

## Análisis y Mercados

Analista: Rafael Alonso

Nota: BBVA

El objetivo de capital CET1 baja hasta 10,84/11,34% desde el 11,5/12,0% anterior

## Datos Básicos

|                          |                   |
|--------------------------|-------------------|
| Capitalización Bursátil  | 18.903 M€         |
| Nº Acciones              | 6.668 M           |
| Precio último            | 2,84 €/acc        |
| Max/Min (52 sem)         | 5,34 / 2,48       |
| Revalorización (YTD)     | -43,11%           |
| Cód. Reuters / Bloomberg | BBVA.MC / BBVA.SM |

## Múltiplos de Valoración

|            | 2019  | 2020 e | 2021 e | 2022 e |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| PER        | 5,4 x | 16,2 x | 5,6 x  | 16,2 x |
| P/V        | 0,4 x | 0,4 x  | 0,4 x  | 0,4 x  |
| Div. Yield | 9,2%  | 3,6%   | 5,4%   | 5,3%   |

## Principales cifras y ratios

| Datos en M€       | 2019 r | 2020e  | 2021 e | TAMI(1) |
|-------------------|--------|--------|--------|---------|
| Margen Bruto      | 24.542 | 23.480 | 23.266 | -2,6%   |
| Margen Neto       | 12.639 | 11.536 | 11.315 | -5,4%   |
| Provisiones       | -4.151 | -4.672 | -4.522 | +4,4%   |
| Tax, Min & Otros. | -4.976 | -5.699 | -3.412 | -17,2%  |
| BNA               | 3.512  | 1.165  | 3.381  | -1,9%   |
| BPA               | 0,53   | 0,17   | 0,51   | -1,9%   |

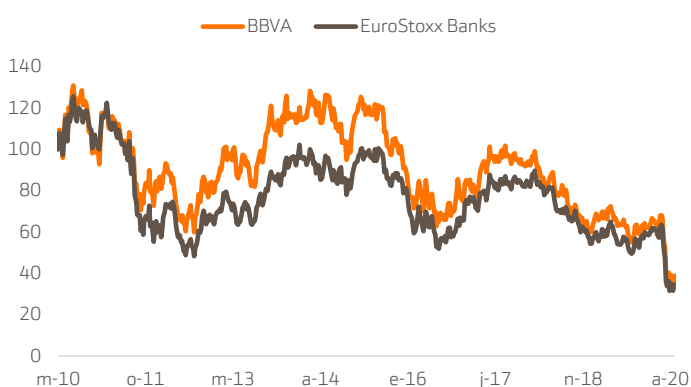
(1) Tasa Anual Media de Incremento.

## Síntesis de Valoración: Método WEV

|                                     |              |
|-------------------------------------|--------------|
| Crecimiento sostenible esperado (g) | 1,5%         |
| ROTE sostenible estimado            | 7,3%         |
| Coste de capital (Ke)               | 12,0%        |
| <b>Precio objetivo (€/acc.)</b>     | <b>3,50</b>  |
| <b>Potencial de revalorización</b>  | <b>23,4%</b> |

(\*) Warranted Equity Value

## Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg &amp; Análisis Bankinter

BBVA

Precio Objetivo: 3,50 €/acc

Recomendación: Neutral

**Conclusión:** Registra una pérdida récord de 1.792 M€ en 1T20 (vs -155 M€ en 4T19) por el Covid-19 y el deterioro de valor de la franquicia en EEUU. **La ratio de capital CET1 baja hasta 10,84% (-90 pb t/t)** y se sitúa en el rango bajo de la media sectorial. El esfuerzo en provisiones es importante pero **no descartamos ver nuevos impactos por su elevada exposición a emergentes** - LatAm y Turquía representan ~62% de los ingresos - y la severidad de la crisis en España. Revisamos a la baja nuestras perspectivas de BNA para 2020/2022 y precio Objetivo a 3,50 €/acc (vs 5,40 €/acc ant.).

**Resultados 2019:** Las cifras batían las expectativas a nivel operativo (Margen de Explotación: 3.586M€; +14,1% vs 3.070 M€ e) pero el **Covid-19 tiene un coste en provisiones de 1.433 M€, por ahora.** El grueso de las provisiones extraordinarias se concentra en España (517 M€) y México (320 M€) y anticipan un cambio a peor en las métricas de riesgo.

