

Bancos Europeos

Los fundamentales son sólidos, el perfil de riesgo mejora y la ratio de capital se mantiene en 11,4%

Caixabank

Precio Objetivo: 4,50 €/acc

Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	20.887 M€
Nº Acciones	5.981 M
Precio último	3,49 €/acc
Max/Min (52 sem)	4,45 / 3,32
Revalorización (YTD)	-10,21%
Cód. Reuters / Bloomberg	CABK.MC /CABK.SM

Múltiplos de Valoración

	2017	2018 e	2019 e	2020 e
PER	12,4 x	9,7 x	8,4 x	7,5 x
P/V	0,9 x	0,8 x	0,8 x	0,7 x
Div. Yield	3,0%	4,1%	4,8%	5,3%

Principales cifras y ratios

Datos en M€	2017 r	2018 e	2019 e	TAMI(1)
Margen Bruto	8.222	8.573	8.671	+2,7%
Margen Neto	3.645	3.842	3.880	+3,2%
Provisiones	-1.711	-600	-670	-37,4%
Tax, Min & Otros.	-250	-1.080	-724	+70,1%
BNA	1.684	2.163	2.486	+21,5%
BPA	0,28	0,36	0,42	+21,5%

(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)	9,1%
Precio objetivo (€/acc.)	4,50
Potencial de revalorización	28,9%

(*) Warranted Equity Value

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: Las variables operativas - Ingresos, Margen de Explotación & Volumen de negocio - evolucionan positivamente. El perfil de riesgo mejora, especialmente tras vender a Lone Star el grueso del riesgo inmobiliario y se sientan las bases para mejorar en eficiencia y rentabilidad. CABK presenta nuevo Plan Estratégico el 27 de noviembre.

Los fundamentales son sólidos, el RoTE (9,4% en 3T'18) se sitúa en línea con los objetivos (9,0%/11,0%) y los múltiplos de valoración son atractivos (P/V < 1,0). Mantenemos nuestra recomendación en Neutral con un Precio Objetivo de 4,50 €/acc (vs 4,75 €/acc anterior).

Resultados 9M'18: El BNA alcanza 1,768 M€ (+18,8%) y bate expectativas (1.513 M€ esperado) gracias a la favorable evolución de los ingresos típicos (+3,4% en M. Intereses; +3,8% en comisiones) y la caída en el coste del riesgo (CdR). El CdR se sitúa en apenas 8 pb (vs 24 pb en 2T'18) y se explica por una reversión extraordinaria por importe de 275 M€. Sin tener en cuenta este impacto el CdR estimado se sitúa en ~20 pb -más en línea con el registrado en trimestres anteriores-.

La parte baja de la cuenta de P&G se ha visto negativamente afectada por el un cargo extraordinario de 453 M€ que está relacionado con la minusvalía estimada por la venta del 9,36% en el capital de Repsol. CABK ha liquidado anticipadamente dos contratos de permuta financiera (*Equity swap*) equivalentes al 4,60% del capital y estima vender el 4,75% restante en mercado antes del 1T'19. La venta de participaciones industriales forma parte del plan estratégico 2015/2018 y ha sido valorada positivamente por las agencias de rating, aunque el impacto es significativo en la cuenta de P&G y neutral en capital.

El balance es sólido, las métricas de riesgo & liquidez evolucionan positivamente y la ratio de capital CETI FL se mantiene estable en 11,4%. Estas cifras no reflejan aún el impacto de la venta a Lone Star del grueso del riesgo inmobiliario (12.000 M€ brutos; 7.000 M€ netos) que permite alcanzar una ratio CETI FL del 11,7% (+30 pb) además de unos ahorros estimados en 550 M€ para 2018/2020 (~11,5% de la base de costes en 2017).

Los índices calidad crediticia evolucionan positivamente, la morosidad desciende hasta el 5,14% (vs 5,3% en 2T'18) con una tasa de cobertura del 54,0% (vs 56,0% en 2T'18). El RoTE empeora hasta el 9,4% (vs 10,4% en 2T'18) aunque se mantiene en línea con los objetivos (9%/11,0%).

