

Bancos Españoles

El perfil de riesgo mejora significativamente pero la cuenta de P&G y el CETIFL se resienten.

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	8.038 M€
Nº Acciones	5.627 M
Precio último	1,43 €/acc
Max/Min (52 sem)	1,94 / 1,32
Revalorización (YTD)	-13,74%
Cód. Reuters / Bloomberg	SAB.MC / SAB.SM

Múltiplos de Valoración

	2017	2018 e	2019 e	2020 e
PER	10,0 x	13,8 x	7,3 x	6,4 x
P/VC	0,7 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x
Div. Yield	4,5%	3,6%	5,5%	6,3%

Principales cifras y ratios

Datos en M€	2017 r	2018 e	2019 e	TAMI(1)
Margen Bruto	5.737	5.075	5.484	-2,2%
Margen Neto	2.612	2.036	2.389	-4,4%
Provisiones	-1.169	-647	-380	-43,0%
Tax, Min & Otros.	-641	-808	-910	+19,1%
BNA	802	582	1.100	+17,1%
BPA	0,14	0,10	0,20	+17,1%

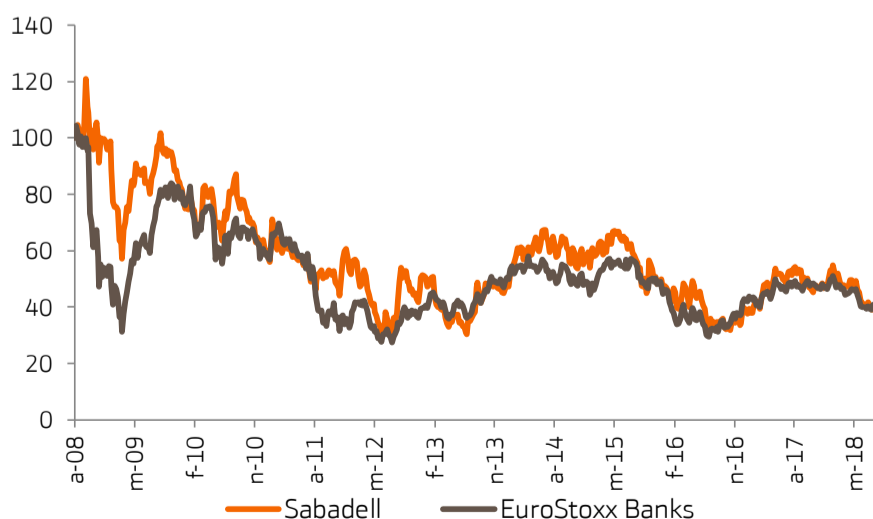
(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,5%
ROTE sostenible estimado	8,5%
Coste de capital (Ke)	9,5%
Precio objetivo (€/acc.)	1,80
Potencial de revalorización	26,0%

(*) Warranted Equity Value

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

B. Sabadell

Precio Objetivo: 1,80 €/acc

Recomendación: Neutral

Conclusión: El saneamiento del balance pasa factura a la cuenta de resultados. El CETI FL también se resiente aunque está en línea con la media sectorial. Lo bueno es que los activos improductivos netos tan sólo representan el 1,7% del balance y la morosidad sigue mejorando. Mantenemos nuestra recomendación en Neutral con un precio objetivo de 1,80 €/acc (vs 2,0 €/acc) tras revisar a la baja nuestras estimaciones de BNA y RoTE para el ejercicio 2018.

Resultados 1S'18: El BNA alcanza 120 M€ (-67,2%) y defrauda las expectativas (339 M€ esperado) tras registrar una **pérdida de -138,7 M€ en el 2T'18 estanco**. La cuenta de P&G se ha visto negativamente afectada por los siguientes factores extraordinarios: (i) 203 M€ por los problemas tecnológicos de la franquicia en Reino Unido (75,8 M€ en ingresos, 35 M€ en costes y 92,2 M€ en provisiones), (ii) 177,1 M€ en provisiones por la venta del grueso de activos improductivos (NPA's) en España y (iii) 21 M€ debido al deterioro de valor de su participación en SAREB (contabilizado en ROF's). Al igual que sucede en el resto de entidades, las cuentas del 2T'18 reflejan la aportación al Fondo de Resolución (FUR) cuyo importe en SAB asciende a 49,7 M€. Así el BNA Ordinario a perímetro y tipos de cambio constantes alcanza 147,8M€ en 2T'18 (+24,4%).

