

Analista: Rafael Alonso

Nota: Banco Sabadell

La ratio de capital CET1 se mantiene estable gracias a la venta de activos y la suspensión del dividendo

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	2.022 M€
Nº Acciones	5.627 M
Precio último	0,36 €/acc
Max/Min (52 sem)	1,11 / 0,34
Revalorización (YTD)	-65,45%
Cód. Reuters / Bloomberg	SAB.MC / SAB.SM

Múltiplos de Valoración

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

Principales cifras y ratios

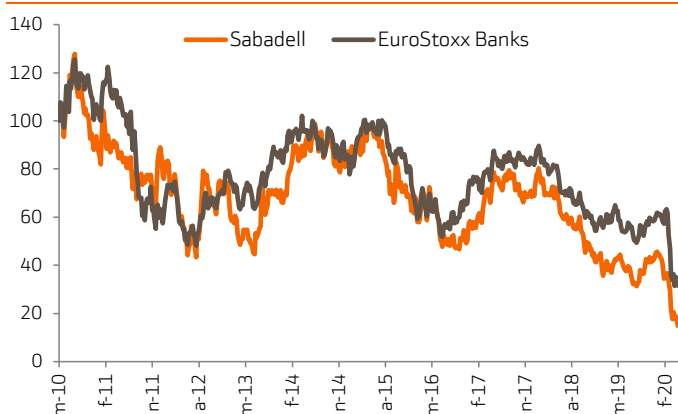
Datos en M€	2019 r	2020 e	2021 e	TAMI(1)
Margen Bruto	4.932	4.843	4.763	-1,7%
Margen Neto	1.719	1.639	1.592	-3,8%
Provisiones	-672	-1.262	-1.070	+26,2%
Tax, Min & Otros.	-279	-72	-207	-13,9%
BNA	768	305	315	-35,9%
BPA	0,14	0,05	0,06	-35,9%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,0%
ROTE sostenible estimado	3,5%
Coste de capital (Ke)	12,0%
Precio objetivo (€/acc.)	0,44
Potencial de Revalorización	21,6%

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

B. Sabadell

Precio Objetivo: 0,44 €/acc

Recomendación: Neutral

Conclusión: SAB acumula una caída en bolsa >65,0% en 2020 - entre las más altas del sector en Europa -. La ratio de capital CET1 - principal foco de atención del mercado - se sitúa en el rango alto del sector (12,1% pro-forma) gracias a la venta de Sabadell Asset Management, el negocio de Depositaria y la suspensión del dividendo en 2020. El entorno macro no acompaña y su exposición a Pymes - principal foco de riesgo - es alta.

Revisamos a la baja nuestras perspectivas de BNA para 2020/2022 y Precio Objetivo a 0,44 €/acc (vs 0,90 €/acc anterior).

Resultados 1T20: Las cifras batan las expectativas a pesar de realizar una provisión de 213 M€ por el Covid-19. El Margen de Explotación alcanza 593 M€ (+8,4% vs 457 estimado) impulsado por la **generación de ROF's** (151 M€ vs -4,0 M€ en 4T19) en ventas de la cartera ALCO (Bonos). La actividad comercial pre-Covid evoluciona positivamente, pero la parte baja de la cuenta de P&G refleja el coste estimado del Covid-19 y el **BNA cae a 94 M€** (-63,7% vs 79 M€ e).

La línea de ingresos refleja la presión en márgenes - estable en 1,62% a pesar de un menor coste de financiación mayorista - el impacto de los mercados en fondos de inversión (-6,0% t/t en comisiones) y una mayor dependencia del **trading (~11,0% del Margen Bruto)**.

La inversión crediticia (+4,3%; +2,5% t/t) muestra un aumento significativo en empresas (+11,8% en grandes & +2,6% en pymes) y el sector público pero una caída brusca en Consumo (-13,4%) y un parón en hipotecas (+0,1% t/t) que anticipa un **cambio de mix en trimestres venideros**.

Reino Unido, sigue en pérdidas (-7,0 M€ vs -34,0 M€ en 4T19) a pesar del ajuste en costes y una comparativa favorable tras los extraordinarios asumidos en 2018/2019.

Los índices de calidad crediticia todavía son buenos: (1) la morosidad se mantiene en 3,84%, las entradas netas en mora bajan a 472 M€ (vs 535 M€ en 4T19) y la cobertura sube a 53,1% (vs 49,6% en 4T19), (2) el **coste del riesgo (CoR) recurrente se sitúa en niveles históricamente bajos** (39 pb vs 52 pb en 4T19), aunque sube a 93 pb tras la provisión por el Covid-19.

