

## Bancos Europeos

Los índices de calidad crediticia mejoran a pesar de Turquía y el objetivo en CETI sube hasta 11,5%/12,0%

**BBVA**

Precio Objetivo: 6.15 €/acc

Recomendación: Neutral

### Datos Básicos

Capitalización Bursátil	34 726 M€
Nº Acciones	6 668 M
Precio último	5.21 €/acc
Max/Min (52 sem)	7.32 / 4.48
Revalorización (YTD)	12.35%
Cód. Reuters / Bloomberg	BBVA.MC / BBVA.SM

### Múltiplos de Valoración

	2018	2019 e	2020 e	2021 e
PER	6.5 x	7.8 x	7.3 x	7.3 x
P/V	0.7 x	0.7 x	0.7 x	0.6 x
Div. Yield	4.7%	4.5%	5.4%	5.4%

### Principales cifras y ratios

Datos en M€	2018 r	2019 e	2020 e	TAMI(1)
Margen Bruto	23 747	23 690	24 280	+1.1%
Margen Neto	12 045	12 034	12 411	+1.5%
Provisiones	-3 981	-3 966	-4 022	+0.5%
Tax, Min & Otros.	-2 740	-3 601	-3 660	+15.6%
BNA	5 324	4 467	4 730	-5.7%
BPA	0.80	0.67	0.71	-5.7%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

### Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	2.0%
ROTE sostenible estimado	11.0%
Coste de capital (Ke)	11.3%
<b>Precio objetivo (€/acc.)</b>	<b>6.15</b>
<b>Potencial de revalorización</b>	<b>18.1%</b>

(\*) Warranted Equity Value

### Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

**Conclusión:** El BNA aumenta +53,1% gracias a la evolución de los ingresos típicos (+10,4% en € constantes) y la generación de plusvalías. El RoTE Ordinario alcanza el 12,5%, la ratio de capital CETI FL (11,34%) supera el objetivo y la calidad crediticia mejora a pesar de Turquía. Los fundamentales son sólidos y la ratio de capital CETI FL objetivo sube hasta ~11,5%/12,0%, pero la incertidumbre aún es elevada - situación macro en Turquía y posibles cambios regulatorios en México -. Mantenemos recomendación en Neutral con Precio Objetivo de 6,15 €/acc (vs 6,80 €/acc anterior).

**Resultados 2018:** El BNA alcanza 5.324 M€ (+51,3%; +78,2% constante), ligeramente por encima de lo esperado (5.305 M€ e) gracias a la positiva evolución de los ingresos típicos (Margen de Intereses & Comisiones) y la generación 633 M€ en plusvalías por la venta del negocio en Chile. El BNA recurrente (sin extraordinarios) aumenta +33,3% (+57,0% constante).

**Los índices de calidad crediticia evolucionan positivamente.** La morosidad desciende hasta el 3,9% (vs 4,1% en 3T'18), la tasa de cobertura es elevada (73,0%; +812 pb vs 2017) y el coste del riesgo se mantiene en niveles históricamente bajos (1,01% vs 0,90% en 3T'18). La ratio de capital CET-I FL, actualmente en 11,34%, supera el objetivo del banco (~11,0%) y el ROTE Ordinario se sitúa en 2,5% (vs 13,1% en 3T'18).

**Por áreas geográficas (en € constantes), México continúa siendo la principal fuente de resultados** (BNA: 2.384 M€; +16,1% vs 2.447 M€ esperado). El Margen Neto aumenta +10,0% y el coste del riesgo repunta hasta 3,07% (vs 2,82% en 3T'18) aunque los índices de calidad crediticia son satisfactorios (morosidad: 2,1% & cobertura ~154%). **América del Sur** (BNA: 591 M€; -16,5% vs 593 M€ esperado) acusa el impacto de la Inflación en Argentina y la venta del negocio en Chile. **Turquía** (BNA: 569 M€; -4,5% vs 595 M€ esperado) mantiene un ritmo de crecimiento elevado a nivel operativo (+40,9% en Margen Neto) pero los índices de calidad crediticia se deterioran (morosidad en 6,4% vs 5,2% en 3T'18). El coste del riesgo (CoR) aumenta hasta 2,44% (vs 1,72% en 3T'18) y el *guidance* para 2019 apunta a ~300 pb -. El negocio bancario en **España** (BNA: 1.522 M€; +10,8% vs 1.448 M€ esperado) refleja un buen comportamiento en comisiones (+7,7%), ahorro en costes (-3,8%) y caída en provisiones. En **EE.UU** (BNA: 735 M€; +56,9% vs 701 M€ esperado), el aumento de la inversión en los segmentos más rentables permite un crecimiento de +12,1% en Margen de Intereses en un entorno de menores provisiones.