Revisamos nuestras perspectivas de BNA para 2018/2020 a la baja (~5,0%) debido al retraso en las perspectivas de subidas de tipos de interés por parte del BCE y el impacto de la venta de la participación en REP. Mantenemos nuestra recomendación en Neutral con un Precio Objetivo de 4,50 €/acc (vs 4,75 €/acc anterior).

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández 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.

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾ Datos en M€	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	Acumulado		% Variación		
						12 M Trailing		3T18		12 M
						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	1.206	1.197	1.208	1.345	1.240	4.990	4.839	2,8%	-7,8%	3,1%
Otros ingresos ⁽³⁾	785	496	788	810	812	2.906	2.860	3,4%	0,2%	1,6%
Margen Bruto	1.991	1.693	1.996	2.155	2.052	7.896	7.699	3,1%	-4,8%	2,6%
Gastos Generales	1.167	1.237	1.202	1.393	1.643	5.475	5.250	40,8%	17,9%	4,3%
Margen Neto	824	456	794	762	409	2.421	2.449	-50,4%	-46,3%	-1,1%
Prov. insolvencias	186	141	139	109	-198	191	550	-206,5%	-281,7%	-65,3%
Rdo. Operativo	638	315	655	653	607	2.230	1.899	-4,9%	-7,0%	17,4%
Rdos. Extraordinarios	-219	79	-264	-169	-222	-576	-187	1,4%	n.s	n.s
BAI.	857	236	919	822	829	2.806	2.086	-3,3%	0,9%	34,5%
Impuestos	187	42	182	219	319	762	485	70,6%	n.s	57,1%
Minoritarios	21	-2	33	9	40	80	36	90,5%	n.s	n.s
BNA Ajustado	649	196	704	594	470	1.964	1.565	-27,6%	-20,9%	25,5%
Otros Ajustes Neto	0	0	0	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
BNA Publicado	649	196	704	594	470	1.964	1.565	-27,6%	-20,9%	25,5%

(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	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	Variación			
						MM€		%	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	19	28	22	32	28	9,1	-4,0	49,0%	-12,5%
Cartera Valores	83	78	32	31	30	-52,9	-0,4	-63,4%	-1,2%
Inversión Crediticia	225	223	222	225	0	-224,7	-224,5	-100,0%	-100,0%
Otros	53	54	109	109	330	277,1	220,4	527,8%	202,0%
Total Activo	379	383	384	396	388	8,6	-8,4	2,3%	-2,1%
Depósitos	200	201	200	216	207	6,1	-9,1	3,0%	-4,2%
Finac. Mayorista	154	158	160	156	157	3,2	0,5	2,1%	0,3%
Fondos Propios	25	25	25	24	24	-0,6	0,3	-2,6%	1,1%
Total Pasivo & F.Propios	379	383	384	396	388	8,6	-8,4	2,3%	-2,1%
APR's ⁽⁵⁾	150	149	148	148	149	-0,7	1,1	-0,5%	0,7%
TCE ⁽⁶⁾	21	20	20	20	20	-0,4	0,3	-1,9%	1,3%

(4) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	112,1%	111,2%	110,9%	104,1%	0,0%	-112 pb	-104,1 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	73,7%	70,0%	67,1%	63,3%	59,5%	-14,1 pb	-3,8 pb
APR's/ Activos ⁽⁹⁾	39,5%	38,8%	38,6%	37,3%	38,4%	-1,1 pb	1,1 pb
TCE/ Fondos Propios	83,0%	82,8%	82,8%	83,3%	83,6%	0,5 pb	0,2 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	12,5%	3,8%	13,8%	11,8%	9,2%	-3,3 pb	-2,6 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,7%	0,2%	0,7%	0,6%	0,5%	-0,2 pb	-0,1 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

