

La rentabilidad/RoTE vuelve a niveles pre-CV19

BBVA

Precio Objetivo: 5,35 €/acc
Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	31.736 M€
Nº Acciones	6.668 M
Precio último	4,76 €/acc
Max/Min (52 sem)	4,83 / 2,10
Revalorización (YTD)	19,53%
Cód. Reuters / Bloomberg	BBVA.MC / BBVA.SM

Múltiplos de Valoración

	2020	2021 e	2022 e	2023 e
PER	24,3 x	9,6 x	8,2 x	7,6 x
P/V	0,7 x	0,7 x	0,6 x	0,6 x
Div. Yield	2,7%	3,4%	4,9%	5,3%

Principales cifras y ratios

Datos en M€	2020 r	2021e	2022 e	TAMI(1)
Margen Bruto	22.974	20.702	20.889	-4,6%
Margen Neto	12.219	11.394	11.734	-2,0%
Provisiones	-5.908	-3.950	-3.793	-19,9%
Tax, Min & Otros.	-5.006	-4.136	-4.080	-9,7%
BNA	1.305	3.309	3.862	+72,0%
BPA	0,20	0,50	0,58	+72,0%

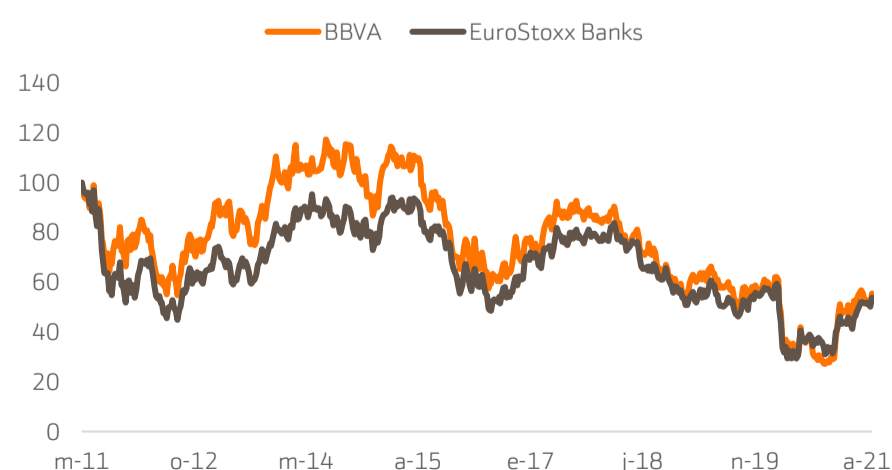
(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,5%
ROTE sostenible estimado	10,0%
Coste de capital (Ke)	11,7%
Precio objetivo (€/acc.)	5,35
Potencial de revalorización	12,4%

(*) Warranted Equity Value

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: Bate expectativas en 1T21 gracias al descenso en provisiones, la gestión de costes y el *trading*. Lo más importante es que las métricas de riesgo evolucionan satisfactoriamente y la rentabilidad/RoTE **Ordinario** vuelve a niveles pre-CV19 (~11,0%). Mantenemos recomendación en Comprar y Precio Objetivo en 5,35 €/acc (sin cambios). La recuperación macro y la **venta del negocio en EEUU** en 1S21, permiten implementar un plan de recompra de acciones por hasta el 10% del capital, reestructurar el negocio en España y mejorar la ratio de capital.

Resultados 1T21: Sorprende positivamente tras registrar un BNA de 1.210 M€ (vs -1.792 M€ en 1T20 vs 907€ e) gracias al descenso provisiones (-57,3%), la gestión de costes (ratio de eficiencia ~44,7%) y el *trading* (581 M€ vs 311 M€ e).

La ratio de capital CET1 FL mejora hasta 11,88 % (vs 11,73% en 4T20) - en el rango alto del objetivo (~11,5%/12,0%) - y asciende hasta 14,58% pro-forma tras la venta de EEUU a PNC.

Los índices de calidad crediticia evolucionan satisfactoriamente y permiten la normalización en el coste del riesgo/CoR tras los esfuerzos realizados en 2020. El CoR afloja hasta 1,17% (vs 1,55% en 4T20 vs 2,54% en 1T20) sin repuntes significativos en la tasa de mora (4,3% vs 4,2% en 4T20).