La filial de EEUU tiene una exposición relevante en Texas - especialmente afectada por la crisis del petróleo - y experimenta un deterioro de valor de 2.084 M€. Cabe recordar, que BBVA realizó saneamientos de balance y/o ajustes de valoración a la baja en 2009, 2011 y 2019 (1.318 M€).

**La ratio de capital CET1 cae hasta 10,84%** (vs 11,74% en 4T19) por las provisiones (-26 pb), el incremento en los Activos Ponderados por Riesgo (-50 pb) y el impacto de los mercados principalmente. El equipo gestor cambia el objetivo de capital desde del 11,5/12,0% anterior a mantener un colchón de 225/275 pb sobre las exigencias regulatorias - equivalente a una ratio de 10,84%/11,34% -.

**La morosidad todavía es baja** (3,6% vs 3,8% en 4T19) y la cobertura se sitúa entre las más altas del sector (86,0% vs 77,0% en 4T19) pero el entorno macro no acompaña y el RoTE Ordinario es de apenas 2,8% (vs 11,9% en 4T19).

**Principales áreas geográficas (BNA 1T20 en € constantes):** En **México**, principal fuente de resultados (BNA: 372 M€; -39,9% vs 562 M€ e), aumenta la presión en márgenes, el coste del riesgo recurrente se mantiene estable y la morosidad baja a 2,28% (vs 2,36% en 4T19). **América del Sur** (BNA: 70 M€; -57,8% vs 141 M€ e) acusa la reestructuración de la deuda argentina y el coste del riesgo en Venezuela. En **Turquía** (BNA: 129 M€; -9,1% vs 117 M€ e) la mejora en márgenes y eficiencia no compensa el esfuerzo en provisiones (+62,3%) aunque la tasa de cobertura sube a 86,3% (vs 75,4% en 4T19). En **España** (BNA: -141 M€; -28% vs 284 M€ e), la gestión de costes y el repunte de la actividad en empresas no compensan el descenso en ROF's y el aumento en provisiones. En **EEUU** (BNA: -100 vs 91 M€ e), la caída en márgenes y el aumento en provisiones lastran la cuenta de P&G, aunque los índices de calidad crediticia todavía son buenos (morosidad ~ 1,01%).

