

La ratio de capital CET1 alcanza 13,4% (pro-forma) y la morosidad baja al 3,81% pesar del CV19

B. Sabadell

Precio Objetivo: 0,33 €/acc

Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	1.565 M€
Nº Acciones	5.627 M
Precio último	0,28 €/acc
Max/Min (52 sem)	1,11 / 0,25
Revalorización (YTD)	-73,25%
Cód. Reuters / Bloomberg	SAB.MC / SAB.SM

Múltiplos de Valoración

	2019	2020 e	2021 e	2022 e
PER	2,0 x	7,1 x	4,8 x	3,0 x
P/V	0,12 x	0,12 x	0,12 x	0,12 x
Div. Yield	3,5%	5,8%	3,1%	5,0%

Principales cifras y ratios

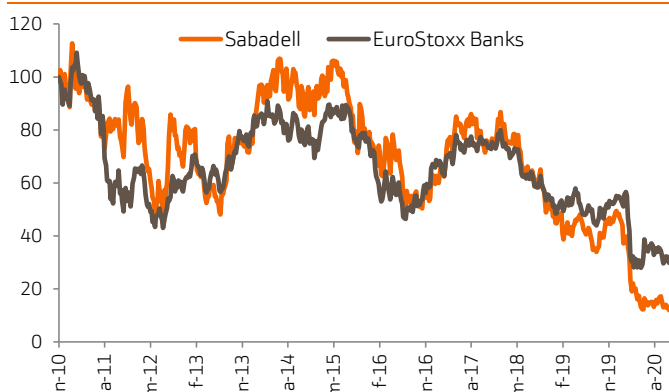
Datos en M€	2019 r	2020 e	2021 e	TAMI(1)
Margen Bruto	4.932	4.803	4.810	-1,2%
Margen Neto	1.719	1.624	1.689	-0,9%
Provisiones	-672	-1.352	-1.115	+28,8%
Tax, Min & Otros.	-279	-51	-249	-5,5%
BNA	768	220	325	-34,9%
BPA	0,14	0,04	0,06	-34,9%

(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	17,4%

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: SAB acumula una caída >73% en 2020 y cotiza con un **P/V de apenas ~0,12x**, muy por debajo de crisis anteriores (P/V~0,4x en 2012 y ~0,8x en 2008). El entorno (macro y tipos) es complicado, la rentabilidad baja (RoTE <2,0% en 9M20) y la incertidumbre alta (CV19) pero el plan de **reestructuración** en España (impacto estimado en M. Explotación ~115 M€/año a partir de 2021) y la posibilidad de ver una **operación corporativa**, deberían poner freno a la caída de la cotización. Mantenemos Precio Objetivo en 0,33 €/acc (sin cambios).

Resultados 9M20: Las cifras todavía son flojas a nivel operativo (Margen de Explotación: 1.249 M€; -14,9%) pero batan las expectativas en BNA (203 M€; -74,1% vs 150 M€ e) por la normalización de las **provisiones**.

Las principales partidas de la cuenta de P&G cambian a mejor tras el varapalo del 1S20, aunque están lejos de niveles Pre-CV19. La presión en márgenes persiste (1,43% vs 1,48% en 2T20) y la inversión crediticia pierde de tracción porque el 2T20 fue inusualmente bueno (préstamos ICO).

Lo bueno, es que las comisiones se recuperan (+1,0 t/t) y los costes recurrentes parecen controlados. El volumen de provisiones afloja hasta 206 M€ (vs 320 M€ e vs 486 M€ en 2T20) – equivalente a un **coste del riesgo ~88 pb** (vs 107 pb en 2T20) – en el rango bajo del **guidance 2020 (~90/95 pb)** que **ahora se revisa hasta ~85/90 pb**.

Los índices de calidad crediticia todavía no reflejan el deterioro esperado por el CV19 y se aprecia un cambio a mejor. **La morosidad baja a 3,81%** (vs 3,95% en 2T20) y las entradas netas en mora se reducen a 356 M€ (vs 716 M€ en 2T20). La cobertura se mantiene en ~56,0% (sin cambios vs 2T20) aunque es inferior a la media sectorial (~60/65%).

Lo más importante es que la ratio de capital CET1 - principal foco de atención - mejora hasta 12,9% (vs 12,7% en 2T20) gracias al impacto del IRSR9 (+17 pb) y la venta de la promotora inmobiliaria. La ratio proforma - incluye nuevos impactos regulatorios y la venta de la depositaria - sube a **13,4%, en el rango alto del sector** y el equipo gestor revisa el **guidance 2020 a 13,0%** (vs 12,7% anterior).

La franquicia en Reino Unido continúa en pérdidas (-155,0 M€ en 9M20) porque el ajuste en costes no compensa la presión en márgenes y el esfuerzo en provisiones. El plan de SAB es conseguir el equilibrio en 2021 y rentabilidad positiva en 2022 (**¿ambicioso?**).

