

Bancos Españoles

El saneamiento del balance en España y TSB en Reino Unido pasan factura a la cuenta de P&G

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	4 849 M€
Nº Acciones	5 627 M
Precio último	0.86 €/acc
Max/Min (52 sem)	1.86 / 0.84
Revalorización (YTD)	-13.86%
Cód. Reuters / Bloomberg	SAB.MC / SAB.SM

Múltiplos de Valoración

	2018	2019 e	2020 e	2021 e
PER	14.8 x	6.5 x	6.0 x	5.6 x
P/V	0.4 x	0.4 x	0.4 x	0.3 x
Div. Yield	3.4%	6.2%	6.7%	7.2%

Principales cifras y ratios

Datos en M€	2018 r	2019 e	2020 e	TAMI(1)
Margen Bruto	5 010	4 969	5 113	+1.0%
Margen Neto	1 737	1 924	1 976	+6.7%
Provisiones	-751	-380	-387	-28.2%
Tax, Min & Otros.	-658	-798	-779	+8.8%
BNA	328	746	810	+57.1%
BPA	0.06	0.13	0.14	+57.1%

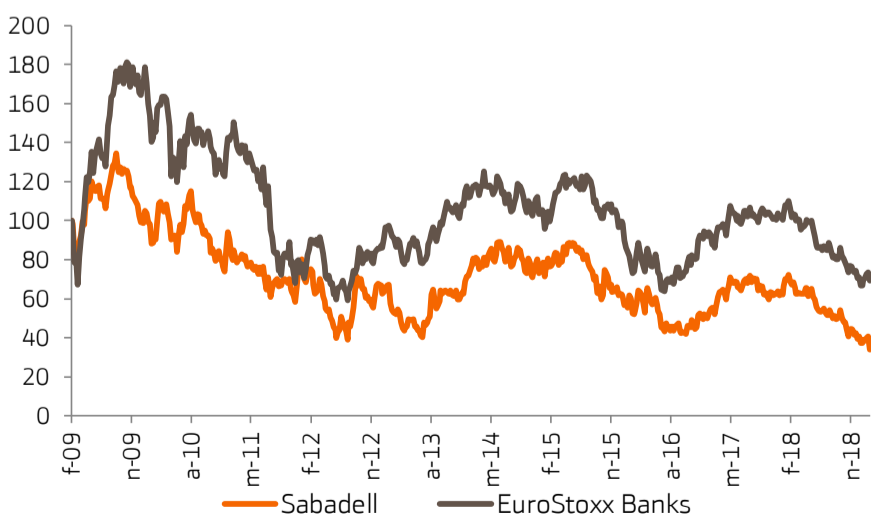
(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	1.0%
ROTE sostenible estimado	6.0%
Coste de capital (Ke)	12.0%
Precio objetivo (€/acc.)	0.95
Potencial de revalorización	10.5%

(*) Warranted Equity Value

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

B. Sabadell

Precio Objetivo: 0.95 €/acc

Recomendación: Neutral

Conclusión: El saneamiento del balance en España y la migración tecnológica de TSB en Reino Unido se traducen en una caída brusca del BNA (-59,1%). Los índices de calidad crediticia mejoran y **la ratio de capital CETI FL se mantiene por encima del 11,0%** (11,3% pro-forma vs 11,0% en 3T'18). La caída en ingresos por *trading*, la presión en márgenes y los gastos extraordinarios explican el descenso en Ingresos y Margen de Explotación (-33,5%).

Mantenemos recomendación en Neutral pero **revisamos a la baja nuestro Precio Objetivo hasta 0,95 €/acc** (vs 1,60 €/acc anterior) tras reducir nuestras perspectivas de BNA para el período 2019/2021 y aumentar la prima de riesgo exigida por la situación en Reino Unido.

Resultados 2018: El BNA desciende hasta 328,1 M€ (-59,1%) - en línea con lo esperado -. A nivel operativo, las principales partidas de la cuenta de P&G muestran signos de debilidad (Margen de Intereses, Margen Bruto & Margen de Explotación) debido a la fuerte caída en los ingresos por trading (-63,0%) la presión en márgenes y los gastos extraordinarios.

