

Análisis y Mercados

Analista: Rafael Alonso

Nota: BBVA

Sorprende positivamente en resultados y generación de capital pero afloja en rentabilidad (RoTE)

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	30.899 M€
Nº Acciones	6.668 M
Precio último	4,63 €/acc
Max/Min (52 sem)	5,68 / 4,19
Revalorización (YTD)	-7,00%
Cód. Reuters / Bloomberg	BBVA.MC / BBVA.SM

Múltiplos de Valoración

	2019	2020 e	2021 e	2022 e
PER	8,8 x	6,9 x	6,7 x	6,9 x
P/VC	0,6 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x
Div. Yield	5,5%	5,5%	5,8%	5,8%

Principales cifras y ratios

Datos en M€	2019 r	2020e	2021 e	TAMI(1)
Margen Bruto	24.542	24.380	24.916	+0,8%
Margen Neto	12.639	12.406	12.665	+0,1%
Provisiones	-4.151	-4.172	-4.222	+0,9%
Tax, Min & Otros.	-4.976	-3.733	-3.849	-12,0%
BNA	3.512	4.501	4.593	+14,4%
BPA	0,53	0,68	0,69	+14,4%

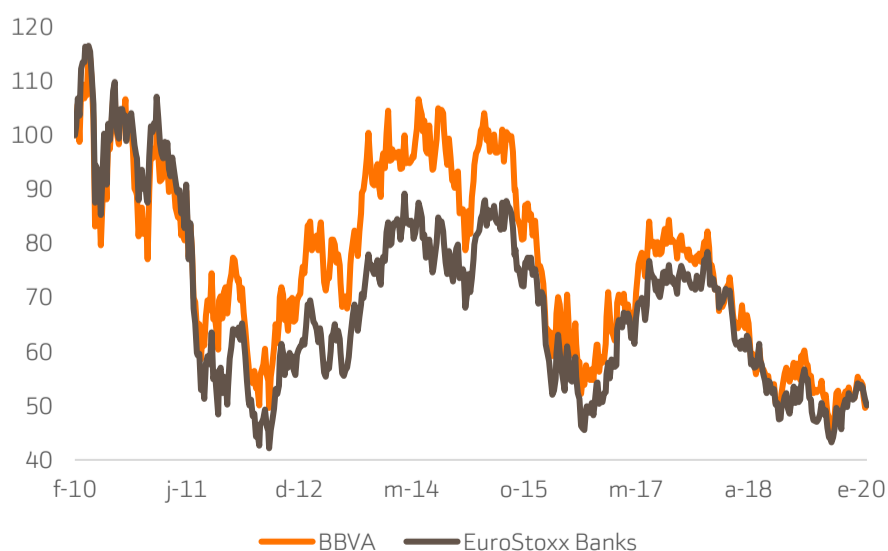
(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	2,0%
ROTE sostenible estimado	10,1%
Coste de capital (Ke)	12,0%
Precio objetivo (€/acc.)	5,40
Potencial de revalorización	16,5%

(*) Warranted Equity Value

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

BBVA

Precio Objetivo: 5,40 €/acc
Recomendación: Neutral

Conclusión: Sorprende positivamente en 4T19 y la ratio de capital CET alcanza 11,74%, en el rango alto del objetivo (11,5/12,0%), aunque el RoTE Ordinario afloja hasta 11,9% (vs 12,2% en 3T19).

Mantenemos recomendación en Neutral con Precio Objetivo ~5,40€/acc (vs 5,50 €/acc anterior) tras ajustar ligeramente nuestras previsiones de BNA para 2020/2022.

Resultados 2019: Bate expectativas gracias al buen comportamiento del Margen de intereses - principal fuente de ingresos -. Cifras principales 2019: M.Intereses: 18.202 M€ (+3,5% vs 18.008 M€ e); Margen Neto: 12.639 M€ (+4,9% vs 12.245 M€ e); BNA Ordinario: 4.830 M€ (+2,7% vs 4.684 M€ e) y BNA: 3.512 M€ (-35,0%).

BBVA sorprende positivamente en las partidas clave (Ingresos, Margen Neto y Capital). México - principal fuente de resultados - gana tracción, Turquía mantiene bajo control las métricas de riesgo y salvo EEUU, el resto de las áreas baten expectativas.

