

Nota: BBVA

Sorprende positivamente en 2T 2022, pero el riesgo percibido sobre los emergentes es elevado

BBVA

Precio Objetivo: 6,50 €/acc
 Potencial: 47,2%
 Recomendación: Neutral
 Analista: Rafael Alonso

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	28.194 M€
Nº Acciones	6.387 M
Precio último	4,41 €/acc
Max/Min (52 sem)	6,29 / 3,97
Revalorización (YTD)	-15,91%
Cód. Reuters / Bloomberg	BBVA.MC / BBVA.SM

Múltiplos de Valoración

	2021	2022 e	2023 e	2024 e
PER	6,1 x	5,9 x	5,7 x	5,6 x
P/VC	0,6 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x
Div. Yield	1,8%	7,6%	7,9%	8,0%

Principales cifras y ratios

Datos en M€	2021 r	2022e	2023 e	TAMI(1)
Margen Bruto	21.066	22.409	23.524	+5,7%
Margen Neto	11.536	12.098	12.940	+5,9%
Provisiones	-3.034	-3.593	-4.069	+15,8%
Tax, Min & Otros.	-3.849	-3.719	-3.931	+1,1%
BNA	4.653	4.786	4.940	+3,0%
BPA	0,73	0,75	0,77	+3,0%

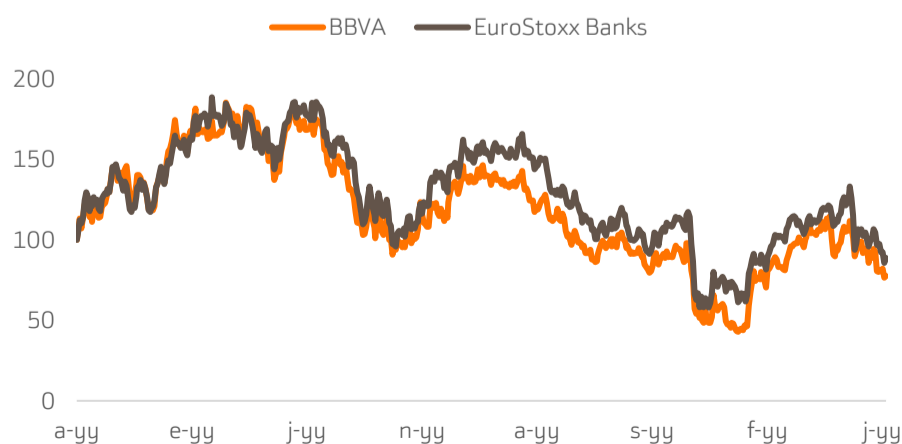
(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	2,0%
ROTE sostenible estimado	11,3%
Coste de capital (Ke)	13,0%
Precio objetivo (€/acc.)	6,50
Potencial de revalorización	47,2%

(*) Warranted Equity Value

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: Los múltiplos de valoración son atractivos (P/VC BBVA ~0,6x vs >0,8x banca mexicana & ~0,3/0,7x en la UEM) y las métricas de gestión evolucionan mejor de lo esperado - inversión crediticia, eficiencia, calidad crediticia & rentabilidad/RoTE -, pero la exposición a **Turquía** (6.300 M€ de valor en libros) y la recompra de oficinas en España no convencen. Mantenemos recomendación en Neutral con Precio Objetivo ~6,50 €/acc (vs 6,90 €/ant.) por el aumento del riesgo ante el **deterioro macro** previsto para 2S 2022.

Nuestra visión: BBVA sorprende positivamente en 2T 2022, a pesar de las presiones inflacionistas (+15,1% en costes). La actividad comercial gana tracción (+12,6% en inversión crediticia), el Margen de Intereses crece a un ritmo del 22,9% en 1S 2022 (+26,5% constante) y la calidad crediticia mejora.

Lo más importante de los resultados: (1) las métricas más importantes (actividad, ingresos y coste del riesgo/CoR) evolucionan positivamente en todas las áreas geográficas (México, España, Turquía y América del Sur), (2) el equipo gestor mantiene los **objetivos financieros** a largo plazo (2024). Eficiencia (42,0% vs 43,9% actual; RoTE~14,0% vs 14,8% actual & crecimiento del valor patrimonial (TBV) + dividendos de +9,0% vs +18,4% actual), (3) la ratio de **eficiencia** (costes/ingresos) es de las mejores en Europa (BBVA: 43,9%; -149 pb vs ~60,0% de media en Europa), (4) los índices de **calidad crediticia** evolucionan positivamente (morosidad ~3,7% vs 3,9% en 1T 2022 & cobertura ~78% vs 76,0% en 1T 2022) y (5) **la rentabilidad/RoTE Ordinario** roza el 15,0% (14,8% vs 12,0% en 2021) con una ratio de capital CET1 FL de 12,45% (vs 11,5%/12,0% objetivo).

