

Analista: Rafael Alonso

Nota: Caixabank

Bien en calidad crediticia, solvencia & rentabilidad.  
Revisamos recomendación a Comprar

Caixabank

Precio Objetivo 3,35 €/acc  
Recomendación: Comprar

## Datos Básicos CABK

|                          |                   |
|--------------------------|-------------------|
| Capitalización Bursátil  | 22.441 M€         |
| Nº Acciones              | 8.061 M           |
| Precio último            | 2,78 €/acc        |
| Max/Min (52 sem)         | 2,79 / 1,50       |
| Revalorización (YTD)     | 32,5%             |
| Cód. Reuters / Bloomberg | CABK.MC / CABK.SM |

## Múltiplos de Valoración CABK

|            | 2020   | 2021 e | 2022 e | 2023 e |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| PER        | 13,9 x | 6,0 x  | 7,1 x  | 6,4 x  |
| P/V        | 0,6 x  | 0,6 x  | 0,5 x  | 0,5 x  |
| Div. Yield | 1,0%   | 4,2%   | 4,2%   | 6,2%   |

## Principales cifras y ratios: CABK

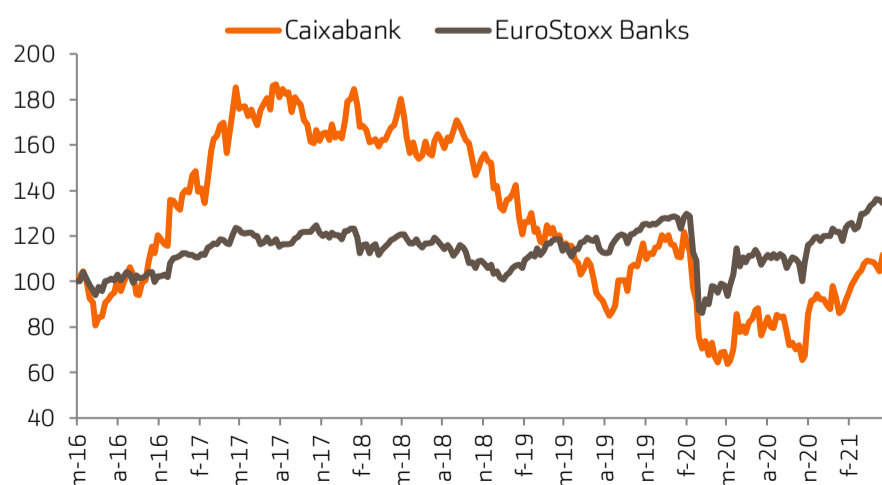
| Datos en M€       | 2020 r | 2021 e | 2022 e | TAMI(1) |
|-------------------|--------|--------|--------|---------|
| Margen Bruto      | 11.311 | 11.452 | 11.625 | +1,4%   |
| Margen Neto       | 4.999  | 5.003  | 5.951  | +9%     |
| Provisiones       | -2.959 | -1.300 | -1.100 | -39,0%  |
| Tax, Min & Otros. | -429   | 40     | -1.688 | n.s     |
| BNA               | 1.611  | 3.743  | 3.163  | +40,1%  |
| BPA               | 0,20   | 0,46   | 0,39   | +40,1%  |

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

## Síntesis de Valoración CABK: Método WEV

|                                     |              |
|-------------------------------------|--------------|
| Crecimiento sostenible esperado (g) | 1,5%         |
| ROTE sostenible estimado            | 8,4%         |
| Coste de capital (Ke)               | 10,0%        |
| <b>Precio objetivo (€/acc.)</b>     | <b>3,35</b>  |
| <b>Potencial de Revalorización</b>  | <b>20,2%</b> |

## Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

**Conclusión:** Las cifras del 1T21 confirman la resiliencia del negocio y el cambio a mejor en el Coste del riesgo/CoR tras los esfuerzos de 2020. Los fundamentales son sólidos - capital, calidad crediticia y cartera de inversión diversificada - y la integración de BKIA tiene sentido - sinergias de costes por hasta 770 M€ en 2023 -. Revisamos al alza nuestras perspectivas de BNA 2021/2023, Precio Objetivo hasta 3,35 €/acc (vs 2,75 €/acc anterior) y recomendación a Comprar (vs Neutral anterior).