Así el saldo de dudosos crece a un ritmo de +2,1% (plano vs 4T20) y la Tasa de Cobertura se mantiene en el rango alto del sector (81,0% vs 82,0% en 4T20).

Principales áreas geográficas (BNA 1T21 en € constantes):

México continúa siendo la principal fuente de resultados (BNA: 493 M€; +46,9% vs 475 M€ e). El diferencial con clientes mejora hasta 9,97% (vs 9,89% en 4T20) y la morosidad baja hasta ~2,96% (vs 3,33% en 4T20). La caída en provisiones es el principal catalizador de la cuenta de P&G y compensa el descenso en el ritmo de actividad (-6,5% en inversión).

América del Sur (BNA: 104 M€; +117,76% vs 114 M€ e) mantiene un buen ritmo de actividad comercial (+9,6% en inversión) y la mejora en las métricas de riesgo (morosidad).

Turquía (BNA: 191 M€; +96,0% vs 111 M€ e) sorprende positivamente gracias al *trading* (+148,5%), el aumento de la actividad comercial minorista y la caída en provisiones (-59,7%) aunque la morosidad repunta hasta 6,88% (vs 6,58% en 4T20).

En **España** (BNA: 381 M€ vs -130 M€ en 1T20 vs 281 M€ e), el repunte en comisiones & ROF's compensan la presión en márgenes (1,77% vs 1,83% en 4T20). La gestión de costes (-3,5%) y la normalización del CoR (-72,0% en provisiones) explican la mejora en la parte baja de la cuenta de P&G.

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾ Datos en M€	1T 20	2T 20	3T 20	4T 20	1T 21	Acumulado		% Variación		
						12 M		1T 21	12 M	
						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	4.556	4.097	4.109	1.966	3.451	13.623	16.101	-24,3%	75,5%	-15,4%
Otros ingresos ⁽³⁾	1.927	1.464	1.553	394	1.714	5.125	5.715	-11,1%	335,0%	-10,3%
Margen Bruto	6.483	5.561	5.662	2.360	5.165	18.748	21.816	-20,3%	118,9%	-14,1%
Gastos Generales	3.230	2.823	2.628	1.153	2.466	9.070	10.932	-23,7%	113,9%	-17,0%
Margen Neto	3.253	2.738	3.034	1.207	2.699	9.678	10.884	-17,0%	123,6%	-11,1%
Prov. insolvencias	2.575	1.571	928	105	923	3.527	5.127	-64,2%	779,0%	-31,2%
Rdo. Operativo	678	1.167	2.106	1.102	1.776	6.151	5.757	161,9%	61,2%	6,8%
Rdos. Extraordinarios	2.113	101	128	-2.398	17	-2.152	2.289	-99,2%	-100,7%	-194,0%
BAI.	-1.435	1.066	1.978	3.500	1.759	8.303	3.468	n.s	-49,7%	n.s
Impuestos	186	268	524	481	489	1.762	1.587	162,9%	1,7%	11,0%
Minoritarios	171	162	313	1.699	60	2.234	1.343	-64,9%	-96,5%	66,3%
BNA Publicado	-1.792	636	1.141	1.320	1.210	4.307	538	-167,5%	-8,3%	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	1T 20	2T 20	3T 20	4T 20	1T 21	Variación			
						a/a	MM€ t/t	a/a	% t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	68	85	91	86	72	3,5	-14,5	5,1%	-16,7%
Cartera Valores	133	125	114	74	180	47,0	106,0	35,3%	142,5%
Inversión Crediticia	396	401	379	323	323	-73,0	-0,3	-18,4%	-0,1%
Otros	133	142	143	252	145	11,3	-107,7	8,5%	-42,7%
Total Activo	731	754	727	736	720	-11,2	-16,5	-1,5%	-2,2%
Depósitos	385	402	395	342	331	-54,0	-10,9	-14,0%	-3,2%
Finac. Mayorista	297	302	283	344	338	41,2	-6,3	13,9%	-1,8%
Fondos Propios	49	50	49	50	51	1,5	0,7	3,1%	1,4%
Total Pasivo & F.Propios	731	754	727	736	720	-11,2	-16,5	-1,5%	-2,2%
APR 's ⁽⁵⁾	369	362	344	344	354	-14,2	10,4	-3,9%	3,0%
TCE ⁽⁶⁾	44	45	39	42	43	-1,5	0,8	-3,3%	1,9%