Las principales partidas muestran una evolución satisfactoria que no se refleja en la parte baja de la cuenta de P&G por el deterioro de valor de la franquicia en EEUU (-1.318 M€) y el cambio de perímetro (venta de Chile en 2018). **El BNA Ordinario a efectos comparables alcanza 4.830 M€ (+2,7% vs -0,6% en 9M19).**

Los índices de calidad crediticia evolucionan positivamente. La mora baja una décima hasta 3,8% con una cobertura de las más altas del sector (77,0%). La ratio de capital CETI alcanza 11,74% (11,56% en 3T19) gracias a la generación orgánica de capital, aunque **el RoTE Ordinario afloja hasta 11,9%** (vs 12,2% en 3T19).

Principales áreas geográficas (BNA 2019 en términos constantes): México continúa siendo la principal fuente de resultados (BNA: 2.699 M€; +14,0% vs 2.610 M€ e). El Margen Neto gana tracción (+12,0%) gracias a la gestión de márgenes y los índices de de calidad crediticia mejoran (morosidad en 2,36% vs 2.39% en 3T19).

América del Sur (BNA: 721 M€; +64,0% vs 712 M€ e) refleja mayores márgenes y un coste del riesgo estable.

En **Turquía** (BNA: 506 M€; -0,5% vs 467 M€ e) la gestión de diferenciales y la cartera de bonos mejoran significativamente y la morosidad baja hasta 6,99% (vs 7,19% en 3T19) con una cobertura del 75,4%.

En **España** (BNA: 1.386 M€; -1,0% vs 1.347 M€ e), la gestión de costes (-2,4%) compensa parcialmente la presión de márgenes y el descenso en ROF's (-54,9%). En **EEUU** (BNA: 509 M€ vs 607 M€ e), la actividad comercial pierde tracción y el aumento en provisiones (+144,9%) lastra la parte baja de la cuenta de P&G, aunque los índices de calidad crediticia se mantienen estables.

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾ Datos en M€	4T18	1T19	2T 19	3T 19	4T 19	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	4T 19		12 M
								a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	4.754	4.420	4.566	4.488	4.727	18.201	17.610	-0,6%	5,3%	3,4%
Otros ingresos ⁽³⁾	1.416	1.648	1.354	1.646	1.691	6.339	5.950	19,4%	2,7%	6,5%
Margen Bruto	6.170	6.068	5.920	6.134	6.418	24.540	23.560	4,0%	4,6%	4,2%
Gastos Generales	3.047	3.066	3.069	3.059	3.083	12.277	12.027	1,2%	0,8%	2,1%
Margen Neto	3.123	3.002	2.851	3.075	3.335	12.263	11.533	6,8%	8,5%	6,3%
Prov. insolvencias	1.353	1.023	753	1.187	1.187	4.150	3.977	-12,3%	0,0%	4,4%
Rdo. Operativo	1.770	1.979	2.098	1.888	2.148	8.113	7.556	21,4%	13,8%	7,4%
Rdos. Extraordinarios	202	22	3	2	1.688	1.715	133	n.s	n.s	n.s
BAI.	1.568	1.957	2.095	1.886	460	6.398	7.423	-70,7%	-75,6%	n.s
Impuestos	421	559	576	488	429	2.052	2.071	1,9%	-12,1%	-0,9%
Minoritarios	146	234	241	173	186	834	142	27,4%	n.s	n.s
BNA Publicado	1.012	1.182	1.260	1.225	-155	3.512	5.400	n.s	n.s	n.s

(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	4T18	1T19	2T 19	3T 19	4T 19	Variación			
						a/a	MM€ t/t	% a/a	% t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	72	66	61	61	62	-9,4	1,6	-13,1%	2,7%
Cartera Valores	66	99	112	117	109	43,4	-8,0	65,8%	-6,8%
Inversión Crediticia	386	393	389	391	395	8,8	3,5	2,3%	0,9%
Otros	153	133	136	140	132	-20,9	-7,4	-13,6%	-5,3%
Total Activo	677	691	698	709	699	22,0	-10,3	3,3%	-1,5%
Depósitos	375	379	375	379	384	9,5	4,9	2,5%	1,3%
Finac. Mayorista	249	259	268	273	260	10,5	-13,1	4,2%	-4,8%
Fondos Propios	53	54	55	57	55	2,1	-2,1	3,9%	-3,7%
Total Pasivo & F.Propios	677	691	698	709	699	22,0	-10,3	3,3%	-1,5%
APR 's ⁽⁵⁾	348	361	360	368	364	16,2	-3,7	4,7%	-1,0%
TCE ⁽⁶⁾	39	39	41	42	42	3,0	-0,5	7,6%	-1,1%

