

Analista: Rafael Alonso

Nota: Banco Sabadell

La ratio de capital CET1 alcanza 12,8% (pro-forma) gracias a la venta de activos/negocios

B. Sabadell

Precio Objetivo: 0,33 €/acc

Recomendación: Neutral

### Datos Básicos

Capitalización Bursátil	1.623 M€
Nº Acciones	5.627 M
Precio último	0,29 €/acc
Max/Min (52 sem)	1,11 / 0,25
Revalorización (YTD)	-72,26%
Cód. Reuters / Bloomberg	SAB.MC / SAB.SM

### Múltiplos de Valoración

	2019	2020 e	2021 e	2022 e
PER	2,1 x	5,2 x	5,2 x	7,3 x
P/V	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x
Div. Yield	8,4%	0,0%	2,8%	5,6%

### Principales cifras y ratios

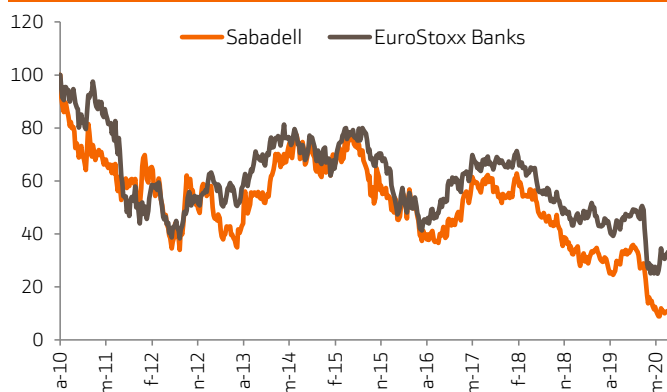
Datos en M€	2019 r	2020 e	2021 e	TAMI(1)
Margen Bruto	4.932	4.828	4.669	-2,7%
Margen Neto	1.719	1.649	1.518	-6,0%
Provisiones	-672	-1.262	-1.070	+26,2%
Tax, Min & Otros.	-279	-74	-224	-10,4%
BNA	768	313	224	-46,0%
BPA	0,14	0,06	0,04	-46,0%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

### Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,5%
ROTE sostenible estimado	3,3%
Coste de capital (Ke)	12,0%
Precio objetivo (€/acc.)	0,33
Potencial de Revalorización	13,2%

### Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

**Conclusión:** Los múltiplos de valoración están en mínimos históricos tras una caída >70% en 2020 pero pensamos que aún no estamos ante una oportunidad de compra: (i) El entorno de tipos bajos va para largo y el panorama macro es desafiante, (ii) la morosidad todavía es baja, pero apreciamos los primeros síntomas de deterioro con una exposición elevada a Pymes - principal foco de riesgo -. Revisamos a la baja nuestras perspectivas de BNA para 2020/2022 y Precio Objetivo a 0,33 €/acc (vs 0,44 €/acc anterior).

**Resultados 1S20:** Las cifras evolucionan en línea con lo esperado a nivel operativo (Margen de Explotación: 899 M€; -3,0% vs 897 e) pero defraudan las expectativas tras provisionar 486 M€ en 2T20 (vs 369M€ en 1T20). El esfuerzo en provisiones es equivalente a un coste del riesgo (CoR) ~107 pb (vs 90/95 pb previstos para el conjunto del año) y se explican por la actualización de provisiones macro y el consecuente ajuste en los modelos de riesgo como el resto del sector. El BNA registra una caída hasta 145 M€ (-87,5% vs 156 M€ e).

La línea de ingresos refleja una presión creciente en márgenes (2,45% vs 2,58% en 1T20) y una decepcionante evolución de las comisiones (-7,0% t/t) que compara negativamente con la tendencia del sector.

La inversión crediticia ex-TSB (+4,0%) muestra un aumento significativo en empresas (+10,3% en grandes & +4,6% en pymes) pero una caída brusca en Consumo (-19,0%) y un parón en hipotecas (+1,3% t/t) que se explica por el CV19.

**Reino Unido,** sigue en pérdidas (-71,0 M€ vs 64,0 M€ en 1T20) porque el ajuste en costes no compensa la presión en márgenes (-15,0% t/t en Margen de Intereses) y el esfuerzo en provisiones.