(4) Incluye interbancario

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

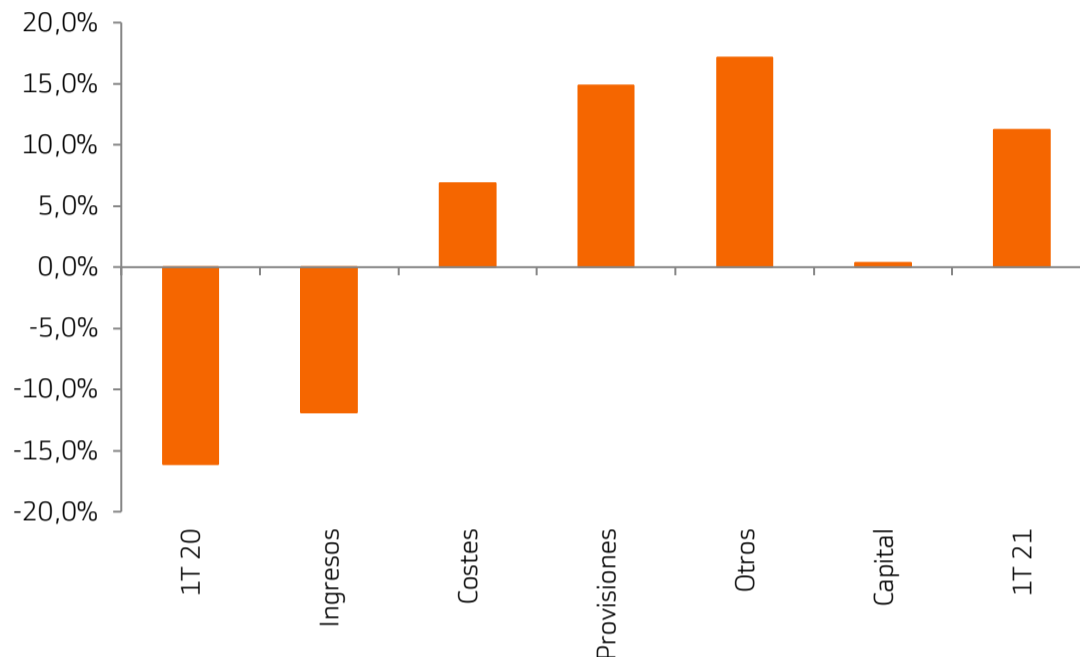
Métricas de Gestión

	1T 20	2T 20	3T 20	4T 20	1T 21	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	102,8%	99,6%	95,9%	94,5%	97,5%	-5,3 pb	3,0 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	34,3%	34,8%	39,8%	37,7%	34,7%	0,4 pb	-3,0 pb
APR 's/ Activos ⁽⁹⁾	50,4%	48,0%	47,3%	46,7%	49,2%	-1,2 pb	2,5 pb
TCE/ Fondos Propios	90,4%	90,7%	79,9%	84,4%	84,8%	-5,6 pb	0,5 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	-16,1%	5,7%	11,8%	12,5%	11,3%	27,4 pb	-1,3 pb
ROA ⁽¹¹⁾	-1,0%	0,3%	0,6%	0,7%	0,7%	1,7 pb	0,0 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 1T 20	Contribución anual							RoTE 1T 21
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Impacto Capital (*)	Total	
-16,1%	-11,9%	6,9%	14,9%	17,1%	27,0%	0,4%	27,4%	11,3%