## Cuenta de P&amp;G

| P&G Ajustada <sup>(1)</sup>   | 1T19         | 2T 19        | 3T 19        | 4T 19        | 1T 20         | Acumulado     |               | % Variación    |               |              |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|--------------|
|                               |              |              |              |              |               | 12 M          |               | 1T 20          |               | 12 M         |
| Datos en M€                   |              |              |              |              |               | Último        | Previo        | a/a            | t/t           | a/a          |
| Mg. Intereses <sup>(2)</sup>  | 4.398        | 4.566        | 4.488        | 4.727        | 4.556         | 18.337        | 17.659        | 3,6%           | -3,6%         | 3,8%         |
| Otros ingresos <sup>(3)</sup> | 1.648        | 1.354        | 1.646        | 1.691        | 1.927         | 6.618         | 5.902         | 16,9%          | 14,0%         | 12,1%        |
| <b>Margen Bruto</b>           | <b>6.046</b> | <b>5.920</b> | <b>6.134</b> | <b>6.418</b> | <b>6.483</b>  | <b>24.955</b> | <b>23.561</b> | <b>7,2%</b>    | <b>1,0%</b>   | <b>5,9%</b>  |
| Gastos Generales              | 3.066        | 3.069        | 3.059        | 3.083        | 3.230         | 12.441        | 11.953        | 5,3%           | 4,8%          | 4,1%         |
| <b>Margen Neto</b>            | <b>2.980</b> | <b>2.851</b> | <b>3.075</b> | <b>3.335</b> | <b>3.253</b>  | <b>12.514</b> | <b>11.608</b> | <b>9,2%</b>    | <b>-2,5%</b>  | <b>7,8%</b>  |
| Prov. insolvencias            | 1.001        | 753          | 1.187        | 1.187        | 2.575         | 5.702         | 4.155         | 157,2%         | 116,9%        | 37,2%        |
| <b>Rdo. Operativo</b>         | <b>1.979</b> | <b>2.098</b> | <b>1.888</b> | <b>2.148</b> | <b>678</b>    | <b>6.812</b>  | <b>7.453</b>  | <b>-65,7%</b>  | <b>-68,4%</b> | <b>-8,6%</b> |
| Rdos. Extraordinarios         | 22           | 3            | 2            | 1.688        | 2.113         | 3.806         | 243           | 9504,5%        | 25,2%         | n.s          |
| <b>BAI.</b>                   | <b>1.957</b> | <b>2.095</b> | <b>1.886</b> | <b>460</b>   | <b>-1.435</b> | <b>3.006</b>  | <b>7.210</b>  | <b>-173,3%</b> | <b>n.s</b>    | <b>n.s</b>   |
| Impuestos                     | 541          | 576          | 488          | 429          | 186           | 1.679         | 1.985         | -65,6%         | -56,6%        | -15,4%       |
| Minoritarios                  | 234          | 241          | 173          | 186          | 171           | 771           | 112           | -26,9%         | -8,1%         | n.s          |
| <b>BNA Publicado</b>          | <b>1.182</b> | <b>1.278</b> | <b>1.225</b> | <b>-155</b>  | <b>-1.792</b> | <b>556</b>    | <b>5.113</b>  | <b>-251,6%</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                 | 1T19       | 2T 19      | 3T 19      | 4T 19      | 1T 20      | Variación   |             |             |             |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                     |            |            |            |            |            | MM€         |             | %           |             |
|                                     |            |            |            |            |            | a/a         | t/t         | a/a         | t/t         |
| Liquidez <sup>(4)</sup>             | 66         | 61         | 61         | 62         | 68         | 2,6         | 6,1         | 3,9%        | 9,9%        |
| Cartera Valores                     | 99         | 112        | 117        | 76         | 133        | 34,2        | 57,1        | 34,4%       | 74,9%       |
| <b>Inversión Crediticia</b>         | <b>393</b> | <b>389</b> | <b>391</b> | <b>395</b> | <b>396</b> | <b>2,6</b>  | <b>1,2</b>  | <b>0,7%</b> | <b>0,3%</b> |
| Otros                               | 133        | 136        | 140        | 165        | 133        | 0,4         | -32,2       | 0,3%        | -19,5%      |
| <b>Total Activo</b>                 | <b>691</b> | <b>698</b> | <b>709</b> | <b>699</b> | <b>731</b> | <b>39,7</b> | <b>32,2</b> | <b>5,7%</b> | <b>4,6%</b> |
| Depósitos                           | 379        | 375        | 379        | 384        | 385        | 6,5         | 1,4         | 1,7%        | 0,4%        |
| Finac. Mayorista                    | 259        | 268        | 273        | 260        | 297        | 37,6        | 36,6        | 14,5%       | 14,1%       |
| Fondos Propios                      | 54         | 55         | 57         | 55         | 49         | -4,4        | -5,8        | -8,2%       | -10,5%      |
| <b>Total Pasivo &amp; F.Propios</b> | <b>691</b> | <b>698</b> | <b>709</b> | <b>699</b> | <b>731</b> | <b>39,7</b> | <b>32,2</b> | <b>5,7%</b> | <b>4,6%</b> |
| APR's <sup>(5)</sup>                | 361        | 360        | 368        | 364        | 369        | 8,0         | 4,2         | 2,2%        | 1,2%        |
| TCE <sup>(6)</sup>                  | 39         | 41         | 42         | 42         | 44         | 5,0         | 2,7         | 12,7%       | 6,5%        |