En conjunto, valoramos positivamente los resultados 2018 que han sorprendido positivamente a nivel operativo a pesar de la dificultad del entorno - tipos de interés en la UEM y depreciación de divisas emergentes -.

#### Equipo de Análisis de Bankinter:

**Rafael Alonso (analista principal de este informe)**

Ramón Forcada Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina Juan Tuesta  
Pilar Aranda 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.

Hoja 1 de 4

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avd. Bruselas, nº 14

28108, Alcobendas (Madrid)

Cuenta de P&G

P&G Ajustada <sup>(1)</sup> Datos en M€	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	Acumulado		% Variación		
						12 M		4T18		12 M
						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses <sup>(2)</sup>	4 643	4 300	4 427	4 267	4 754	17 748	18 092	2.4%	11.4%	-1.9%
Otros ingresos <sup>(3)</sup>	1 713	1 789	1 553	1 259	1 416	6 017	7 174	-17.3%	12.5%	-16.1%
<b>Margen Bruto</b>	<b>6 356</b>	<b>6 089</b>	<b>5 980</b>	<b>5 526</b>	<b>6 170</b>	<b>23 765</b>	<b>25 266</b>	<b>-2.9%</b>	<b>11.7%</b>	<b>-5.9%</b>
Gastos Generales	4 416	3 078	3 058	2 936	3 047	12 119	14 367	-31.0%	3.8%	-15.6%
<b>Margen Neto</b>	<b>1 940</b>	<b>3 011</b>	<b>2 922</b>	<b>2 590</b>	<b>3 123</b>	<b>11 646</b>	<b>10 899</b>	<b>61.0%</b>	<b>20.6%</b>	<b>6.9%</b>
Prov. insolvencias	762	823	788	1 018	1 353	3 982	3 680	77.6%	32.9%	8.2%
<b>Rdo. Operativo</b>	<b>1 178</b>	<b>2 188</b>	<b>2 134</b>	<b>1 572</b>	<b>1 770</b>	<b>7 664</b>	<b>7 219</b>	<b>50.3%</b>	<b>12.6%</b>	<b>6.2%</b>
Rdos. Extraordinarios	262	-49	-73	3	202	83	289	n.s	n.s	-71.3%
<b>BAI.</b>	<b>916</b>	<b>2 237</b>	<b>2 207</b>	<b>1 569</b>	<b>1 568</b>	<b>7 581</b>	<b>6 930</b>	<b>71.2%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>9.4%</b>
Impuestos	499	611	603	428	421	2 063	2 168	-15.6%	-1.6%	-4.8%
Minoritarios	347	286	295	-533	146	194	1 243	-57.9%	n.s	-84.4%
<b>BNA Ajustado</b>	<b>70</b>	<b>1 340</b>	<b>1 309</b>	<b>1 674</b>	<b>1 001</b>	<b>5 324</b>	<b>3 519</b>	<b>n.s</b>	<b>-40.2%</b>	<b>51.3%</b>
Otros Ajustes Neto	0	0	0	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
<b>BNA Publicado</b>	<b>70</b>	<b>1 340</b>	<b>1 309</b>	<b>1 674</b>	<b>1 001</b>	<b>5 324</b>	<b>3 519</b>	<b>n.s</b>	<b>-40.2%</b>	<b>51.3%</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	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	Variación			
						MM€		%	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez <sup>(4)</sup>	88	61	54	60	71	-16.5	11.1	-18.8%	18.5%
Cartera Valores	137	160	160	96	97	-40.3	0.2	-29.5%	0.2%
<b>Inversión Crediticia</b>	<b>389</b>	<b>382</b>	<b>391</b>	<b>383</b>	<b>386</b>	<b>-2.6</b>	<b>3.1</b>	<b>-0.7%</b>	<b>0.8%</b>
Otros	77	83	85	129	123	46.0	-6.7	60.1%	-5.2%
<b>Total Activo</b>	<b>690</b>	<b>685</b>	<b>690</b>	<b>669</b>	<b>677</b>	<b>-13.4</b>	<b>7.7</b>	<b>-1.9%</b>	<b>1.2%</b>
Depósitos	367	360	367	366	376	8.7	10.3	2.4%	2.8%
Finac. Mayorista	269	271	268	249	246	-23.0	-2.6	-8.6%	-1.0%
Fondos Propios	53	54	54	54	54	1.0	0.0	1.9%	0.0%
<b>Total Pasivo &amp; F.Propios</b>	<b>690</b>	<b>685</b>	<b>690</b>	<b>669</b>	<b>677</b>	<b>-13.4</b>	<b>7.7</b>	<b>-1.9%</b>	<b>1.2%</b>
APR's <sup>(5)</sup>	362	358	357	343	348	-13.4	5.2	-3.7%	1.5%
TCE <sup>(6)</sup>	38	39	39	39	39	1.2	0.0	3.2%	0.0%