**Los índices de calidad crediticia** todavía no reflejan el impacto del CV19 aunque apreciamos un cambio a peor en las principales métricas: (1) la morosidad repunta hasta 3,95% (vs 3,84% en 1T20), el saldo de dudosos sube a 716 M€ (vs 472 M€ en 1T20) con unas entradas netas en mora de 247 M€ (vs -29 M€ en 1T20) y (2) la ratio de cobertura sube hasta 56,0% (vs 53% en 1T20) aunque se mantiene por debajo de la media sectorial (~60/65%).

La ratio de capital CET1 - principal foco de atención del mercado - mejora hasta 12,7% (vs 12,2% en 1T20) - en el rango alto de la media sectorial gracias a la venta de Sabadell Asset Management (36 pb) y ajustes regulatorios/factor de apoyo a las Pymes (20 pb). La ratio proforma - incluye la venta de la promotora inmobiliaria y la depositaria sube hasta 12,8% (+14 pb).

**El guidance del equipo gestor** refleja un **cambio de tendencia a mejor** en la dinámica de la cuenta de resultados para 2S20 que se explica por: (1) cierta mejora en el Margen de Intereses (TLTRO-III, contribución de la cartera ALCO...) y normalización de comisiones, (2) foco en reducción de costes operativos (ajuste de la red comercial/230 oficinas, ahorros por la venta de la gestora... y (3) un CoR inferior al registrado en 1S20.

## Cuenta de P&amp;G

P&G Ajustada <sup>(1)</sup>	2T19	3T19	4T19	1T20	2T20	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	2T20	12 M	12 M
Datos en M€								a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses <sup>(2)</sup>	905	906	910	884	820	3.520	3.671	-9,4%	-7,2%	-4,1%
Otros ingresos <sup>(3)</sup>	431	434	189	487	269	1.379	1.369	-37,6%	-44,8%	0,7%
<b>Margen Bruto</b>	<b>1.336</b>	<b>1.340</b>	<b>1.099</b>	<b>1.371</b>	<b>1.089</b>	<b>4.899</b>	<b>5.040</b>	<b>-18,5%</b>	<b>-20,6%</b>	<b>-2,8%</b>
Gastos Generales	994	800	847	777	784	3.208	3.486	-21,1%	0,9%	-8,0%
<b>Margen Neto</b>	<b>343</b>	<b>540</b>	<b>252</b>	<b>594</b>	<b>305</b>	<b>1.691</b>	<b>1.555</b>	<b>-11,0%</b>	<b>n.s</b>	<b>8,8%</b>
Prov. insolvencias	147	124	246	400	518	1.288	634	253,5%	29,5%	103,0%
<b>Rdo. Operativo</b>	<b>196</b>	<b>416</b>	<b>6</b>	<b>194</b>	<b>-213</b>	<b>403</b>	<b>920</b>	<b>n.s</b>	<b>n.s</b>	<b>-56,2%</b>
Rdos. Extraordinarios	-115	71	92	53	-158	58	5	37,9%	n.s	n.s
<b>BAI.</b>	<b>311</b>	<b>345</b>	<b>-86</b>	<b>141</b>	<b>-55</b>	<b>345</b>	<b>915</b>	<b>n.s</b>	<b>n.s</b>	<b>n.s</b>
Impuestos	55	93	-73	46	-105	-39	189	n.s	n.s	n.s
Minoritarios	-18	1	2	1	-2	2	-13	n.s	n.s	n.s
<b>BNA</b>	<b>273</b>	<b>251</b>	<b>-15</b>	<b>94</b>	<b>52</b>	<b>382</b>	<b>739</b>	<b>-81,0%</b>	<b>n.s</b>	<b>-48,3%</b>