(4) Incluye interbancario

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

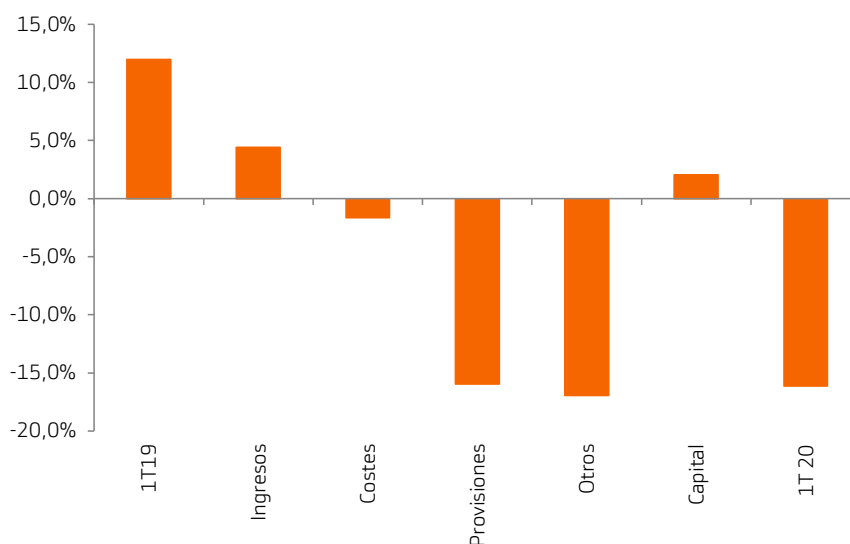
## Métricas de Gestión

|                               | 1T19   | 2T 19  | 3T 19  | 4T 19  | 1T 20  | Variación en pb |          |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------|----------|
|                               |        |        |        |        |        | a/a             | t/t      |
| L-t-D <sup>(7)</sup>          | 103,9% | 103,8% | 103,1% | 102,9% | 102,8% | -1,1 pb         | -0,1 pb  |
| Dudosos / TCE <sup>(8)</sup>  | 42,0%  | 41,2%  | 40,5%  | 38,2%  | 34,3%  | -7,7 pb         | -3,9 pb  |
| APR's/ Activos <sup>(9)</sup> | 52,2%  | 51,6%  | 51,9%  | 52,2%  | 50,4%  | -1,7 pb         | -1,7 pb  |
| TCE/ Fondos Propios           | 73,7%  | 74,2%  | 74,0%  | 76,0%  | 90,4%  | 16,8 pb         | 14,4 pb  |
| ROTE <sup>(10)</sup>          | 12,0%  | 12,6%  | 11,6%  | -1,5%  | -16,1% | -28,1 pb        | -14,6 pb |
| ROA <sup>(11)</sup>           | 0,7%   | 0,7%   | 0,7%   | -0,1%  | -1,0%  | -1,7 pb         | -0,9 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<br>1T19 | Contribución anual |        |         |        |        |       | Impacto<br>Capital (*) | RoTE<br>1T 20 |
|--------------|--------------------|--------|---------|--------|--------|-------|------------------------|---------------|
|              | Ingresos           | Costes | Provis. | Otros  | P&G    | Total |                        |               |
| 12,0%        | 4,4%               | -1,7%  | -16,0%  | -17,0% | -30,2% | 2,1%  | -28,1%                 | -16,1%        |

