

Bancos Españoles

Los índices de calidad crediticia mejoran aunque no lo suficiente como para cambiar nuestra recomendación.

B. Sabadell

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

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	9.158 M€
Nº Acciones	5.627 M
Precio último	1,63 €/acc
Max/Min (52 sem)	1,96 / 1,52
Revalorización (YTD)	-1,72%
Cód. Reuters / Bloomberg	SAB.MC / SAB.SM

Múltiplos de Valoración

	2017	2018 e	2019 e	2020 e
PER	11,4 x	10,7 x	8,3 x	7,3 x
P/V	0,7 x	0,7 x	0,7 x	0,6 x
Div. Yield	3,9%	4,7%	6,0%	6,9%

Principales cifras y ratios

Datos en M€	2017 r	2018 e	2019 e	TAMI(1)
Margen Bruto	5.737	5.151	5.484	-2,2%
Margen Neto	2.612	2.147	2.389	-4,4%
Provisiones	-1.169	-372	-380	-43,0%
Tax, Min & Otros.	-641	-919	-910	+19,1%
BNA	802	857	1.100	+17,1%
BPA	0,14	0,15	0,20	+17,1%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	3,0%
ROTE sostenible estimado	8,8%
Coste de capital (Ke)	9,5%
Precio objetivo (€/acc.)	2,00

Potencial de revalorización 23,1%

(*) Warranted Equity Value

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: Los resultados del 1T'18 baten las expectativas gracias a la generación de ROF's y el descenso en provisiones que viene acompañado por la mejora en los índices de calidad crediticia (morosidad y cobertura). La ratio de capital CET1 FL se sitúa en el 12,0% (vs 12,8% en 4T'17) debido al impacto de la norma ISFR9 (-78 pb) - en línea con lo previsto -.

SAB cotiza con un descuento elevado en relación al Valor Contable (~30,0%) y a sus comparables (~20,0%) aunque pensamos que el perfil de riesgo del banco aún es elevado - el volumen de activos improductivos equivale a 1,4 veces el Valor Contable Tangible -. **Mantenemos nuestra recomendación en Neutral** con un precio objetivo de 2,0 €/acc (sin cambios).

Resultados 1T'18: El BNA alcanza 259 M€ (+20,0%; +32,7% a perímetro constante) y bate las expectativas del consenso (213 M€ esperado) gracias a la generación de ROF's (223 M€ vs 33,7 M€ en 4T'17 vs 35,0 M€ en 3T'17) y el descenso en provisiones (-49,5%). **La actividad comercial evoluciona satisfactoriamente** - el stock de crédito (ex- TSB) aumenta +1,0% t/t, el margen con clientes se mantiene estable y el Margen de Intereses comparable aumenta +1,9% (vs -5,3% reportado).

La partida de costes se ha visto **negativamente afectada por un cargo extraordinario de 77 M€** (~10,2% de los costes operativos) debido a la migración de la plataforma tecnológica en Reino Unido. De hecho, **la franquicia en R.U registra una pérdida de -43,8 M€** (vs +4,1 M€ en 1T'17) debido a este cargo - el Margen de Intereses aumenta +2,0% y Margen Bruto se mantiene prácticamente plano -.

La mejora en los índices de calidad crediticia (morosidad & cobertura) permite el descenso en provisiones y el equipo gestor confirma el "guidance" para el coste del riesgo (provisiones/inversión crediticia) en el conjunto del año ~60 pb (vs 66 pb actual). **La morosidad desciende hasta el 5,14%** (vs 5,32% pro-forma en 4T'17) y **la cobertura aumenta hasta el 56,6%** (vs 45,7% en 4T'17).

