

Bancos Españoles

Tras los fuertes cargos extraordinarios, parece que lo peor en resultados podría haber pasado

B. Sabadell

Precio Objetivo: 1,60 €/acc

Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	6.173 M€
Nº Acciones	5.627 M
Precio último	1,10 €/acc
Max/Min (52 sem)	1,94 / 1,02
Revalorización (YTD)	-33,76%
Cód. Reuters / Bloomberg	SAB.MC / SAB.SM

Múltiplos de Valoración

	2017	2018 e	2019 e	2020 e
PER	7,7 x	11,0 x	6,9 x	5,7 x
P/VC	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x
Div. Yield	3,7%	4,5%	6,6%	7,1%

Principales cifras y ratios

Datos en M€	2017 r	2018 e	2019 e	TAMI(1)
Margen Bruto	5.737	4.975	5.184	-4,9%
Margen Neto	2.612	1.936	2.089	-10,6%
Provisiones	-1.169	-647	-380	-43,0%
Tax, Min & Otros.	-641	-729	-809	+12,4%
BNA	802	560	900	+6,0%
BPA	0,14	0,10	0,16	+6,0%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	2,0%
ROTE sostenible estimado	8,0%
Coste de capital (Ke)	10,0%
<b>Precio objetivo (€/acc.)</b>	<b>1,60</b>
<b>Potencial de revalorización</b>	<b>46,3%</b>

(\*) Warranted Equity Value

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

**Conclusión:** El saneamiento del balance y la migración tecnológica en la franquicia de Reino Unido (TSB) pasan factura a la cuenta de P&G. **La actividad comercial evoluciona positivamente** y los índices de calidad crediticia mejoran significativamente. Tras los fuertes cargos extraordinarios registrados en 9M'18 parece que lo peor en resultados podría haber pasado - queda pendiente para el 4T'18 un gasto de 30 M€ en Reino Unido - y vemos factible que el equipo gestor revise al alza sus perspectivas de resultados para 2019 ¿finales de año?

Mantenemos nuestra recomendación en Neutral con un precio objetivo de 1,60 €/acc (vs 1,80 €/acc anterior) tras revisar a la baja nuestras estimaciones de BNA para 2018/2021.

**Resultados 9M'18:** El BNA alcanza 247,8 M€ (-62,1%) pero bate las expectativas (194,0 M€ esperado). A nivel operativo, las principales partidas de las cuenta de P&G evolucionan en línea con las expectativas al alcanzar un Margen Bruto de 3.883 M€ (vs 3.882 M€ esperado) y un Margen Neto de 1.416 M€ (vs 1.340 M€ esperado).

La parte baja de la cuenta de P&G se ha visto negativamente afectada un cargo bruto extraordinario de 559,6 M€ debido a los problemas tecnológicos de la franquicia en Reino Unido (~382,5 M€) y las provisiones por la venta en 2T'18 del grueso de activos improductivos (NPA's) en España (impacto de 177,1 M€). El BNA Ordinario (excluyendo extraordinarios) a tipo de cambio constante aumenta +14,7% en el 3T'18 estanco (+8,3% ex- TSB).

La actividad comercial en España - equivalente al 80,0% del Margen bruto - evoluciona positivamente (+4,5% en crédito vivo y +10,8% en comisiones) y el perfil de riesgo mejora significativamente.

La ratio de activos problemáticos netos (NPA's) apenas representa el 1,7% del balance tras reducir su exposición en 9.300 M€ durante los últimos 12 meses. La morosidad desciende hasta el 4,32% (vs 4,50% en 2T'18 vs 4,71% en 1T'18) con una tasa de cobertura que parece adecuada (56,2% vs 57,4% en 2T'18). La ratio de capital CET1 FL se mantiene estable en 11,0% - en línea con la media sectorial - pero mejora hasta el 11,2% (pro-forma) tras registrar el impacto de la venta del grueso del riesgo inmobiliario.