Principales áreas geográficas (BNA 1S 2022 en términos constantes): **México** es la principal fuente de resultados (BNA: 1.821 M€; +48,3%). El diferencial con la clientela aumenta (10,59% vs 10,29% en 1T 2022), la actividad comercial se acelera (+13,3% en inversión vs 8,9% en 1T 2022) y la morosidad baja hasta el 2,81% (vs 2,96% en 1T 2022). En **España** (BNA: 808 M€; +11,5%), el foco en comisiones, la eficiencia en costes y la normalización del Coste del Riesgo/CoR compensan la estabilidad del Margen de Intereses. **Turquía** (BNA: 62 M€; vs -89 M€ e) sorprende positivamente porque el aumento de ingresos (+66,7% t/t) compensa las presiones inflacionistas y el esfuerzo en provisiones (+114,4% t/t). Llama la atención que la morosidad baja hasta 5,92% (vs 6,70% en 1T 2022). **América del Sur** (BNA: 413 M€; +102,1%) mantiene un buen ritmo de actividad (+12,1% en inversión) con un CoR bajo.

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾ Datos en M€	2T 21	3T 21	4T 21	1T 22	2T 22	Acumulado		% Variación		
						12 M		2T 22		12 M
						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	3.504	3.753	4.154	4.158	4.469	16.534	13.985	27,5%	7,5%	18,2%
Otros ingresos ⁽³⁾	1.515	1.564	1.108	1.782	1.047	5.502	5.605	-30,9%	-41,2%	-1,8%
Margen Bruto	5.019	5.317	5.262	5.940	5.516	22.036	19.590	9,9%	-7,1%	12,5%
Gastos Generales	2.317	2.427	3.348	2.463	2.703	10.941	9.428	16,7%	9,7%	16,0%
Margen Neto	2.702	2.890	1.914	3.477	2.813	11.095	10.162	4,1%	-19,1%	9,2%
Prov. insolvencias	656	622	832	738	703	2.895	3.186	7,2%	-4,7%	-9,1%
Rdo. Operativo	2.046	2.268	1.082	2.739	2.110	8.200	6.976	3,1%	-23,0%	17,5%
Rdos. Extraordinarios	-78	-31	151	-27	129	223	38	n.s	n.s	492,3%
BAI.	2.124	2.299	931	2.766	1.981	7.977	6.938	-6,7%	-28,4%	15,0%
Impuestos	591	640	189	788	880	2.497	1.933	n.s	n.s	29,2%
Minoritarios	832	259	-600	327	-249	-263	633	n.s	n.s	n.s
BNA Ajustado	701	1.400	1.342	1.651	1.350	5.743	4.372	92,6%	-18,2%	31,4%
Otros Ajustes Neto	0	0	0	-325	325	0				
BNA Publicado	701	1.400	1.342	1.326	1.675	5.743	4.372	138,9%	26,3%	31,4%

(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 Rdo. Instrumentos de capital; (3) Excluye Rdos. Puesta en Equivalencia

Balance Resumido (MM€)

Balance Consolidado	2T 21	3T 21	4T 21	1T 22	2T 22	Variación			
						MM€		%	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	79	81	87	88	101	22,6	13,6	28,8%	15,5%
Cartera Valores	112	116	100	120	129	16,2	8,8	14,4%	7,4%
Inversión Crediticia	327	328	330	346	362	34,4	15,4	n.s	4,4%
Otros	130	126	146	122	124	-6,2	1,7	-4,8%	1,4%
Total Activo	648	652	663	676	715	67,1	39,5	10,4%	5,8%
Depósitos	339	341	348	361	376	37,2	15,3	11,0%	4,2%
Finac. Mayorista	259	260	266	267	290	31,1	23,6	12,0%	8,9%
Fondos Propios	50	51	49	48	49	-1,2	0,5	-2,3%	1,1%
Total Pasivo & F.Propios	648	652	663	676	715	67,1	39,5	10,4%	5,8%
APR's ⁽⁵⁾	306	303	308	316	331	25,2	14,7	8,3%	4,7%
TCE ⁽⁶⁾	42	43	42	41	43	1,1	2,5	2,6%	6,2%