**Resultados 1T21:** Las cifras 1T21 ponen de manifiesto la resiliencia del negocio y la normalización del coste del riesgo. Los extraordinarios (*badwill*) por la integración de BKIA a finales de marzo disparan la parte baja de la cuenta de P&G con un BNA de 4.786 M€ (vs 90 M€ en 1T20 vs 7.128 M€ e).

La parte baja de la cuenta de P&G refleja un impacto extraordinario de 4.300 M€ debido al Fondo de Comercio Negativo (*Badwill*) generado por la integración de BKIA - diferencia entre el Precio de Compra y el Valor Contable -.

El impacto del *Badwill* es inferior al esperado (7.878 M€ estimado en dic.2020) debido a mayores ajustes contables - principalmente en las bases imponibles negativas de BKIA -.

**Lo más importante** es: (1) las partidas clave (Ingresos + Comisiones + Puesta en Equivalencia) evolucionan positivamente y el Margen de Explotación crece a un ritmo de +9,8% - entre los más altos del sector - (2) las métricas de riesgo son buenas (morosidad & cobertura) y (3) el *guidance* del equipo gestor para 2021 nos parece conservador (ingresos estables & +1,0% en costes) en un entorno de recuperación macro (demanda de crédito al alza) y repunte en los tipos de interés.

**El coste del riesgo** afloja hasta ~0,61% (vs 0,75% en 4T20) gracias al buen comportamiento del saldo de dudosos ex-BKIA (~8.700 M€ vs 8.600 M€ en 4T20). Así, el volumen de provisiones baja a 174 M€ (vs 325 en 4T20 vs 515 M€ en 1T20) y *guidance* del equipo gestor apunta hacia < 50 pb en 2021.

**Los índices de calidad crediticia son buenos.** La morosidad repunta hasta 3,6% por la integración con BKIA, pero se mantiene en 3,3% en términos comparables (sin cambios vs 4T20), la tasa de **cobertura adecuada** (~67% vs 67,0% en 4T20) y **la ratio de capital CET1 se mantiene en un nivel confortable** (13,1% PF vs 13,87% en 2020) - por encima del objetivo (11,0/11,5%).

