

Múltiplos de valoración atractivos, vientos de cola (tipos de interés) y mejoras de eficiencia

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	5.000 M€
Nº Acciones	5.627 M
Precio último	0,89 €/acc
Max/Min (52 sem)	1,33 / 0,58
Revalorización (YTD)	0,7%
Cód. Reuters / Bloomberg	SAB.MC / SAB.SM

Múltiplos de Valoración

	2022 r	2023 e	2024 e	2025 e
PER	5,8 x	4,9 x	4,9 x	4,1 x
P/V	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,3 x
Div. Yield	8,6%	10,2%	10,2%	12,2%

Principales cifras y ratios

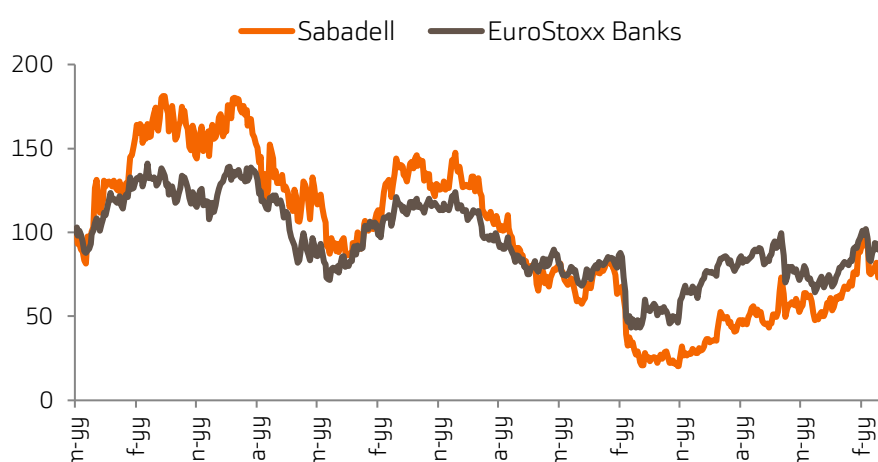
Datos en M€	2022r	2023 e	2024 e	TAMI(1)
Margen Bruto	5.180	5.509	5.735	+10,8%
Margen Neto	2.298	2.507	2.655	+5,2%
Provisiones	-825	-946	-965	+7,5%
Tax, Min & Otros.	-614	-547	-669	+8,2%
BNA	859	1.014	1.021	+4,4%
BPA	0,15	0,18	0,18	9,0%

(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)	11,5%
Precio objetivo (€/acc.)	1,50
Potencial de Revalorización	68,7%

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

B. Sabadell

Precio Objetivo:	1,50 €/acc
Potencial:	68,7%
Recomendación:	Comprar
Analista:	Rafael Alonso

Conclusión: SAB cotiza con múltiplos de valoración atractivos (P/V~0,4 x vs 0,4/0,9x de media en la UEM), la rentabilidad por dividendo 2023 estimada >10,0% y está bien posicionado para capturar la subida de tipos en la UEM & Reino Unido.

La ratio de capital CET1 FL (12,78%) está en el rango alto de la banca española y los índices de calidad crediticia evolucionan positivamente. Reiteramos recomendación de Comprar con Precio Objetivo en 1,50 €/acc (vs 1,45 €/ant.).

Resultados 1T 2023: Bate ampliamente las expectativas con un BNA de 205 M€ (-4,0% vs 141 M€ esperado) tras contabilizar el gravamen extraordinario en España (157 M€).

En términos comparables, el BNA alcanza 361 M€ (+69,4%; +142,2% t/t) gracias a la expansión de márgenes (2,73% vs 2,53% en 4T 2022) y un Coste del Riesgo/CoR bajo e inferior al guidance del equipo gestor para 2023.

La Rentabilidad/RoTE roza el 10,0% (vs 7,8% en 2022) y el equipo gestor mantiene un guidance positivo para el conjunto del año.