(4) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

	2T 21	3T 21	4T 21	1T 22	2T 22	Variación en pb	
						a/a	t/t
						L-t-D ⁽⁷⁾	96,6%
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	35,6%	33,3%	35,1%	36,1%	33,7%	-1,9 pb	-2,4 pb
APR's/ Activos ⁽⁹⁾	47,1%	46,4%	46,4%	46,8%	46,2%	-0,9 pb	-0,5 pb
TCE/ Fondos Propios	84,5%	84,4%	85,5%	84,5%	88,7%	4,2 pb	4,3 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	6,6%	13,1%	12,9%	16,2%	12,5%	5,8 pb	-3,7 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,4%	0,9%	0,8%	1,0%	0,8%	0,3 pb	-0,2 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

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

<https://bankinter.com/broker/analisis>

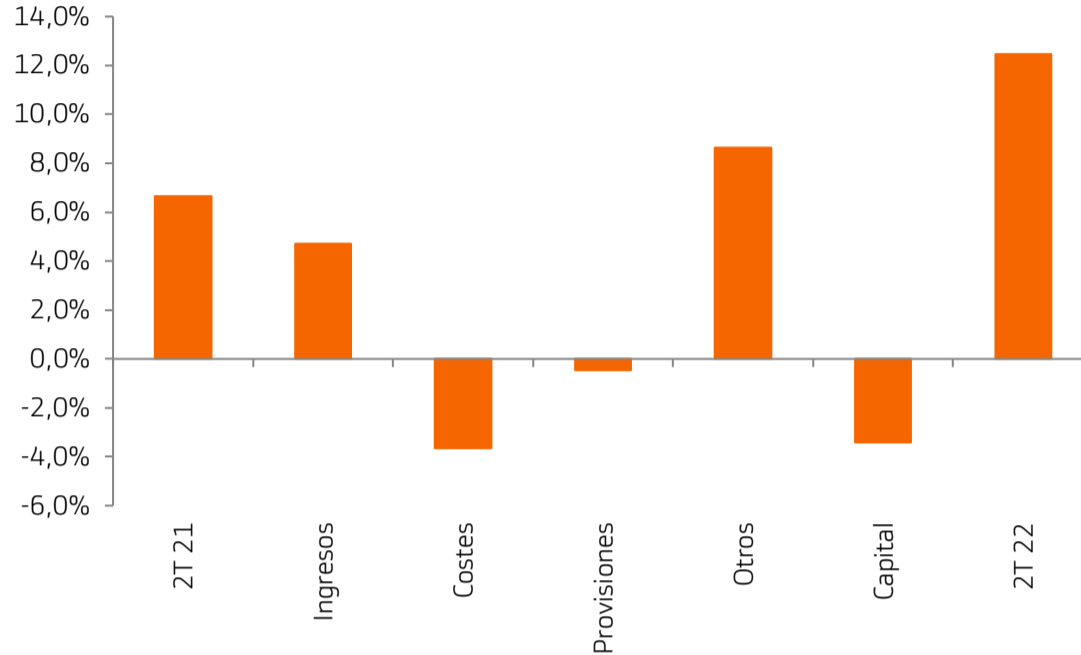
www.bankinter.com

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid

RoTE	Contribución anual							RoTE
2T 21	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Impacto Capital (*)	Total	2T 22
6,6%	4,7%	-3,7%	-0,4%	8,6%	9,2%	-3,4%	5,8%	12,5%

(*) El signo negativo indica aumento del Capital Tangible (TCE)