Revisamos nuestras perspectivas de BNA para 2018/2021 a la baja (~8,0%) debido al retraso en las perspectivas de subidas de tipos de interés por parte del BCE y el impacto de cargos extraordinarios. **Mantenemos nuestra recomendación en Neutral con un Precio Objetivo de 1,60 €/acc (vs 1,80 €/acc anterior).**

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada    Jesús Amador    Elena Fernández    Arancha Bueno    Aránzazu Cortina  
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 <sup>(1)</sup>	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	3T18	12 M	12 M
Datos en M€								a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses <sup>(2)</sup>	941	924	912	899	933	3.667	3.825	-0,9%	3,8%	-4,1%
Otros ingresos <sup>(3)</sup>	599	366	553	477	320	1.716	1.956	-46,6%	-33,1%	-12,3%
<b>Margen Bruto</b>	<b>1.540</b>	<b>1.291</b>	<b>1.465</b>	<b>1.376</b>	<b>1.252</b>	<b>5.384</b>	<b>5.781</b>	<b>-18,7%</b>	<b>-9,0%</b>	<b>-6,9%</b>
Gastos Generales	1.406	1.013	898	1.091	875	3.877	4.500	-37,8%	-19,8%	-13,9%
<b>Margen Neto</b>	<b>134</b>	<b>278</b>	<b>567</b>	<b>285</b>	<b>377</b>	<b>1.507</b>	<b>1.281</b>	<b>181,8%</b>	<b>32,1%</b>	<b>17,6%</b>
Prov. insolvencias	478	123	197	228	203	750	851	-57,5%	-11,1%	-11,8%
<b>Rdo. Operativo</b>	<b>-344</b>	<b>155</b>	<b>370</b>	<b>57</b>	<b>174</b>	<b>756</b>	<b>430</b>	<b>-150,7%</b>	<b>205,1%</b>	<b>76,0%</b>
Rdos. Extraordinarios	-363	-39	1	259	8	228	-330	-102,1%	n.s	-169,2%
<b>BAI.</b>	<b>19</b>	<b>194</b>	<b>370</b>	<b>-202</b>	<b>166</b>	<b>528</b>	<b>760</b>	<b>757,7%</b>	<b>n.s</b>	<b>-30,5%</b>
Impuestos	-184	45	109	-60	37	130	39	n.s	n.s	232,9%
Minoritarios	0	2	2	-3	2	2	4	n.s	n.s	-36,5%
<b>BNA Ajustado</b>	<b>203</b>	<b>148</b>	<b>259</b>	<b>-139</b>	<b>127</b>	<b>395</b>	<b>717</b>	<b>-37,4%</b>	<b>n.s</b>	<b>-44,9%</b>
Otros Ajustes Neto	0	0	0	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
<b>BNA Publicado</b>	<b>203</b>	<b>148</b>	<b>259</b>	<b>-139</b>	<b>127</b>	<b>395</b>	<b>717</b>	<b>-37,4%</b>	<b>n.s</b>	<b>-44,9%</b>

(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 (MM€)

Balance Consolidado	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	Variación			
						a/a	MME	t/t	%
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez <sup>(4)</sup>	19	32	29	27	27	7,4	0,0	38,7%	0,0%
Cartera Valores	19	14	18	25	27	7,5	1,8	38,9%	7,4%
<b>Inversión Crediticia</b>	<b>146</b>	<b>147</b>	<b>145</b>	<b>148</b>	<b>148</b>	<b>1,9</b>	<b>0,0</b>	<b>1,3%</b>	<b>0,0%</b>
Otros	27	28	27	17	15	-11,9	-1,8	-44,9%	-11,2%
<b>Total Activo</b>	<b>211</b>	<b>221</b>	<b>219</b>	<b>216</b>	<b>216</b>	<b>4,9</b>	<b>0,0</b>	<b>2,3%</b>	<b>0,0%</b>
Depósitos	130	135	132	137	135	5,1	-2,2	4,0%	-1,6%
Finac. Mayorista	68	73	74	67	69	0,8	2,2	1,2%	3,3%
Fondos Propios	13	13	13	12	12	-1,1	0,0	-8,6%	0,0%
<b>Total Pasivo &amp; F.Propios</b>	<b>211</b>	<b>221</b>	<b>219</b>	<b>216</b>	<b>216</b>	<b>4,9</b>	<b>0,0</b>	<b>2,3%</b>	<b>0,0%</b>
APR 's <sup>(5)</sup>	81	78	79	80	81	-0,4	0,5	-0,5%	0,6%
TCE <sup>(6)</sup>	11	11	11	10	10	-1,3	0,0	-12,0%	0,0%