Valoramos positivamente el aumento en la cobertura de activos improductivos (dudosos & adjudicados) hasta el 55,2% (vs 49,8% en 4T'17). Pensamos que este es un factor clave para acelerar la venta de activos improductivos cuyo volumen alcanza 15.314 M€ (~ 1,4 x el Valor Contable Tangible) y mejorar así el perfil de riesgo. En este sentido, cabe destacar que el equipo gestor parece dispuesto a vender grandes carteras de activos si el impacto en capital es neutral.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández Ramón Carrasco Arancha Bueno Pilar Aranda
Eva del Barrio 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⁾	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	Acumulado		% Variación		
						12 M		1T18		12 M
Datos en M€						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	963	974	941	924	912	3.751	3.828	-5,3%	-1,4%	-2,0%
Otros ingresos ⁽³⁾	638	469	599	366	553	1.987	1.677	-13,3%	51,1%	18,5%
Margen Bruto	1.601	1.443	1.540	1.291	1.465	5.738	5.506	-8,5%	13,5%	4,2%
Gastos Generales	910	908	1.406	1.013	898	4.224	3.935	-1,4%	-11,4%	7,4%
Margen Neto	691	535	134	278	567	1.514	1.571	-17,9%	104,1%	-3,6%
Prov. insolvencias	389	180	478	123	197	977	526	-49,5%	60,2%	85,6%
Rdo. Operativo	302	355	-344	155	370	537	1.044	22,7%	138,9%	-48,6%
Rdos. Extraordinarios	-2	23	-363	-39	1	-379	89	-135,3%	-101,5%	-525,1%
BAI.	304	332	19	194	370	915	955	21,8%	90,2%	-4,2%
Impuestos	86	97	-184	45	109	67	275	27,1%	143,6%	-75,6%
Minoritarios	2	0	0	2	2	3	6	-16,7%	-25,0%	-43,0%
BNA Ajustado	216	235	203	148	259	845	674	20,0%	75,6%	25,2%
Otros Ajustes Neto	0	1	0	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
BNA Publicado	216	235	203	148	259	845	674	19,9%	75,0%	25,2%

(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 (MME)

Balance Consolidado	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	Variación			
						MME		%	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	17	19	19	32	29	12,4	-2,4	73,1%	-7,7%
Cartera Valores	23	20	19	14	18	-4,8	3,8	-21,3%	27,6%
Inversión Crediticia	147	146	146	147	145	-1,6	-2,4	-1,1%	-1,6%
Otros	33	32	27	28	27	-6,0	-1,4	-18,3%	-4,9%
Total Activo	219	217	211	221	219	-0,1	-2,3	0,0%	-1,1%
Depósitos	129	132	130	135	132	3,3	-3,4	2,6%	-2,5%
Finac. Mayorista	78	73	68	73	74	-3,3	1,4	-4,3%	1,9%
Fondos Propios	13	13	13	13	13	-0,1	-0,4	-0,6%	-2,7%
Total Pasivo & F.Propios	219	217	211	221	219	-0,1	-2,3	0,0%	-1,1%
APR 's ⁽⁵⁾	86	83	81	78	79	-7,6	0,9	-8,9%	1,1%
TCE ⁽⁶⁾	11	11	11	11	11	-0,3	-0,4	-2,7%	-3,4%

(4) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	114,0%	110,9%	112,6%	108,9%	109,9%	-4,1 pb	1,0 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	85,9%	78,2%	75,8%	72,6%	74,9%	-11,0 pb	2,3 pb
APR 's/ Activos ⁽⁹⁾	39,3%	38,4%	38,6%	35,1%	35,9%	-3,5 pb	0,8 pb
TCE/ Fondos Propios	83,7%	83,6%	83,4%	82,6%	81,9%	-1,8 pb	-0,7 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	8,0%	8,6%	7,4%	5,4%	9,8%	1,9 pb	4,4 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,5%	0,1 pb	0,2 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

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández Ramón Carrasco Arancha Bueno Pilar Aranda
Eva del Barrio Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

