

Rentabilidad/RoTE ~11,0% y recompra de acciones por hasta el 10,0% nos parece una buena combinación

BBVA

Precio Objetivo: 6,35 €/acc
Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	36.193 M€
Nº Acciones	6.668 M
Precio último	5,43 €/acc
Max/Min (52 sem)	5,55 / 2,10
Revalorización (YTD)	36,32%
Cód. Reuters / Bloomberg	BBVA.MC / BBVA.SM

Múltiplos de Valoración

	2020	2021 e	2022 e	2023 e
PER	27,7 x	9,7 x	8,7 x	8,4 x
P/V	0,8 x	0,8 x	0,7 x	0,7 x
Div. Yield	2,4%	3,6%	4,6%	4,8%

Principales cifras y ratios

Datos en M€	2020 r	2021e	2022 e	TAMI(1)
Margen Bruto	22.974	20.702	20.539	-5,4%
Margen Neto	12.219	11.394	11.384	-3,5%
Provisiones	-5.908	-3.950	-3.793	-19,9%
Tax, Min & Otros.	-5.006	-3.705	-3.434	-17,2%
BNA	1.305	3.739	4.158	+78,5%
BPA	0,20	0,56	0,62	+78,5%

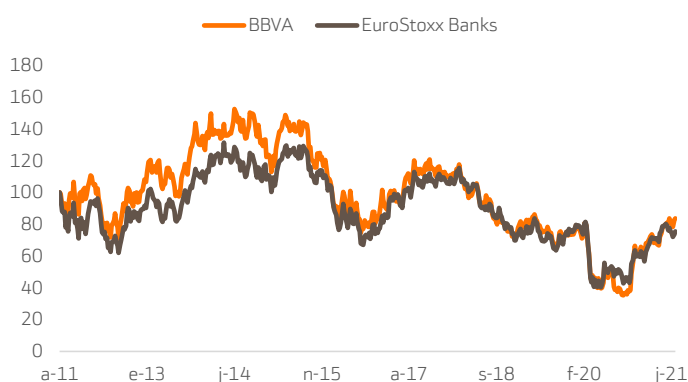
(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,5%
ROTE sostenible estimado	10,8%
Coste de capital (Ke)	11,5%
Precio objetivo (€/acc.)	6,35
Potencial de revalorización	17,1%

(*) Warranted Equity Value

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: Sorprende positivamente en 2T 2021 gracias al descenso en provisiones y el cambio a mejor en ingresos. Los índices de calidad crediticia evolucionan satisfactoriamente y la rentabilidad/RoTE Ordinario está en niveles pre-CV19 (~11,0%). La venta de la franquicia en EEUU, permite implementar una política de remuneración a los accionistas atractiva - **recompra de acciones** por hasta el 10% del capital a partir del 4T 2021 -, reestructurar el negocio en España y mantener una ratio de capital CET1 FL elevada. Reiteramos recomendación de Comprar con Precio Objetivo actualizado a 6,35 €/acc (vs 5,35 €/acc anterior).

Resultados 1S 2021: Sorprende positivamente tras registrar un BNA de 1.911 M€ (vs -1.157 M€ en 1S 2021 vs 1.589 M€ e) gracias al descenso provisiones (-55,3%) y el cambio a mejor en la línea de ingresos. En el 2T 2021 (estanco), el Margen de Intereses - principal fuente de ingresos - aumenta +4,1% (+3,9% t/t) y las comisiones +26,5%.

Lo más importante: (1) **El Coste del Riesgo/CoR** afloja hasta 1,0% (vs 1,17% en 1T 2021 vs 1,55% en 4T20) con una morosidad que baja al 4,2% (vs 4,3% en 1T 2021) y un saldo de dudosos estable (15.700 M€ vs 15.600 M€ en 1T 2021), (2) la **rentabilidad/RoTE Ordinario** continúa en niveles pre-CV19 (11,0% vs 11,0% en 1T 2021 vs 6,5% en 2020), (3) **la ratio de capital CET1 FL** sube hasta 14,17% tras la venta del negocio en EEUU (vs 11,88% en 1T 2021). La ratio proforma (post - recompra de acciones) se mantiene en un nivel confortable (12,89%) y superior al objetivo (11,5%/12%) y (4) el plan de **recompra de acciones** por hasta el 10,0% del capital previsto para el 4T 2021 es un catalizador importante para la cotización.

