

## Bancos Europeos

Los índices de calidad mejoran pero la rentabilidad (RoTE) se mantiene alejada del objetivo a largo plazo

## Caixabank

Precio Objetivo: 3.75 €/acc

Recomendación: Neutral

### Datos Básicos

Capitalización Bursátil	17 472 M€
Nº Acciones	5 981 M
Precio último	2.92 €/acc
Max/Min (52 sem)	4.33 / 2.90
Revalorización (YTD)	-7.68%
Cód. Reuters / Bloomberg	CABK.MC / CABK.SM

### Múltiplos de Valoración

	2018	2019 e	2020 e	2021 e
PER	8.8 x	7.7 x	7.2 x	6.8 x
P/V	0.7 x	0.7 x	0.7 x	0.6 x
Div. Yield	4.5%	5.2%	5.6%	5.9%

### Principales cifras y ratios

Datos en M€	2018 r	2019 e	2020 e	TAMI(1)
Margen Bruto	8 767	8 842	9 004	+1.3%
Margen Neto	4 109	3 952	4 202	+1.1%
Provisiones	-567	-580	-625	+5.0%
Tax, Min & Otros.	-1 557	-1 099	-1 153	-14.0%
BNA	1 985	2 272	2 424	+10.5%
BPA	0.33	0.38	0.41	+10.5%

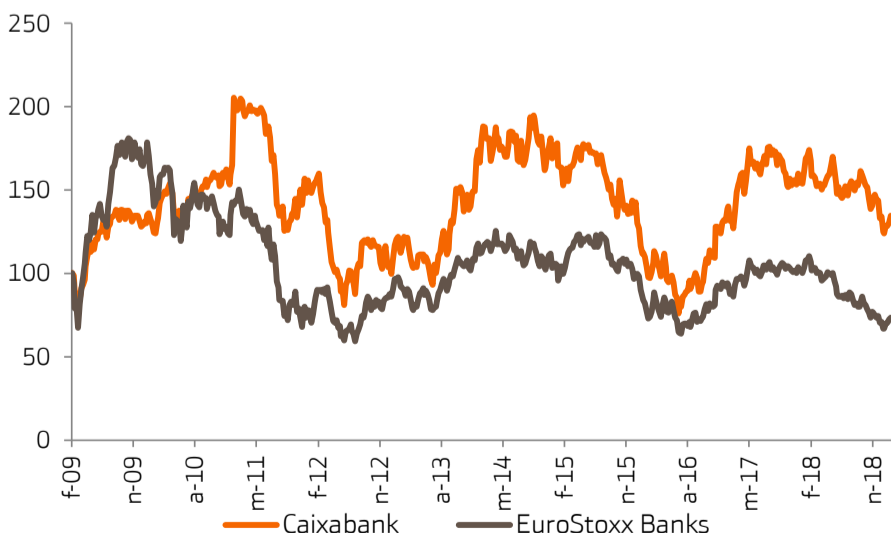
(1) Tasa Anual Media de Incremento.

### Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	1.5%
ROTE sostenible estimado	9.5%
Coste de capital (Ke)	9.0%
<b>Precio objetivo (€/acc.)</b>	<b>3.75</b>
<b>Potencial de revalorización</b>	<b>28.3%</b>

(\*) Warranted Equity Value

### Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

**Conclusión:** CABK supera los objetivos del plan 2015/2018 pero **defrauda expectativas en 4T'18**. El *guidance* para 2019 (+2,0% en M.Intereses & +5,0% en costes de explotación) refleja un ritmo de crecimiento inferior al establecido en el plan estratégico 2019/2021 (+5,0% en M.Intereses & +3,0% en gastos).

Las métricas de gestión - Volumen de negocio, Margen de Explotación & Solvencia - evolucionan positivamente y **el perfil de riesgo mejora**. Mantenemos recomendación en Neutral con un Precio Objetivo de 3,75 €/acc (vs 4,50 €/acc anterior).