(4) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D <sup>(7)</sup>	112,6%	108,9%	109,9%	108,0%	109,7%	-2,9 pb	1,8 pb
Dudosos / TCE <sup>(8)</sup>	75,8%	72,6%	74,9%	76,2%	72,6%	-3,2 pb	-3,6 pb
APR 's/ Activos <sup>(9)</sup>	38,5%	35,1%	35,9%	37,3%	37,5%	-1,1 pb	0,2 pb
TCE/ Fondos Propios	83,4%	82,6%	81,9%	80,3%	80,3%	-3,1 pb	0,0 pb
<b>ROTE <sup>(10)</sup></b>	<b>7,4%</b>	<b>5,4%</b>	<b>9,8%</b>	<b>-5,7%</b>	<b>5,3%</b>	<b>-2,1 pb</b>	<b>11,0 pb</b>
<b>ROA <sup>(11)</sup></b>	<b>0,4%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,5%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>0,2%</b>	<b>-0,1 pb</b>	<b>0,5 pb</b>

(7) Inversión crediticia neta/depósitos; (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 Jesús Amador Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina  
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

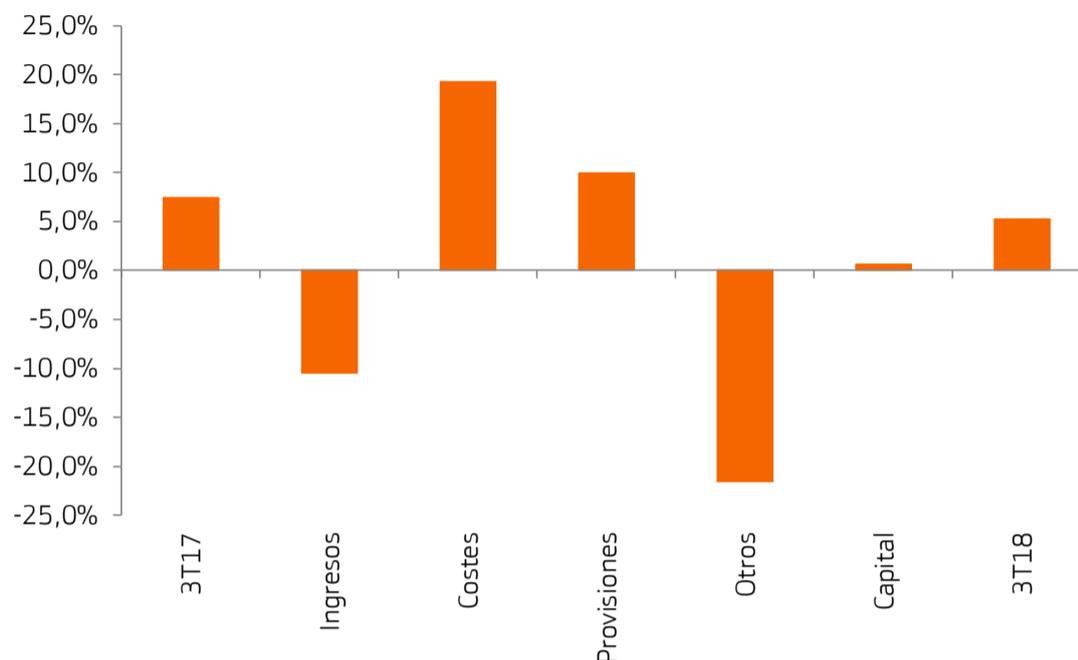
La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

\* 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	Contribución anual							RoTE
3T17	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Impacto Capital (*)	Total	3T18
7,4%	-10,4%	19,3%	10,0%	-21,6%	-2,8%	0,6%	-2,1%	5,3%