Principales áreas geográficas (BNA 1S 2021 en € constantes):

México continúa siendo la principal fuente de resultados (BNA: 1.127 M€, +75,0% vs 993 M€ e). El diferencial con la clientela se mantiene estable (9,99% vs 9,97% en 1T 2021), la actividad comercial gana tracción (+2,1% en inversión crediticia) y la morosidad parece contenida (3,05% vs 2,96% en 1T 2021). **América del Sur** (BNA: 218 M€; +87,9% vs 207 M€ e) mantiene un buen ritmo de actividad comercial (+4,7% en inversión) especialmente en Colombia y Perú.

Turquía (BNA: 384 M€; +92,1% vs 304 M€ e) sorprende positivamente gracias al fuerte aumento de la inversión crediticia (+23,0%) y las comisiones (+49,7%). El CoR afloja hasta 0,97% (vs 1,34% en 1T 2021) pero la morosidad repunta hasta 7,33% (vs 6,88% en 1T 2021). En **España** (BNA: 745 M€ +592,3% vs 599 M€ e), mantiene un buen ritmo en comisiones (+16,5%) y el margen con clientes se estabiliza (1,76% vs 1,77% en 1T 2021) pero la normalización del CoR (-61,1% en provisiones) es el principal catalizador de la cuenta de P&G.

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾	3T 20	4T 20	1T 21	4T 20	2T 21	Acumulado		% Variación		
						12 M		2T 21		12 M
Datos en M€						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	3.537	3.553	3.477	3.451	3.504	13.985	14.562	-0,9%	1,5%	-4,0%
Otros ingresos ⁽³⁾	1.326	1.427	1.070	1.704	1.600	5.801	5.514	20,7%	-6,1%	5,2%
Margen Bruto	4.863	4.980	4.547	5.155	5.104	19.786	20.076	5,0%	-1,0%	-1,4%
Gastos Generales	2.402	2.252	2.403	2.456	2.317	9.428	9.813	-3,5%	-5,7%	-3,9%
Margen Neto	2.461	2.728	2.144	2.699	2.787	10.358	10.263	13,2%	3,3%	0,9%
Prov. insolvencias	1.408	706	901	923	656	3.186	5.393	-53,4%	-28,9%	-40,9%
Rdo. Operativo	1.053	2.022	1.243	1.776	2.131	7.172	4.870	102,4%	20,0%	47,3%
Rdos. Extraordinarios	103	127	83	17	7	234	305	-93,2%	-58,8%	-23,3%
BAI.	950	1.895	1.160	1.759	2.124	6.938	4.565	n.s	20,8%	n.s
Impuestos	272	515	338	489	591	1.933	1.283	117,3%	20,9%	50,7%
Minoritarios	42	239	-498	60	832	633	3.368	n.s	n.s	-81,2%
BNA Publicado	636	1.141	1.320	1.210	701	4.372	-86	n.s	-42,1%	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 Rdo. Instrumentos de capital; (3) Excluye Rdos. Puesta en Equivalencia

Balance Resumido (MM€)

Balance Consolidado	3T 20	4T 20	1T 21	4T 20	2T 21	Variación			
						MM€		%	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	75	79	86	72	79	4,0	6,7	5,4%	9,3%
Cartera Valores	123	112	115	108	112	-11,0	4,7	-8,9%	4,4%
Inversión Crediticia	0	0	323	323	327	327,4	4,5	n.s	1,4%
Otros	555	536	212	217	130	-425,1	-87,5	-76,6%	-40,3%
Total Activo	753	726	736	720	648	-104,7	-71,5	-13,9%	-9,9%
Depósitos	331	326	343	331	339	7,4	7,7	2,2%	2,3%
Finac. Mayorista	372	351	343	338	259	-112,5	-78,5	-30,3%	-23,2%
Fondos Propios	50	49	50	51	50	0,4	-0,8	0,8%	-1,5%
Total Pasivo & F.Propios	753	726	736	720	648	-104,7	-71,5	-13,9%	-9,9%
APR's ⁽⁵⁾	362	344	344	354	306	-56,5	-48,8	-15,6%	-13,8%
TCE ⁽⁶⁾	47	41	42	43	42	-4,9	-0,8	-10,3%	-1,9%