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



### Principales Estimaciones

| P&G Reportada                              | 2019          | 2020 e        | 2021 e        | 2022 e        | % Variación   |               |              |
|--------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
|                                            |               |               |               |               | 2020          | 2021          | 2022         |
| <b>Datos en M€</b>                         |               |               |               |               |               |               |              |
| Margen de Intereses                        | 18.202        | 17.252        | 16.840        | 17.712        | -5,2%         | -2,4%         | 5,2%         |
| Comisiones                                 | 5.033         | 5.078         | 5.276         | 4.594         | 0,9%          | 3,9%          | -12,9%       |
| Otros Ingresos                             | 1.307         | 1.150         | 1.150         | 1.300         | -12,0%        | 0,0%          | 13,0%        |
| <b>Margen Bruto</b>                        | <b>24.542</b> | <b>23.480</b> | <b>23.266</b> | <b>23.606</b> | <b>-4,3%</b>  | <b>-0,9%</b>  | <b>1,5%</b>  |
| Gastos Generales                           | -11.902       | -11.944       | -11.951       | -12.393       | 0,4%          | 0,1%          | 3,7%         |
| <b>Margen Neto</b>                         | <b>12.640</b> | <b>11.536</b> | <b>11.315</b> | <b>11.213</b> | <b>-8,7%</b>  | <b>-1,9%</b>  | <b>-0,9%</b> |
| Dotaciones insolvencias                    | -4.151        | -4.672        | -4.522        | -4.429        | 12,5%         | -3,2%         | -2,1%        |
| Otros resultados                           | -2.090        | -2.050        | -550          | -650          | -1,9%         | -73,2%        | 18,2%        |
| <b>Resultado antes de impuestos</b>        | <b>6.399</b>  | <b>4.814</b>  | <b>6.243</b>  | <b>6.134</b>  | <b>-24,8%</b> | <b>29,7%</b>  | <b>-1,7%</b> |
| Impuesto sobre sociedades                  | -2.053        | -1.589        | -2.060        | -2.024        | -22,6%        | 29,7%         | -1,7%        |
| <b>Rdo. Operaciones continuadas</b>        | <b>4.346</b>  | <b>3.226</b>  | <b>4.183</b>  | <b>4.110</b>  | <b>-25,8%</b> | <b>29,7%</b>  | <b>-1,7%</b> |
| Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)      | 0             | -1.784        | 0             | 0             | n.s           | n.s           | n.s          |
| <b>Resultado consolidado del ejercicio</b> | <b>4.346</b>  | <b>1.442</b>  | <b>4.183</b>  | <b>4.110</b>  | <b>-66,8%</b> | <b>190,1%</b> | <b>-1,7%</b> |
| Resultado atribuido a minoritarios         | 833           | 276           | 802           | 788           | -66,8%        | 190,1%        | -1,7%        |
| <b>Beneficio atribuido al Grupo</b>        | <b>3.513</b>  | <b>1.165</b>  | <b>3.381</b>  | <b>3.322</b>  | <b>-66,8%</b> | <b>190,1%</b> | <b>-1,7%</b> |
| Ingresos Core <sup>(i)</sup> /Mg. Bruto    | 94,7%         | 95,1%         | 95,1%         | 94,5%         | 0,4 pp        | 0,0 pp        | -0,6 pp      |
| Comisiones/Gtos Generales                  | 42,3%         | 42,5%         | 44,1%         | 37,1%         | 0,2 pp        | 1,6 pp        | -7,1 pp      |
| Ratio Eficiencia                           | 48,5%         | 50,9%         | 51,4%         | 52,5%         | 2,4 pp        | 0,5 pp        | 1,1 pp       |
| Provisiones / Mg. Bruto                    | 32,8%         | 40,5%         | 40,0%         | 39,5%         | 7,7 pp        | -0,5 pp       | -0,5 pp      |

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1: Ingresos Totales en M€

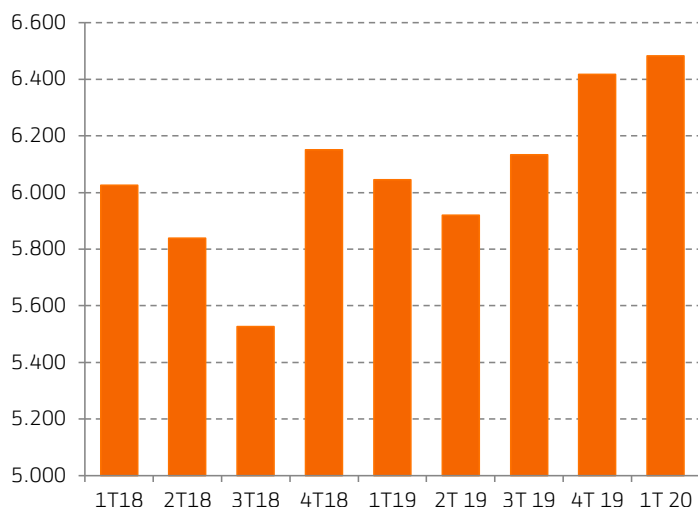
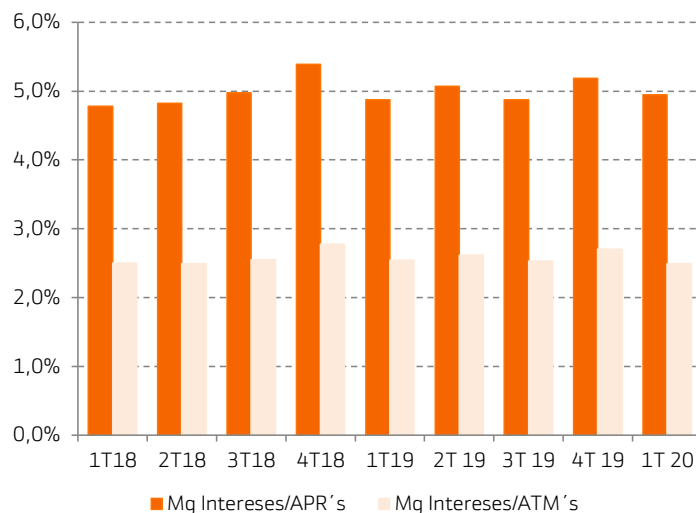