**Resultados 2018:** El BNA alcanza 1.985 M€ (+17,8%) pero defrauda las expectativas (2.103 M€ esperado) debido a las pérdidas registradas por *trading* en 4T'18 (-45 M€ vs +30 M€ en 3T'18) y a provisiones extraordinarias - venta del negocio inmobiliario y reclasificación contable de su filial BFA -.

La cuenta de P&G pone de manifiesto: (i) La **mejora en los ingresos típicos** (+3,4% en margen de intereses y comisiones), que viene acompañada por mayores volúmenes de actividad en segmentos clave (+2,3% t/t en empresas y +2,7% t/t en consumo), (ii) la **caída en el coste del riesgo** recurrente hasta 16,0 pb (vs 20 pb en 3T'18) y (iii) el **buen momento por el que atraviesa la franquicia en Portugal** con un BNA de 262 M€ (vs 104 M€ en 2017).

El balance es sólido y los indicadores de riesgo evolucionan **positivamente**. La morosidad desciende hasta el 4,70% (vs 5,14% en 3T'18) con una tasa de cobertura en 54,0% (vs 50,0% en 2017). La ratio de capital CET I FL se mantiene estable en 11,5% (vs 11,4% en 3T'18) y el ROTE alcanza el **9,3% (vs 8,4% en 2017)**. CABK supera los objetivos financieros establecidos para 2018 que fundamentalmente implican alcanzar una rentabilidad (RoTE) del 9,0%/11,0% (vs 9,3% actual), una ratio de eficiencia ~55,0% (vs 53,1% actual) y un coste del riesgo < 30 pb (vs 16 pb actual) con una ratio de capital CETI FL ~11,0%/12,0% (vs 11,3 % actual).

El **plan estratégico 2019/2021** pivota sobre la digitalización y la eficiencia en un entorno de subidas graduales de tipos de interés aunque el mercado no espera una subida de tipos antes de 2020. CABK aspira alcanzar una rentabilidad RoTE >12,0% que parece difícil de conseguir con una ratio de capital CETI FL ~12,0%.

Revisamos nuestras perspectivas de BNA para 2019/2021 a la baja debido al retraso en las perspectivas de subidas de tipos de interés por parte del BCE y a un *guidance* conservador para 2019. Revisamos nuestro Precio Objetivo hasta 3,75 €/acc (vs 4,50 €/acc anterior) y **Mantenemos recomendación en Neutral**.