(4) Incluye interbancario

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

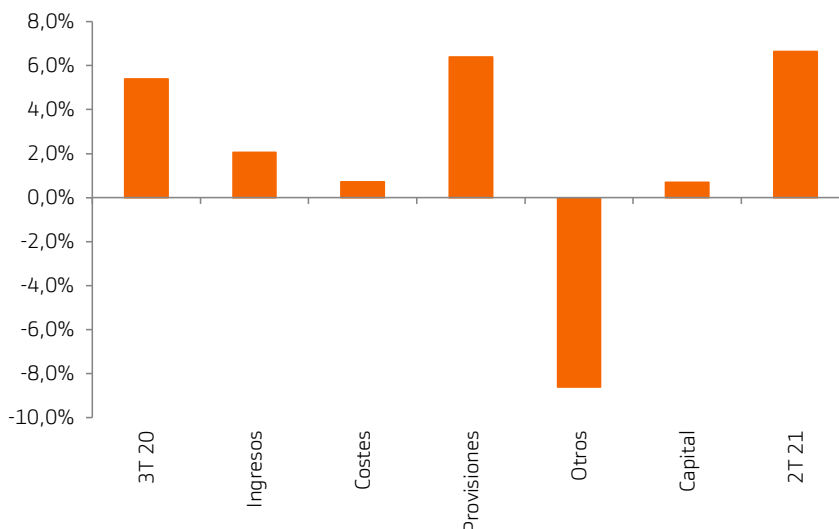
Métricas de Gestión

	3T 20	4T 20	1T 21	4T 20	2T 21	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	0,0%	0,0%	94,3%	97,5%	96,6%	96,6 pb	-0,9 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	33,2%	37,8%	37,7%	34,7%	35,6%	2,3 pb	0,9 pb
APR's/ Activos ⁽⁹⁾	48,1%	47,4%	46,7%	49,2%	47,1%	-0,9 pb	-2,1 pb
TCE/ Fondos Propios	95,0%	84,1%	84,4%	84,8%	84,5%	-10,5 pb	-0,3 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	5,4%	11,2%	12,5%	11,3%	6,6%	1,2 pb	-4,6 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,3%	0,6%	0,7%	0,7%	0,4%	0,1 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

RoTE 3T 20	Contribución anual						Impacto Capital (*)	Total	RoTE 2T 21
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G				
5,4%	2,0%	0,7%	6,4%	-8,6%	0,6%	0,7%	1,2%	6,6%	

(*) 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	14.551	14.706	-14,0%	0,7%	1,1%
Comisiones	4.616	4.507	4.614	4.687	-2,4%	2,4%	1,6%
Otros Ingresos	1.557	1.750	1.375	1.250	12,4%	-21,4%	-9,1%
Margen Bruto	22.974	20.702	20.539	20.644	-9,9%	-0,8%	0,5%
Gastos Generales	-10.755	-9.308	-9.155	-9.178	-13,5%	-1,6%	0,3%
Margen Neto	12.219	11.394	11.384	11.466	-6,8%	-0,1%	0,7%
Dotaciones insolvencias	-5.908	-3.950	-3.793	-3.569	-33,1%	-4,0%	-5,9%
Otros resultados	-1.085	-450	-550	-600	-58,5%	22,2%	9,1%
Resultado antes de impuestos	5.226	6.995	7.042	7.297	33,8%	0,7%	3,6%
Impuesto sobre sociedades	-1.385	-1.958	-1.972	-2.043	41,4%	0,7%	3,6%
Rdo. Operaciones continuadas	3.841	5.036	5.070	5.254	31,1%	0,7%	3,6%
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	-1.780	-476	0	0	n.s	n.s	n.s
Resultado consolidado del ejercicio	2.061	4.560	5.070	5.254	121,3%	11,2%	3,6%
Resultado atribuido a minoritarios	756	821	913	946	8,6%	11,2%	3,6%
Beneficio atribuido al Grupo	1.305	3.739	4.158	4.308	186,5%	11,2%	3,6%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	93,2%	91,5%	93,3%	93,9%	-1,7 pp	1,8 pp	0,6 pp
Comisiones/Gtos Generales	42,9%	48,4%	50,4%	51,1%	5,5 pp	2,0 pp	0,7 pp
Ratio Eficiencia	46,8%	45,0%	44,6%	44,5%	-1,9 pp	-0,4 pp	-0,1 pp
Provisiones / Mg. Bruto	48,4%	34,7%	33,3%	31,1%	-13,7 pp	-1,4 pp	-2,2 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1: Ingresos Totales en M€