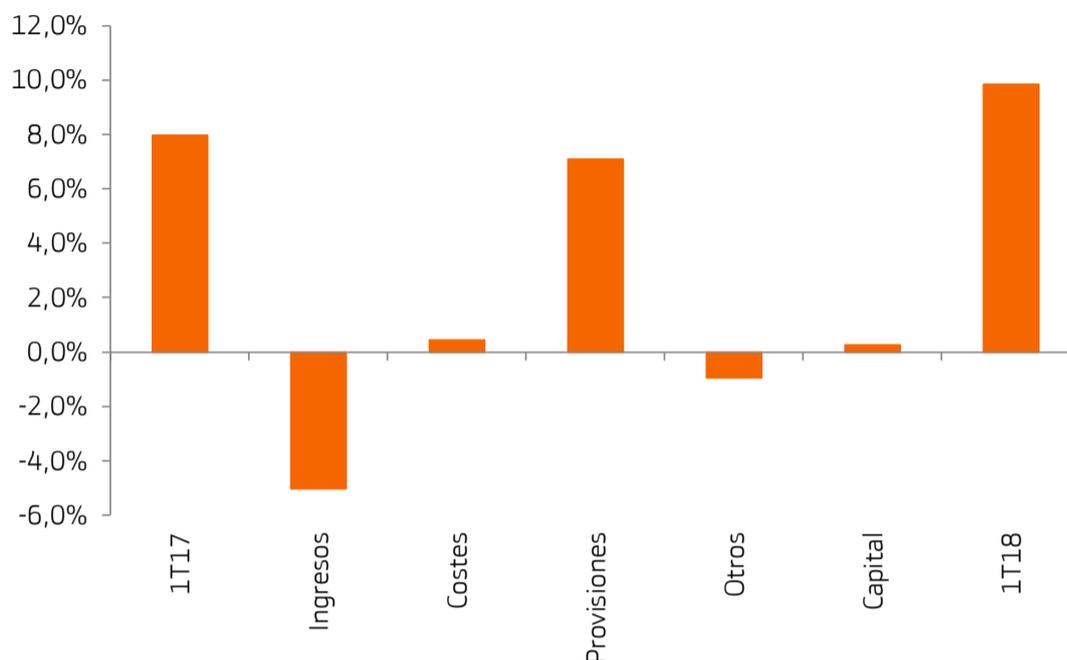
La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

* 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 1T17	Contribución anual							RoTE 1T18
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Impacto Capital (*)	Total	
8,0%	-5,0%	0,5%	7,1%	-0,9%	1,6%	0,3%	1,9%	9,8%

(*). 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	3.802	3.719	4.005	4.264	-2,2%	7,7%	6,5%
Comisiones	1.223	1.254	1.298	1.347	2,5%	3,5%	3,7%
Otros Ingresos	711	177	181	185	-75,1%	2,3%	2,0%
Margen Bruto	5.737	5.151	5.484	5.796	-10,2%	6,5%	5,7%
Gastos Generales	-3.125	-3.003	-3.094	-3.186	-3,9%	3,0%	3,0%
Margen Neto	2.612	2.147	2.389	2.609	-17,8%	11,3%	9,2%
Dotaciones insolvencias	-1.169	-372	-380	-387	-68,2%	2,0%	2,0%
Otros resultados	-594	-572	-464	-459	-3,8%	-18,9%	-1,1%
Resultado antes de impuestos	849	1.203	1.546	1.763	41,8%	28,5%	14,0%
Impuesto sobre sociedades	-43	-343	-441	-503	695,8%	28,5%	14,0%
Resultado consolidado del ejercicio	806	860	1.105	1.261	6,8%	28,5%	14,0%
Resultado atribuido a minoritarios	4	4	5	6	6,8%	28,5%	14,0%
Beneficio atribuido al Grupo	802	857	1.100	1.255	6,8%	28,5%	14,0%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	87,6%	96,6%	96,7%	96,8%	9,0 pp	0,1 pp	0,1 pp
Comisiones/Gtos Generales	39,2%	41,8%	42,0%	42,3%	2,6 pp	0,2 pp	0,3 pp
Ratio Eficiencia	54,5%	58,3%	56,4%	55,0%	3,8 pp	-1,9 pp	-1,4 pp
Provisiones / Mg. Bruto	44,8%	17,3%	15,9%	14,8%	-27,4 pp	-1,4 pp	-1,0 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

Pilar Aranda

Eva del Barrio

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.