SAB anuncia un plan de reestructuración en España con un impacto estimado en Margen de Explotación de 115M€/año a partir de 2021. El coste de reestructuración no perjudica la ratio de capital al financiarse con plusvalías (ya realizadas) en la cartera de bonos. El entorno (macro y tipos) es desafiante, pero la ratio de capital CET1 está en un nivel confortable, cotiza con un P/V de apenas 0,12 x (vs P/V~0,4x en 2012 y ~0,8x en 2008) y podría participar en una operación corporativa. Pensamos que estos factores deberían poner **freno a la caída de la cotización** (>73% acumulado en 2020).

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾	3T19	4T19	1T20	2T20	3T20	Acumulado		% Variación		
						12 M Trailing		3T20		12 M
Datos en M€						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	906	910	884	820	841	3.455	3.644	-7,2%	2,6%	-5,2%
Otros ingresos ⁽³⁾	434	189	487	269	334	1.279	1.483	-23,0%	24,2%	-13,8%
Margen Bruto	1.340	1.099	1.371	1.089	1.175	4.734	5.128	-12,3%	7,9%	-7,7%
Gastos Generales	800	847	777	784	825	3.233	3.410	3,1%	5,2%	-5,2%
Margen Neto	540	252	594	305	350	1.501	1.718	-35,2%	n.s	-12,6%
Prov. insolvencias	124	246	400	518	238	1.402	555	91,9%	-54,1%	152,4%
Rdo. Operativo	416	6	194	-213	112	99	1.162	n.s	n.s	-91,5%
Rdos. Extraordinarios	71	92	53	-158	41	28	69	-42,3%	n.s	n.s
BAI.	345	-86	141	-55	71	71	1.094	n.s	n.s	n.s
Impuestos	93	-73	46	-105	12	-120	245	n.s	n.s	n.s
Minoritarios	1	2	1	-2	2	3	-14	n.s	n.s	n.s
BNA	251	-15	94	52	57	188	863	-77,3%	n.s	-78,2%

(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 (MME)

Balance Consolidado	3T19	4T19	1T20	2T20	3T20	Variación			
						MME		%	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	28	30	32	38	39	10,9	1,0	38,8%	2,5%
Cartera Valores	11	8	11	7	10	-1,0	3,3	-8,5%	n.s
Inversión Crediticia	147	151	149	151	151	4,2	0,1	2,9%	0,0%
Otros	36	35	31	38	35	-0,9	-2,7	-2,5%	n.s
Total Activo	223	224	223	234	236	13,3	1,6	6,0%	0,7%
Depósitos	143	147	144	148	149	5,6	0,3	3,9%	0,2%
Finac. Mayorista	67	63	66	73	75	8,0	1,4	12,0%	1,9%
Fondos Propios	13	13	13	13	13	-0,3	0,0	-2,5%	0,1%
Total Pasivo & F.Propios	223	224	223	234	236	13,3	1,6	6,0%	0,7%
APR's ⁽⁵⁾	82	81	82	78	78	-3,9	0,1	-4,8%	0,1%
TCE ⁽⁶⁾	10	10	10	10	10	-0,4	0,0	-3,7%	0,1%

(4) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

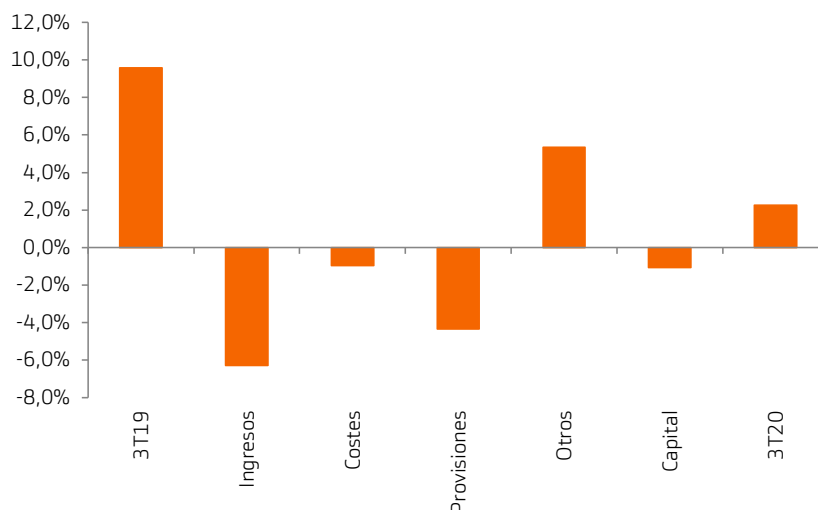
	3T19	4T19	1T20	2T20	3T20	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	103,0%	102,3%	103,6%	102,0%	101,9%	-1,0 pb	-0,1 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	60,9%	59,4%	60,1%	63,0%	60,7%	-0,3 pb	-2,3 pb
APR's / Activos ⁽⁹⁾	36,8%	36,2%	36,5%	33,3%	33,1%	-3,7 pb	-0,2 pb
TCE/ Fondos Propios	80,3%	79,7%	79,6%	79,4%	79,3%	-1,0 pb	0,0 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	9,6%	-0,6%	3,7%	2,1%	2,3%	-7,3 pb	0,2 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,5%	0,0%	0,2%	0,1%	0,1%	-0,4 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

Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoTE (*)	Contribución anual							RoTE
3T19	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Impacto Capital (**)	Total	3T20
9,6%	-6,3%	-1,0%	-4,3%	5,3%	-6,3%	-1,1%	-7,3%	2,3%

(*) 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
Datos en M€							
Margen de Intereses	3.622	3.459	3.453	3.423	-4,5%	-0,2%	-0,9%
Comisiones	1.439	1.362	1.399	1.426	-5,4%	2,7%	2,0%
Otros Ingresos	-129	-18	-42	-32	-86,0%	133,5%	-25,4%
Margen Bruto	4.932	4.803	4.810	4.818	-2,6%	0,1%	0,2%
Gastos Generales	-3.214	-3.179	-3.121	-3.075	-1,1%	-1,8%	-1,5%
Margen Neto	1.718	1.624	1.689	1.743	-5,5%	4,0%	3,2%
Dotaciones insolvencias	-672	-1.352	-1.115	-860	101,2%	-17,6%	-22,8%
Otros resultados	-96	4	-168	-226	n.s	n.s	n.s
Resultado antes de impuestos	950	275	406	657	-71,0%	47,4%	n.s
Impuesto sobre sociedades	-174	-52	-77	-125	-69,9%	47,4%	n.s
Resultado consolidado del ejercicio	776	223	329	532	-71,3%	47,4%	n.s
Resultado atribuido a minoritarios	9	3	4	6	-71,3%	47,4%	n.s
Beneficio atribuido al Grupo	767	220	325	526	-71,3%	47,4%	61,8%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	102,6%	100,4%	100,9%	100,7%	-2,2 pp	0,5 pp	0,5 pp
Comisiones/Gtos Generales	44,8%	42,8%	44,8%	46,4%	-1,9 pp	2,0 pp	2,0 pp
Ratio Eficiencia	65,2%	66,2%	64,9%	63,8%	1,0 pp	-1,3 pp	-1,3 pp
Provisiones / Mg. Bruto	39,1%	83,3%	66,0%	49,4%	44,2 pp	-17,3 pp	-17,3 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

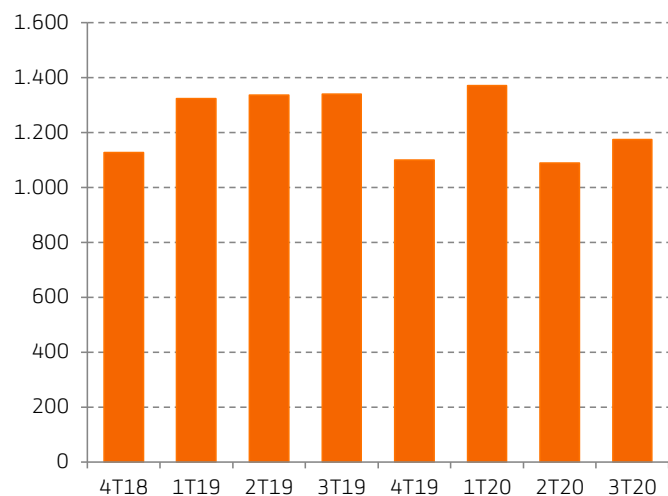
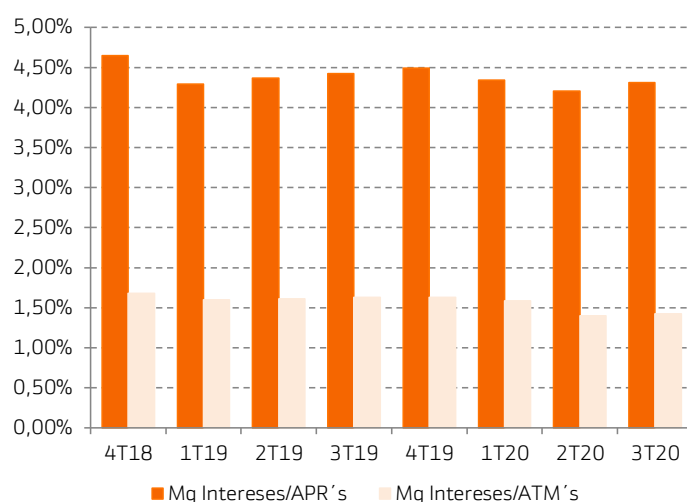