Principales Estimaciones

P&G Reportada	2021	2022 e	2023 e	2024 e	% Variación		
					2022	2023	2024
Datos en M€							
Margen de Intereses	14.686	17.251	17.431	17.854	17,5%	1,0%	2,4%
Comisiones	4.765	5.009	5.092	5.255	5,1%	1,7%	3,2%
Otros Ingresos	1.615	150	1.000	930	-90,7%	566,7%	-7,0%
Margen Bruto	21.066	22.409	23.524	24.039	6,4%	5,0%	2,2%
Gastos Generales	-9.530	-10.311	-10.584	-10.785	8,2%	2,6%	1,9%
Margen Neto	11.536	12.098	12.940	13.254	4,9%	7,0%	2,4%
Dotaciones insolvencias	-3.034	-3.593	-4.069	-4.226	18,4%	13,3%	3,9%
Otros resultados	-262	-250	-350	-375	-4,6%	40,0%	7,1%
Resultado antes de impuestos	8.240	8.255	8.521	8.654	0,2%	3,2%	1,6%
Impuesto sobre sociedades	-2.207	-2.477	-2.556	-2.596	12,2%	3,2%	1,6%
Rdo. Operaciones continuadas	6.033	5.779	5.965	6.058	-4,2%	3,2%	1,6%
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	-416	0	0	0	n.s	n.s	n.s
Resultado consolidado del ejercicio	5.617	5.779	5.965	6.058	2,9%	3,2%	1,6%
Resultado atribuido a minoritarios	965	993	1.025	1.041	2,9%	3,2%	1,6%
Beneficio atribuido al Grupo	4.652	4.786	4.940	5.017	2,9%	3,2%	1,6%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	92,3%	99,3%	95,7%	96,1%	7,0 pp	-3,6 pp	0,4 pp
Comisiones/Gtos Generales	50,0%	48,6%	48,1%	48,7%	-1,4 pp	-0,5 pp	0,6 pp
Ratio Eficiencia	45,2%	46,0%	45,0%	44,9%	0,8 pp	-1,0 pp	-0,1 pp
Provisiones / Mg. Bruto	26,3%	29,7%	31,4%	31,9%	3,4 pp	1,7 pp	0,4 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1: Ingresos Totales en M€

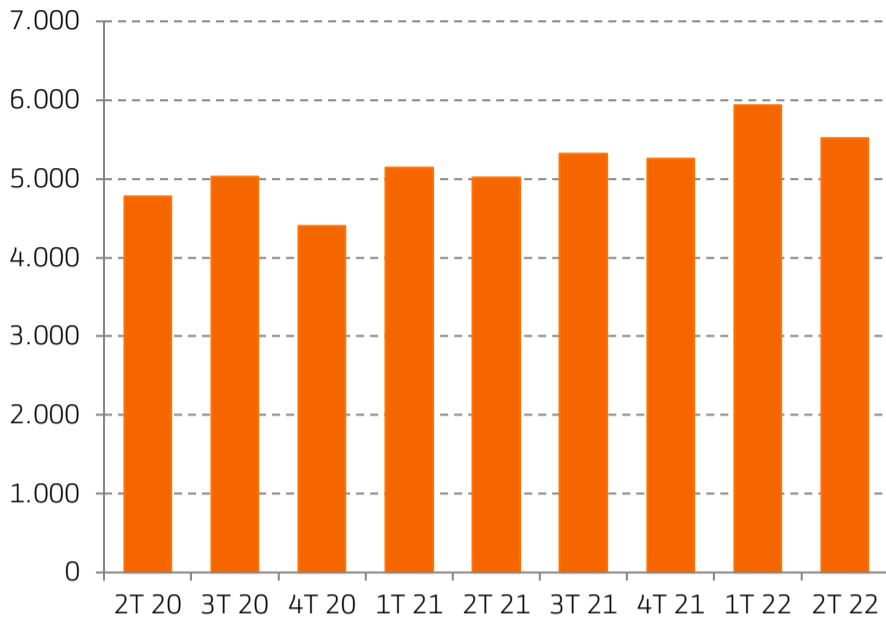
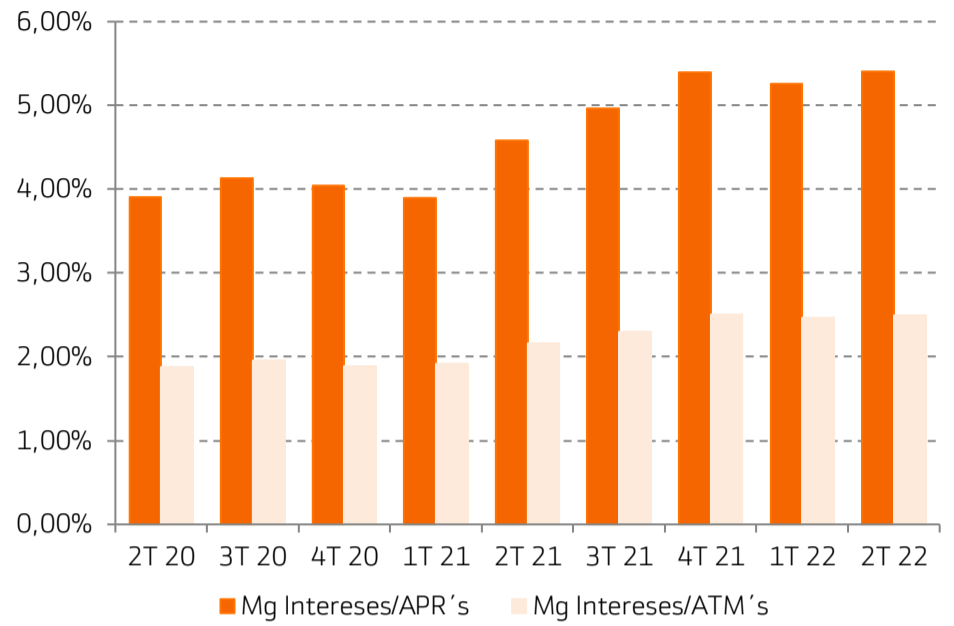