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



Principales Estimaciones

P&G Reportada	Datos en M€				% Variación		
	2017	2018 e	2019 e	2020 e	2018	2019	2020
Margen de Intereses	3.802	3.643	3.805	4.064	-4,2%	4,4%	6,8%
Comisiones	1.223	1.254	1.298	1.347	2,5%	3,5%	3,7%
Otros Ingresos	711	77	81	185	-89,2%	5,3%	127,7%
<b>Margen Bruto</b>	<b>5.737</b>	<b>4.975</b>	<b>5.184</b>	<b>5.596</b>	<b>-13,3%</b>	<b>4,2%</b>	<b>7,9%</b>
Gastos Generales	-3.125	-3.038	-3.094	-3.186	-2,8%	1,9%	3,0%
<b>Margen Neto</b>	<b>2.612</b>	<b>1.936</b>	<b>2.089</b>	<b>2.409</b>	<b>-25,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>15,3%</b>
Dotaciones insolvencias	-1.169	-647	-380	-387	-44,7%	-41,3%	2,0%
Otros resultados	-594	-497	-436	-484	-16,4%	-12,3%	11,0%
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>849</b>	<b>792</b>	<b>1.274</b>	<b>1.538</b>	<b>-6,6%</b>	<b>60,8%</b>	<b>20,7%</b>
Impuesto sobre sociedades	-43	-230	-370	-446	433,2%	60,8%	20,7%
<b>Resultado consolidado del ejercicio</b>	<b>806</b>	<b>563</b>	<b>905</b>	<b>1.092</b>	<b>-30,2%</b>	<b>60,8%</b>	<b>20,7%</b>
Resultado atribuido a minoritarios	4	3	4	5	-30,2%	60,8%	20,7%
<b>Beneficio atribuido al Grupo</b>	<b>802</b>	<b>560</b>	<b>900</b>	<b>1.087</b>	<b>-30,2%</b>	<b>60,8%</b>	<b>20,7%</b>
Ingresos Core <sup>(i)</sup> /Mg. Bruto	87,6%	98,5%	98,4%	96,7%	10,9 pp	0,0 pp	-1,7 pp
Comisiones/Gtos Generales	39,2%	41,3%	42,0%	42,3%	2,1 pp	0,7 pp	0,3 pp
Ratio Eficiencia	54,5%	61,1%	59,7%	56,9%	6,6 pp	-1,4 pp	-2,7 pp
Provisiones / Mg. Bruto	44,8%	33,4%	18,2%	16,1%	-11,3 pp	-15,3 pp	-2,1 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

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

Hoja 3 de 4

<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.

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

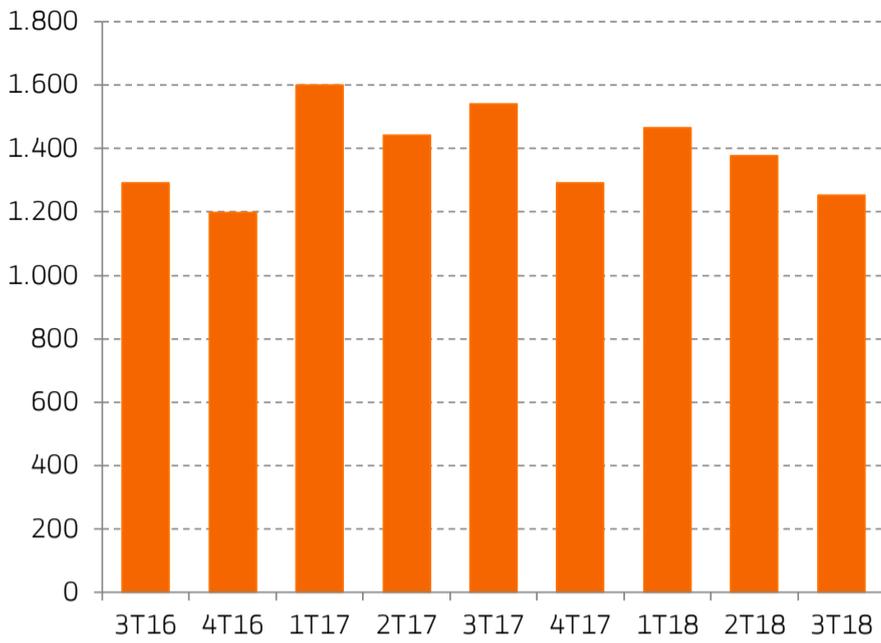
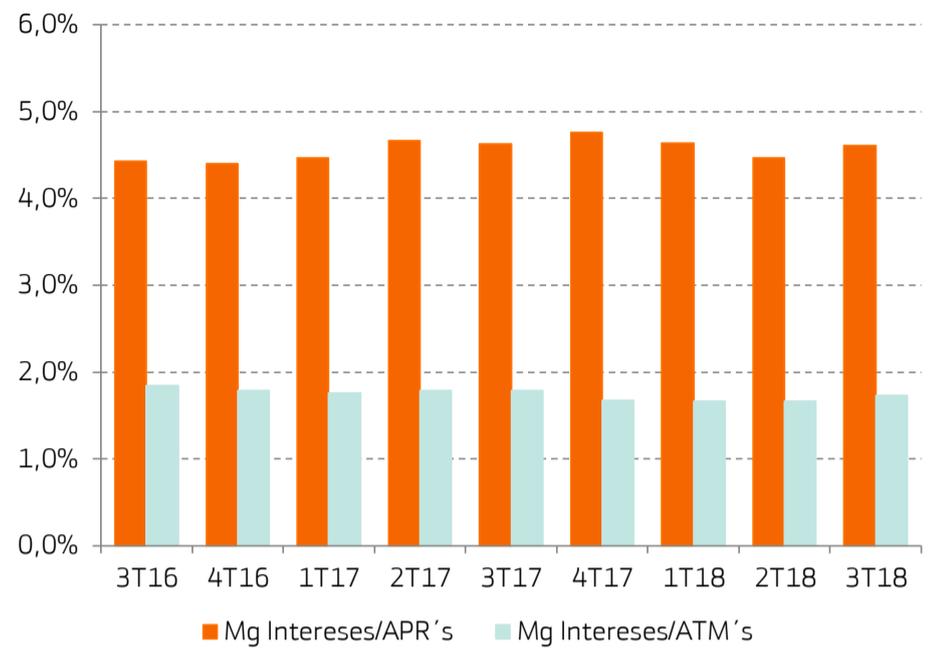