El *guidance* del equipo gestor apunta a un **CoR~90/95 pb en 2020 y menores Activos Ponderados por Riesgo que nos llama la atención** debido a: (1) SAB tiene una exposición elevada a Pymes (~24,4% de la cartera), (2) el peso de los sectores más sensibles al Covid-19 (Turismo, Transporte,...) representa un 8,0% del total y (3) el 18,6% de las empresas tienen un rating igual o inferior a BBB (inferior a grado de inversión). Esperamos por tanto ver un aumento en provisiones relacionadas con el Covid-19 en próximos trimestres.

Lo mejor de los resultados es que la ratio de capital CET1 - principal foco de atención del mercado - se sitúa en el rango alto del sector (12,1% pro-forma) gracias a la venta de Sabadell Asset Management, el negocio de Depositaria y la suspensión del dividendo en 2020.

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Acumulado		% Variación		
						12 M Trailing		1T20		12 M
Datos en M€						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	901	905	906	910	884	3.605	3.664	-1,9%	-2,9%	-1,6%
Otros ingresos ⁽³⁾	424	431	434	189	487	1.541	1.428	15,0%	157,7%	7,9%
Margen Bruto	1.324	1.336	1.340	1.099	1.371	5.146	5.093	3,5%	24,7%	1,1%
Gastos Generales	810	994	800	847	777	3.418	3.583	-4,1%	-8,3%	-4,6%
Margen Neto	514	343	540	252	594	1.729	1.510	15,5%	n.s	14,5%
Prov. insolvencias	157	147	124	246	400	917	716	154,6%	62,6%	28,0%
Rdo. Operativo	357	196	416	6	194	812	794	-45,7%	n.s	2,3%
Rdos. Extraordinarios	-1	-115	71	92	53	101	392	-6725,0%	-42,4%	-74,1%
BAI.	358	311	345	-86	141	711	402	-60,6%	n.s	76,9%
Impuestos	99	55	93	-73	46	121	74	-53,4%	n.s	65,0%
Minoritarios	1	-18	1	2	1	-14	1	0,0%	-50,0%	n.s
BNA	258	273	251	-15	94	603	327	-63,6%	n.s	84,5%

(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	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Variación			
						MME		%	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	34	30	28	30	32	-2,2	2,6	-6,5%	8,8%
Cartera Valores	2	8	11	8	11	8,1	2,1	336,3%	n.s
Inversión Crediticia	146	148	147	151	149	3,0	-1,4	2,0%	-0,9%
Otros	43	38	36	35	31	-11,3	-3,8	-26,6%	n.s
Total Activo	226	225	223	224	223	-2,5	-0,5	-1,1%	-0,2%
Depósitos	140	143	143	147	144	4,3	-3,2	3,1%	-2,2%
Finac. Mayorista	73	69	67	63	66	-7,0	2,9	-9,6%	4,6%
Fondos Propios	12	13	13	13	13	0,3	-0,2	2,4%	-1,6%
Total Pasivo & F.Propios	226	225	223	224	223	-2,5	-0,5	-1,1%	-0,2%
APR's ⁽⁵⁾	84	83	82	81	82	-2,5	0,5	-3,0%	0,6%
TCE ⁽⁶⁾	10	10	10	10	10	0,2	-0,2	2,3%	-1,7%

(4) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

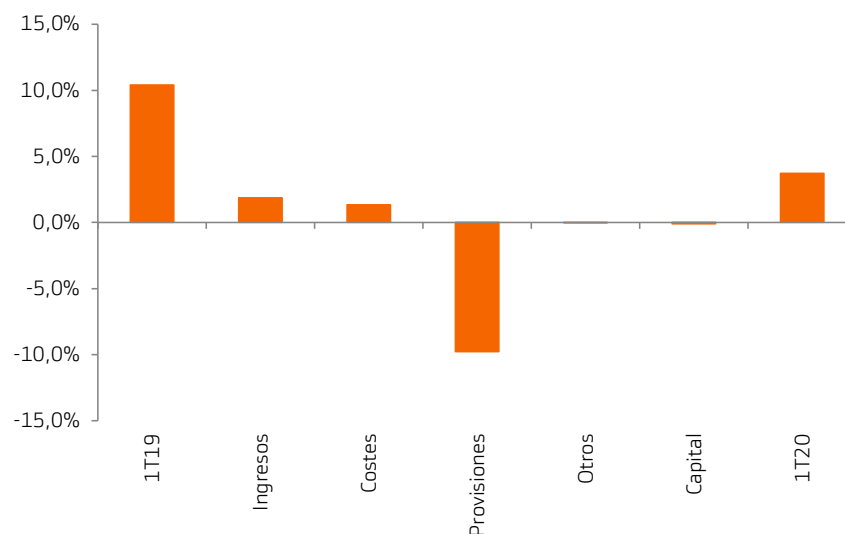
	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	104,7%	103,4%	103,0%	102,3%	103,6%	-1,1 pb	1,3 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	82,4%	62,7%	60,9%	59,4%	60,1%	-22,3 pb	0,7 pb
APR's/ Activos ⁽⁹⁾	37,2%	36,9%	36,8%	36,2%	36,5%	-0,7 pb	0,3 pb
TCE/ Fondos Propios	79,6%	80,0%	80,3%	79,7%	79,6%	0,0 pb	-0,1 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	10,4%	10,7%	9,6%	-0,6%	3,7%	-6,7 pb	4,3 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,5%	0,5%	0,5%	0,0%	0,2%	-0,3 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

Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoTE (*)	Contribución anual						RoTE
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Impacto Capital (**)	
1T19							1T20
10,4%	1,9%	1,3%	-9,8%	0,0%	-6,6%	-0,1%	3,7%

(*) 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
Datos en M€							
Margen de Intereses	3.622	3.494	3.478	3.523	-3,5%	-0,5%	1,3%
Comisiones	1.439	1.397	1.484	1.501	-2,9%	6,2%	1,2%
Otros Ingresos	-129	-48	-199	-209	-62,7%	313,0%	5,4%
Margen Bruto	4.932	4.843	4.763	4.815	-1,8%	-1,6%	1,1%
Gastos Generales	-3.214	-3.204	-3.172	-3.265	-0,3%	-1,0%	2,9%
Margen Neto	1.718	1.639	1.592	1.550	-4,6%	-2,9%	-2,6%
Dotaciones insolvencias	-672	-1.262	-1.070	-805	87,8%	-15,3%	-24,7%
Otros resultados	-96	4	-128	-210	n.s	n.s	n.s
Resultado antes de impuestos	950	380	394	535	-60,0%	3,5%	35,9%
Impuesto sobre sociedades	-174	-72	-75	-102	-58,5%	3,5%	35,9%
Resultado consolidado del ejercicio	776	308	319	433	-60,3%	3,5%	35,9%
Resultado atribuido a minoritarios	9	4	4	5	-60,3%	3,5%	35,9%
Beneficio atribuido al Grupo	767	305	315	428	-60,3%	3,5%	35,9%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	102,6%	101,0%	104,2%	104,3%	-1,6 pp	3,2 pp	3,2 pp
Comisiones/Gtos Generales	44,8%	43,6%	46,8%	46,0%	-1,2 pp	3,2 pp	3,2 pp
Ratio Eficiencia	65,2%	66,2%	66,6%	67,8%	1,0 pp	0,4 pp	0,4 pp
Provisiones / Mg. Bruto	39,1%	77,0%	67,2%	52,0%	37,9 pp	-9,8 pp	-9,8 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1: Ingresos Totales en M€

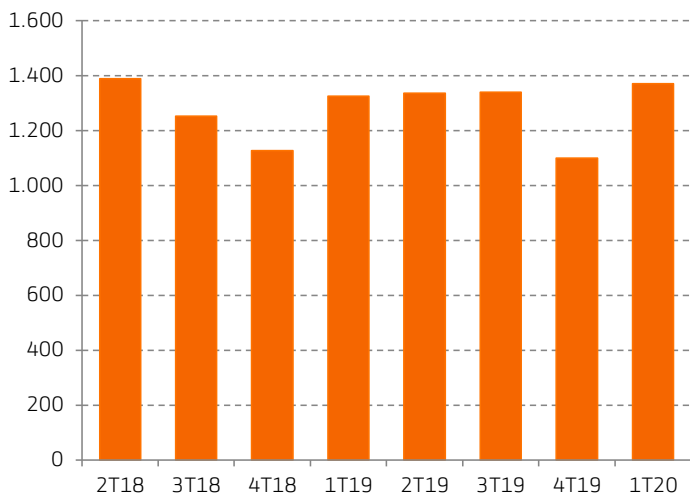
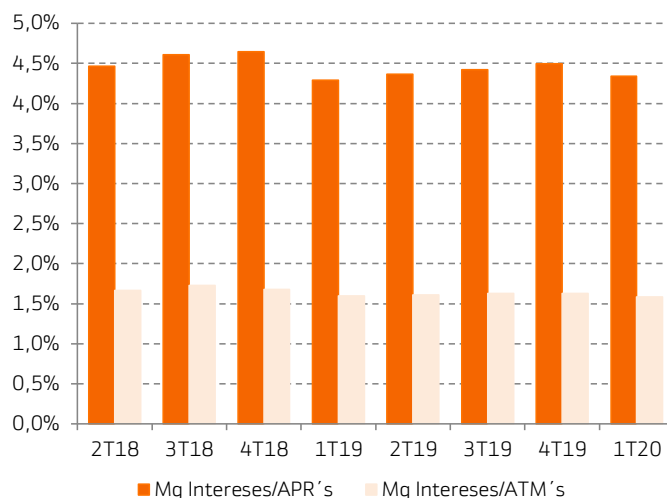