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

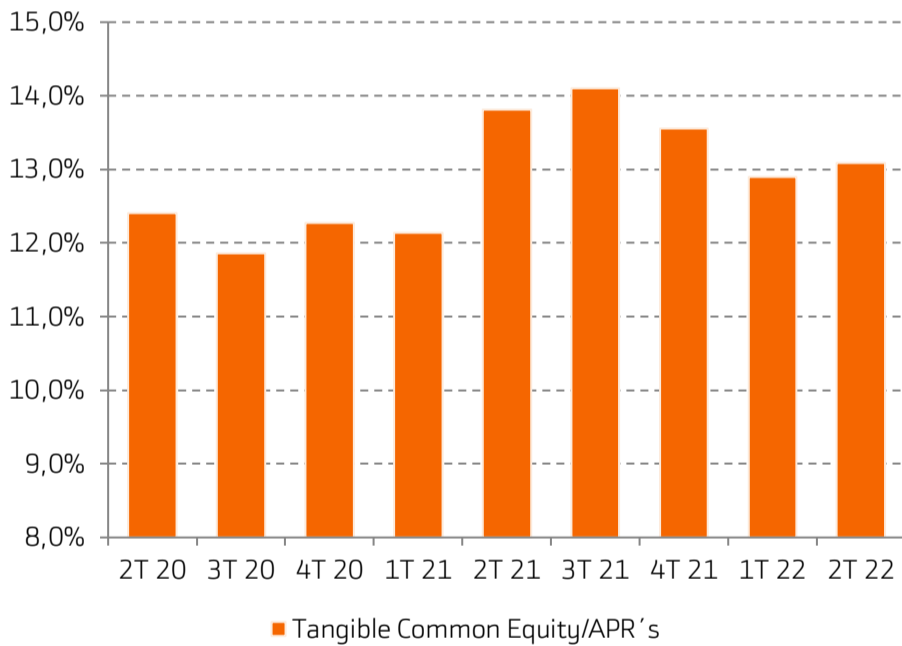
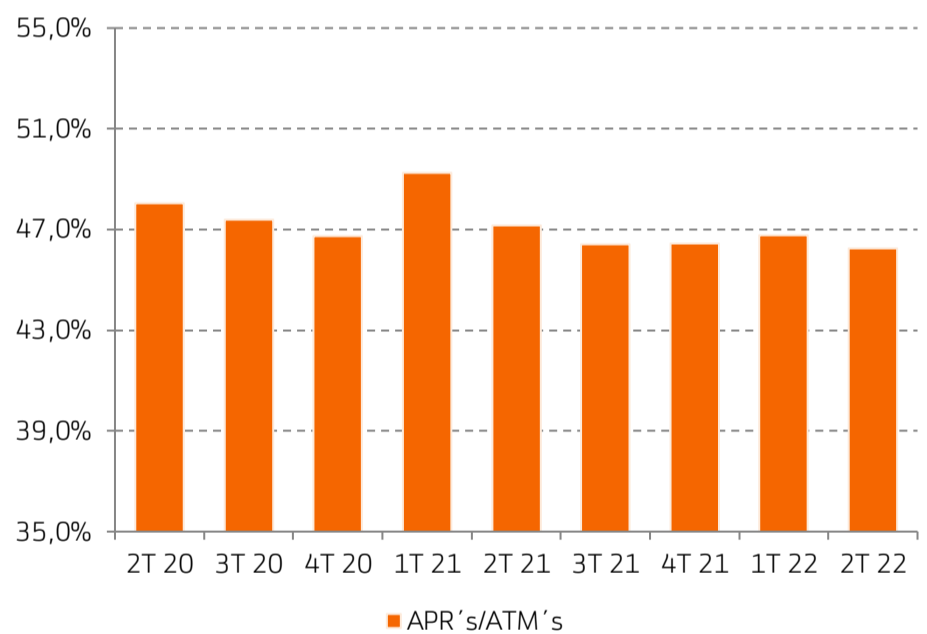