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

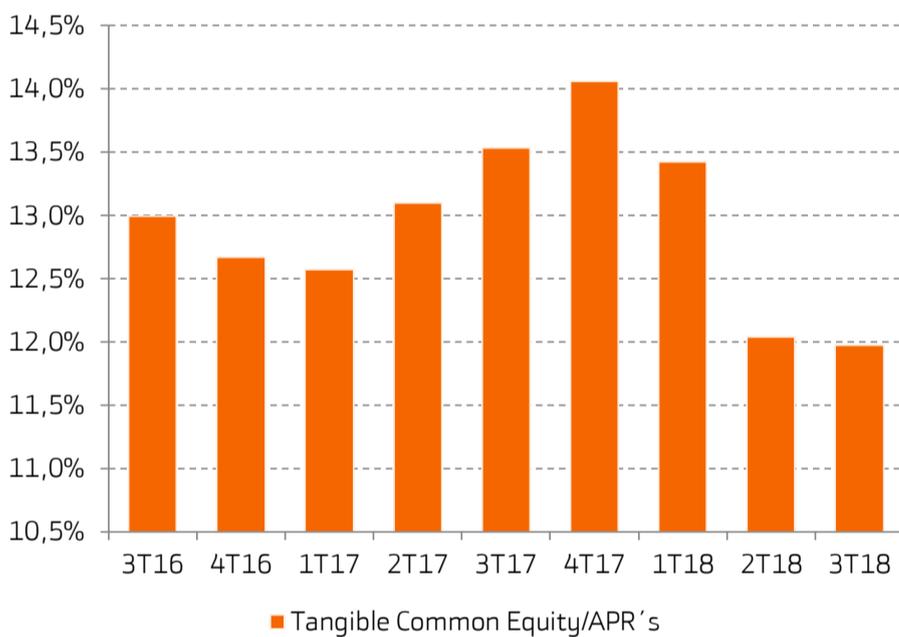
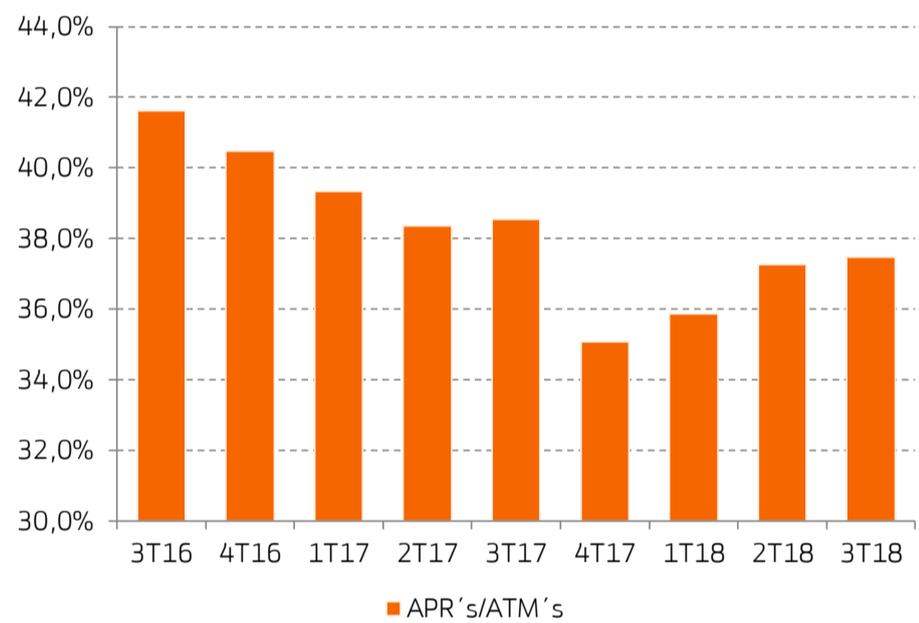