#### 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.

Cuenta de P&G

P&G Ajustada <sup>(1)</sup> Datos en M€	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	Acumulado		% Variación		
						12 M Trailing		4T18		12 M
						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses <sup>(2)</sup>	1 197	1 208	1 345	1 240	1 260	5 053	4 873	5.3%	1.6%	3.7%
Otros ingresos <sup>(3)</sup>	496	788	810	812	732	3 142	2 823	47.6%	-9.9%	11.3%
<b>Margen Bruto</b>	<b>1 693</b>	<b>1 996</b>	<b>2 155</b>	<b>2 052</b>	<b>1 992</b>	<b>8 195</b>	<b>7 696</b>	<b>17.7%</b>	<b>-2.9%</b>	<b>6.5%</b>
Gastos Generales	1 237	1 202	1 393	1 643	1 809	6 047	5 489	46.2%	10.1%	10.2%
<b>Margen Neto</b>	<b>456</b>	<b>794</b>	<b>762</b>	<b>409</b>	<b>183</b>	<b>2 148</b>	<b>2 207</b>	<b>-59.9%</b>	<b>-55.3%</b>	<b>-2.7%</b>
Prov. insolvencias	141	139	109	-198	47	97	799	-66.7%	-123.7%	-87.9%
<b>Rdo. Operativo</b>	<b>315</b>	<b>655</b>	<b>653</b>	<b>607</b>	<b>136</b>	<b>2 051</b>	<b>1 408</b>	<b>-56.8%</b>	<b>-77.6%</b>	<b>45.7%</b>
Rdos. Extraordinarios	79	-264	-169	-222	-101	-756	-690	-227.8%	n.s	n.s
<b>BAI.</b>	<b>236</b>	<b>919</b>	<b>822</b>	<b>829</b>	<b>237</b>	<b>2 807</b>	<b>2 098</b>	<b>0.4%</b>	<b>-71.4%</b>	<b>33.8%</b>
Impuestos	42	182	219	319	-8	712	378	-119.0%	n.s	88.4%
Minoritarios	-2	33	9	40	28	110	36	-1500.0%	n.s	n.s
<b>BNA Ajustado</b>	<b>196</b>	<b>704</b>	<b>594</b>	<b>470</b>	<b>217</b>	<b>1 985</b>	<b>1 684</b>	<b>10.7%</b>	<b>-53.8%</b>	<b>17.9%</b>
Otros Ajustes Neto	0	0	0	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
<b>BNA Publicado</b>	<b>196</b>	<b>704</b>	<b>594</b>	<b>470</b>	<b>217</b>	<b>1 985</b>	<b>1 684</b>	<b>10.7%</b>	<b>-53.8%</b>	<b>17.9%</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	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	Variación			
						MM€		%	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez <sup>(4)</sup>	28	22	32	28	27	-0.8	-0.9	-3.0%	-3.4%
Cartera Valores	78	32	31	30	11	-68.0	-20.0	-86.6%	-65.5%
Inversión Crediticia	223	222	225	222	224	0.5	1.4	0.2%	0.6%
Otros	54	109	109	107	126	71.7	18.4	132.7%	17.1%
<b>Total Activo</b>	<b>383</b>	<b>384</b>	<b>396</b>	<b>388</b>	<b>387</b>	<b>3.4</b>	<b>-1.1</b>	<b>0.9%</b>	<b>-0.3%</b>
Depósitos	201	200	216	207	208	7.5	1.6	3.8%	0.8%
Finac. Mayorista	158	160	156	157	154	-3.5	-2.4	-2.2%	-1.6%
Fondos Propios	25	25	24	24	24	-0.6	-0.3	-2.5%	-1.2%
<b>Total Pasivo &amp; F.Propios</b>	<b>383</b>	<b>384</b>	<b>396</b>	<b>388</b>	<b>387</b>	<b>3.4</b>	<b>-1.1</b>	<b>0.9%</b>	<b>-0.3%</b>
APR's <sup>(5)</sup>	149	148	148	149	147	-2.1	-2.4	-1.4%	-1.6%
TCE <sup>(6)</sup>	20	20	20	20	20	-0.3	-0.2	-1.3%	-0.8%

(4) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D <sup>(7)</sup>	111.2%	110.9%	104.1%	107.6%	107.5%	-4 pb	-0.1 pb
Dudosos / TCE <sup>(8)</sup>	70.0%	67.1%	63.3%	59.5%	55.5%	-14.5 pb	-4.1 pb
APR's/ Activos <sup>(9)</sup>	38.8%	38.6%	37.3%	38.4%	37.9%	-0.9 pb	-0.5 pb
TCE/ Fondos Propios	82.8%	82.8%	83.3%	83.6%	83.9%	1.1 pb	0.3 pb
<b>ROTE <sup>(10)</sup></b>	<b>3.8%</b>	<b>13.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>9.2%</b>	<b>4.3%</b>	<b>0.5 pb</b>	<b>-4.9 pb</b>
<b>ROA <sup>(11)</sup></b>	<b>0.2%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.0 pb</b>	<b>-0.3 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

Elena Fernández

Arancha Bueno

Aránzazu Cortina

Juan Tuesta

Pilar Aranda

Esther Gutierrez

Ana de Castro

Joao Pischo

Susana André (Mkt).