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

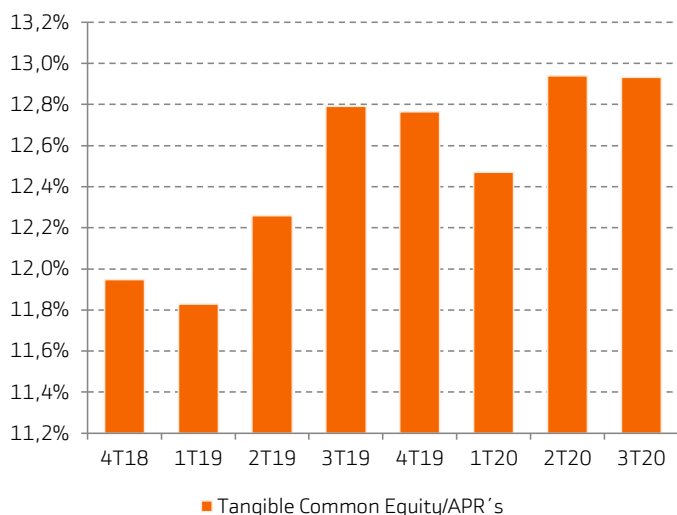
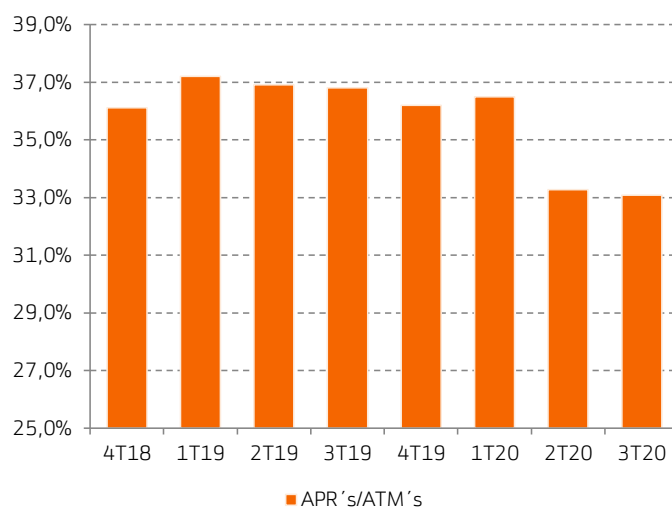


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER histórico

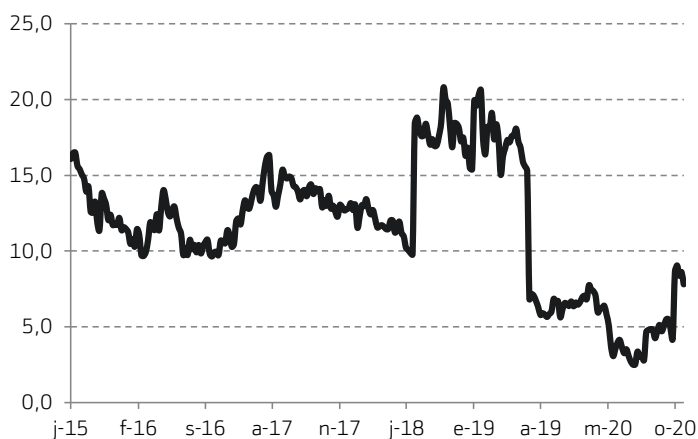
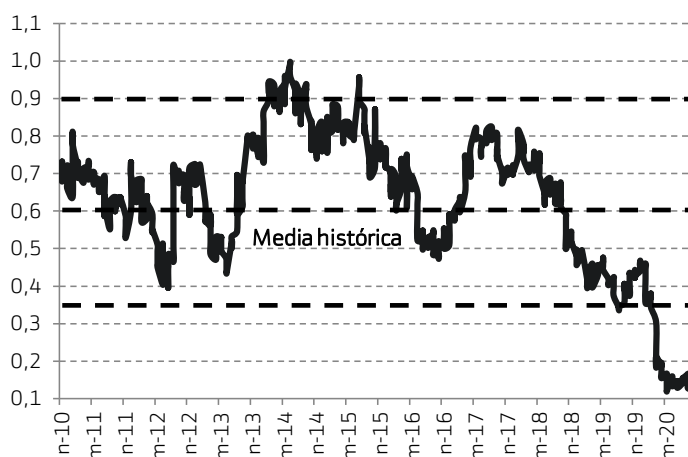


Gráfico 6: P/VC histórico



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	Elena Fernández-Trapiella - Lujo	Luis Piñas - Consumo
Ana de Castro - Seguros		

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