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

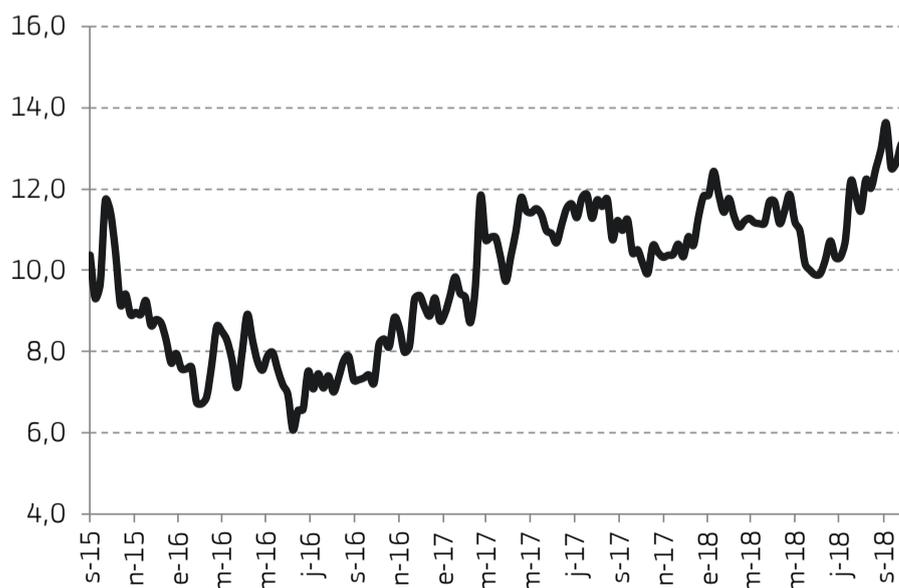
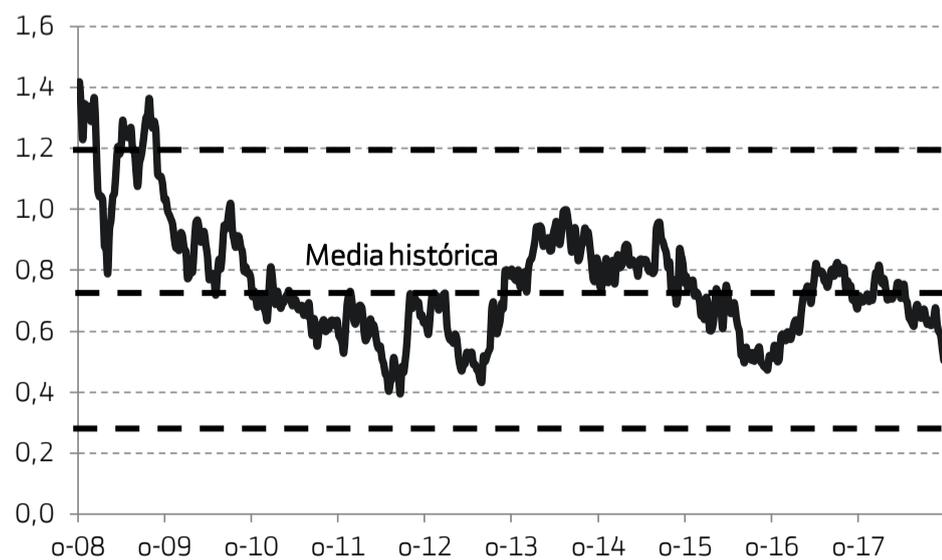


Gráfico 6: P/VC histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada, Jesús Amador, Elena Fernández, Arancha Bueno, Aránzazu Cortina, 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.