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

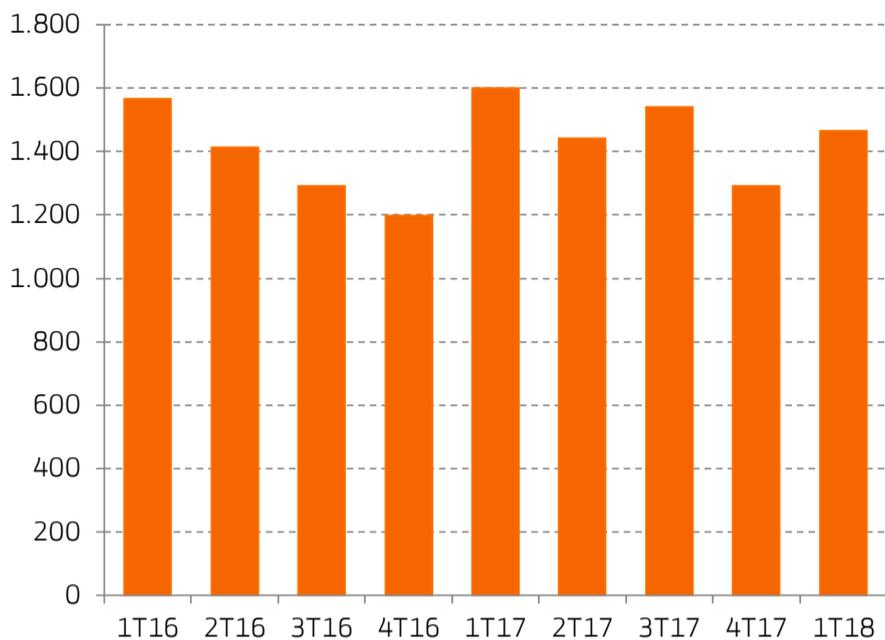
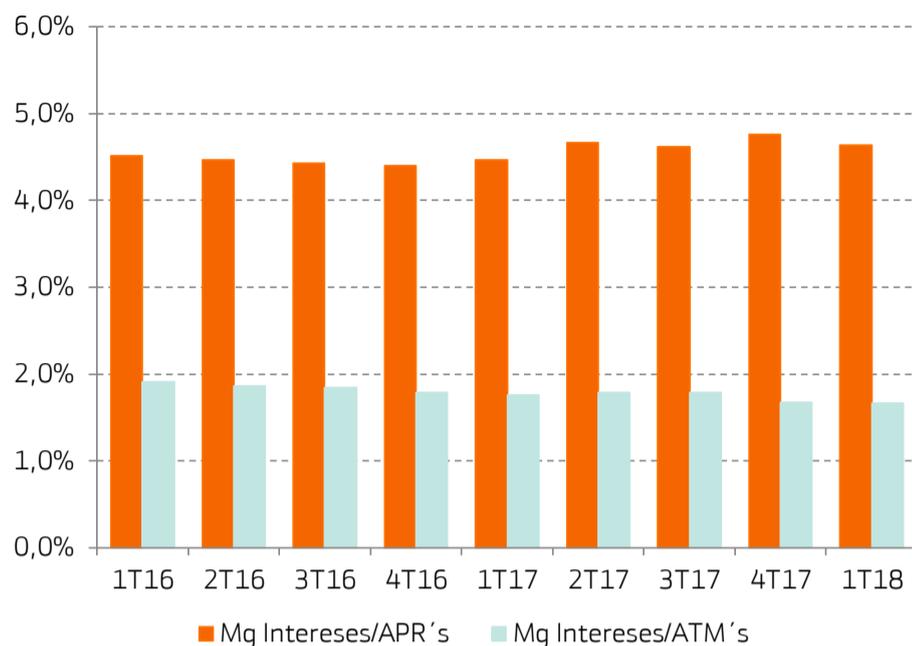