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER histórico

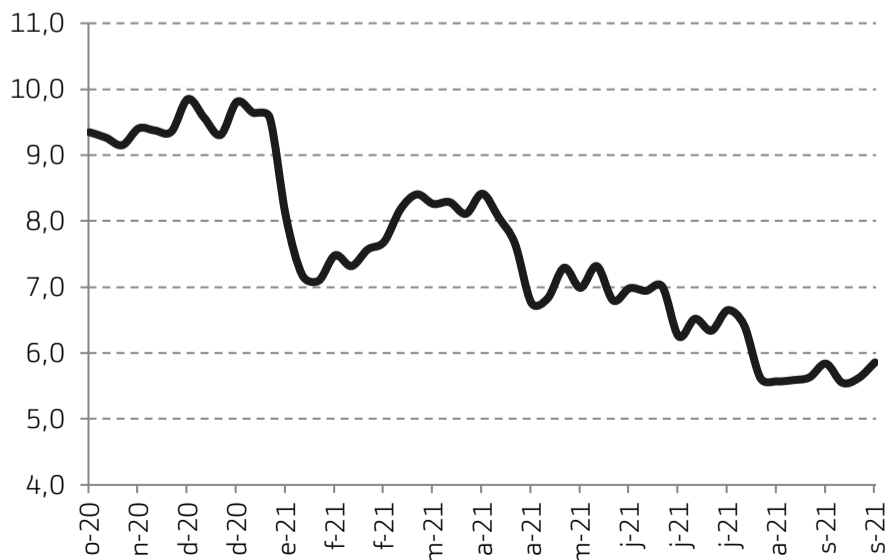
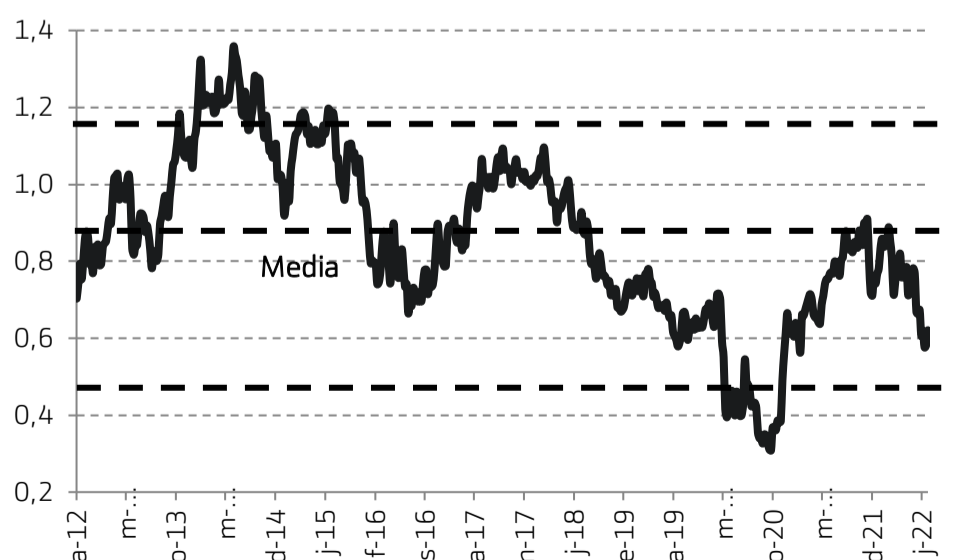


Gráfico 6: P/VC histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

<https://bankinter.com/broker/analisis>

www.bankinter.com

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
05/05/2022	Neutral	6,90 €
20/12/2021	Neutral	7,20 €
10/12/2021	Comprar	7,20 €
02/11/2021	Comprar	7,10 €

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- 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
- La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en: https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf
- Por favor, consulte importantes advertencias legales en: https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf
- 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	Jorge Pradilla - Logística	Elena Fernández-Trapiella - Telecoms & Lujo
Pedro Ribeiro - Analista	Carlos Pellicer - Analista	

Temáticas y activos de responsabilidad compartida

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

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

<https://bankinter.com/broker/analisis>
www.bankinter.com