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

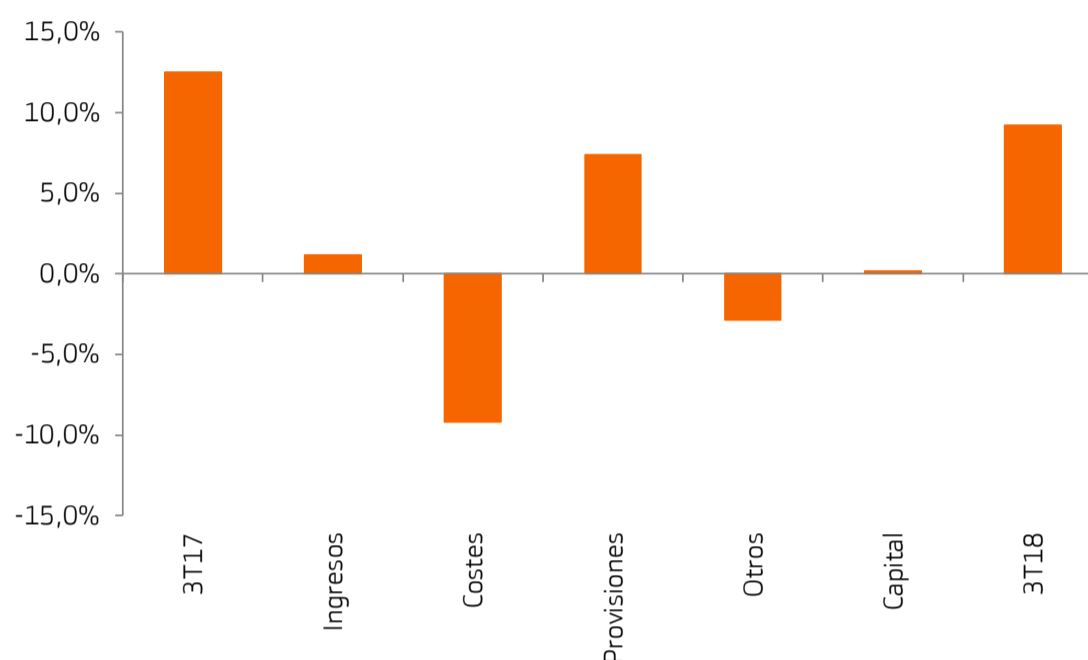
La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

* 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 3T17	Contribución anual							RoTE 3T18
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Impacto Capital (*)	Total	
12,5%	1,2%	-9,2%	7,4%	-2,9%	-3,5%	0,2%	-3,3%	9,2%

(*) 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
Datos en M€							
Margen de Intereses	4.746	4.876	5.058	5.422	2,7%	3,7%	7,2%
Comisiones	2.499	2.664	2.719	2.775	6,6%	2,1%	2,1%
Otros Ingresos	977	1.034	894	884	5,8%	-13,5%	-1,1%
Margen Bruto	8.222	8.573	8.671	9.081	4,3%	1,1%	4,7%
Gastos Generales	-4.577	-4.731	-4.791	-4.802	3,4%	1,3%	0,2%
Margen Neto	3.645	3.842	3.880	4.279	5,4%	1,0%	10,3%
Dotaciones insolvencias	-1.711	-600	-670	-700	-64,9%	11,7%	4,5%
Otros resultados	164	-450	0	0	n.s	n.s	n.s
Resultado antes de impuestos	2.098	2.792	3.210	3.579	33,1%	15,0%	11,5%
Impuesto sobre sociedades	-378	-614	-706	-787	62,5%	15,0%	11,5%
Rdo. Operaciones continuadas	1.720	2.178	2.504	2.792	26,6%	15,0%	11,5%
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
Resultado consolidado del ejercicio	1.720	2.178	2.504	2.792	26,6%	15,0%	11,5%
Resultado atribuido a minoritarios	36	15	18	20	-57,7%	15,0%	11,5%
Beneficio atribuido al Grupo	1.684	2.163	2.486	2.772	28,4%	15,0%	11,5%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	88,1%	87,9%	89,7%	90,3%	-0,2 pp	1,8 pp	0,6 pp
Comisiones/Gtos Generales	54,6%	56,3%	56,8%	57,8%	1,7 pp	0,4 pp	1,0 pp
Ratio Eficiencia	55,7%	55,2%	55,3%	52,9%	-0,5 pp	0,1 pp	-2,4 pp
Provisiones / Mg. Bruto	46,9%	15,6%	17,3%	16,4%	-31,3 pp	1,7 pp	-0,9 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 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€