La ratio de capital CETI FL se encuentra en línea con la media sectorial pero desciende -100 pb en el trimestre hasta el 11,0% (11,2% proforma tras la venta de NPA's) debido al impacto negativo de los ajustes de valoración, intangibles y provisiones extraordinarias.

Pero también hay buenas noticias en los resultados del 2T'18: (i) La actividad comercial evoluciona positivamente - el stock de crédito (ex- TSB) aumenta +3,9% t/t y el margen con clientes se mantiene estable y (ii) el perfil de riesgo del banco mejora significativamente. SAB ha reducido en -7.000 M€ su exposición a activos improductivos en el trimestre (6.257 M€ mediante ventas de cartera a inversores institucionales y 743 M€ de manera orgánica) por lo que estos activos apenas representan el 1,7% del activo. La morosidad desciende hasta el 4,50% (vs 4,71% en 1T'18) con una tasa de cobertura que consideramos adecuada (56,1% vs 57,0% en 1T'18). En España, la morosidad baja hasta el 5,53% (vs 5,77% en 1T'18) y la cobertura alcanza el 56,2% (vs 57,2%).

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández Ramón Carrasco Arancha Bueno Aránzazu Cortina
 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.

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	2T18	12 M	12 M
Datos en M€								a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	974	941	924	912	899	3.676	3.832	-7,7%	-1,4%	-4,1%
Otros ingresos ⁽³⁾	469	599	366	553	277	1.796	1.702	-40,9%	-49,9%	5,5%
Margen Bruto	1.443	1.540	1.291	1.465	1.176	5.471	5.535	-18,5%	-19,7%	-1,1%
Gastos Generales	908	1.406	1.013	898	816	4.133	3.969	-10,1%	-9,1%	4,1%
Margen Neto	535	134	278	567	361	1.339	1.566	-32,7%	-36,4%	-14,5%
Prov. insolvencias	180	478	123	197	223	1.020	469	23,8%	13,5%	117,6%
Rdo. Operativo	355	-344	155	370	137	319	1.097	-61,3%	-62,9%	-70,9%
Rdos. Extraordinarios	23	-363	-39	1	334	-68	36	n.s	n.s	-287,1%
BAI.	332	19	194	370	-197	387	1.061	n.s	n.s	-63,5%
Impuestos	97	-184	45	109	-60	-91	320	n.s	n.s	-128,3%
Minoritarios	0	0	2	2	2	6	5	n.s	n.s	18,7%
BNA Ajustado	235	203	148	259	-139	472	736	n.s	n.s	-35,9%
Otros Ajustes Neto	0	0	0	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
BNA Publicado	235	203	148	259	-139	472	736	-159,1%	n.s	-35,9%

(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	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	Variación			
						a/a	MME	%	t/t
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	19	19	32	29	27	7,1	-2,8	36,6%	-9,5%
Cartera Valores	20	19	14	18	27	6,9	9,1	34,5%	51,0%
Inversión Crediticia	146	146	147	145	148	1,7	3,0	1,2%	2,0%
Otros	32	27	28	27	15	-17,3	-12,3	-54,1%	-45,7%
Total Activo	217	211	221	219	216	-1,5	-3,1	-0,7%	-1,4%
Depósitos	132	130	135	132	135	3,0	2,9	2,2%	2,2%
Finac. Mayorista	73	68	73	74	69	-3,5	-5,2	-4,8%	-7,0%
Fondos Propios	13	13	13	13	12	-1,0	-0,8	-7,7%	-6,2%
Total Pasivo & F.Propios	217	211	221	219	216	-1,5	-3,1	-0,7%	-1,4%
APR 's ⁽⁵⁾	83	81	78	79	80	-3,0	1,9	-3,6%	2,5%
TCE ⁽⁶⁾	11	11	11	11	10	-1,2	-0,9	-11,3%	-8,1%