(1) La cuenta de P&amp;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	2T19	3T19	4T19	1T20	2T20	Variación			
						MM€		%	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez <sup>(4)</sup>	30	28	30	32	38	8,1	6,1	26,9%	18,9%
Cartera Valores	8	11	8	11	10	1,4	-0,8	16,5%	n.s
<b>Inversión Crediticia</b>	<b>148</b>	<b>147</b>	<b>151</b>	<b>149</b>	<b>151</b>	<b>3,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,3%</b>
Otros	38	36	35	31	35	-3,1	3,9	-8,1%	n.s
<b>Total Activo</b>	<b>225</b>	<b>223</b>	<b>224</b>	<b>223</b>	<b>234</b>	<b>9,6</b>	<b>11,2</b>	<b>4,3%</b>	<b>5,0%</b>
Depósitos	143	143	147	144	148	4,8	3,8	3,3%	2,7%
Finac. Mayorista	69	67	63	66	74	4,8	7,4	7,0%	11,1%
Fondos Propios	13	13	13	13	13	0,0	-0,1	0,0%	-0,4%
<b>Total Pasivo &amp; F.Propios</b>	<b>225</b>	<b>223</b>	<b>224</b>	<b>223</b>	<b>234</b>	<b>9,6</b>	<b>11,2</b>	<b>4,3%</b>	<b>5,0%</b>
APR's <sup>(5)</sup>	83	82	81	82	78	-4,8	-3,3	-5,8%	-4,0%
TCE <sup>(6)</sup>	10	10	10	10	10	-0,1	-0,1	-0,8%	-0,7%

(4) Incluye interbancario

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

## Métricas de Gestión

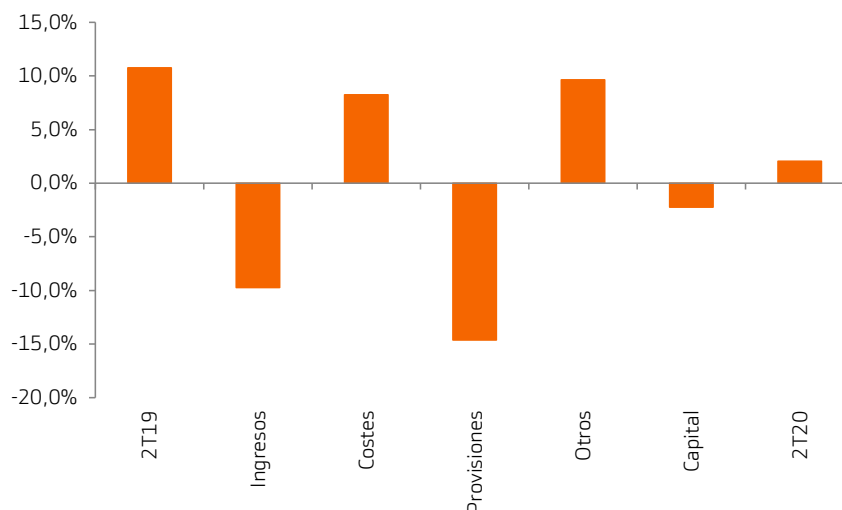
	2T19	3T19	4T19	1T20	2T20	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D <sup>(7)</sup>	103,4%	103,0%	102,3%	103,6%	102,2%	-1,2 pb	-1,4 pb
Dudosos / TCE <sup>(8)</sup>	62,7%	60,9%	59,4%	60,1%	63,0%	0,3 pb	2,9 pb
APR's/ Activos <sup>(9)</sup>	36,9%	36,8%	36,2%	36,5%	33,4%	-3,6 pb	-3,1 pb
TCE/ Fondos Propios	80,0%	80,3%	79,7%	79,6%	79,4%	-0,7 pb	-0,2 pb
ROTE <sup>(10)</sup>	10,7%	9,6%	-0,6%	3,7%	2,1%	-8,7 pb	-1,6 pb
ROA <sup>(11)</sup>	0,5%	0,5%	0,0%	0,2%	0,1%	-0,4 pb	-0,1 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

## Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoTE (*)	Contribución anual						RoTE
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Impacto Capital (**)	
2T19							2T20
10,7%	-9,7%	8,2%	-14,6%	9,6%	-6,4%	-2,2%	-8,7%