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



Principales Estimaciones

P&G Reportada	2020	2021 e	2022 e	2023 e	% Variación		
					2021	2022	2023
Datos en M€							
Margen de Intereses	16.801	14.444	14.851	15.056	-14,0%	2,8%	1,4%
Comisiones	4.616	4.507	4.614	4.687	-2,4%	2,4%	1,6%
Otros Ingresos	1.557	1.750	1.425	1.250	12,4%	-18,6%	-12,3%
Margen Bruto	22.974	20.702	20.889	20.994	-9,9%	0,9%	0,5%
Gastos Generales	-10.755	-9.308	-9.155	-9.028	-13,5%	-1,6%	-1,4%
Margen Neto	12.219	11.394	11.734	11.966	-6,8%	3,0%	2,0%
Dotaciones insolvencias	-5.908	-3.950	-3.793	-3.569	-33,1%	-4,0%	-5,9%
Otros resultados	-1.085	-1.500	-1.400	-1.300	38,2%	-6,7%	-7,1%
Resultado antes de impuestos	5.226	5.945	6.542	7.097	13,7%	10,0%	8,5%
Impuesto sobre sociedades	-1.385	-1.664	-1.832	-1.987	20,2%	10,0%	8,5%
Rdo. Operaciones continuadas	3.841	4.280	4.710	5.110	11,4%	10,0%	8,5%
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	-1.780	-245	0	0	n.s	n.s	n.s
Resultado consolidado del ejercicio	2.061	4.035	4.710	5.110	95,8%	16,7%	8,5%
Resultado atribuido a minoritarios	756	726	848	920	-3,9%	16,7%	8,5%
Beneficio atribuido al Grupo	1.305	3.309	3.862	4.190	153,5%	16,7%	8,5%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	93,2%	91,5%	93,2%	94,0%	-1,7 pp	1,6 pp	0,9 pp
Comisiones/Gtos Generales	42,9%	48,4%	50,4%	51,9%	5,5 pp	2,0 pp	1,5 pp
Ratio Eficiencia	46,8%	45,0%	43,8%	43,0%	-1,9 pp	-1,1 pp	-0,8 pp
Provisiones / Mg. Bruto	48,4%	34,7%	32,3%	29,8%	-13,7 pp	-2,3 pp	-2,5 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1: Ingresos Totales en M€

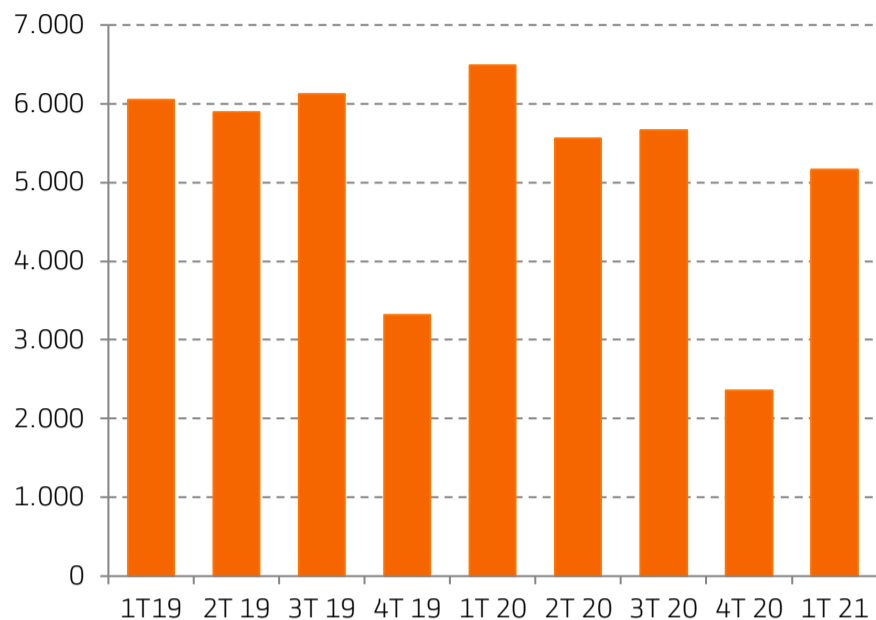
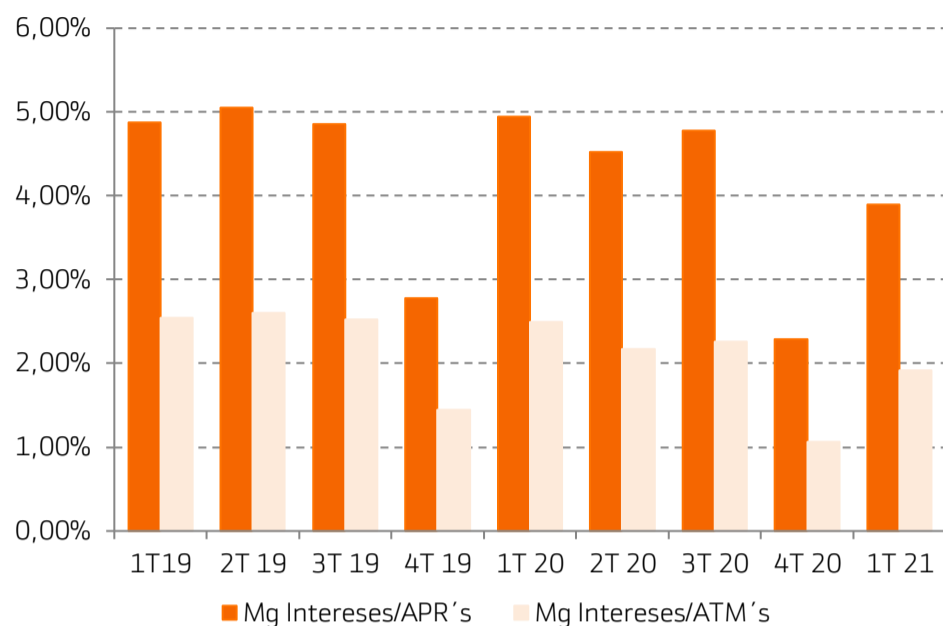