(4) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D <sup>(7)</sup>	105.9%	106.0%	106.4%	104.8%	102.7%	-3.1 pb	-2.0 pb
Dudosos / TCE <sup>(8)</sup>	52.1%	47.5%	47.7%	43.6%	41.8%	-10.3 pb	-1.8 pb
APR's/ Activos <sup>(9)</sup>	52.4%	52.3%	51.8%	51.3%	51.5%	-0.9 pb	0.2 pb
TCE/ Fondos Propios	71.0%	71.9%	71.9%	71.9%	71.9%	0.9 pb	0.0 pb
<b>ROTE <sup>(10)</sup></b>	<b>0.7%</b>	<b>13.7%</b>	<b>13.4%</b>	<b>17.1%</b>	<b>10.2%</b>	<b>9.5 pb</b>	<b>-6.9 pb</b>
<b>ROA <sup>(11)</sup></b>	<b>0.0%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6 pb</b>	<b>-0.4 pb</b>

(7) Inversión crediticia neta/depositos; (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 Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina Juan Tuesta  
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

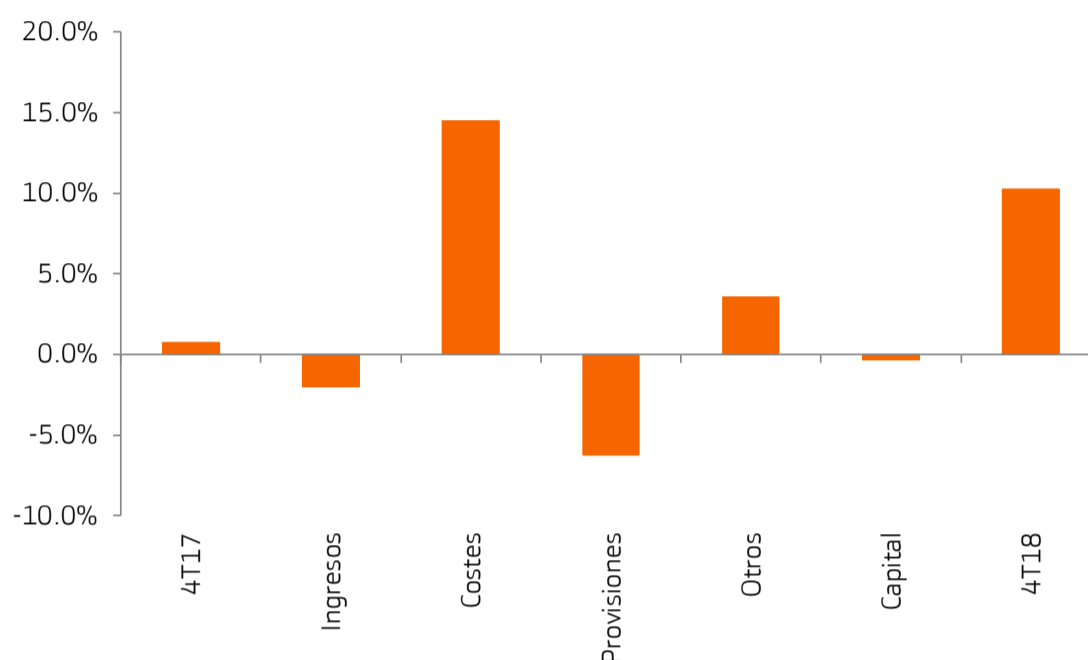
La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