(\*) RoTE anualizado estimado; (\*\*) 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	3.622	3.459	3.383	3.413	-4,5%	-2,2%	0,9%
Comisiones	1.439	1.427	1.454	1.501	-0,9%	1,9%	3,3%
Otros Ingresos	-129	-58	-168	-188	-55,0%	188,8%	11,8%
<b>Margen Bruto</b>	<b>4.932</b>	<b>4.828</b>	<b>4.669</b>	<b>4.727</b>	<b>-2,1%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>1,2%</b>
Gastos Generales	-3.214	-3.179	-3.152	-3.170	-1,1%	-0,9%	0,6%
<b>Margen Neto</b>	<b>1.718</b>	<b>1.649</b>	<b>1.518</b>	<b>1.557</b>	<b>-4,0%</b>	<b>-7,9%</b>	<b>2,6%</b>
Dotaciones insolvencias	-672	-1.262	-1.070	-805	87,8%	-15,3%	-24,7%
Otros resultados	-96	4	-168	-181	n.s	n.s	n.s
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>950</b>	<b>390</b>	<b>279</b>	<b>571</b>	<b>-58,9%</b>	<b>-28,4%</b>	<b>n.s</b>
Impuesto sobre sociedades	-174	-74	-53	-108	-57,4%	-28,4%	n.s
<b>Resultado consolidado del ejercicio</b>	<b>776</b>	<b>316</b>	<b>226</b>	<b>462</b>	<b>-59,3%</b>	<b>-28,4%</b>	<b>n.s</b>
Resultado atribuido a minoritarios	9	4	3	5	-59,3%	-28,4%	n.s
<b>Beneficio atribuido al Grupo</b>	<b>767</b>	<b>313</b>	<b>224</b>	<b>457</b>	<b>-59,2%</b>	<b>-28,4%</b>	<b>104,3%</b>
Ingresos Core <sup>(i)</sup> /Mg. Bruto	102,6%	101,2%	103,6%	104,0%	-1,4 pp	2,4 pp	2,4 pp
Comisiones/Gtos Generales	44,8%	44,9%	46,1%	47,4%	0,1 pp	1,2 pp	1,2 pp
Ratio Eficiencia	65,2%	65,9%	67,5%	67,1%	0,7 pp	1,6 pp	1,6 pp
Provisiones / Mg. Bruto	39,1%	76,6%	70,5%	51,7%	37,4 pp	-6,1 pp	-6,1 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1: Ingresos Totales en M€

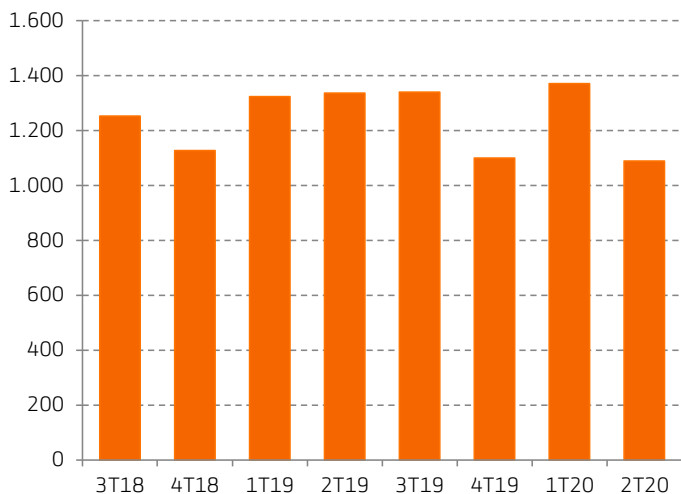
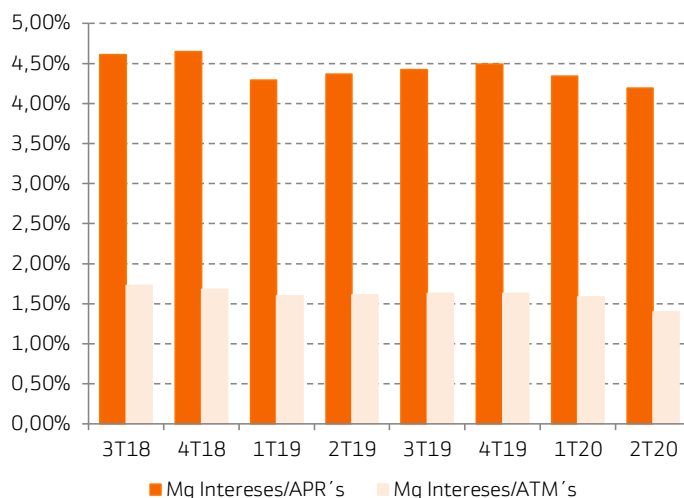