**Cuenta de P&G**

| P&G Ajustada <sup>(1)</sup>   | 1T20         | 2T20         | 3T20         | 4T20         | 1T21         | Acumulado    |              | % Variación  |               |              |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
|                               |              |              |              |              |              | Último       | Previo       | 1T21         | 12 M          |              |
| Datos en M€                   |              |              |              |              |              | Último       | Previo       | a/a          | t/t           | a/a          |
| Mg. Intereses <sup>(2)</sup>  | 1.202        | 1.318        | 1.224        | 1.304        | 1.191        | 5.037        | 5.069        | -0,9%        | -8,7%         | -0,6%        |
| Otros ingresos <sup>(3)</sup> | 726          | 775          | 798          | 757          | 795          | 3.125        | 3.037        | 9,5%         | 5,0%          | 2,9%         |
| <b>Margen Bruto</b>           | <b>1.928</b> | <b>2.093</b> | <b>2.022</b> | <b>2.061</b> | <b>1.986</b> | <b>8.162</b> | <b>8.106</b> | <b>3,0%</b>  | <b>-3,6%</b>  | <b>0,7%</b>  |
| Gastos Generales              | 1.332        | 1.198        | 1.163        | 1.108        | 1.238        | 4.707        | 6.016        | -7,1%        | 11,7%         | -21,8%       |
| <b>Margen Neto</b>            | <b>596</b>   | <b>895</b>   | <b>859</b>   | <b>953</b>   | <b>748</b>   | <b>3.455</b> | <b>2.090</b> | <b>25,5%</b> | <b>-21,5%</b> | <b>65,3%</b> |
| Prov. insolvencias            | 515          | 819          | 260          | 349          | 174          | 1.602        | 817          | -66,2%       | -50,1%        | n.s          |
| <b>Rdo. Operativo</b>         | <b>81</b>    | <b>76</b>    | <b>599</b>   | <b>604</b>   | <b>574</b>   | <b>1.853</b> | <b>1.273</b> | <b>n.s</b>   | <b>n.s</b>    | <b>n.s</b>   |
| Rdos. Extraordinarios         | -25          | -22          | -80          | -114         | -4.380       | -4.596       | -192         | n.s          | n.s           | n.s          |
| <b>BAI.</b>                   | <b>106</b>   | <b>98</b>    | <b>679</b>   | <b>718</b>   | <b>4.954</b> | <b>6.449</b> | <b>1.465</b> | <b>ns</b>    | <b>n.s</b>    | <b>n.s</b>   |
| Impuestos                     | 16           | -15          | 156          | 62           | 168          | 371          | 200          | n.s          | n.s           | n.s          |
| Minoritarios                  | 0            | -2           | 1            | 1            | 0            | 0            | 3            | n.s          | n.s           | n.s          |
| <b>BNA Publicado</b>          | <b>90</b>    | <b>115</b>   | <b>522</b>   | <b>655</b>   | <b>4.786</b> | <b>6.078</b> | <b>1.262</b> | <b>n.s</b>   | <b>n.s</b>    | <b>n.s</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                 | 1T20       | 2T20       | 3T20       | 4T20       | 1T21       | Variación    |              |              |              |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                     |            |            |            |            |            | a/a          | MM€ t/t      | % a/a        | % t/t        |
| Liquidez <sup>(4)</sup>             | 32         | 51         | 56         | 57         | 91         | 58,7         | 33,4         | 182,5%       | 58,2%        |
| Cartera Valores                     | 9          | 34         | 8          | 1          | 13         | 3,6          | 11,4         | 39,1%        | n.s          |
| Inversión Crediticia                | 231        | 242        | 241        | 243        | 364        | 132,7        | 120,9        | 57,5%        | 49,8%        |
| Otros                               | 144        | 118        | 143        | 150        | 196        | 52,2         | 46,3         | 36,2%        | 30,9%        |
| <b>Total Activo</b>                 | <b>416</b> | <b>446</b> | <b>449</b> | <b>452</b> | <b>664</b> | <b>247,2</b> | <b>212,0</b> | <b>59,4%</b> | <b>47,0%</b> |
| Depósitos                           | 223        | 237        | 239        | 243        | 372        | 148,1        | 128,4        | 66,3%        | 52,8%        |
| Finac. Mayorista                    | 169        | 184        | 186        | 183        | 256        | 87,8         | 73,4         | 52,0%        | 40,1%        |
| Fondos Propios                      | 24         | 24         | 25         | 25         | 36         | 11,3         | 10,3         | 46,8%        | 40,6%        |
| <b>Total Pasivo &amp; F.Propios</b> | <b>416</b> | <b>446</b> | <b>449</b> | <b>452</b> | <b>664</b> | <b>247,2</b> | <b>212,0</b> | <b>59,4%</b> | <b>47,0%</b> |
| APR 's <sup>(5)</sup>               | 148        | 147        | 146        | 144        | 208        | 60,7         | 64,4         | 41,0%        | 44,7%        |
| TCE <sup>(6)</sup>                  | 20         | 20         | 21         | 21         | 31         | 10,7         | 9,7          | 52,5%        | 45,6%        |

