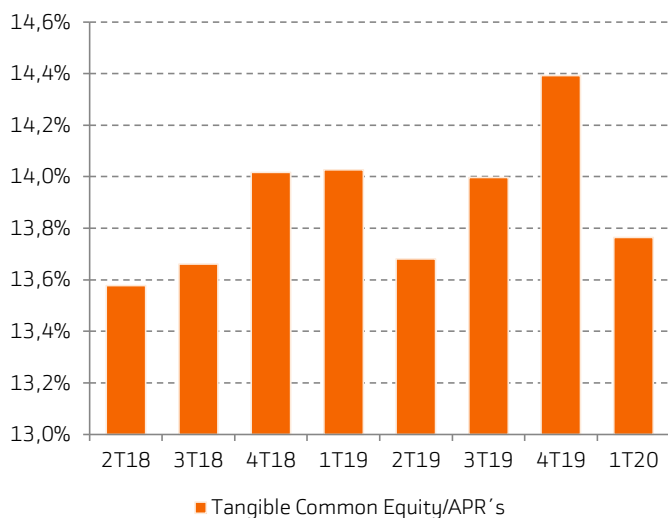
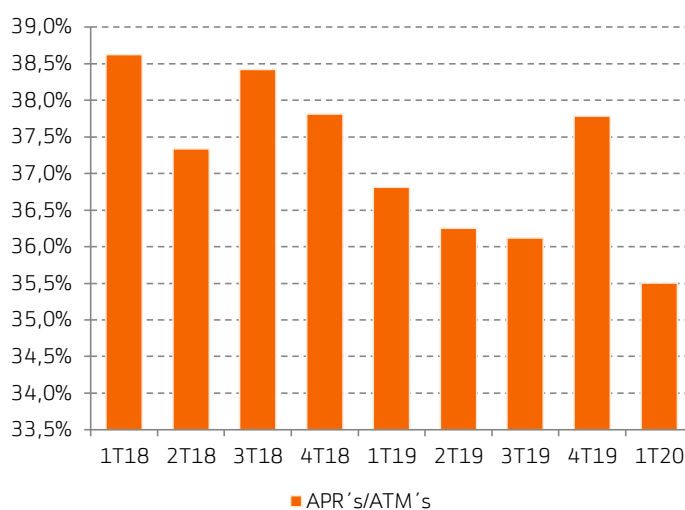


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER histórico

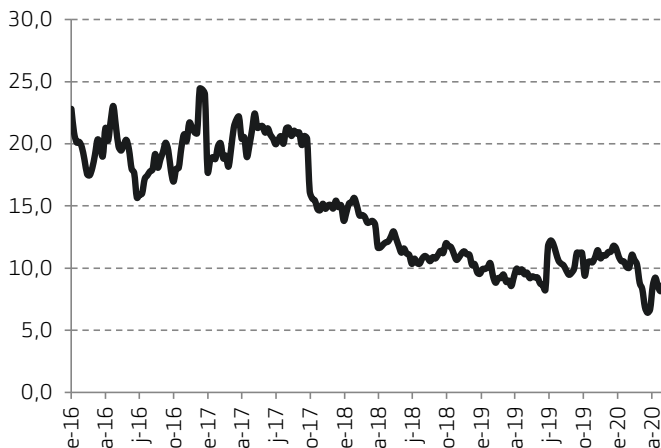
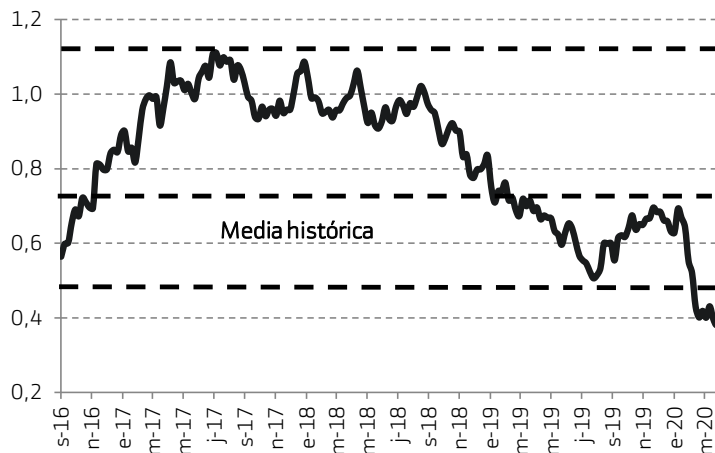


Gráfico 6: P/V histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

## 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](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	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Pilar Aranda - Petróleo	Ana de Castro - Seguros	Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Juan Moreno - Inmobiliarias	Aránzazu Cortina - Industriales	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología	Luis Piñas - Consumo	Elena Fernández-Trapiella - Consumo

Temáticas y activos de responsabilidad compart

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