Lo más importante: (1) **las partidas clave avanzan en la buena dirección** - ingresos recurrentes, gastos operativos & Coste del Riesgo/CoR -. El **apalancamiento operativo** de SAB es importante porque una subida de +28,3% en el Margen de Intereses se traduce en un crecimiento de +69,4% en el BNA Ordinario (sin considerar el gravamen especial en España) -,

(2) la **franquicia en Reino Unido** (TSB) evoluciona positivamente - tipos de interés & rentabilidad/RoTE Ordinario al alza - y el BNA alcanza un nivel no visto desde 2017 (54 MGBP; +162,4%),

(3) el **coste del riesgo/CoR** está en línea con lo esperado (45 pb vs 32/49 objetivo) y el repunte de la morosidad hasta 3,52% (vs 3,41% en 4T 2022), se explica por la pérdida de tracción de la inversión crediticia (efecto denominador). Lo importante es que el saldo de dudosos se mantiene estable en 5,891 M€ (vs 5,814 M€ en 4T 2022 vs 6.610 M€ en 1T 2022).

(4) la ratio de **capital CET-1 alcanza 12,78%** (vs 12,54% en 4T 2022) y se sitúa en el rango alto del sector (~ 12,0%/13,0%).

SAB mantiene un guidance positivo para 2023 - crecimiento elevado en Margen de Intereses, +3,5% en costes (vs +4,0% ant.), CoR <65 pb y **rentabilidad/RoTE>9,0%**; >10,5% excluyendo el impuesto extraordinario a la banca.

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾ Datos en M€	1T 22	2T 22	3T 22	4T 22	1T 23	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	1T 23	12 M	a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	857	898	967	1.079	1.100	4.044	3.450	28,4%	1,9%	17,2%
Otros ingresos ⁽³⁾	369	297	434	72	179	982	1.472	-51,5%	150,2%	-33,3%
Margen Bruto	1.226	1.195	1.401	1.151	1.279	5.026	4.922	4,3%	11,1%	2,1%
Gastos Generales	737	742	761	740	745	2.988	3.345	1,1%	0,7%	-10,7%
Margen Neto	489	453	640	411	534	2.038	1.577	9,2%	29,8%	29,3%
Prov. insolvencias	195	184	180	279	217	860	842	11,3%	-22,3%	2,2%
Rdo. Operativo	294	269	460	132	317	1.178	734	n.s	140,2%	60,4%
Rdos. Extraordinarios	-26	16	13	-92	-25	-88	-98	-3,8%	-72,7%	-10,2%
BAI.	320	253	447	224	342	1.266	832	6,9%	52,9%	52,1%
Impuestos	94	73	130	77	137	417	145	n.s	77,3%	n.s
Minoritarios	13	1	0	-3	0	-2	17	n.s	n.s	-112,9%
BNA	213	179	317	150	205	851	669	-3,8%	37,0%	27,1%

(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	1T 22	2T 22	3T 22	4T 22	1T 23	Variación			
						a/a	MME t/t	% a/a	% t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	57	51	53	46	46	-10,1	0,4	-17,8%	0,8%
Cartera Valores	10	8	12	6	10	-0,2	3,4	-2,0%	54,4%
Inversión Crediticia	160	164	162	162	158	-2,2	-3,4	-1,3%	-2,1%
Otros	26	34	33	37	34	7,6	-3,2	28,9%	-8,7%
Total Activo	253	257	260	251	248	-4,8	-2,9	-1,9%	-1,2%
Depósitos	162	165	164	164	161	-0,9	-3,0	-0,6%	-1,8%
Finac. Mayorista	78	80	84	74	74	-4,1	0,2	-5,2%	0,3%
Fondos Propios	13	13	13	13	13	0,2	-0,1	1,6%	-0,6%
Total Pasivo & F.Propios	253	257	260	251	248	-4,8	-2,9	-1,9%	-1,2%
APR's ⁽⁵⁾	80	81	81	80	78	-2,7	-1,8	-3,3%	-2,3%
TCE ⁽⁶⁾	10	11	11	11	11	0,3	-0,1	2,6%	-0,6%