(4) Incluye interbancario

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

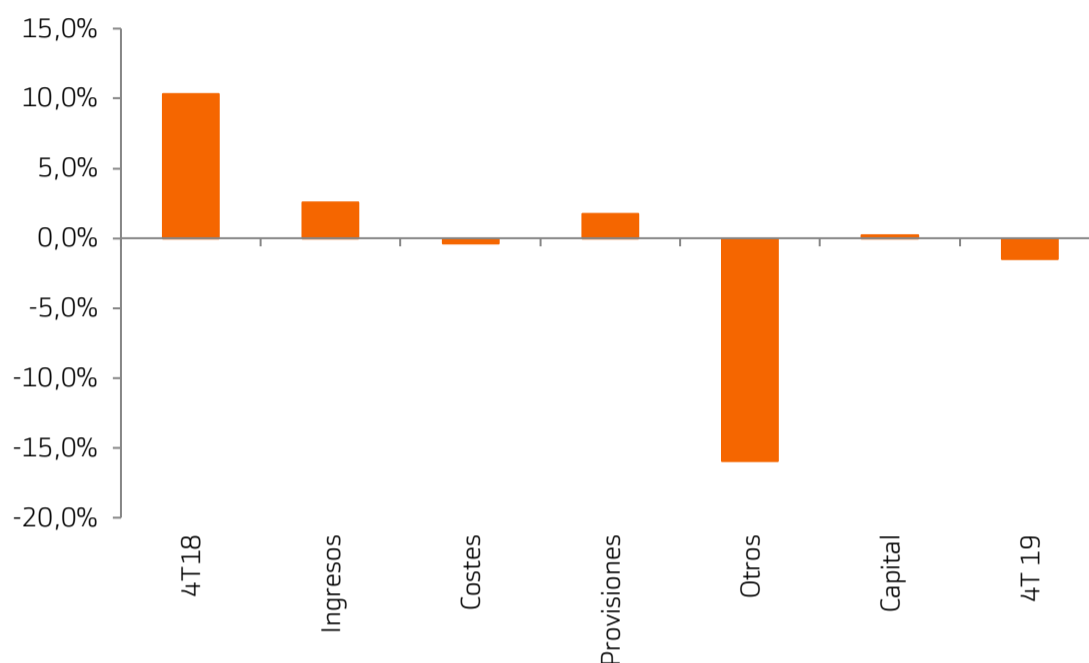
Métricas de Gestión

	4T18	1T19	2T 19	3T 19	4T 19	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	103,0%	103,9%	103,8%	103,1%	102,7%	-0,2 pb	-0,4 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	42,1%	42,0%	41,2%	40,5%	40,1%	-2,1 pb	-0,4 pb
APR 's/ Activos ⁽⁹⁾	51,5%	52,2%	51,6%	51,9%	52,2%	0,7 pb	0,2 pb
TCE/ Fondos Propios	73,4%	73,7%	74,2%	74,0%	76,0%	2,7 pb	2,0 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	10,3%	11,8%	12,6%	11,6%	-1,5%	-11,8 pb	-13,1 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	-0,1%	-0,7 pb	-0,8 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

RoTE 4T18	Contribución anual						Impacto Capital (*)	Total	RoTE 4T 19
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G				
10,3%	2,6%	-0,4%	1,7%	-15,9%	-12,0%	0,2%	-11,8%	-1,5%	