(4) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	110,9%	112,6%	108,9%	109,9%	109,7%	-1,2 pb	-0,2 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	78,2%	75,8%	72,6%	74,9%	76,2%	-1,9 pb	1,3 pb
APR 's/ Activos ⁽⁹⁾	38,4%	38,6%	35,1%	35,9%	37,3%	-1,1 pb	1,4 pb
TCE/ Fondos Propios	83,6%	83,4%	82,6%	81,9%	80,3%	-3,3 pb	-1,6 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	8,6%	7,4%	5,4%	9,8%	-5,7%	-14,3 pb	-15,6 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,4%	0,4%	0,3%	0,5%	-0,3%	-0,7 pb	-0,7 pb

(7) Inversión crediticia neta/depósitos; (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 Jesús Amador Elena Fernández Ramón Carrasco Arancha Bueno Aránzazu Cortina
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

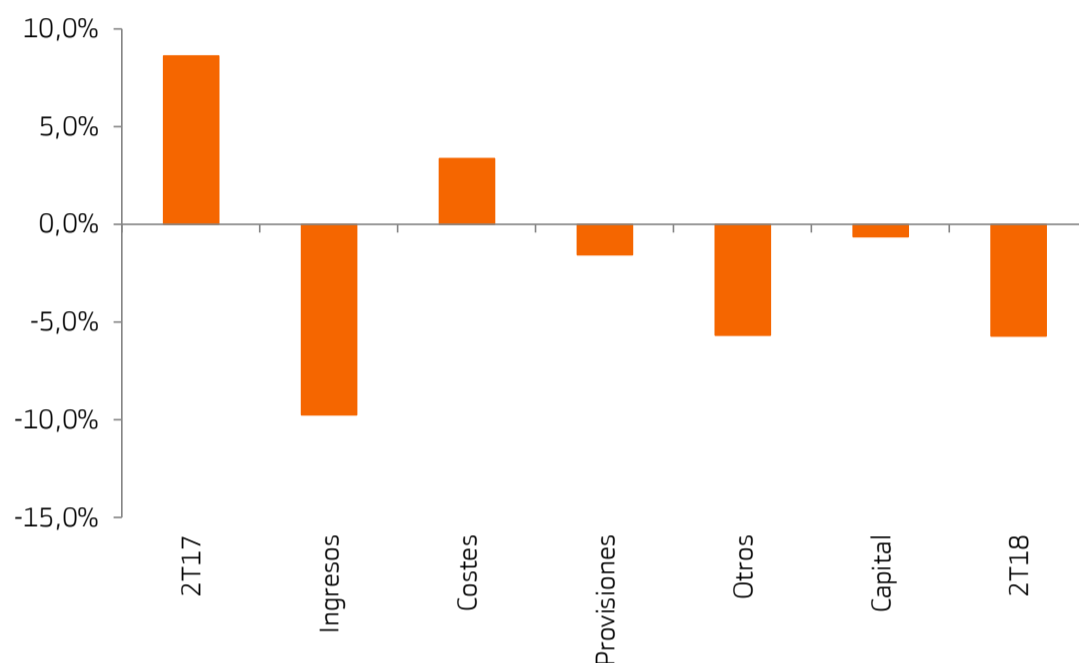
La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

* 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 2T17	Contribución anual							RoTE 2T18
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Impacto Capital (*)	Total	
8,6%	-9,8%	3,4%	-1,6%	-5,7%	-13,7%	-0,6%	-14,3%	-5,7%