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

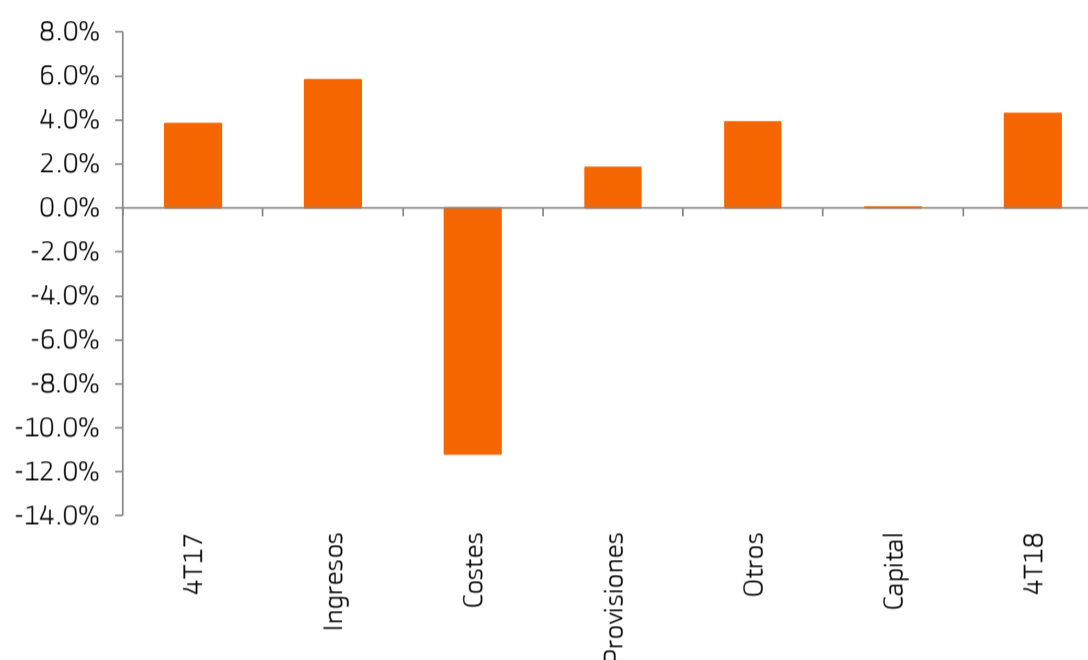
La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

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

Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoTE 4T17	Contribución anual							RoTE 4T18
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Impacto Capital (*)	Total	
3.8%	5.9%	-11.2%	1.8%	3.9%	0.4%	0.1%	0.5%	4.3%

(\*) 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
<b>Datos en M€</b>							
Margen de Intereses	4 907	5 000	5 150	5 350	1.9%	3.0%	3.9%
Comisiones	2 664	2 744	2 800	2 868	3.0%	2.1%	2.4%
Otros Ingresos	1 196	1 099	1 054	1 104	-8.2%	-4.1%	4.7%
<b>Margen Bruto</b>	<b>8 767</b>	<b>8 842</b>	<b>9 004</b>	<b>9 322</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.8%</b>	<b>3.5%</b>
Gastos Generales	-4 658	-4 891	-4 802	-4 864	5.0%	-1.8%	1.3%
<b>Margen Neto</b>	<b>4 109</b>	<b>3 952</b>	<b>4 202</b>	<b>4 458</b>	<b>-3.8%</b>	<b>6.3%</b>	<b>6.1%</b>
Dotaciones insolvencias	-567	-580	-625	-700	2.3%	7.8%	12.0%
Otros resultados	-735	-300	-300	-300	n.s	n.s	n.s
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>2 807</b>	<b>3 072</b>	<b>3 277</b>	<b>3 458</b>	<b>9.4%</b>	<b>6.7%</b>	<b>5.5%</b>
Impuesto sobre sociedades	-712	-783	-836	-882	10.0%	6.7%	5.5%
<b>Rdo. Operaciones continuadas</b>	<b>2 095</b>	<b>2 288</b>	<b>2 441</b>	<b>2 576</b>	<b>9.2%</b>	<b>6.7%</b>	<b>5.5%</b>
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
<b>Resultado consolidado del ejercicio</b>	<b>2 095</b>	<b>2 288</b>	<b>2 441</b>	<b>2 576</b>	<b>9.2%</b>	<b>6.7%</b>	<b>5.5%</b>
Resultado atribuido a minoritarios	110	16	17	18	-85.4%	6.7%	5.5%
<b>Beneficio atribuido al Grupo</b>	<b>1 985</b>	<b>2 272</b>	<b>2 424</b>	<b>2 558</b>	<b>14.5%</b>	<b>6.7%</b>	<b>5.5%</b>
Ingresos Core <sup>(i)</sup> /Mg. Bruto	86.4%	87.6%	88.3%	88.2%	1.2 pp	0.7 pp	-0.1 pp
Comisiones/Gtos Generales	57.2%	56.1%	58.3%	59.0%	-1.1 pp	2.2 pp	0.7 pp
Ratio Eficiencia	53.1%	55.3%	53.3%	52.2%	2.2 pp	-2.0 pp	-1.2 pp
Provisiones / Mg. Bruto	13.8%	14.7%	14.9%	15.7%	0.9 pp	0.2 pp	0.8 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€