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



Principales Estimaciones

P&G Reportada Datos en M€	2019	2020 e	2021 e	2022 e	% Variación		
					2020	2021	2022
Margen de Intereses	18.202	18.152	18.490	19.012	-0,3%	1,9%	2,8%
Comisiones	5.033	5.078	5.276	5.449	0,9%	3,9%	3,3%
Otros Ingresos	1.307	1.150	1.150	1.300	-12,0%	0,0%	13,0%
Margen Bruto	24.542	24.380	24.916	25.761	-0,7%	2,2%	3,4%
Gastos Generales	-11.902	-11.974	-12.251	-12.593	0,6%	2,3%	2,8%
Margen Neto	12.640	12.406	12.665	13.168	-1,9%	2,1%	4,0%
Dotaciones insolvencias	-4.151	-4.172	-4.222	-4.429	0,5%	1,2%	4,9%
Otros resultados	-2.090	-500	-550	-650	-76,1%	10,0%	18,2%
Resultado antes de impuestos	6.399	7.734	7.893	8.089	20,9%	2,0%	2,5%
Impuesto sobre sociedades	-2.053	-2.166	-2.210	-2.265	5,5%	2,0%	2,5%
Rdo. Operaciones continuadas	4.346	5.569	5.683	5.824	28,1%	2,0%	2,5%
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
Resultado consolidado del ejercicio	4.346	5.569	5.683	5.824	28,1%	2,0%	2,5%
Resultado atribuido a minoritarios	833	1.068	1.089	1.117	28,2%	2,0%	2,5%
Beneficio atribuido al Grupo	3.513	4.501	4.593	4.708	28,1%	2,0%	2,5%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	94,7%	95,3%	95,4%	95,0%	0,6 pp	0,1 pp	-0,4 pp
Comisiones/Gtos Generales	42,3%	42,4%	43,1%	43,3%	0,1 pp	0,7 pp	0,2 pp
Ratio Eficiencia	48,5%	49,1%	49,2%	48,9%	0,6 pp	0,1 pp	-0,3 pp
Provisiones / Mg. Bruto	32,8%	33,6%	33,3%	33,6%	0,8 pp	-0,3 pp	0,3 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1: Ingresos Totales en M€

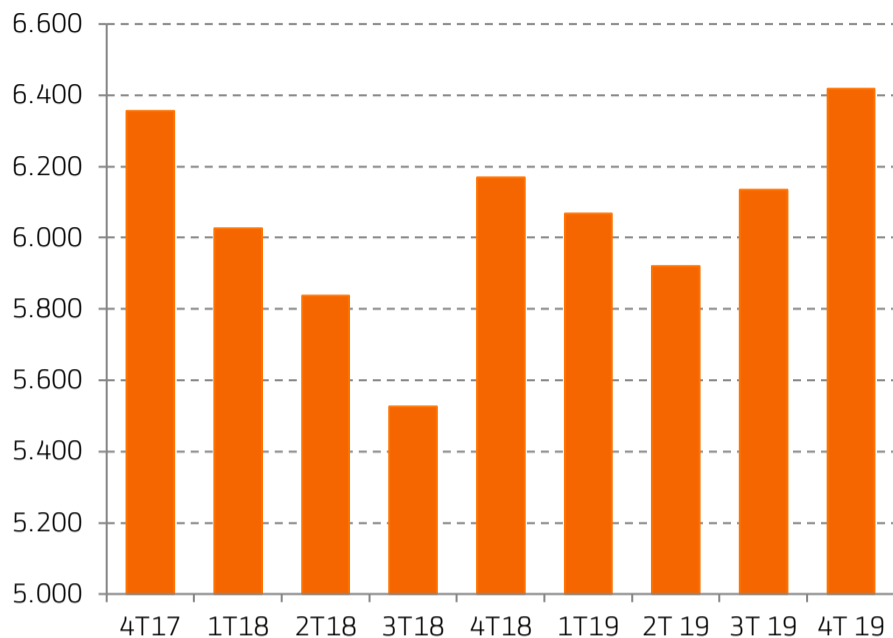
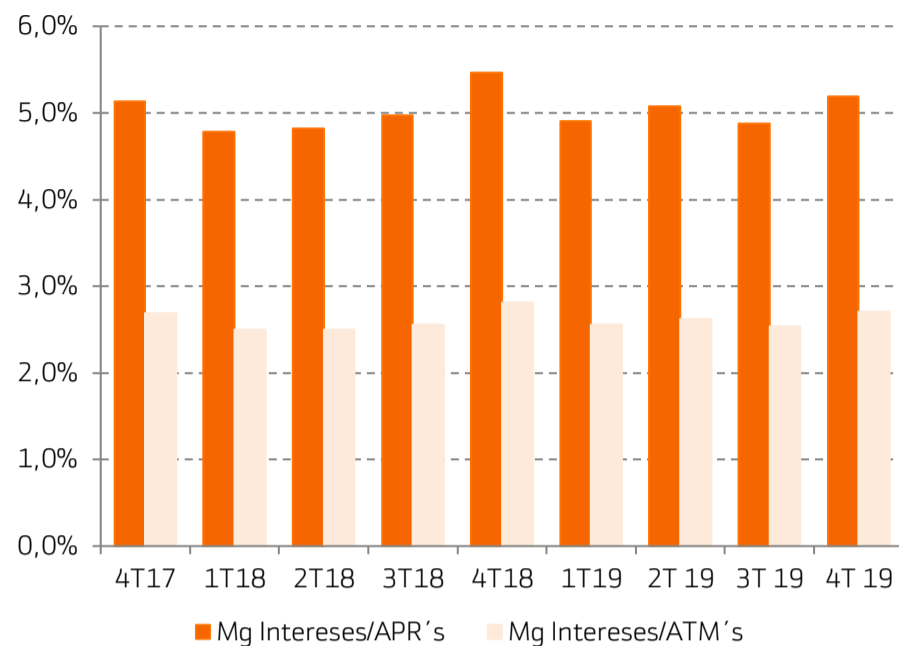