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

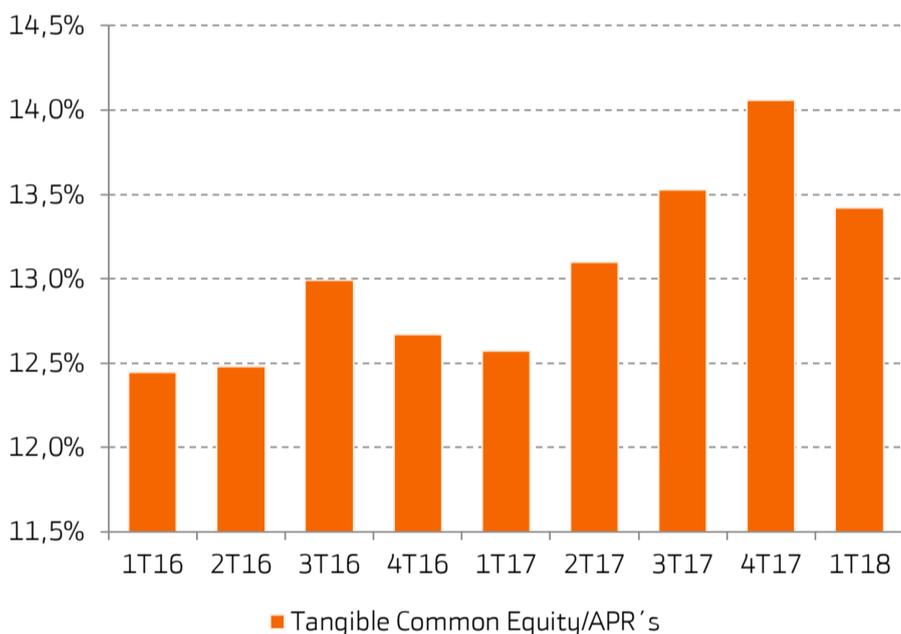
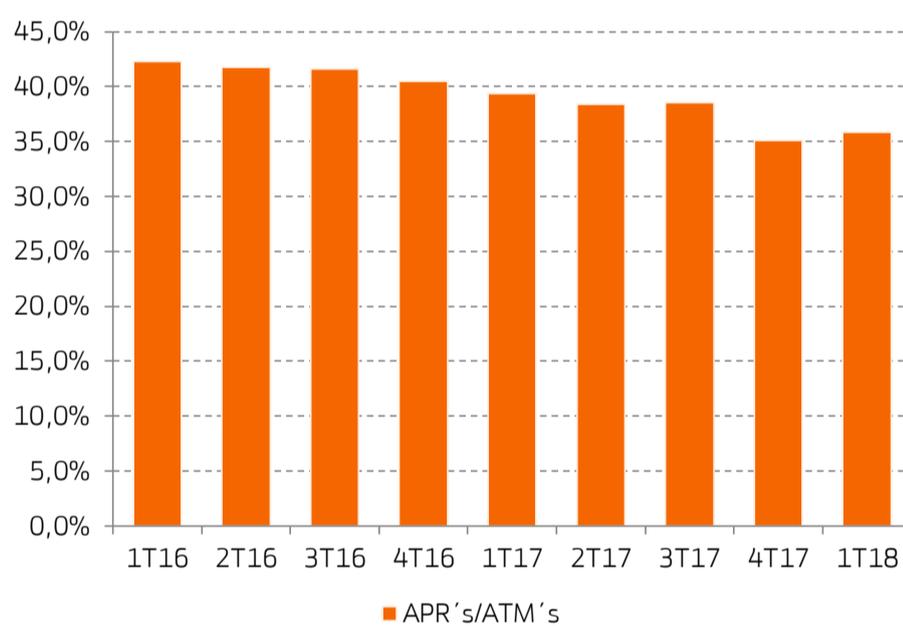