\* 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 4T17	Contribución anual						Impacto Capital (*)	Total	RoTE 4T18
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G				
0.7%	-2.0%	14.5%	-6.2%	3.6%	9.8%	-0.3%	9.5%	10.2%	

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



Principales Estimaciones

P&G Reportada	2018	2019 e	2020 e	2021 e	% Variación		
					2018	2019	2020
<b>Datos en M€</b>							
Margen de Intereses	17 591	17 480	17 602	18 146	-0.6%	0.7%	3.1%
Comisiones	4 879	4 904	4 928	5 084	0.5%	0.5%	3.2%
Otros Ingresos	1 277	1 305	1 750	1 850	2.2%	34.1%	5.7%
<b>Margen Bruto</b>	<b>23 747</b>	<b>23 690</b>	<b>24 280</b>	<b>25 080</b>	<b>-0.2%</b>	<b>2.5%</b>	<b>3.3%</b>
Gastos Generales	-11 702	-11 655	-11 869	-12 228	-0.4%	1.8%	3.0%
<b>Margen Neto</b>	<b>12 045</b>	<b>12 034</b>	<b>12 411</b>	<b>12 853</b>	<b>-0.1%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.6%</b>
Dotaciones insolvencias	-3 981	-3 966	-4 022	-3 900	-0.4%	1.4%	-3.0%
Otros resultados	-484	-900	-800	-950	86.0%	-11.1%	18.8%
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>7 580</b>	<b>7 169</b>	<b>7 589</b>	<b>8 003</b>	<b>-5.4%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.5%</b>
Impuesto sobre sociedades	-2 062	-2 007	-2 125	-2 241	-2.7%	5.9%	5.5%
<b>Rdo. Operaciones continuadas</b>	<b>5 518</b>	<b>5 161</b>	<b>5 464</b>	<b>5 762</b>	<b>-6.5%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.5%</b>
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	633	0	0	0	n.s	n.s	n.s
<b>Resultado consolidado del ejercicio</b>	<b>6 151</b>	<b>5 161</b>	<b>5 464</b>	<b>5 762</b>	<b>-16.1%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.5%</b>
Resultado atribuido a minoritarios	827	694	735	775	-16.1%	5.9%	5.5%
<b>Beneficio atribuido al Grupo</b>	<b>5 324</b>	<b>4 467</b>	<b>4 730</b>	<b>4 988</b>	<b>-16.1%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.5%</b>
Ingresos Core <sup>(i)</sup> /Mg. Bruto	94.6%	94.5%	92.8%	92.6%	-0.1 pp	-1.7 pp	-0.2 pp
Comisiones/Gtos Generales	41.7%	42.1%	41.5%	41.6%	0.4 pp	-0.6 pp	0.1 pp
Ratio Eficiencia	49.3%	49.2%	48.9%	48.8%	-0.1 pp	-0.3 pp	-0.1 pp
Provisiones / Mg. Bruto	33.1%	33.0%	32.4%	30.3%	-0.1 pp	-0.5 pp	-2.1 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina Juan Tuesta  
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

Hoja 3 de 4

<http://broker.bankinter.com/>  
<http://www.bankinter.com/>  
Avd. Bruselas, nº 14  
28108, Alcobendas (Madrid)

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€

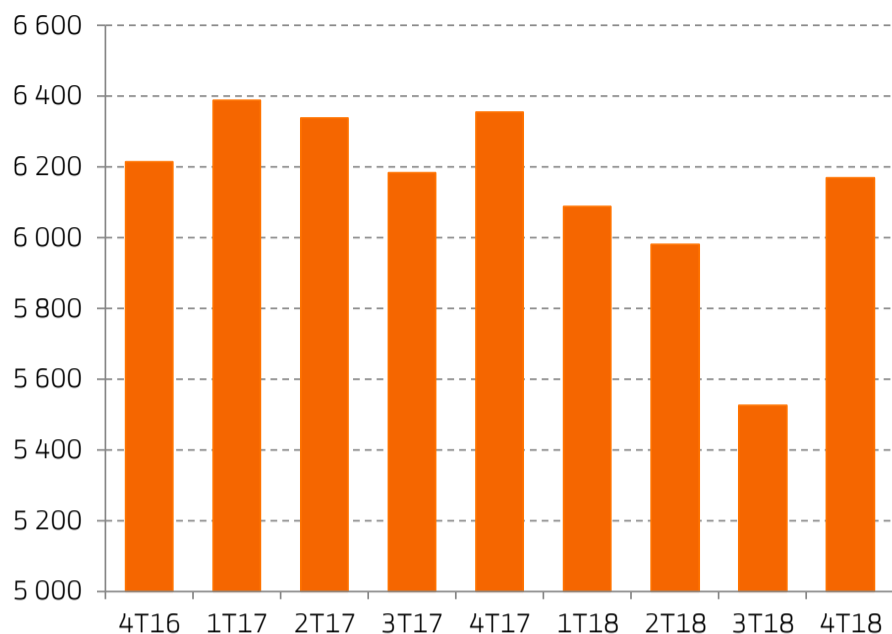
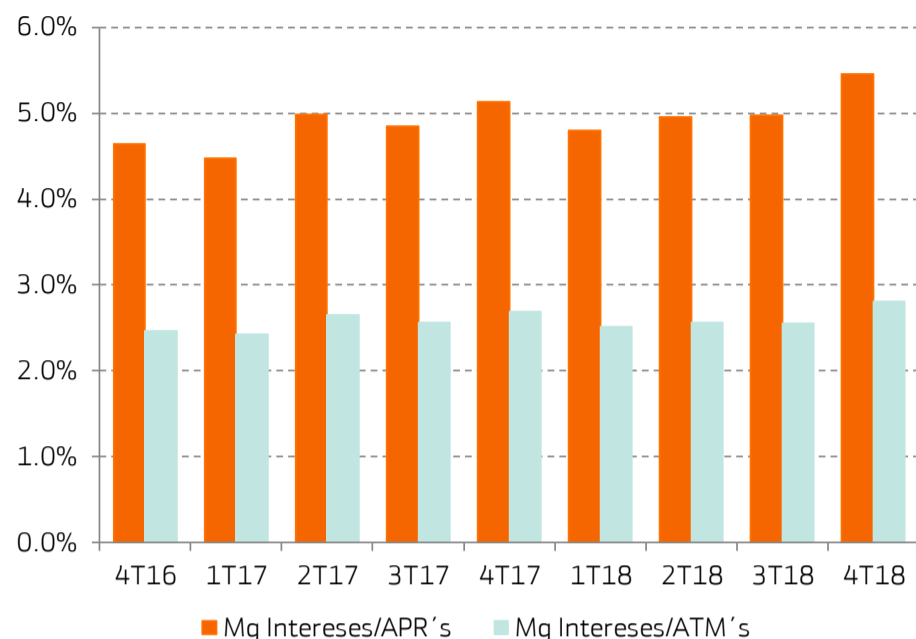