(4) Incluye interbancario

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

**Métricas de Gestión**

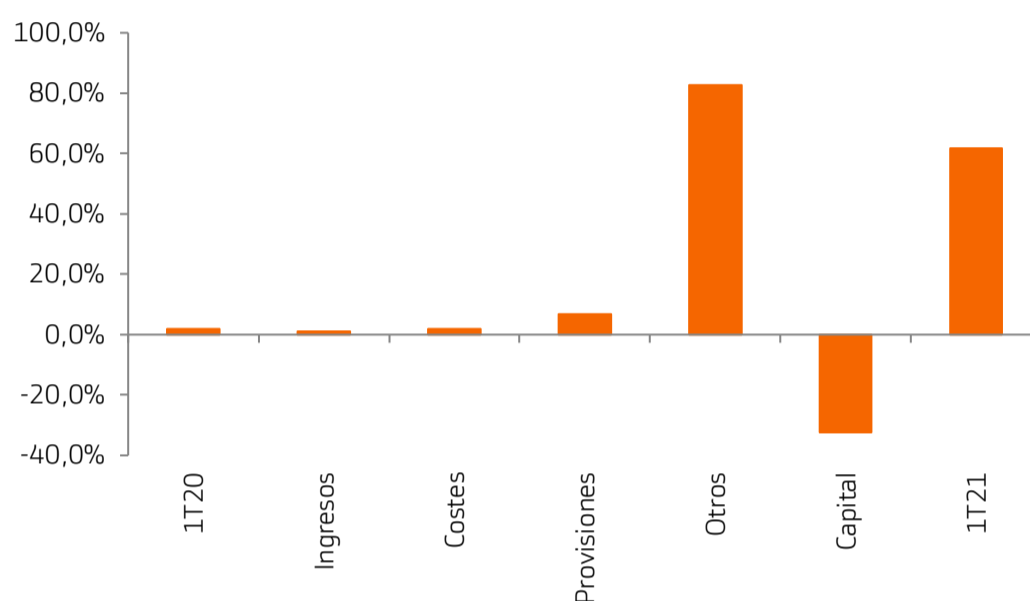
|                                | 1T20   | 2T20   | 3T20   | 4T20  | 1T21  | Variación en pb |         |
|--------------------------------|--------|--------|--------|-------|-------|-----------------|---------|
|                                |        |        |        |       |       | a/a             | t/t     |
| L-t-D <sup>(7)</sup>           | 103,3% | 102,1% | 100,9% | 99,8% | 97,8% | -5 pb           | -2,0 pb |
| Dudosos / TCE <sup>(8)</sup>   | 48,7%  | 49,8%  | 48,7%  | 44,7% | 53,3% | 4,6 pb          | 8,6 pb  |
| APR 's/ Activos <sup>(9)</sup> | 35,5%  | 33,1%  | 32,4%  | 31,9% | 31,4% | -4,1 pb         | -0,5 pb |
| TCE/ Fondos Propios            | 84,0%  | 84,0%  | 84,0%  | 84,3% | 87,3% | 3,2 pb          | 3,0 pb  |
| ROTE <sup>(10)</sup>           | 1,8%   | 2,2%   | 10,1%  | 12,3% | 61,7% | 59,9 pb         | 49,4 pb |
| ROA <sup>(11)</sup>            | 0,1%   | 0,1%   | 0,5%   | 0,6%  | 2,9%  | 2,8 pb          | 2,3 pb  |

(7) Inversión crediticia neta/depositos; (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 (*)<br>1T20 | Contribución anual |        |         |       |       |        | Impacto<br>Capital(**) | Total | RoTE<br>1T21 |
|------------------|--------------------|--------|---------|-------|-------|--------|------------------------|-------|--------------|
|                  | Ingresos           | Costes | Provis. | Otros | P&G   |        |                        |       |              |
| 1,8%             | 1,1%               | 1,8%   | 6,7%    | 82,6% | 92,3% | -32,4% | 59,9%                  | 61,7% |              |