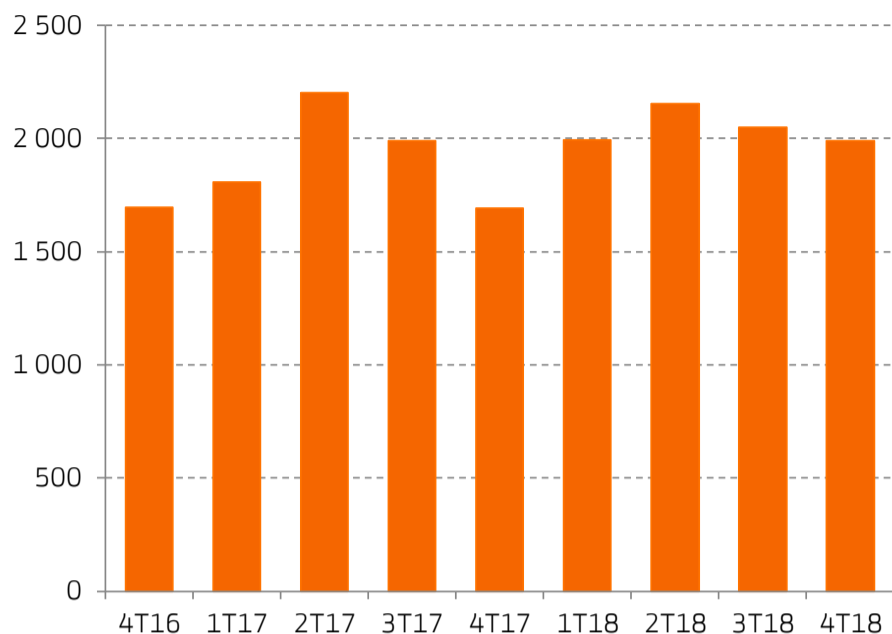
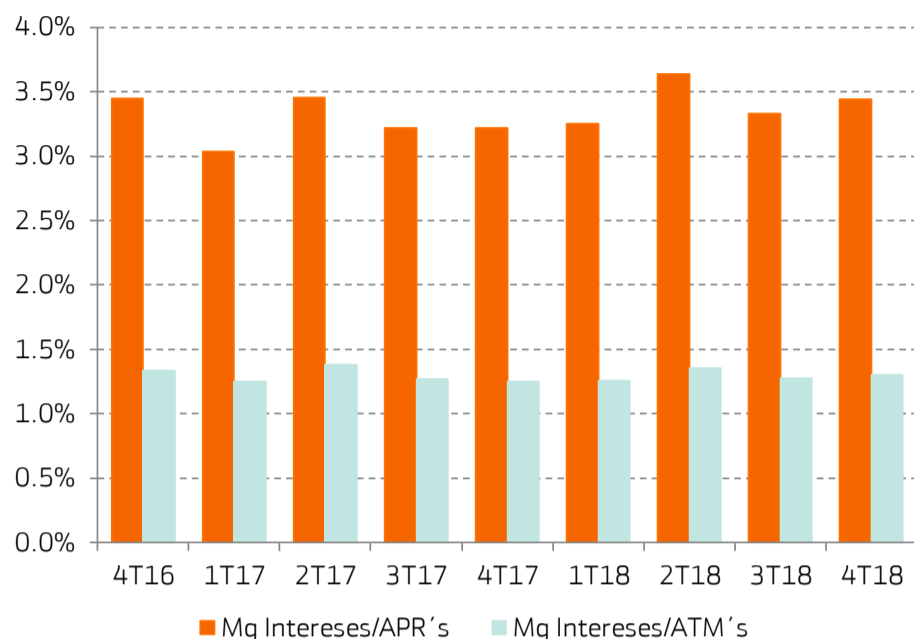