(4) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

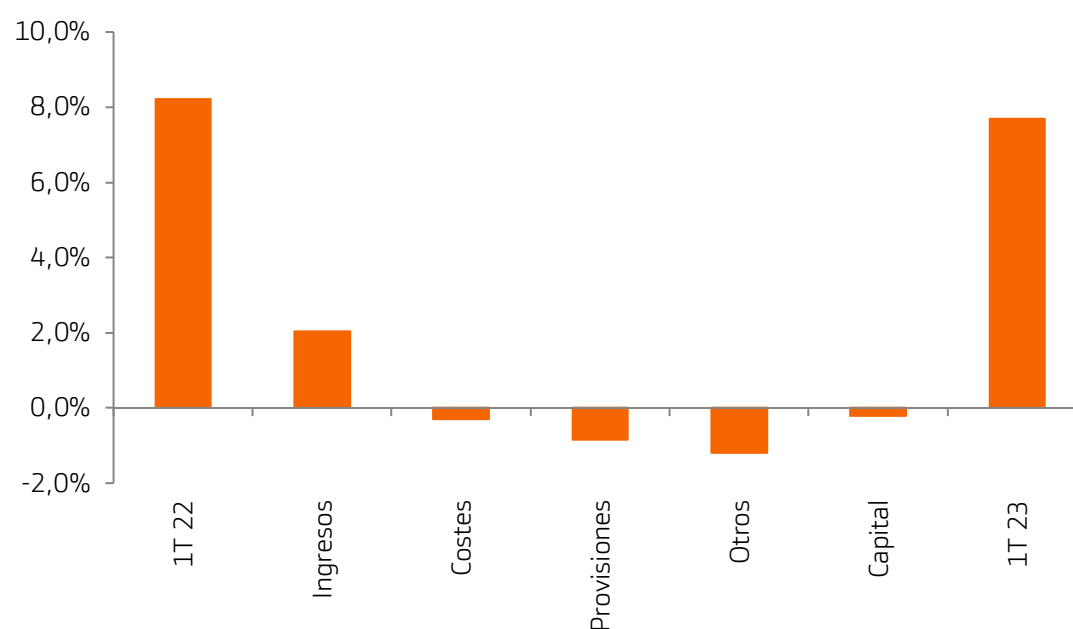
	1T 22	2T 22	3T 22	4T 22	1T 23	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	99,1%	99,5%	99,2%	98,6%	98,3%	-0,8 pb	-0,3 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	59,9%	54,4%	53,8%	54,3%	55,3%	-4,5 pb	1,0 pb
APR's/ Activos ⁽⁹⁾	31,7%	31,3%	31,0%	31,6%	31,3%	-0,5 pb	-0,4 pb
TCE/ Fondos Propios	80,2%	80,5%	81,1%	81,0%	81,0%	0,8 pb	0,0 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	8,2%	6,8%	11,7%	5,6%	7,7%	-0,5 pb	2,1 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,3%	0,3%	0,5%	0,2%	0,3%	0,0 pb	0,1 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

Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoTE (*)	Contribución anual						Impacto Capital (**)	RoTE
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Total		
1T 22								1T 23
8,2%	2,0%	-0,3%	-0,8%	-1,2%	-0,3%	-0,2%	-0,5%	7,7%

(*) RoTE anualizado estimado; (**) El signo negativo indica aumento del Capital Tangible (TCE)