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



## Principales Estimaciones

| P&G Reportada                              | 2020 PF       | 2021 e        | 2022 e        | 2023 e        | % Variación   |               |              |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
|  |               |               |               |               | 2021          | 2022          | 2023         |
| <b>Datos en M€</b>                         |               |               |               |               |               |               |              |
| Margen de Intereses                        | 6.816         | 6.850         | 6.953         | 7.078         | 0,5%          | 1,5%          | 1,8%         |
| Comisiones                                 | 3.736         | 3.751         | 3.807         | 3.883         | 0,4%          | 1,5%          | 2,0%         |
| Otros Ingresos                             | 759           | 851           | 865           | 875           | 12,1%         | 1,6%          | 1,2%         |
| <b>Margen Bruto</b>                        | <b>11.311</b> | <b>11.452</b> | <b>11.625</b> | <b>11.836</b> | <b>1,2%</b>   | <b>1,5%</b>   | <b>1,8%</b>  |
| Gastos Generales                           | -6.311        | -6.449        | -5.674        | -5.604        | 2,2%          | -12,0%        | -1,2%        |
| <b>Margen Neto</b>                         | <b>5.000</b>  | <b>5.003</b>  | <b>5.951</b>  | <b>6.232</b>  | <b>0,1%</b>   | <b>18,9%</b>  | <b>4,7%</b>  |
| Dotaciones insolvencias                    | -2.959        | -1.300        | -1.100        | -950          | -56,1%        | -15,4%        | -13,6%       |
| Otros resultados                           | -214          | 1.682         | -300          | -250          | n.s           | n.s           | n.s          |
| <b>Resultado antes de impuestos</b>        | <b>1.827</b>  | <b>5.385</b>  | <b>4.551</b>  | <b>5.032</b>  | <b>n.s</b>    | <b>-15,5%</b> | <b>10,6%</b> |
| Impuesto sobre sociedades                  | -214          | -1.615        | -1.365        | -1.510        | ns            | -15,5%        | 10,6%        |
| <b>Resultado consolidado del ejercicio</b> | <b>1.612</b>  | <b>3.769</b>  | <b>3.186</b>  | <b>3.523</b>  | <b>n.s</b>    | <b>-15,5%</b> | <b>10,6%</b> |
| Resultado atribuido a minoritarios         | 1             | 26            | 22            | 25            | ns            | -15,5%        | 10,6%        |
| <b>Beneficio atribuido al Grupo</b>        | <b>1.611</b>  | <b>3.743</b>  | <b>3.163</b>  | <b>3.498</b>  | <b>132,3%</b> | <b>-15,5%</b> | <b>10,6%</b> |
| Ingresos Core <sup>(i)</sup> /Mg. Bruto    | 93,3%         | 92,6%         | 92,6%         | 92,6%         | -0,7 pp       | 0,0 pp        | 0,0 pp       |
| Comisiones/Gtos Generales                  | 59,2%         | 58,2%         | 67,1%         | 69,3%         | -1,0 pp       | 8,9 pp        | 2,2 pp       |
| Ratio Eficiencia                           | 55,8%         | 56,3%         | 48,8%         | 47,3%         | 0,5 pp        | -7,5 pp       | -1,5 pp      |
| Provisiones / Mg. Bruto                    | 59,2%         | 26,0%         | 18,5%         | 15,2%         | -33,2 pp      | -7,5 pp       | -3,2 pp      |

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

## Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

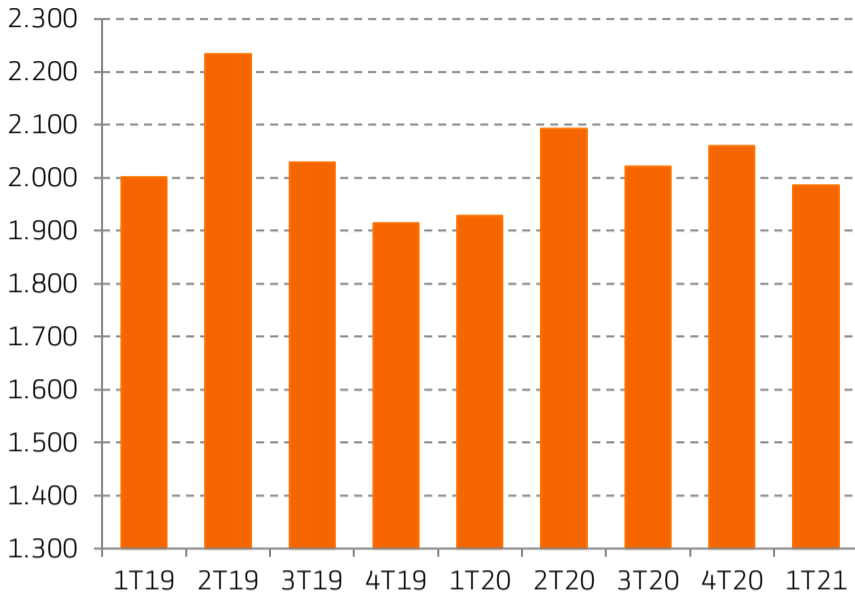
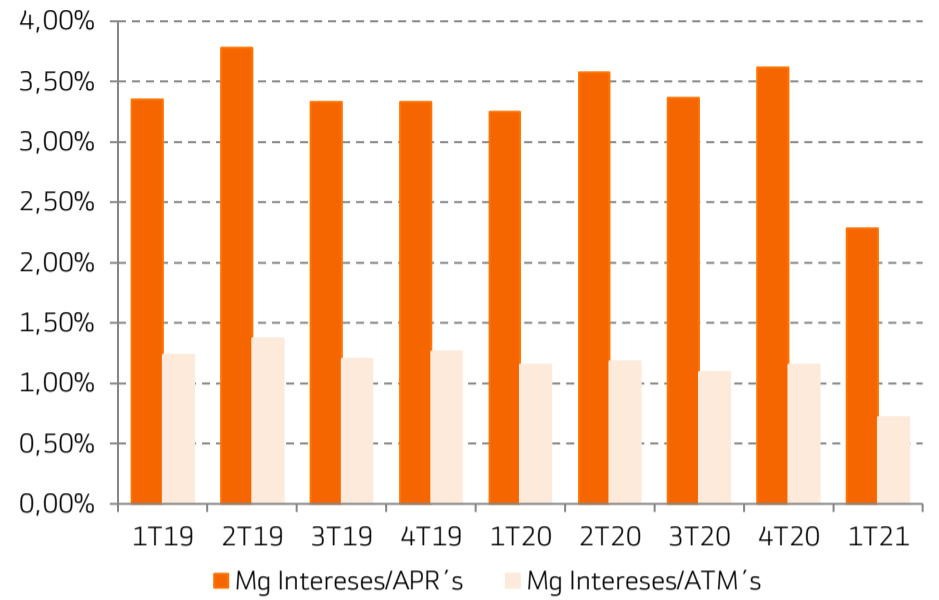