La parte baja de la cuenta de resultados se ha visto negativamente afectada por un **cargo extraordinario de 637,1 M€ (brutos)** debido a los problemas tecnológicos de la franquicia en Reino Unido (~460,0 M€) y provisiones extraordinarias por la venta en bloque de activos improductivos en España (impacto de 177,1 M€). **El BNA Ordinario (excluyendo extraordinarios) a tipo de cambio constante aumenta +9,6% en 2018 hasta 783,3 M€.**

La ratio de activos problemáticos netos (*NPA's*) apenas representa el 1,8% del balance (-190 pb;-10 pb t/t) tras reducir su exposición en 7.800 M€. La morosidad desciende hasta el 4,22% (vs 4,32% en 3T'18 vs 5,14% en 2017) con una tasa de cobertura que parece adecuada (54,0% vs 57,4% en 3T'18).

La ratio de capital CETI FL se mantiene por encima del 11,0% (11,3% pro-forma vs 11,0% en 3T'18 - en la parte media/baja de la media sectorial -. El equipo gestor parece confortable con esta ratio y el *guidance* para 2019 apunta a una ratio >11,0% con el objetivo del alcanzar el 12,0% a largo plazo (2021).

Mantenemos recomendación en Neutral pero **revisamos a la baja nuestro Precio Objetivo hasta 0,95 €/acc** (vs 1,60 €/acc anterior) tras reducir nuestras perspectivas de BNA para el período 2019/2021 y aumentar la prima de riesgo exigida por la situación en Reino Unido.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina Juan Tuesta
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⁾ Datos en M€	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	4T18	12 M	12 M
								a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	924	912	899	933	932	3 675	3 802	0.9%	0.0%	-3.3%
Otros ingresos ⁽³⁾	366	553	477	320	350	1 700	2 072	-4.5%	9.5%	-17.9%
Margen Bruto	1 291	1 465	1 376	1 252	1 282	5 375	5 874	-0.6%	2.4%	-8.5%
Gastos Generales	1 013	898	1 091	875	975	3 839	4 237	-3.8%	11.4%	-9.4%
Margen Neto	278	567	285	377	308	1 537	1 638	10.7%	-18.4%	-6.2%
Prov. insolvencias	123	197	228	203	128	756	1 170	4.2%	-37.0%	-35.4%
Rdo. Operativo	155	370	57	174	180	781	468	15.9%	3.2%	66.8%
Rdos. Extraordinarios	-39	1	259	8	100	368	-381	-354.1%	n.s	-196.6%
BAI.	194	370	-202	166	80	413	849	-59.1%	-52.2%	-51.3%
Impuestos	45	109	-60	37	-2	84	44	n.s	n.s	90.5%
Minoritarios	2	2	-3	2	1	2	4	n.s	-30.0%	-55.3%
BNA Ajustado	148	259	-139	127	80	328	802	-45.6%	-36.9%	-59.1%
Otros Ajustes Neto	0	0	0	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
BNA Publicado	148	259	-139	127	80	328	802	-45.9%	-37.0%	-59.1%

(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	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	Variación			
						a/a	MME t/t	% a/a	% t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	32	29	27	27	32	0.6	5.9	2.0%	22.1%
Cartera Valores	14	18	25	27	2	-11.7	-24.6	-84.3%	-91.9%
Inversión Crediticia	147	145	148	148	146	-1.5	-2.1	-1.0%	-1.4%
Otros	28	27	17	15	42	13.6	27.3	47.9%	186.0%
Total Activo	221	219	216	216	222	1.0	6.4	0.4%	3.0%
Depósitos	135	132	137	135	137	1.2	1.7	0.9%	1.3%
Finac. Mayorista	73	74	67	69	74	0.8	4.6	1.2%	6.7%
Fondos Propios	13	13	12	12	12	-1.1	0.0	-8.4%	0.4%
Total Pasivo & F.Propios	221	219	216	216	222	1.0	6.4	0.4%	3.0%
APR 's ⁽⁵⁾	78	79	80	81	80	2.6	-0.7	3.4%	-0.8%
TCE ⁽⁶⁾	11	11	10	10	10	-1.3	-0.1	-12.1%	-1.0%

(4) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	108.9%	109.9%	108.0%	109.7%	106.8%	-2.1 pb	-2.9 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	72.6%	74.9%	76.2%	72.6%	68.3%	-4.3 pb	-4.3 pb
APR 's/ Activos ⁽⁹⁾	35.1%	35.9%	37.3%	37.5%	36.1%	1.0 pb	-1.4 pb
TCE/ Fondos Propios	82.6%	81.9%	80.3%	80.3%	79.2%	-3.4 pb	-1.1 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	5.4%	9.8%	-5.7%	5.3%	3.3%	-2.1 pb	-1.9 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0.3%	0.5%	-0.3%	0.2%	0.1%	-0.1 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

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina Juan Tuesta
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

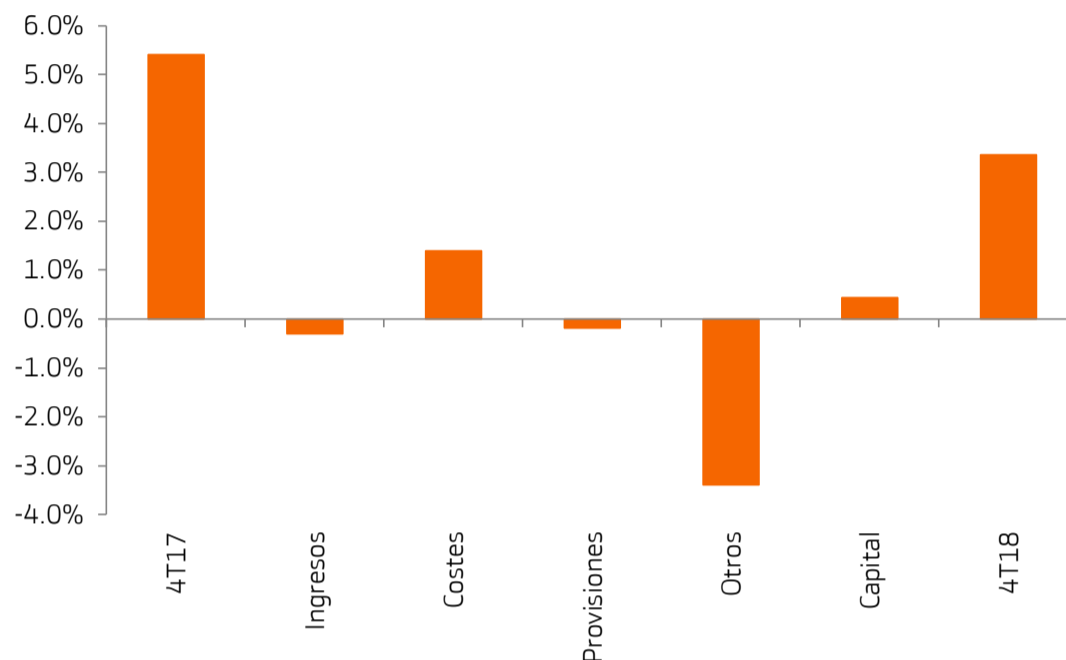
La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

* 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 4T17	Contribución anual							RoTE 4T18
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Impacto Capital (*)	Total	
5.4%	-0.3%	1.4%	-0.2%	-3.4%	-2.5%	0.4%	-2.1%	3.3%

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



Principales Estimaciones

P&G Reportada	2018	2019 e	2020 e	2021 e	% Variación		
					2019	2020	2021
Datos en M€							
Margen de Intereses	3 675	3 735	3 864	4 028	1.6%	3.5%	4.2%
Comisiones	1 335	1 363	1 372	1 409	2.1%	0.6%	2.7%
Otros Ingresos	0	-128	-123	-207	n.s	-4.5%	68.8%
Margen Bruto	5 010	4 969	5 113	5 230	-0.8%	2.9%	2.3%
Gastos Generales	-3 274	-3 045	-3 137	-3 230	-7.0%	3.0%	2.9%
Margen Neto	1 737	1 924	1 976	2 000	10.8%	2.7%	1.2%
Dotaciones insolvencias	-751	-380	-387	-395	-49.4%	2.0%	2.0%
Otros resultados	-567	-528	-485	-417	-6.9%	-8.1%	-14.0%
Resultado antes de impuestos	419	1 016	1 104	1 188	142.7%	8.6%	7.6%
Impuesto sobre sociedades	-84	-254	-276	-297	203.9%	8.6%	7.6%
Resultado consolidado del ejercicio	335	762	828	891	n.s	8.6%	7.6%
Resultado atribuido a minoritarios	7	16	18	19	127.4%	8.6%	7.6%
Beneficio atribuido al Grupo	328	746	810	872	127.4%	8.6%	7.6%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	100.0%	102.6%	102.4%	104.0%	2.6 pp	-0.2 pp	1.6 pp
Comisiones/Gtos Generales	40.8%	44.8%	43.7%	43.6%	4.0 pp	-1.0 pp	-0.1 pp
Ratio Eficiencia	65.3%	61.3%	61.4%	61.8%	-4.1 pp	0.1 pp	0.4 pp
Provisiones / Mg. Bruto	43.2%	19.7%	19.6%	19.7%	-23.5 pp	-0.1 pp	0.1 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina Juan Tuesta
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€

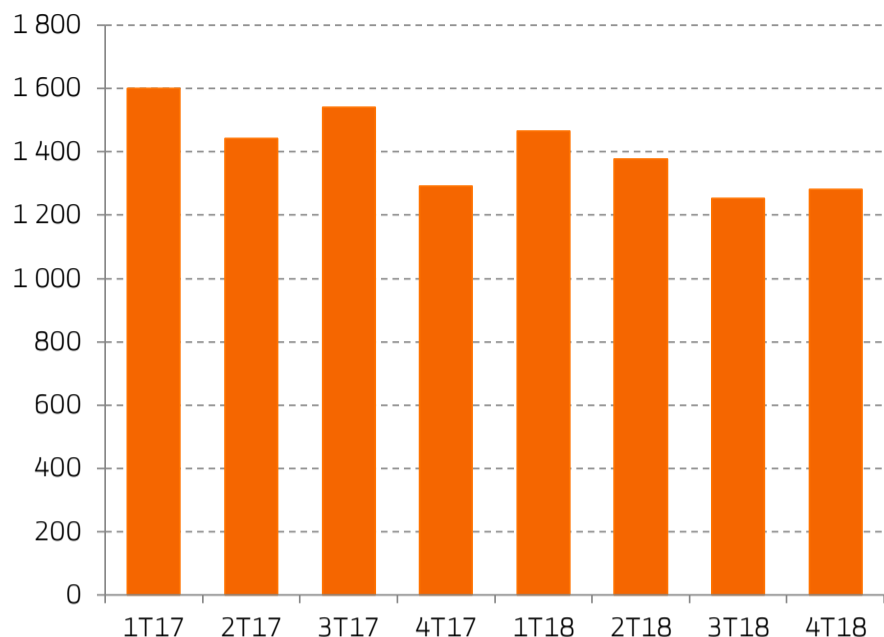
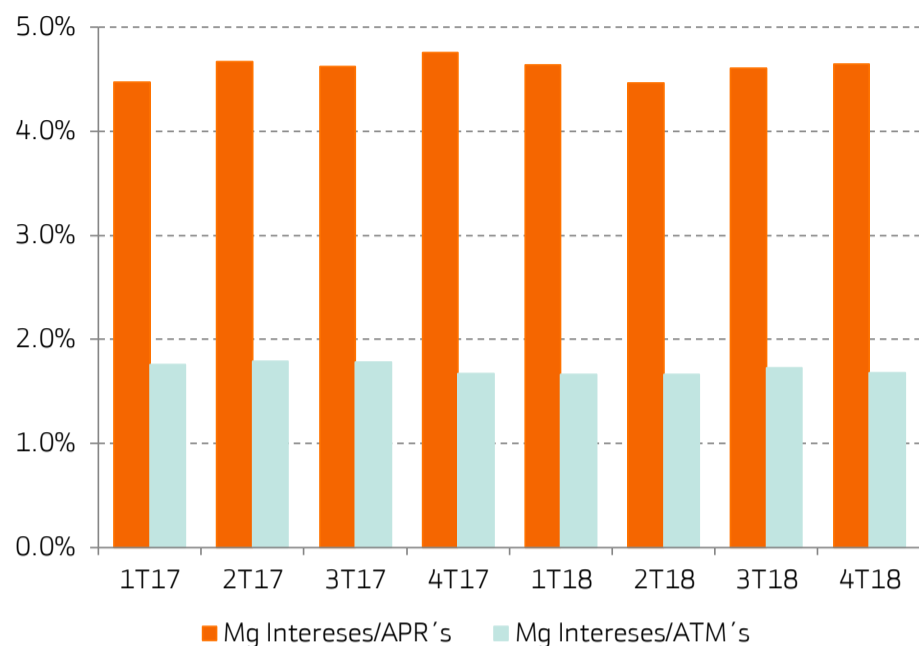


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

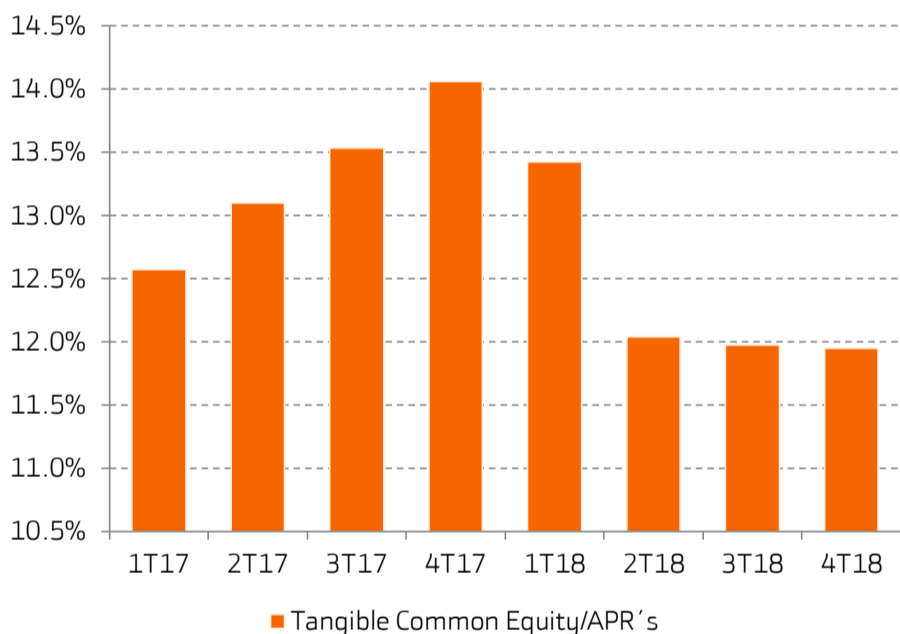
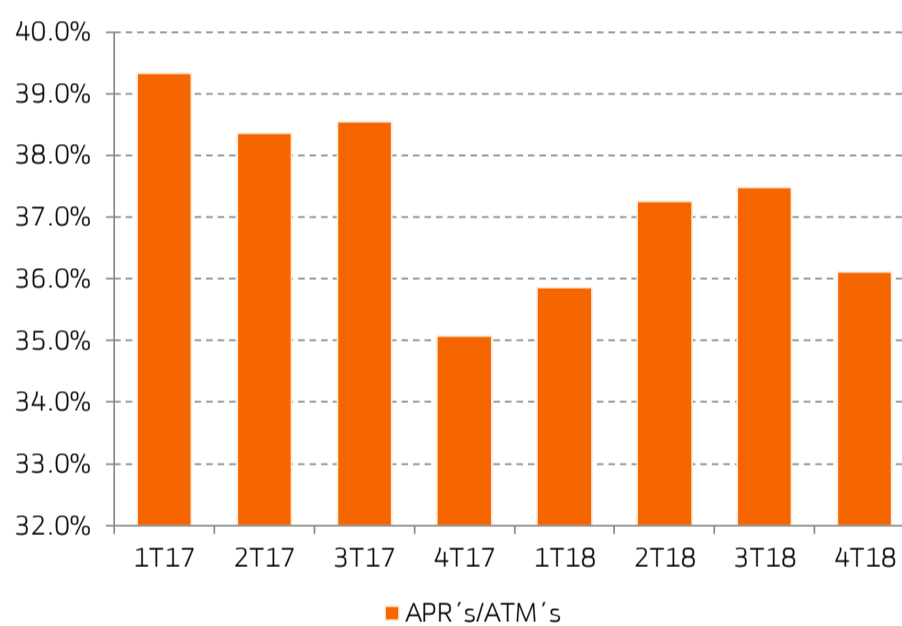


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

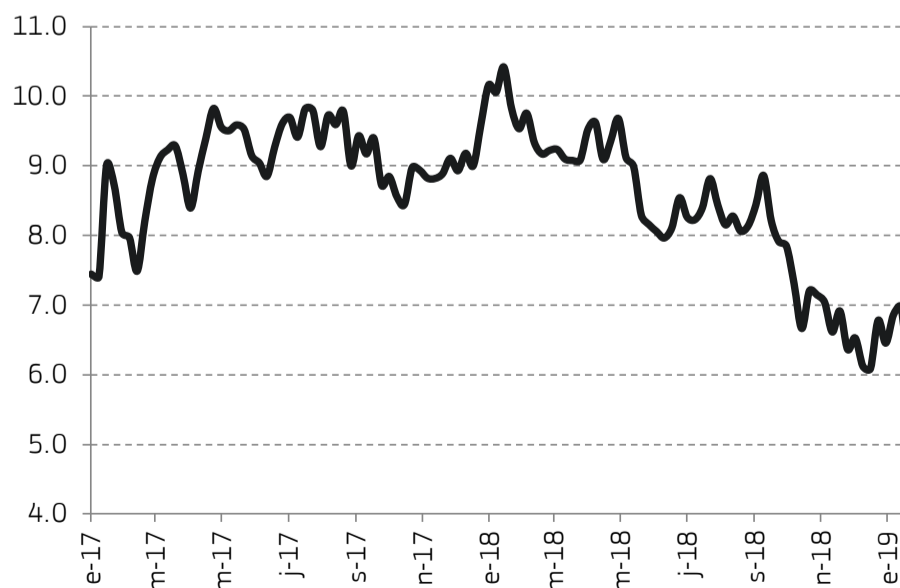
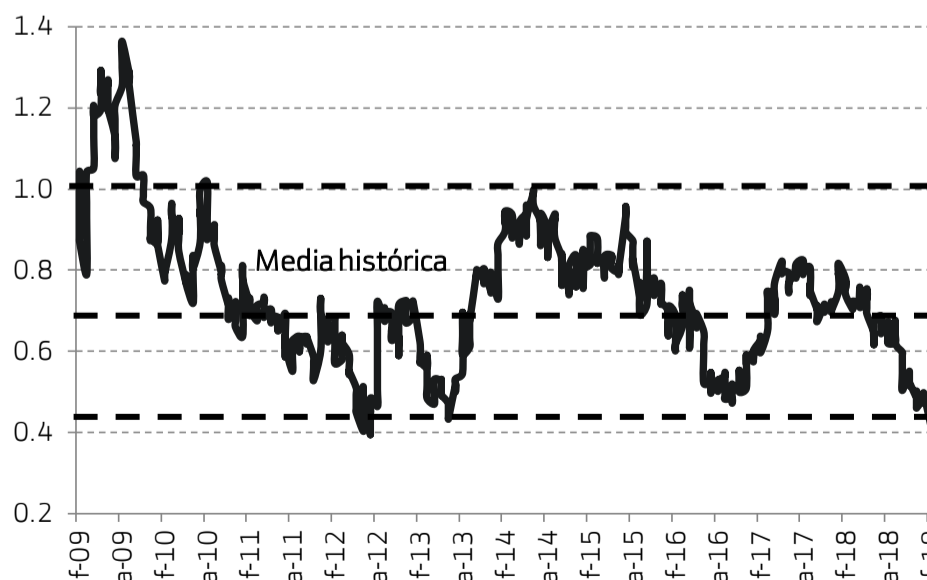


Gráfico 6: P/VC histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Equipo de Análisis de Bankinter:

Hoja 4 de 4

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina Juan Tuesta
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avd. Bruselas, nº 14

28108, Alcobendas (Madrid)

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.