Principales Estimaciones

P&G Reportada	2022	2023 e	2024 e	2025 e	% Variación		
					2022	2023	2024
Datos en M€							
Margen de Intereses	3.799	4.445	4.667	4.714	17,0%	5,0%	1,0%
Comisiones	1.490	1.416	1.458	1.502	-5,0%	3,0%	3,0%
Otros Ingresos	-109	-351	-390	-69	222,1%	11,0%	-82,4%
Margen Bruto	5.180	5.509	5.735	6.147	6,4%	4,1%	7,2%
Gastos Generales	-2.883	-3.002	-3.081	-3.156	4,1%	2,6%	2,5%
Margen Neto	2.297	2.507	2.655	2.991	9,1%	5,9%	12,6%
Dotaciones insolvencias	-825	-946	-965	-1.017	14,7%	2,0%	5,4%
Otros resultados	-230	-94	-213	-218	-59,1%	126,7%	2,0%
Resultado antes de impuestos	1.242	1.467	1.477	1.756	18,1%	0,7%	18,9%
Impuesto sobre sociedades	-373	-440	-443	-527	18,0%	0,7%	18,9%
Resultado consolidado del ejercicio	869	1.027	1.034	1.229	18,1%	0,7%	18,9%
Resultado atribuido a minoritarios	11	13	13	16	n.s	n.s	n.s
Beneficio atribuido al Grupo	859	1.014	1.021	1.215	18,0%	0,7%	19,0%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	102,1%	106,4%	106,8%	101,1%	4,3 pp	0,4 pp	-5,7 pp
Comisiones/Gtos Generales	51,7%	47,1%	47,3%	47,6%	-4,5 pp	0,2 pp	0,3 pp
Ratio Eficiencia	55,7%	54,5%	53,7%	51,3%	-1,2 pp	-0,8 pp	-2,4 pp
Provisiones / Mg. Bruto	35,9%	37,7%	36,4%	34,0%	1,8 pp	-1,4 pp	-2,3 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

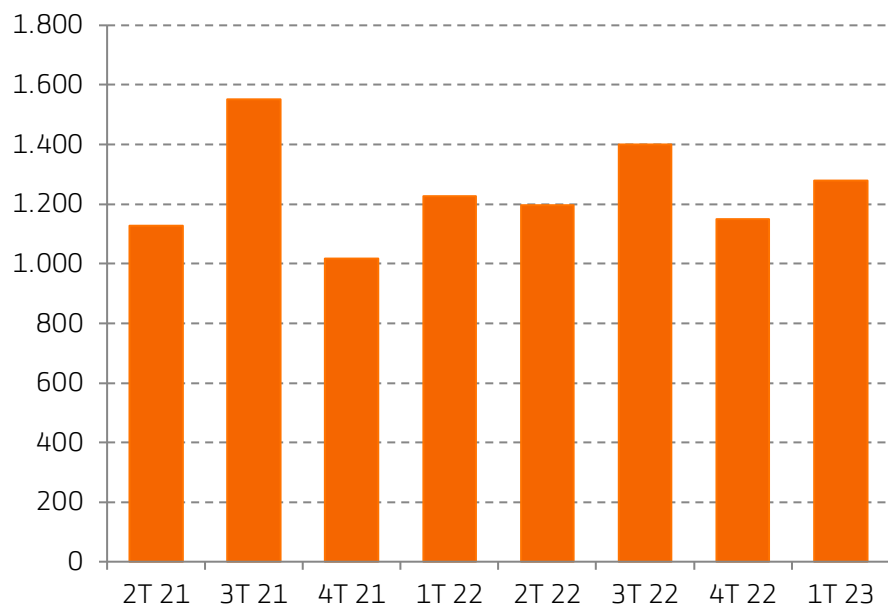
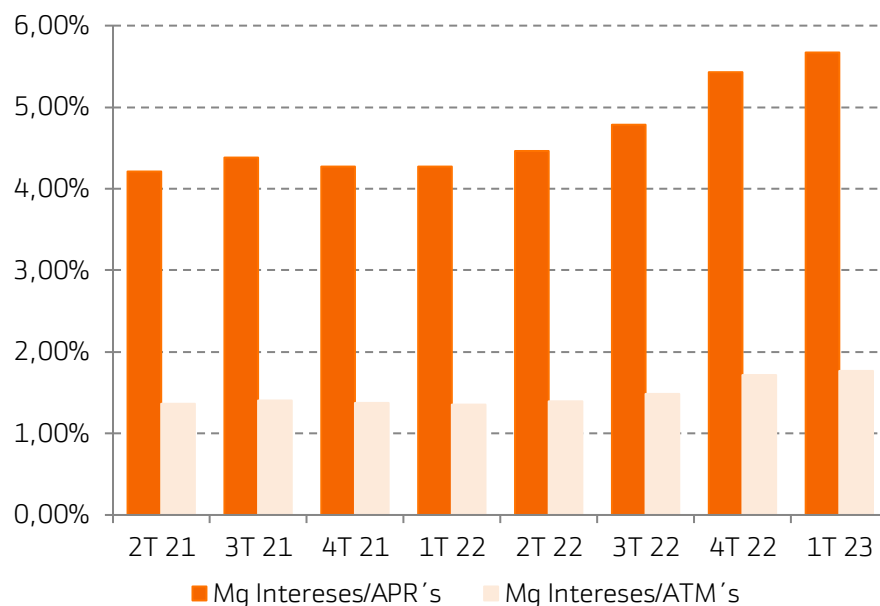