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



## Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

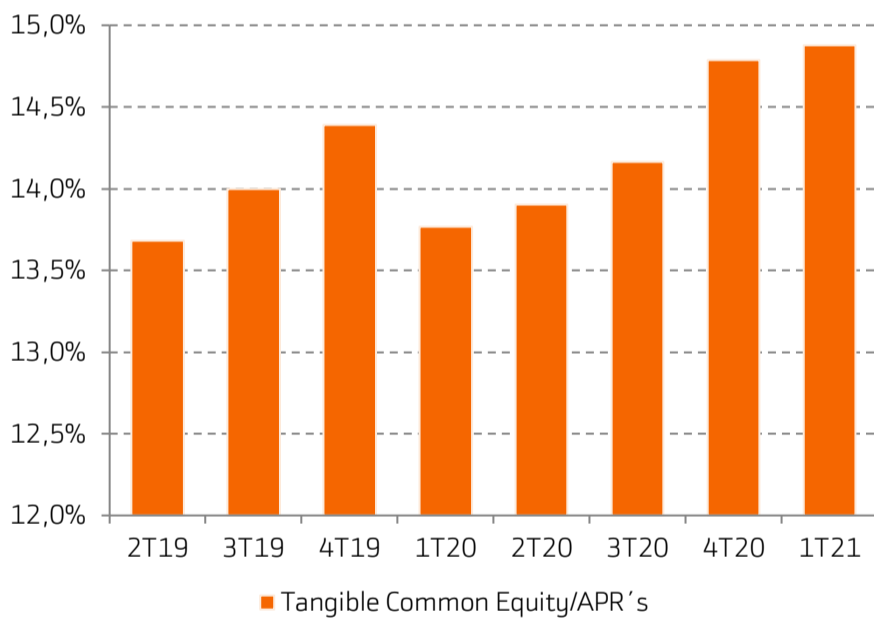
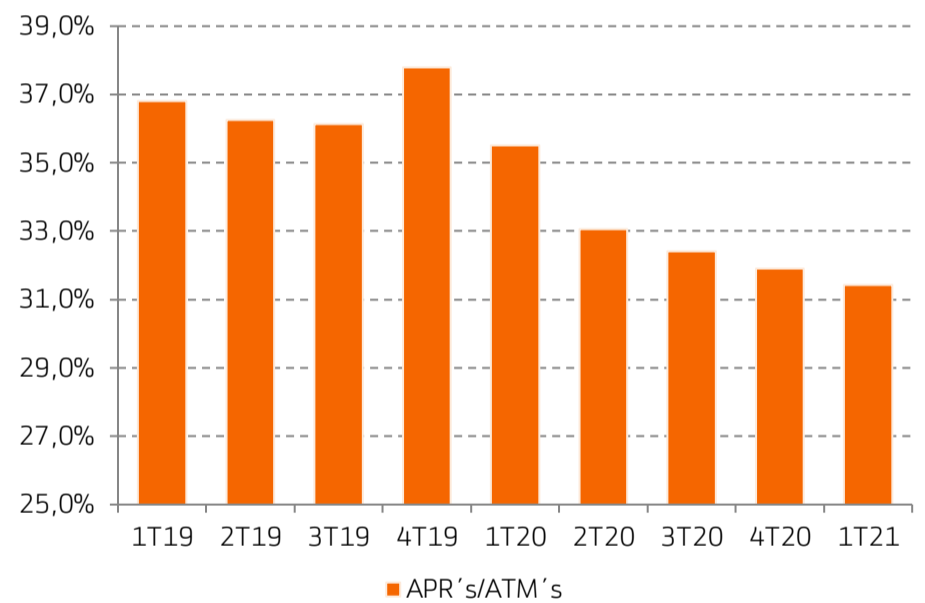