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



Principales Estimaciones

P&G Reportada	2017	2018 e	2019 e	2020 e	% Variación		
					2018	2019	2020
Datos en M€							
Margen de Intereses	3.802	3.643	4.005	4.264	-4,2%	9,9%	6,5%
Comisiones	1.223	1.254	1.298	1.347	2,5%	3,5%	3,7%
Otros Ingresos	711	177	181	185	-75,1%	2,3%	2,0%
Margen Bruto	5.737	5.075	5.484	5.796	-11,5%	8,1%	5,7%
Gastos Generales	-3.125	-3.038	-3.094	-3.186	-2,8%	1,9%	3,0%
Margen Neto	2.612	2.036	2.389	2.609	-22,0%	17,3%	9,2%
Dotaciones insolvencias	-1.169	-647	-380	-387	-44,7%	-41,3%	2,0%
Otros resultados	-594	-572	-464	-459	-3,8%	-18,9%	-1,1%
Resultado antes de impuestos	849	817	1.546	1.763	-3,7%	89,1%	14,0%
Impuesto sobre sociedades	-43	-233	-441	-503	440,5%	89,1%	14,0%
Resultado consolidado del ejercicio	806	584	1.105	1.261	-27,4%	89,1%	14,0%
Resultado atribuido a minoritarios	4	3	5	6	-27,4%	89,1%	14,0%
Beneficio atribuido al Grupo	802	582	1.100	1.255	-27,4%	89,1%	14,0%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	87,6%	96,5%	96,7%	96,8%	8,9 pp	0,2 pp	0,1 pp
Comisiones/Gtos Generales	39,2%	41,3%	42,0%	42,3%	2,1 pp	0,7 pp	0,3 pp
Ratio Eficiencia	54,5%	59,9%	56,4%	55,0%	5,4 pp	-3,4 pp	-1,4 pp
Provisiones / Mg. Bruto	44,8%	31,8%	15,9%	14,8%	-13,0 pp	-15,9 pp	-1,0 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández Ramón Carrasco Arancha Bueno Aránzazu Cortina
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.

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

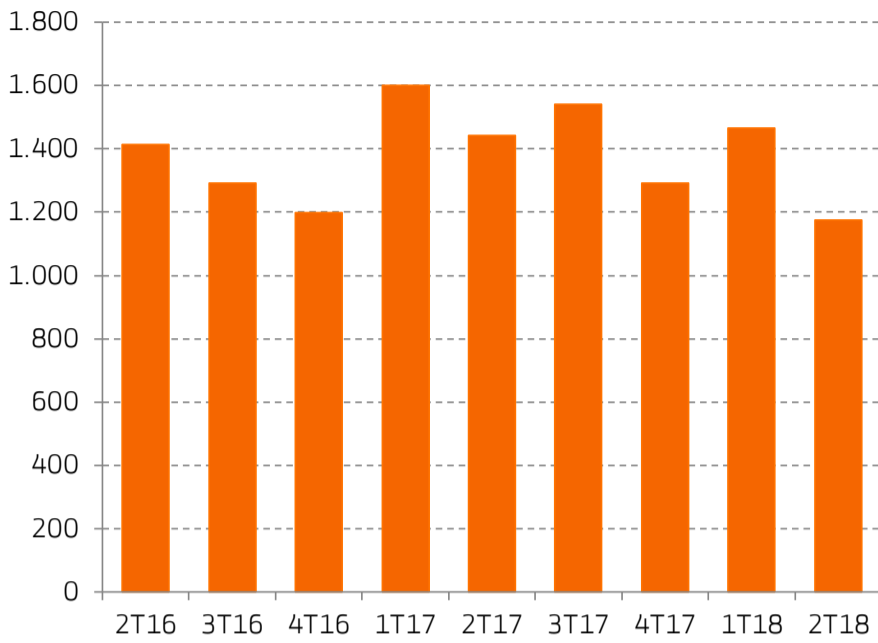
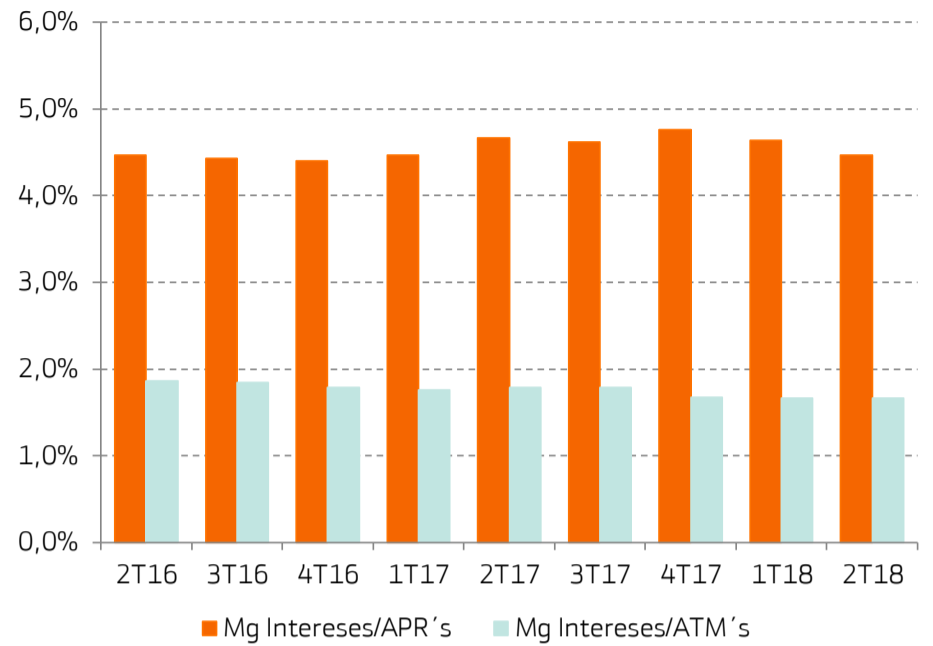