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



## Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

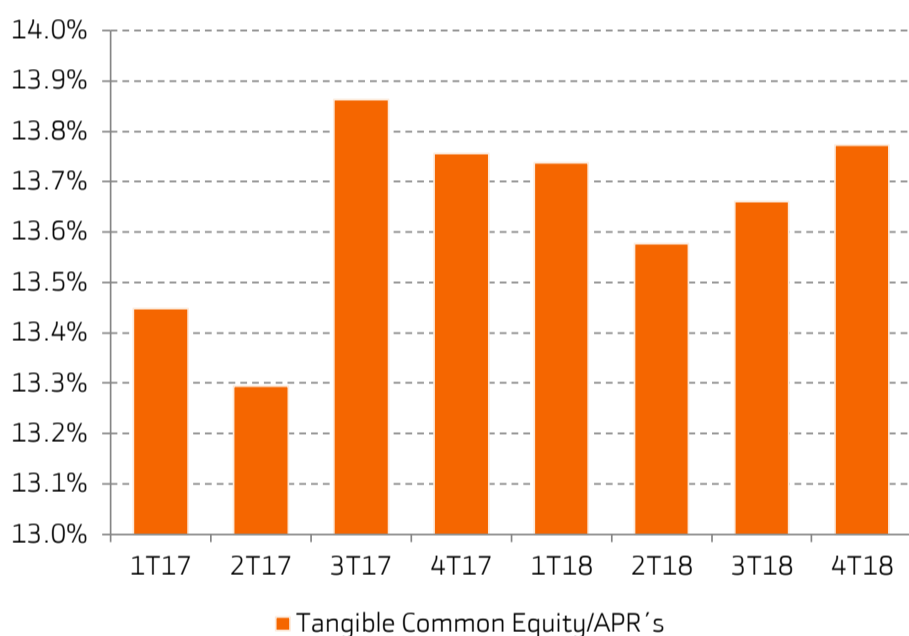
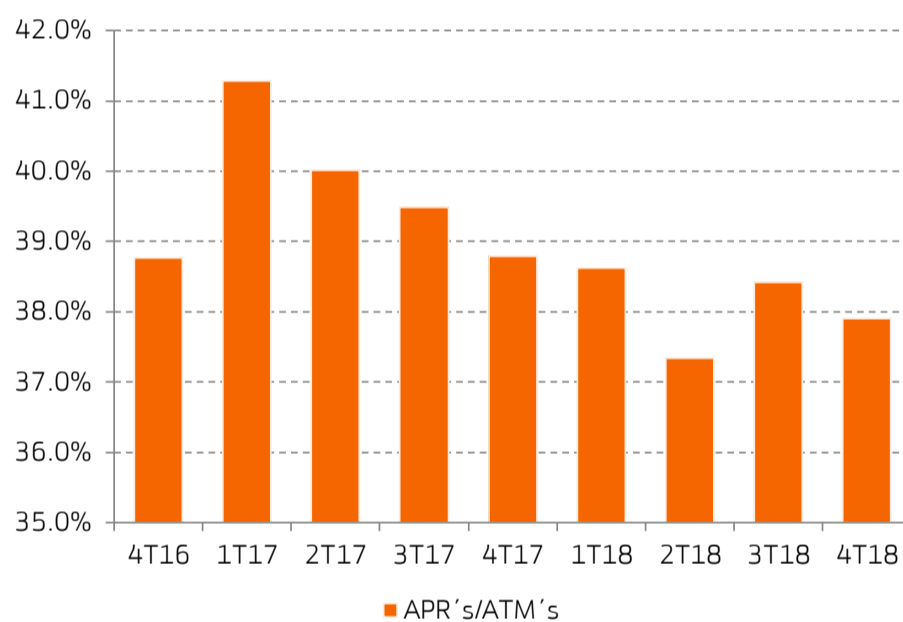