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

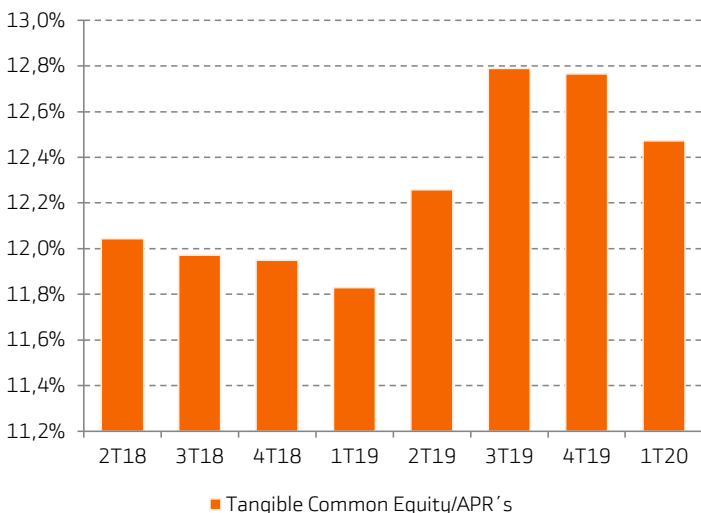
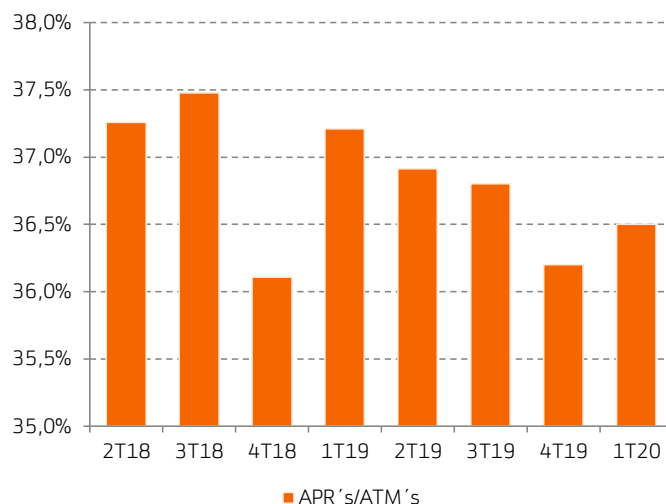


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER histórico

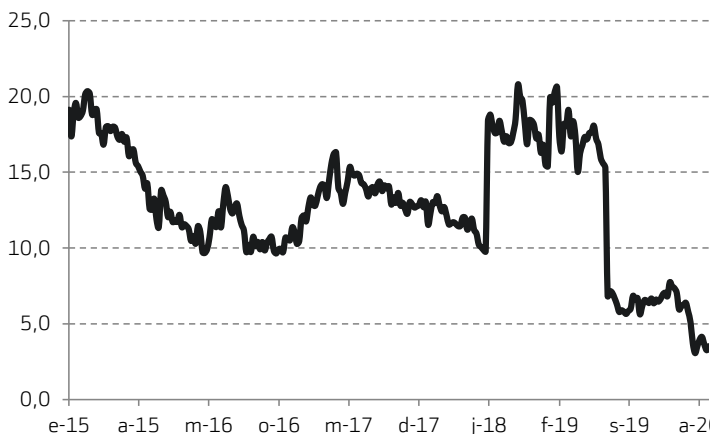
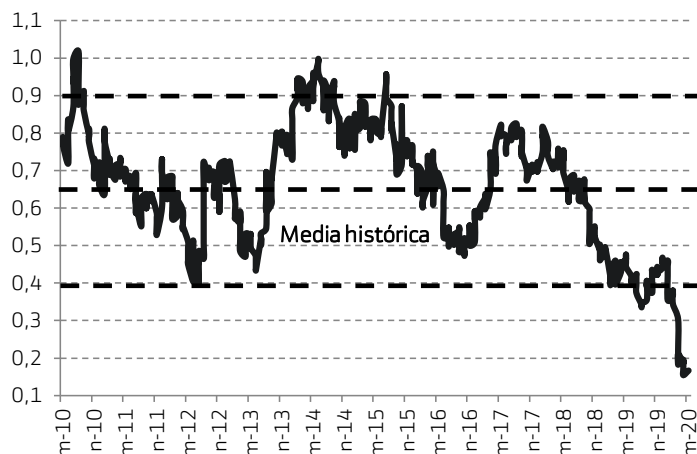


Gráfico 6: P/VC histórico



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

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 - Consumo

Luis Piñas – Consumo

Temáticas y activos de responsabilidad compartida

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