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

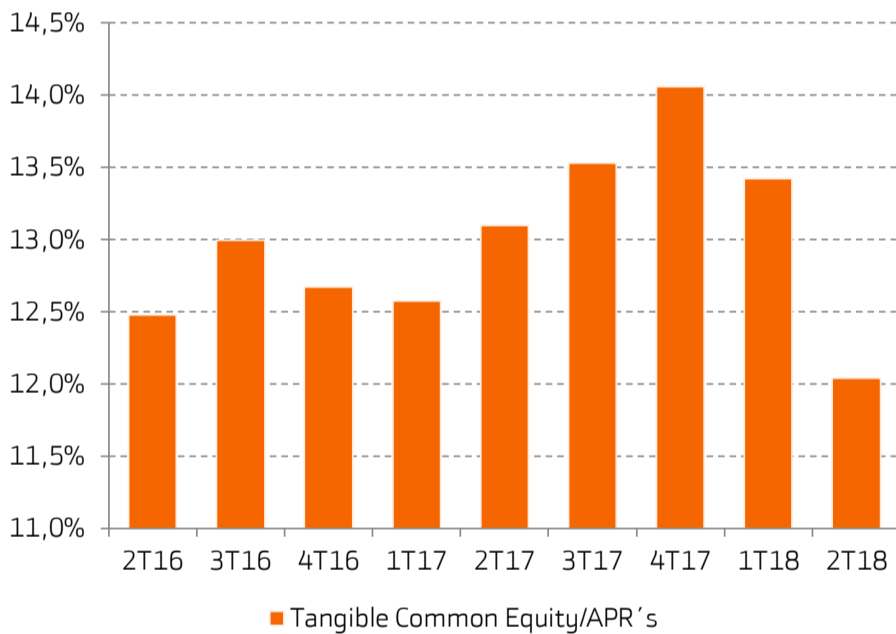
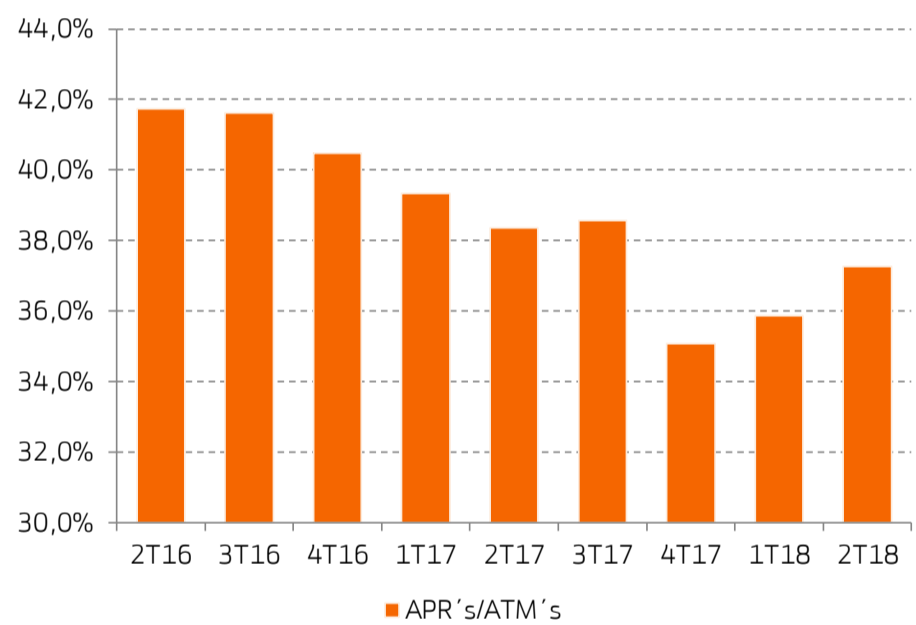