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

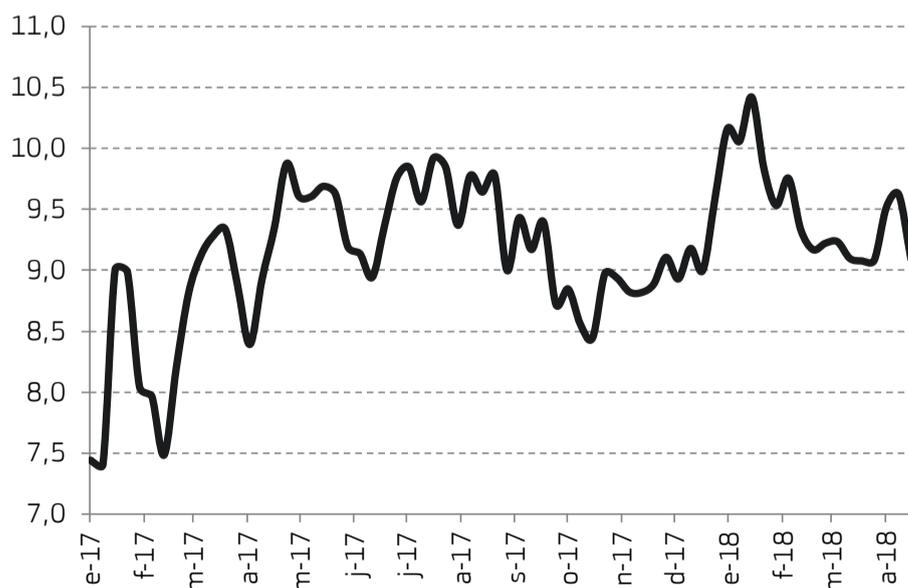
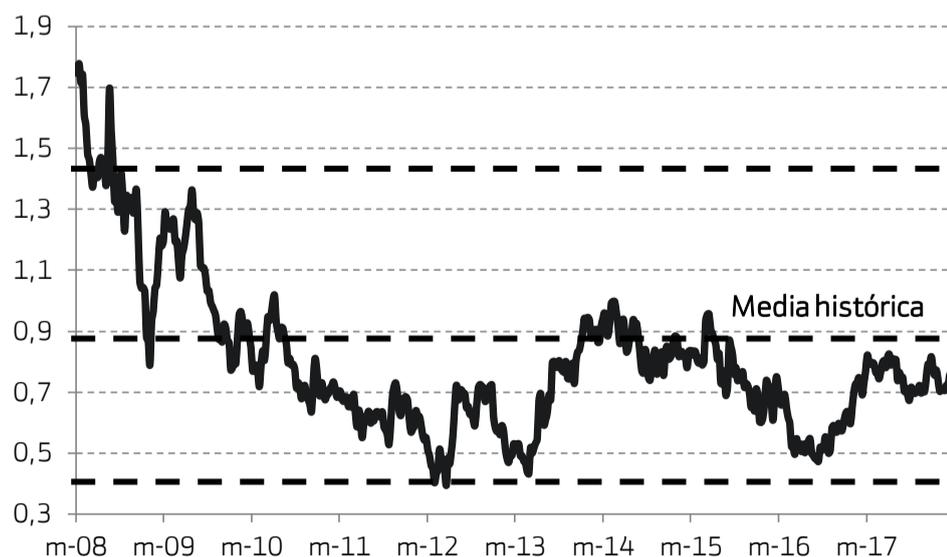


Gráfico 6: P/VC histórico



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 Pilar Aranda
Eva del Barrio 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.