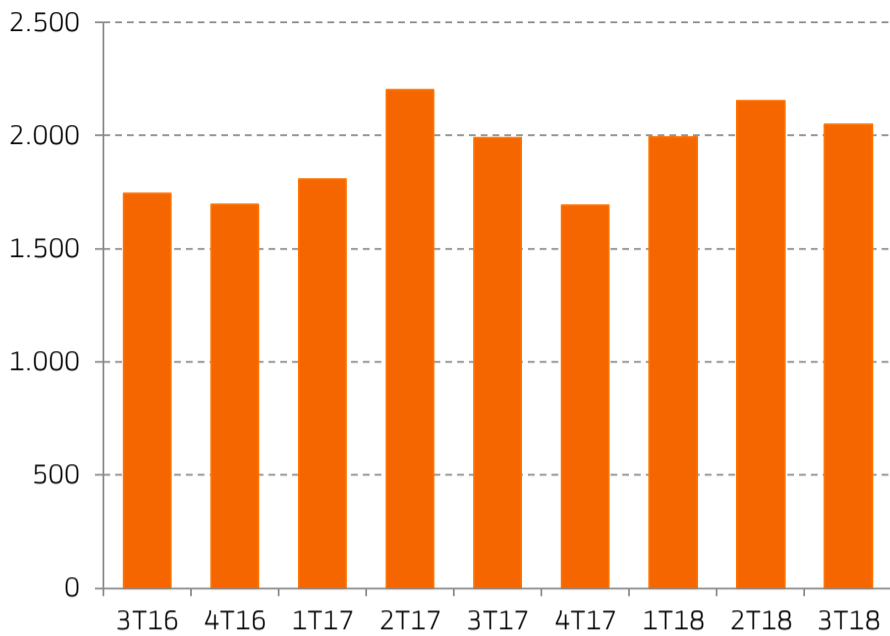
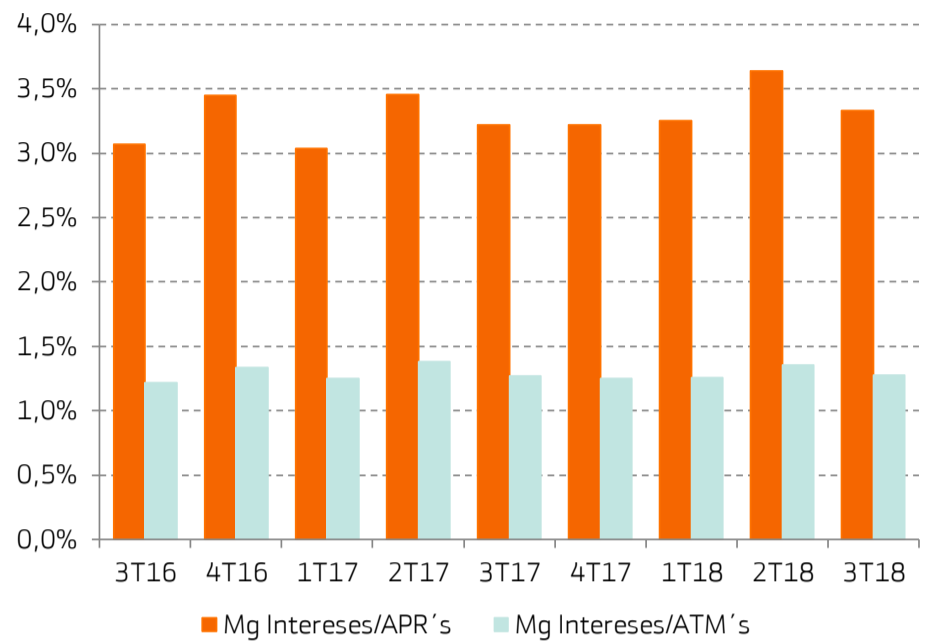