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

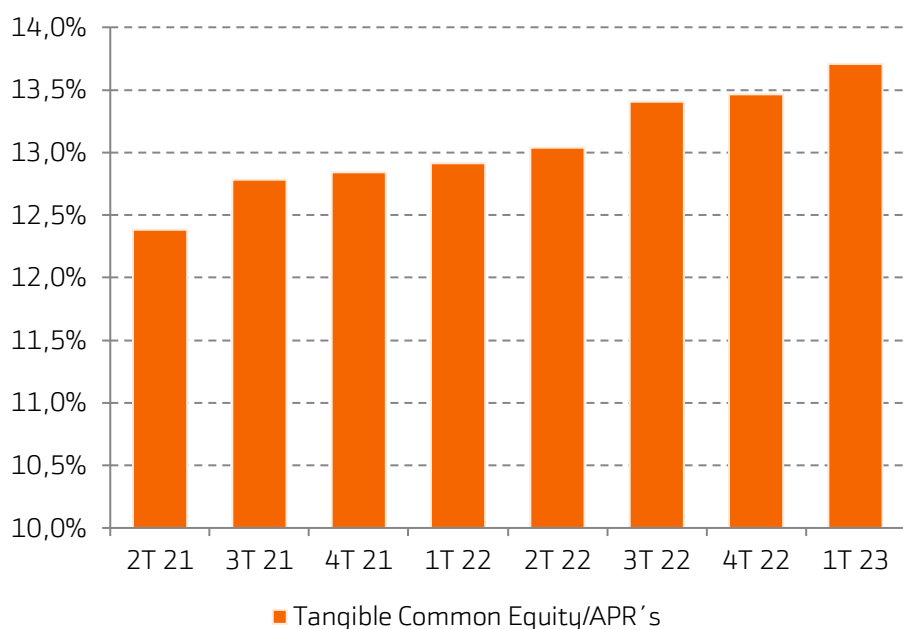
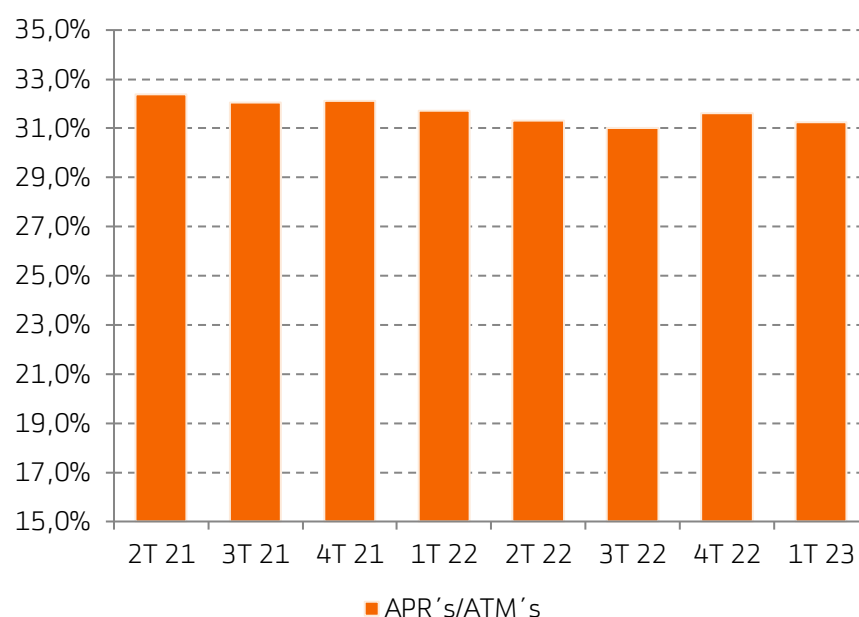