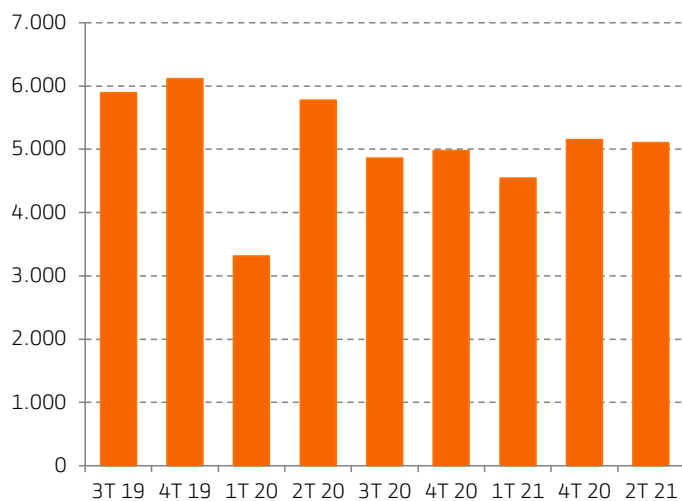
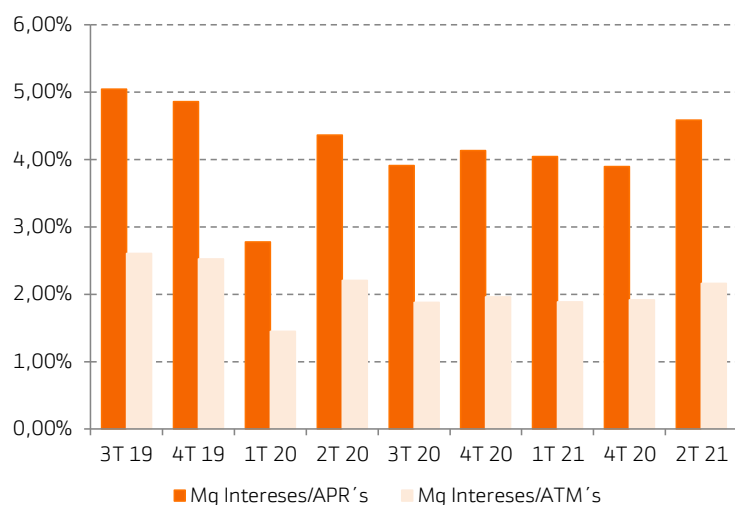