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

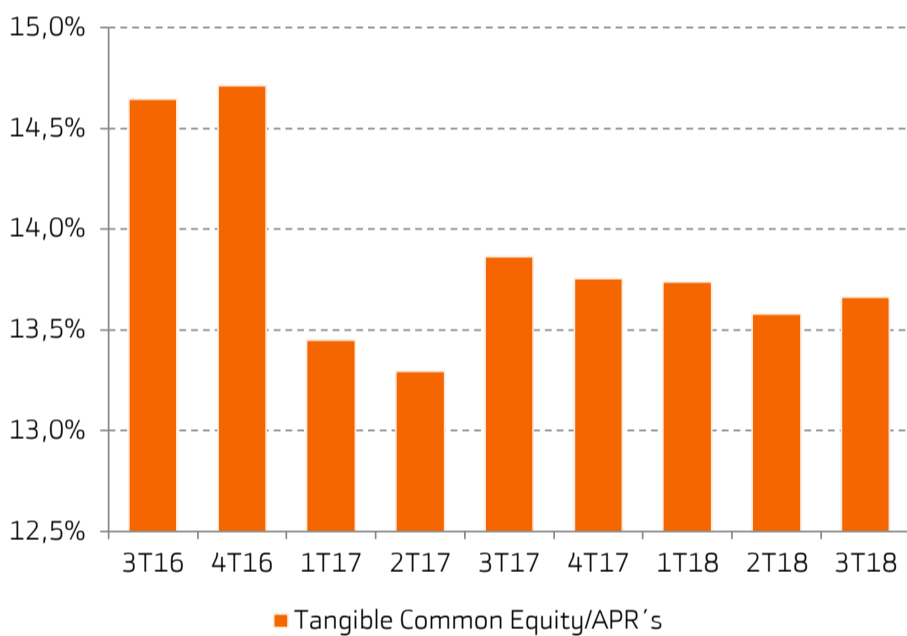
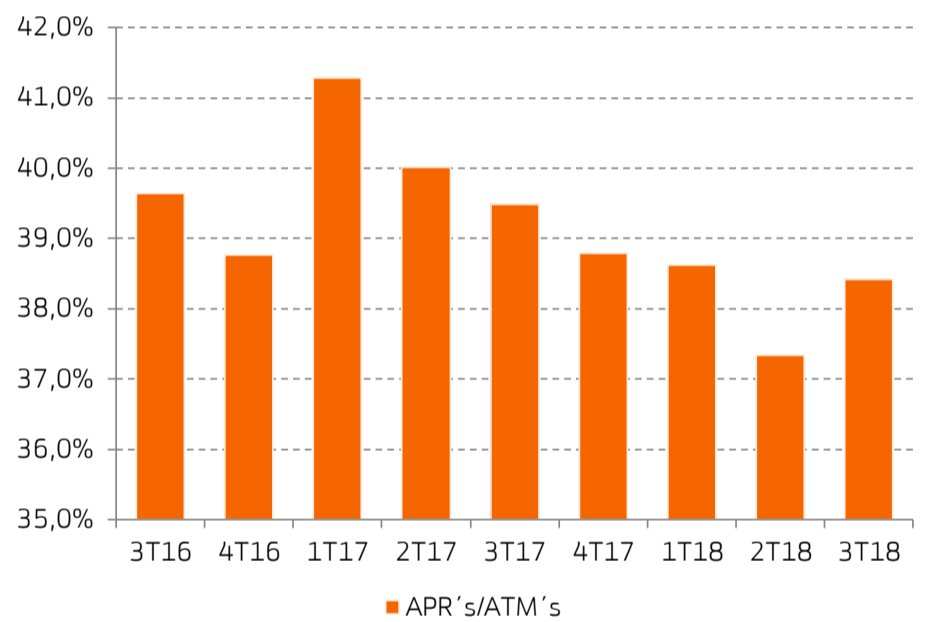