Gráfico 4: Densidad de capital



## Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER histórico

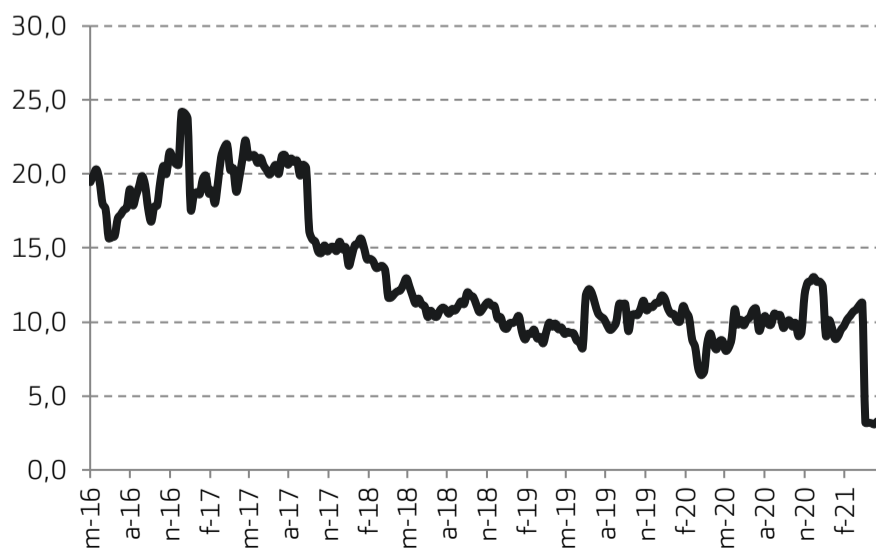
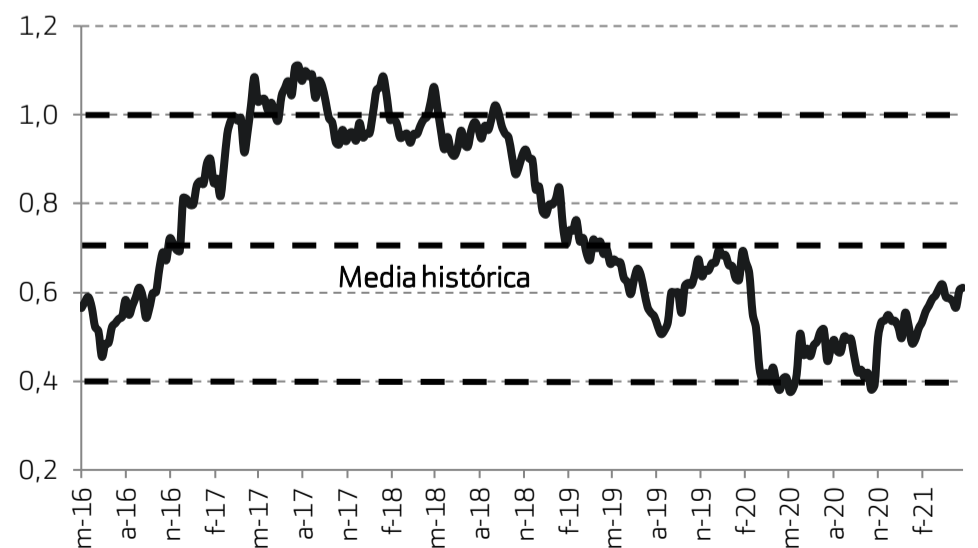


Gráfico 6: P/VC histórico



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                 | Eduardo Cabero - 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 - Lujo & Telecomunicaciones |
| Jorge Pradilla - Analista               | Susana André (Mkt. Support Portugal) |   |

Temáticas y activos de responsabilidad compartic

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