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

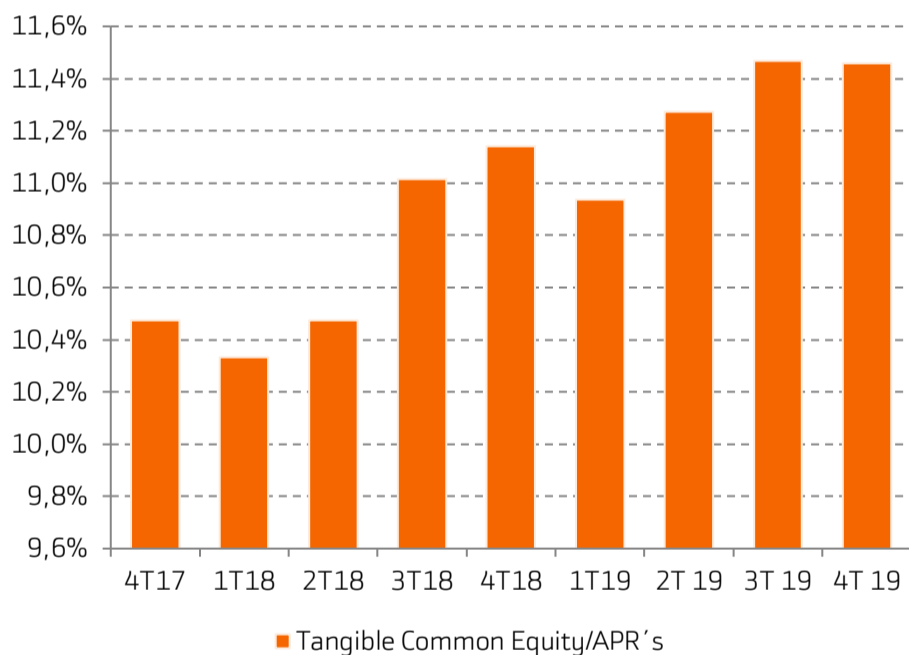
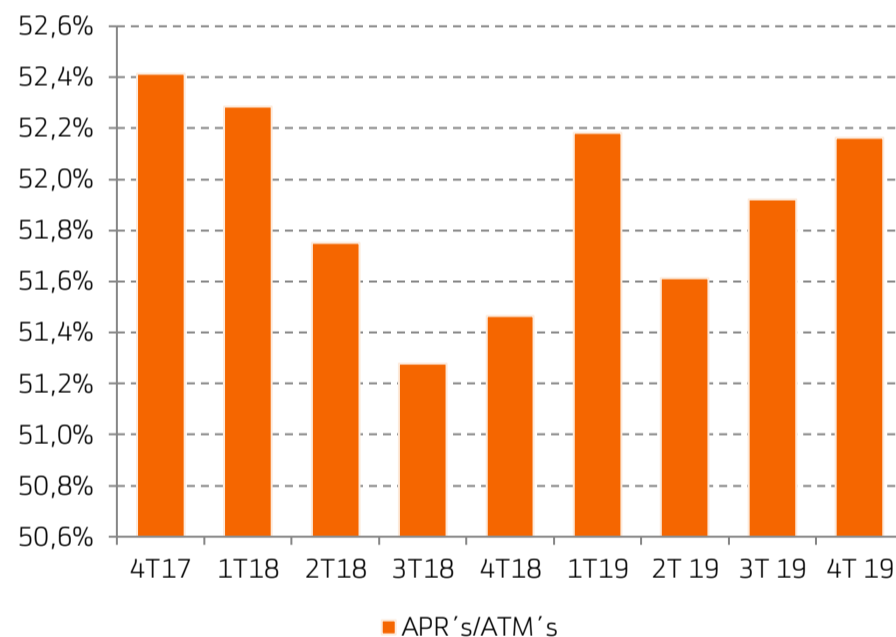