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



## Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

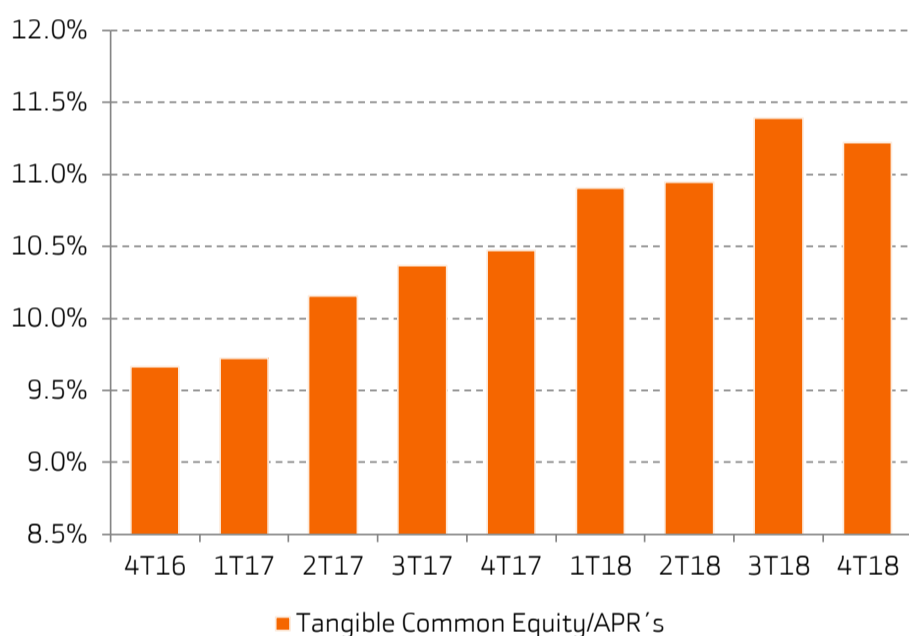
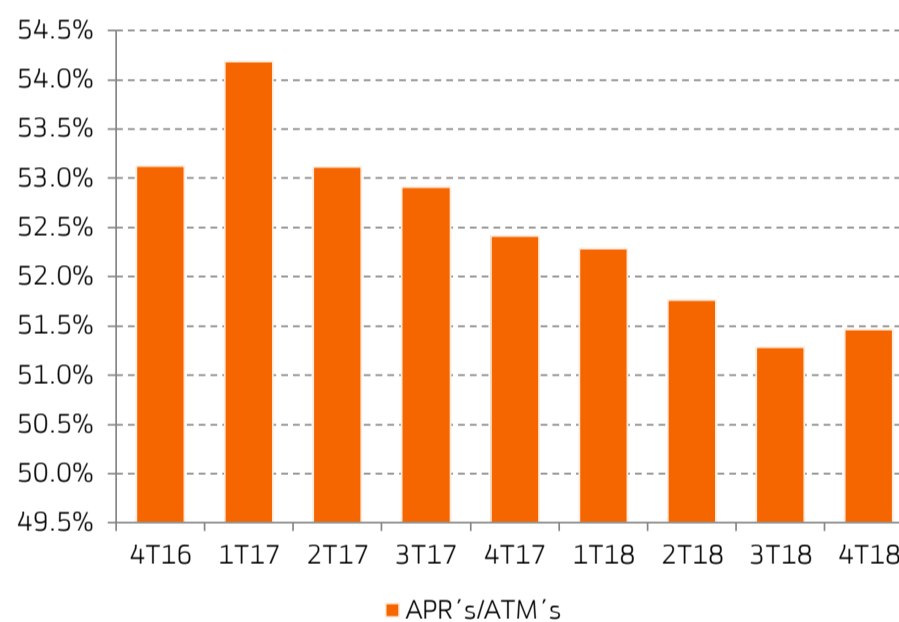


Gráfico 4: Densidad de capital

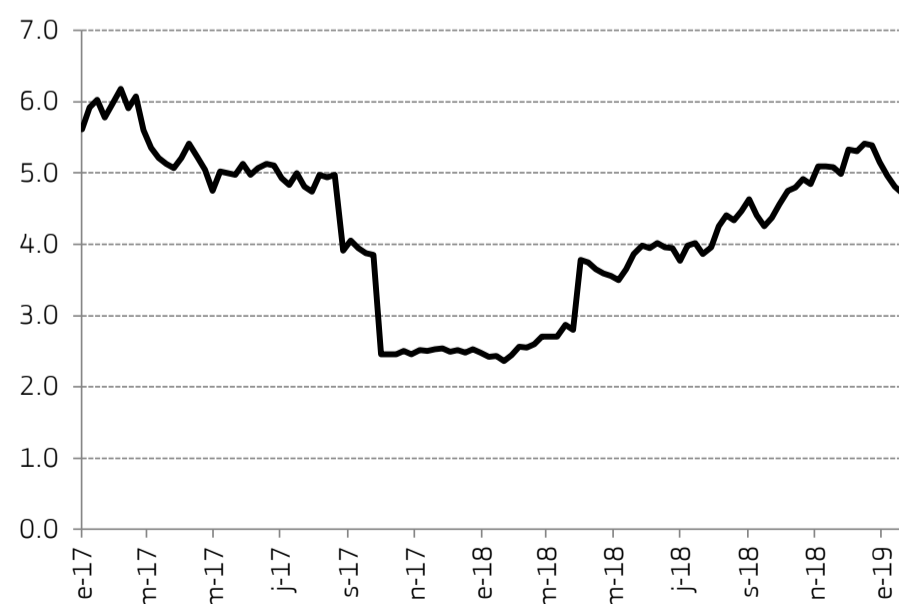


## Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado



Gráfico 6: Div. Yield histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

**Equipo de Análisis de Bankinter:**

**Rafael Alonso (analista principal de este informe)**

Ramón Forcada    Elena Fernández    Arancha Bueno    Aránzazu Cortina    Juan Tuesta  
 Pilar Aranda    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.