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

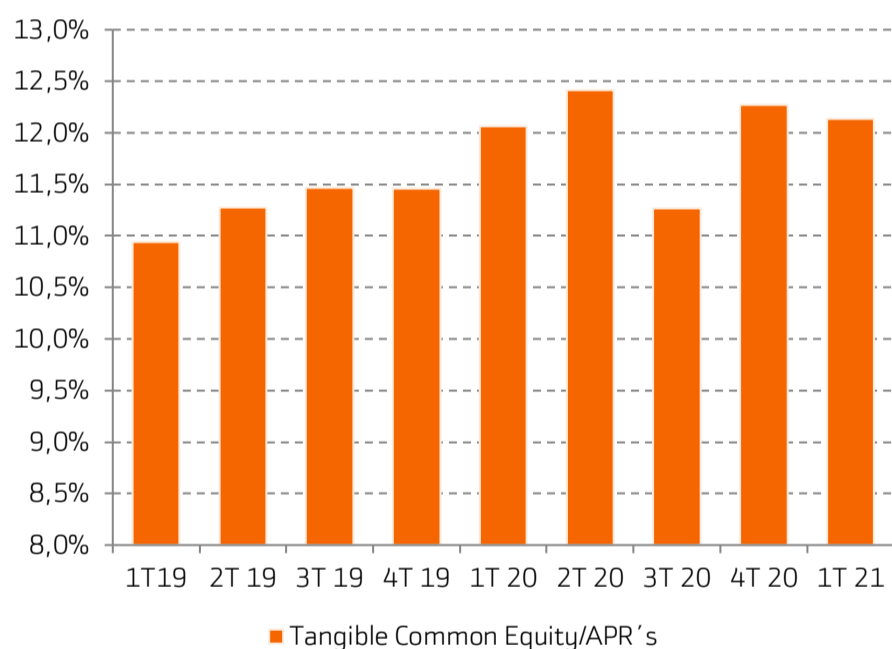
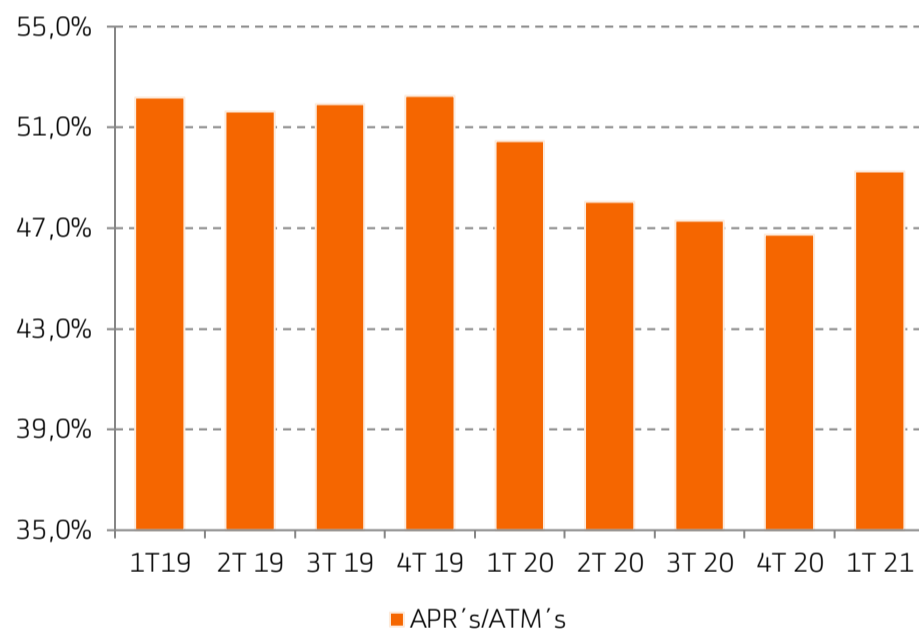