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

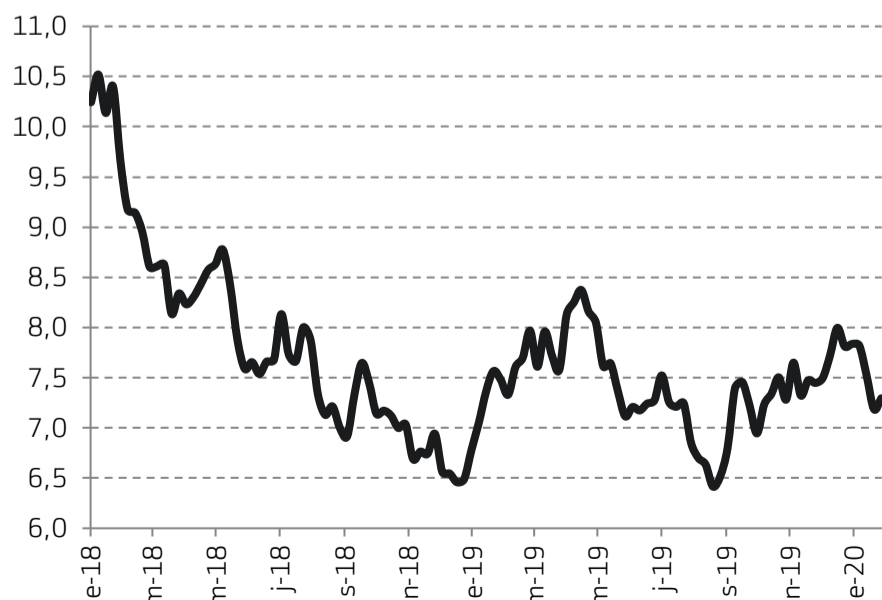
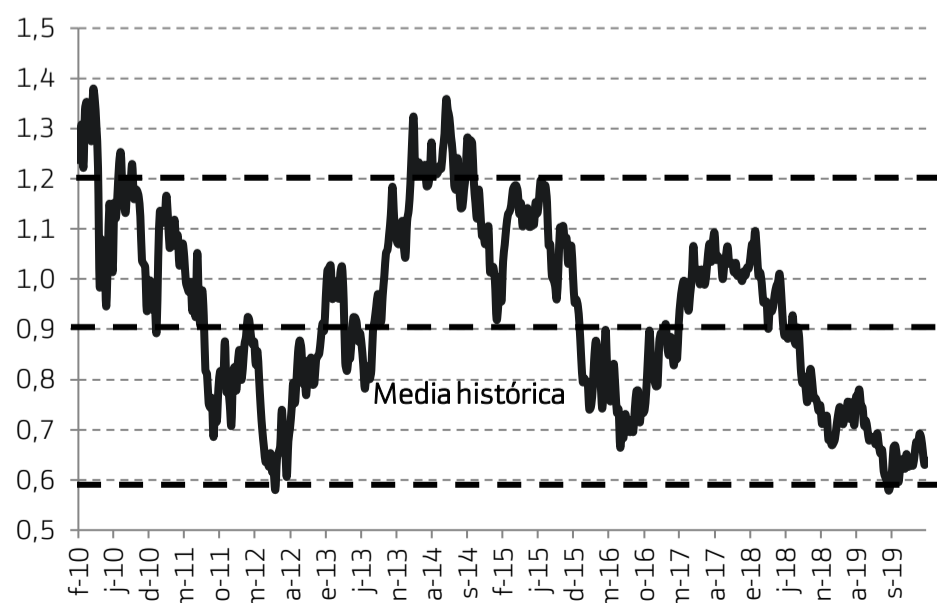


Gráfico 6: P/VC histórico



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

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	Ana de Castro - Seguros	Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Juan Moreno - Inmobiliarias	Aránzazu Cortina - Industriales	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología	Elena Fernández-Trapiella - Consumo	Luis Piñas - Consumo

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