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

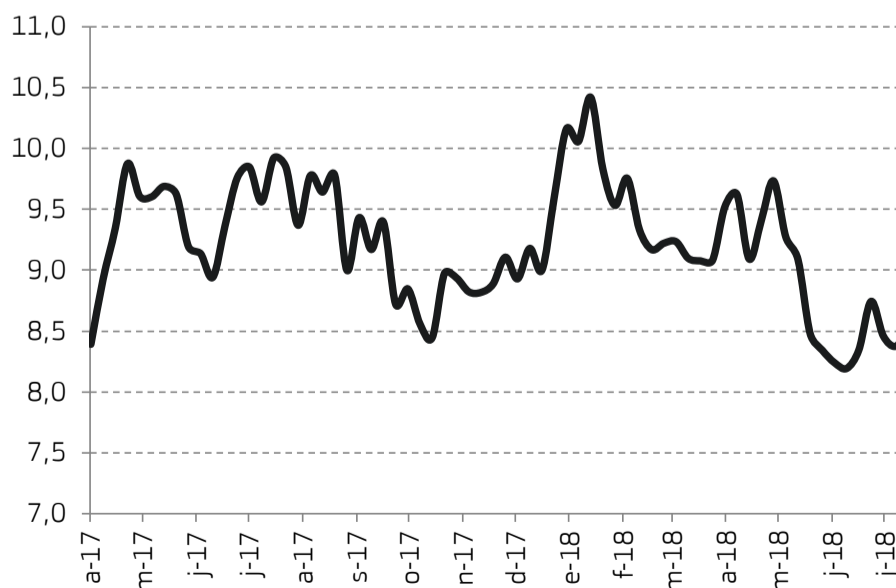
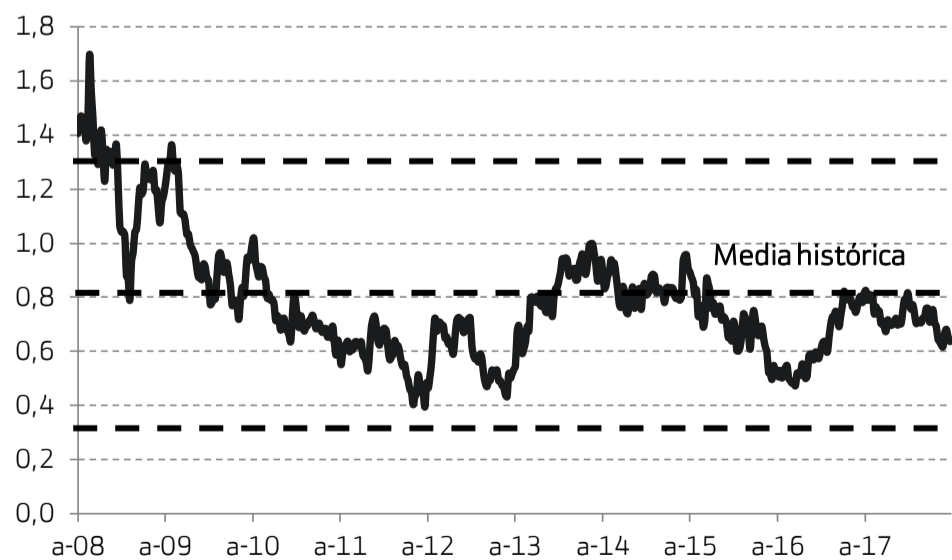


Gráfico 6: P/VC histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada, Jesús Amador, Elena Fernández, Ramón Carrasco, Arancha Bueno, Aránzazu Cortina, 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.