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

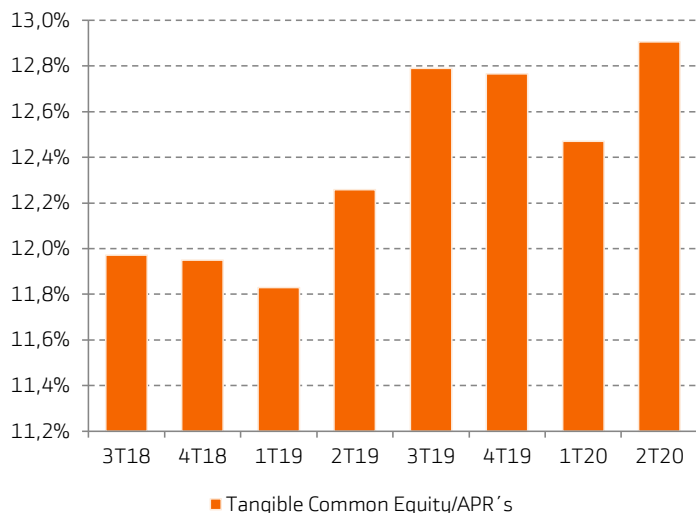
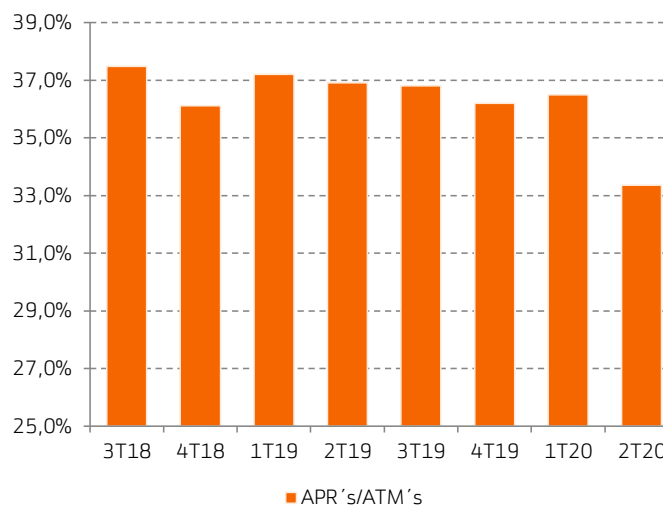


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER histórico

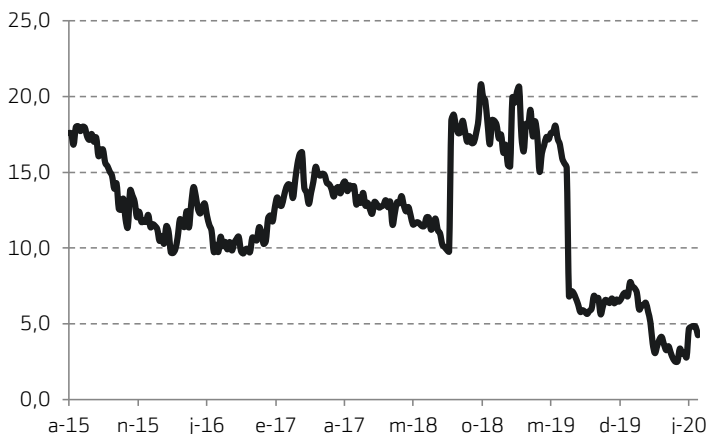
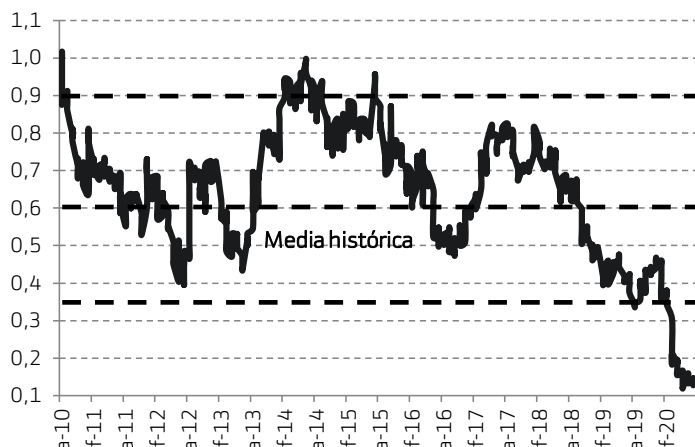


Gráfico 6: P/VC histórico



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](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 - Lujo

Luis Piñas – Consumo

Temáticas y activos de responsabilidad compartid.

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversi
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable