bankinter.

Análisis

Tras una revalorización del 40,0% ... vemos poco potencial.

Bancos españoles

Precio Objetivo: 1,90 €/acc (vs 1,70 anterior)

Recomendación: Neutral (vs Comprar)

17-may.-17 12:50h

Sabadell

Precio Objetivo 1,90 €
Recomendación: Neutral

La ratio de solvencia CET-I FL alcanzará el 13,0% pero el ROTE se sitúa en 6,6%.

Conclusión: La franquicia en España mantiene una **cuota de mercado elevada en financiación a empresas** (> 11,0%), Reino Unido progresa en la integración tecnológica y el entorno de tipos de interés "*forward*" cambia a mejor. El esfuerzo en saneamientos es elevado y los índices de calidad crediticia mejoran. **Revisamos nuestra recomendación desde Comprar a Neutral con un Precio Objetivo de 1,90 €/acc** (vs 1,70 €/acc anterior) debido a que estimamos un potencial de revalorización limitado (+3,7%) tras el buen comportamiento de la cotización en el conjunto del año (+40,0%).

Nuestra Opinión: La mejora en ingresos típicos y la generación de ROF´s (+13,9%) en 1T'17 no compensan el impacto negativo de la libra esterlina y el esfuerzo en saneamientos (+17,4% en provisiones). **Los índices de riesgo, muestran una evolución satisfactoria** gracias a la mejora del entorno macro en España. La morosidad mejora (5,86%; 7,475% ex - TSB) y la tasa cobertura aumenta hasta el 53,1% (vs 51,5% en 4T´16). La ratio de **capital CET-I "*fully loaded*" se mantiene estable en 11,94% y supera la media sectorial** (en torno al 11,5% excluyendo Popular).

Recomendación: Revisamos al alza nuestro Precio Objetivo hasta 1,90 €/acc desde 1,70 €/acc pero reducimos nuestra recomendación desde Comprar a Neutral y nuestro razonamiento es el siguiente: (i) Tras la favorable evolución de la cotización (+40,0% en el conjunto del año) estimamos un **potencial de revalorización limitado** para los próximos doce meses (+3,7% estimado), (ii) **la rentabilidad (ROTE) se mantiene en niveles inferiores al coste de capital** estimado, (iii) consideramos que SAB **cotiza con unos múltiplos de valoración razonables** teniendo en cuenta las perspectivas de resultados para 2017 (el equipo gestor mantiene sin cambios el "*guidance*") y el elevado peso de los activos improductivos (1,4 veces los fondos propios). (iv) **La venta del negocio comercial en EE.UU** (United Bank) permite generar 447M€ en plusvalías y **mejorar la ratio de capital CET-I "*fully loaded*" hasta el 13,0% pro-forma (vs 11,94% actual)** aunque estimamos un impacto reducido en el BPA (Beneficio por acción). **Pensamos que SAB destinará el grueso de las plusvalías a realizar provisiones extraordinarias** para mejorar la ratio de cobertura de activos adjudicados (actualmente en 47,9%) y mitigar el impacto de la normativa europea (IRSF-9) en materia de provisiones. **No descartamos una operación corporativa de tamaño mediano/pequeño** pero entendemos que de llevarse a cabo probablemente se produzca fuera de España. ¿Reino Unido?, ¿México?

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	10.277 M€
Ultimo	1,83 €/acc.
Nº Acciones:	5.616 M acc.
Max / Min (52 sem):	1,89/1,06
Cód. Reuters / Bloomberg:	SAB.MC/SAB.SM

Datos Básicos (compañía)

P/VC'17e	0,8x	Accionistas ppales. (estimado):
P/E 17 e	12,8x	Winthrop Securities (4,91%)
Yield (e)	2,7%	Blackrock (3,0%)

% Revalorización	YTD	1 mes	3 m	6 m
Sabadell	40,1%	15,7%	23,2%	43,1%
EuroStoxx Banks	16,9%	13,7%	15,4%	28,8%
Ibex -35	17,4%	5,8%	14,0%	26,5%

Principales cifras y ratios

Datos en M€	2016 r	2017 e	2018 e	TAMI(1)
Mg. de Intereses	3.838	3.887	4.000	+2,1%
Mg. Bruto	5.471	5.399	5.565	+0,9%
Mg. Explotación	2.411	2.313	2.425	+0,3%
Provisiones	-1.427	-1.171	-1.188	-8,7%
BNA	710	805	872	+10,8%
BPA	0,13	0,14	0,16	+10,8%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Resultados 1T'17

Datos en M €	1T'17	1T'16	Var%
Mg. de Intereses	962	974	-1,2%
Comisiones netas	297	278	6,8%
ROF´s & Otros	341	316	7,9%
Margen Bruto	**1.600**	**1.568**	**2,1%**
Gtos gener & Adm	-789	-762	3,5%
Margen Neto	**812**	**806**	**0,7%**
Provisiones & Deter	-393	-282	39,4%
Rdos Extraord. & Otros	-116	-159	-26,7%
BAI	**303**	**366**	**-17,2%**
Impuestos & Minoritarios	-87	-114	n.s
BNA	**216**	**252**	**-14,2%**
Tasa Morosidad	5,86%	7,50%	-1,6 pp
Tasa Cobertura	53,1%	54,7%	-1,6 pp
CET-I "fully loaded"	11,9%	11,8%	0,1 pp
ROTE	6,63%	8,00%	-1,4 pp

Síntesis de Valoración: Método WEV (*)

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,5%
ROTE sostenible estimado	8,0%
Coste de capital (Ke)	8,6%
Valor Contable Ajustado (VCPA'17e)	2,1
Precio objetivo (€/acc.)	**1,90**
Cotización (€/acc.)	1,83
Potencial de revalorización	**3,7%**

(*) Warranted Equity Value; Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter:
Rafael Alonso (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Jesús Amador Castrillo Esther Gutierrez Arancha Bueno Joao Pisco
Eva del Barrio Ana de Castro Belén San José Susana André (Ml Ana Achau (Asesoramiento)
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avd. Bruselas, nº 12
28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf
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.