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER histórico

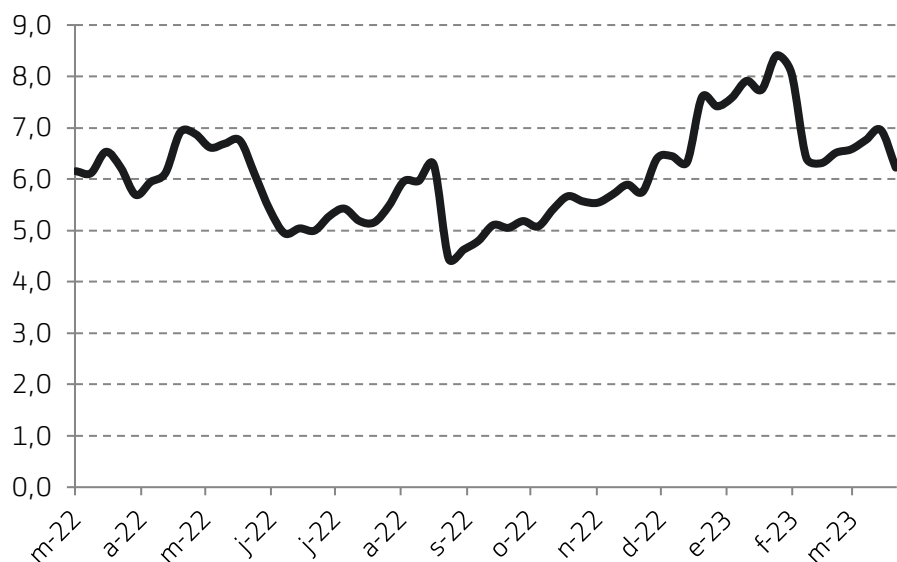
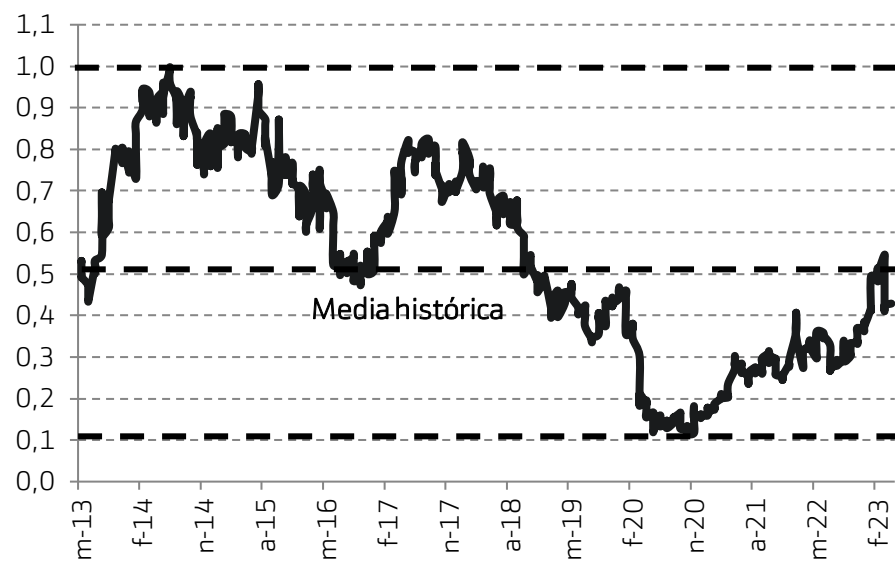


Gráfico 6: P/VC histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
www.bankinter.com

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
26/01/2023	Comprar	1,45 €
27/10/2022	Comprar	1,05 €
04/08/2022	Comprar	1,05 €
24/04/2022	Comprar	1,00 €

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- 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
- La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en: https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes
- Por favor, consulte importantes advertencias legales en: https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf
- 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	Jorge Pradilla - Logista	Elena Fernández-Trapiella - Consumo & Lujo
Pedro Ribeiro - Analista	Carlos Pellicer - Analista	

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