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

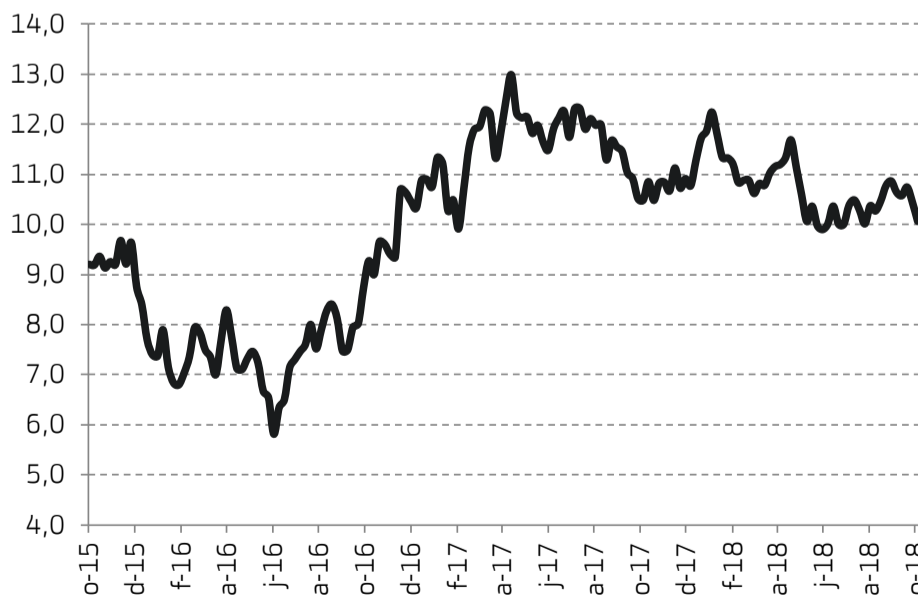
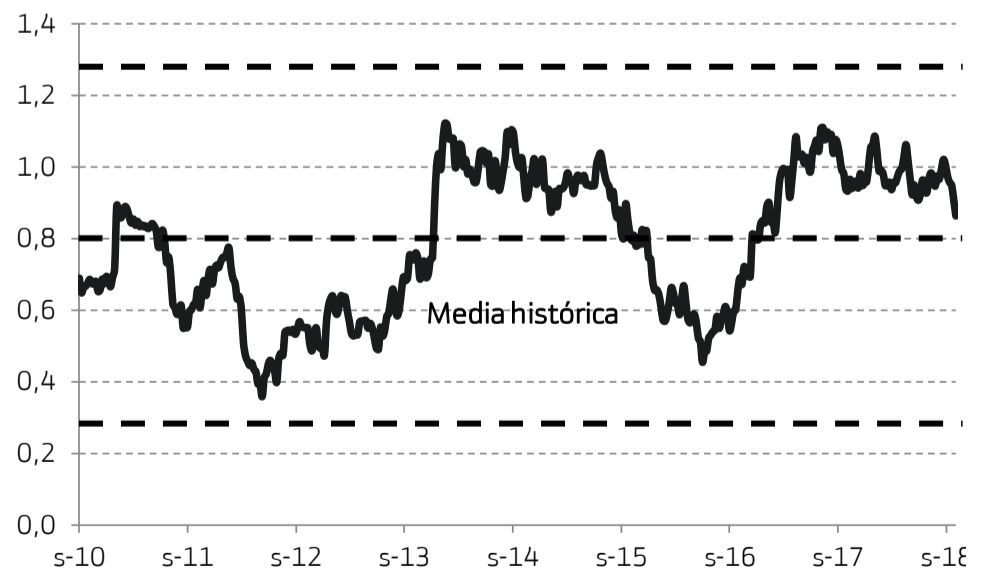


Gráfico 6: PVC histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

Hoja 4 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.