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

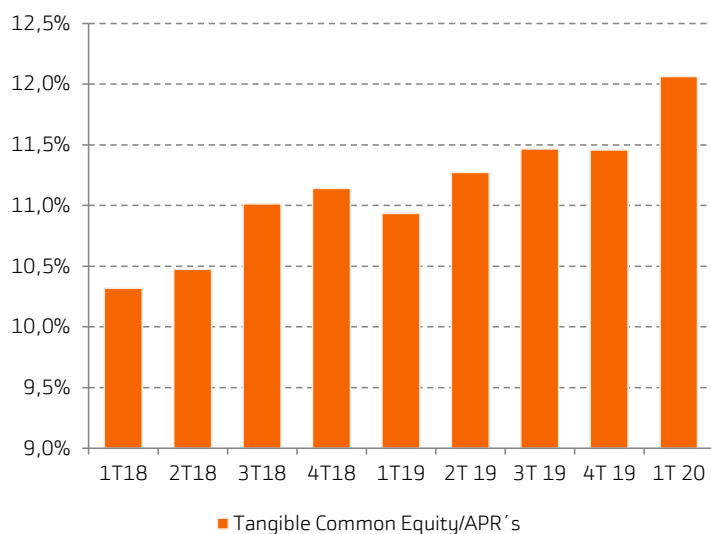
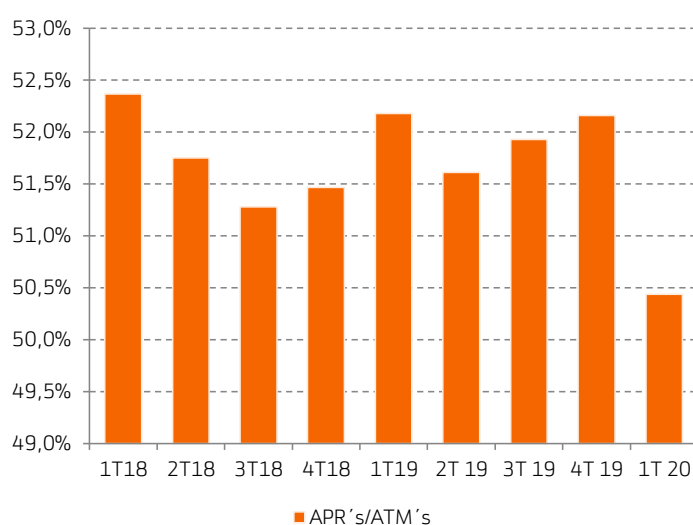


Gráfico 4: Densidad de capital

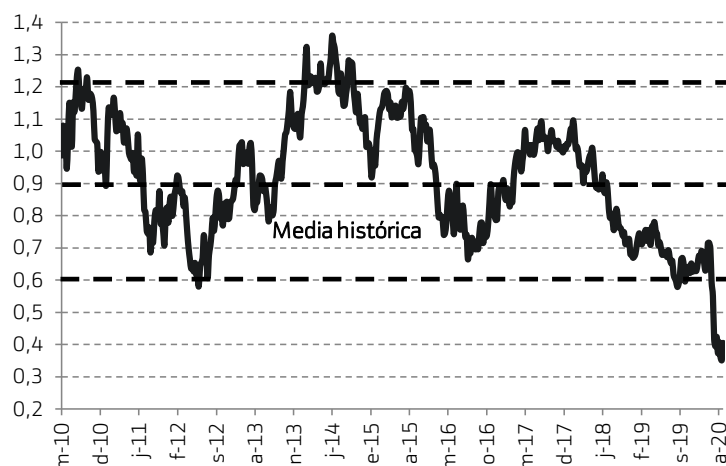


Múltiplos de Valoración

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](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