Gráfico 4: Densidad de capital



## Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

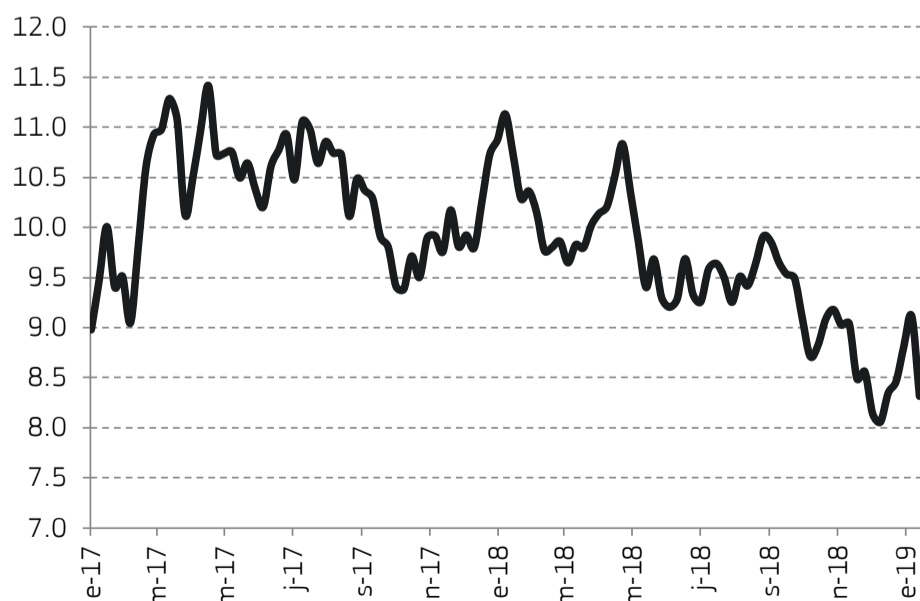
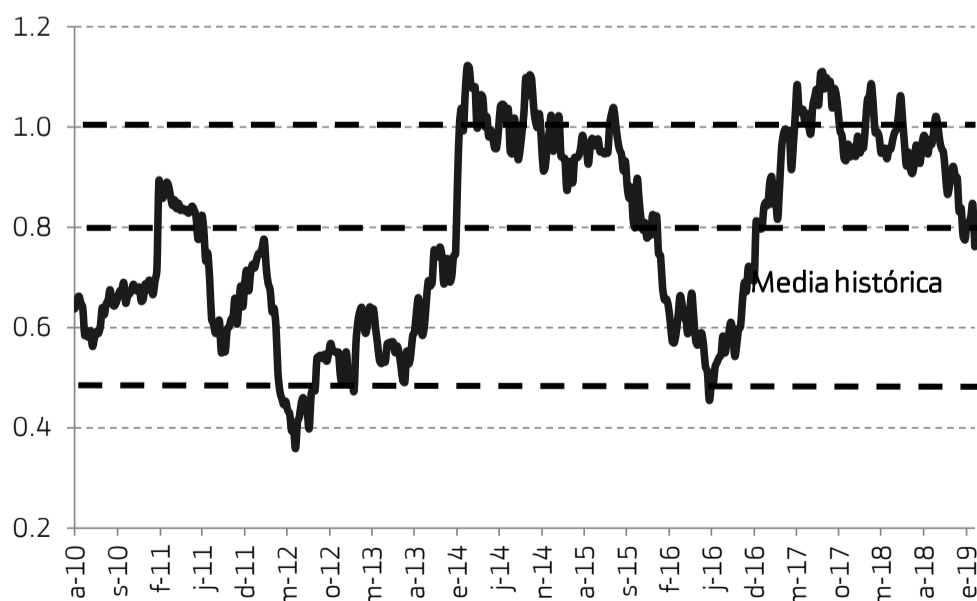


Gráfico 6: PVC histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

### Equipo de Análisis de Bankinter:

**Rafael Alonso** (analista principal de este informe)

Ramón Forcada

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.