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER histórico

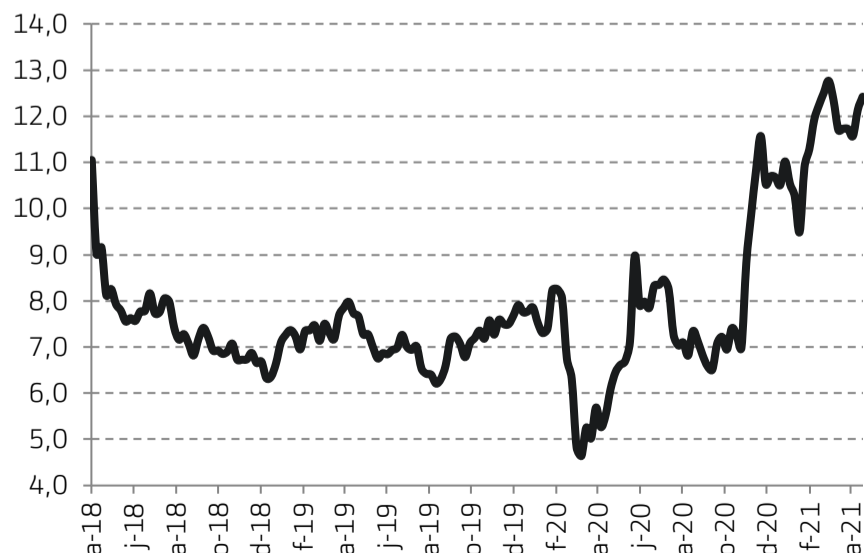
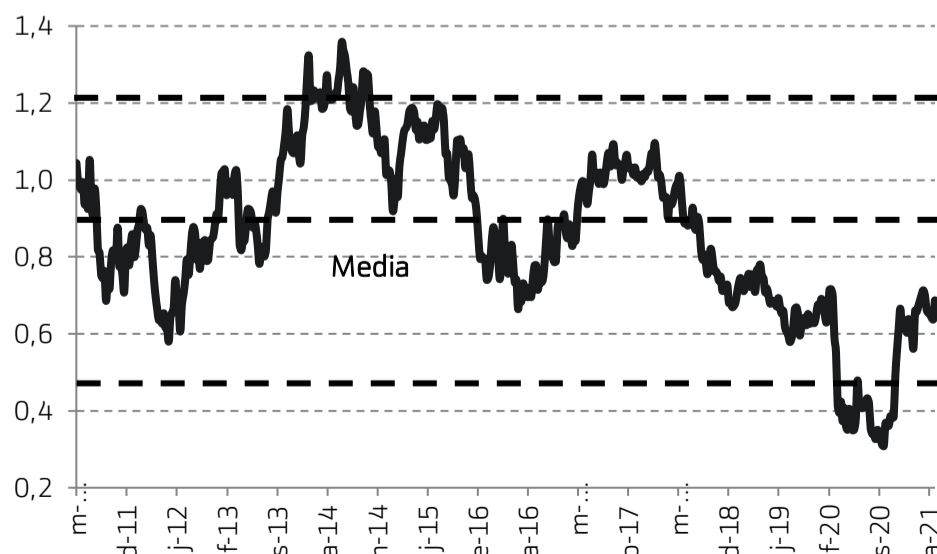


Gráfico 6: P/VC histórico



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

Eduardo Cabero - Seguros

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Juan Moreno - Inmobiliarias

Aránzazu Cortina - Industriales

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Luis Piñas - Consumo

Elena Fernández-Trapiella - Telecoms & Lujo

Jorge Pradilla - 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