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

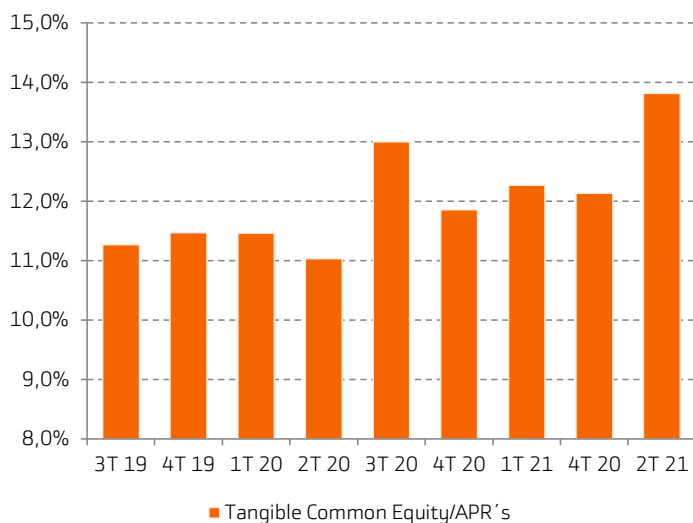
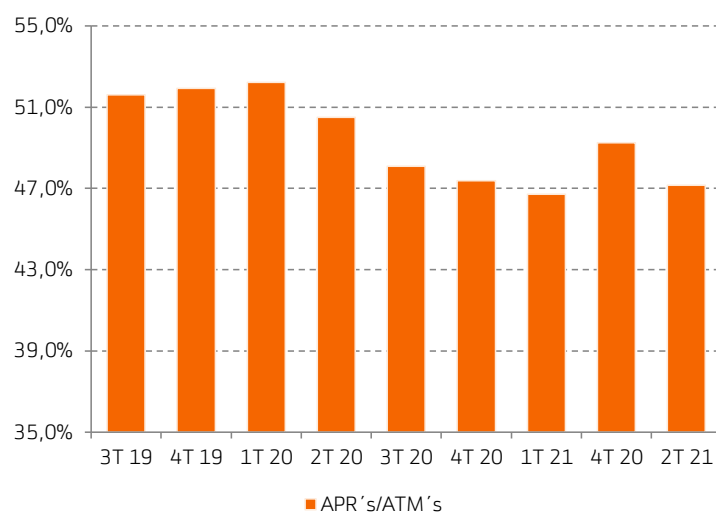


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER histórico

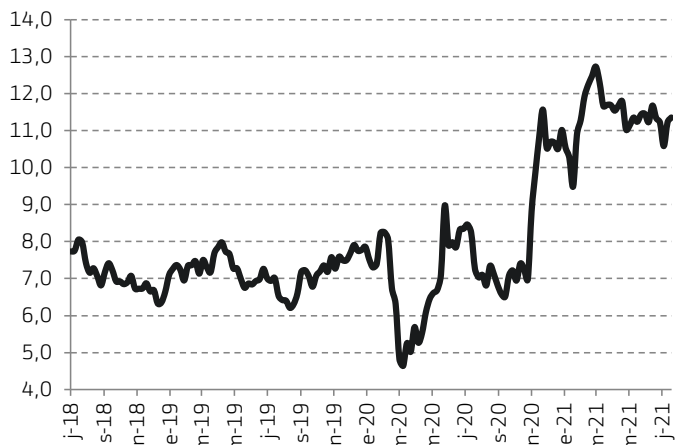
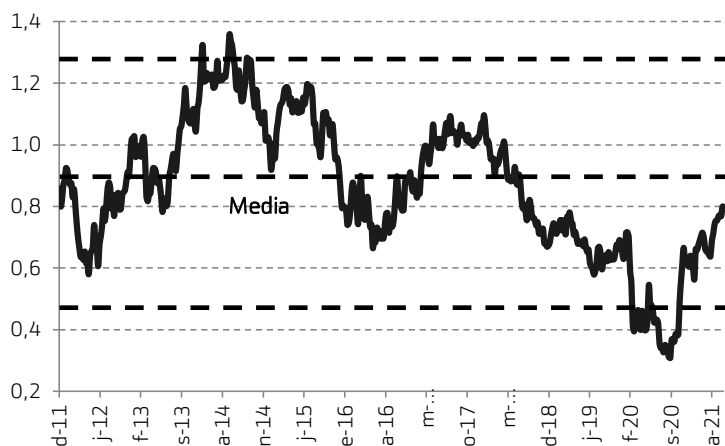


Gráfico 6: P/Vc histórico



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 ANALISIS:

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	Filipe Aires (Portugal)	

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