

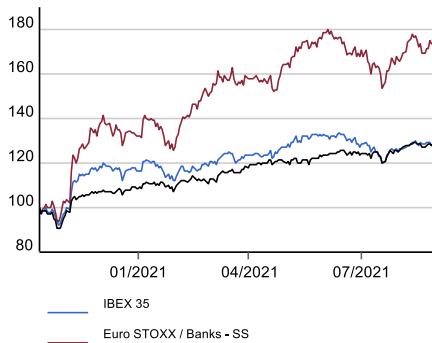
S. FINANCIERO

18 de octubre de 2021

Previo 3T21. Continúa la tendencia de recuperación de fondo.

Analista financiero

Nuria Álvarez Añibarro



Resultados 3T21e. Comisiones fuertes y gastos afectados por inflación.

La parte alta de la cuenta continuará presionada por la debilidad del margen de intereses de manera generalizada, con caída en 3T21 vs 2T21 por estacionalidad pero también registrando descensos vs 3T20, como consecuencia de la menor contribución de la cartera de renta fija, presión en margen de clientes y reprecación de la cartera de crédito. Una evolución que se verá compensada con la recuperación de las comisiones netas, de media +5% i.a estimado (con diferencias importantes entre entidades), y el negocio de seguros que cada vez toma más relevancia. Los gastos de explotación continuarán suponiendo un apoyo en el conjunto del año aunque en 3T21 se verán afectados por la inflación neutralizando en parte el efecto positivo de los ahorros de costes derivados de los planes de eficiencia, que en algunos casos aún no se van a reflejar de manera significativa (Caixabank, Sabadell).

Con todo el beneficio neto en 3T21 en comparativa anual al margen de extraordinarios, en Sabadell los gastos de reestructuración, debería mostrar recuperación.

Sin cambios en las guías, con atención a los gastos de explotación.

Tras la publicación de los resultados del 2T21 donde asistimos a una mejora de las guías por el lado del coste de riesgo, no esperamos novedades en este ámbito. Consideramos que los resultados deberían ayudar a reforzar la idea de recuperación de la cuenta de resultados apoyado por la fortaleza de las comisiones netas, provisiones contenidas en línea para cumplir con las guías y el ahorro de costes. Este último punto clave en el contexto de inflación elevada que podría suponer a futuro un obstáculo para los objetivos. De cara a la reacción de las cotizaciones, no descartamos que pueda haber sorpresas positivas en el caso de Santander con un consenso que se sitúa en términos de beneficio neto por debajo de la guía de la entidad (8.400 mln de euros ordinario 2021 vs 7.900 consenso Bloomberg y 8.398 mln de euros R4e), con un buen comportamiento de Reino Unido (16% del beneficio neto en 1S21). La atención también estará en las cuentas de Sabadell, que cargará los gastos de reestructuración asociados al plan de eficiencia, 269 mln de euros estimado y que compensará con la venta de cartera de renta fija.

Evolución cotización	1 mes	2021
Santander	6%	29%
BBVA	1%	40%
Caixabank	1%	25%
Sabadell	13%	89%
Bankinter	2%	57%
IBEX 35	2%	11%
Eurostoxx Banks	5%	38%

Fuente: Factset

3T21e	Margen Bruto	Var % i.a.	Margen neto	Var % i.a.	Beneficio neto	Var % i.a.	Precio Objetivo	Potencial	Recomendación
Santander	11.534	-7%	6.274	-8%	2.000	-4%	3,19	-3%	Mantener
BBVA	5.125	3%	2.768	-2%	1.061	-7%	6,80	21%	Sobreponderar
Caixabank	2.885	0%	1.294	-1%	623	-21%	En Revisión	--	En Revisión
Sabadell	1.454	8%	458	-15%	79	-69%	En Revisión	--	Mantener
Bankinter	474	10%	265	18%	116	4%	5,47	9%	Mantener

* Mln de euros

** Fuente: R4e

PREVIO 3T21. LA DEBILIDAD DE LOS INGRESOS RECURRENTE CONTINUARÁ SIENDO EL ELEMENTO A VIGILAR.

Como es habitual el tercer trimestre por estacionalidad es negativo y en términos de actividad el 3T21 tiende a ser más débil. Los últimos datos publicados por el Banco de España de nuevas operaciones muestran un crédito a la vivienda y crédito al consumo cayendo en agosto. No obstante, en el acumulado del año el volumen de nuevas operaciones de crédito a la vivienda muestra una recuperación importante, +51% vs 2020 y +40% vs 2019, frente a un crédito al consumo que si bien crece +8% i.a. en los primeros 8 meses de 2021 acumulado en comparativa con 2019 todavía se sitúa un 22% por debajo. Asimismo, la tendencia de los últimos meses en el crédito al consumo apunta a una desaceleración más allá del efecto estacional de agosto:



Otro de los aspectos que influirán en los resultados del 3T21 será la menor contribución al margen de intereses de la cartera de renta fija, bien por la venta de las mismas o por el efecto de vencimientos no reinvertidos como consecuencia de las bajas rentabilidades a pesar del repunte en 2021.

La lectura positiva vendrá por el lado de las comisiones que en términos generales seguirán recuperándose, +5% i.a. en 3T21 de media estimado.

Mientras los **gastos de explotación se verán afectados por la inflación**, y es por ello que será importante prestar atención al mensaje que puedan dar las entidades en cuanto a la evolución de esta partida de modo que las previsiones de elevada inflación actuales no neutralicen del todo los efectos positivos de ahorro de costes derivados de los planes de eficiencia.

Por último, y aunque no esperamos novedades en cuanto a provisiones, el mercado seguirá siendo muy exigente con la evolución de las mismas. El mensaje de las entidades se mantiene, con un saldo de dudosos sin grandes variaciones de cara al conjunto del año y una tasa de morosidad que si bien aumenta en 2021 no está previsto que lo haga de manera abrupta.

BANKINTER. Presenta resultados el 21 de octubre. Conferencia a las 9:00h.



(mln de euros)	3T20	3T21 R4e	Var. %
Margen de intereses	315	322	2%
Comisiones netas	115	126	10%
Otros ingresos	4	27	n.r
Margen Bruto	433	474	10%
Gastos de explotación/Amortización	-208	-210	1%
Margen antes de provisiones	225	265	18%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-127	-101	-21%
Beneficio neto atribuido	111	116	4%

Fuente: R4e y Bankinter.

- Atendiendo a la **estacionalidad del tercer trimestre**, el **margen de intereses esperamos que muestre una caída en 3T21 vs 2T21** del -2% manteniendo aun así crecimiento en términos interanuales, +2% i.a. De este modo, el **margen de intereses acumulado en 9M21** se situaría en 961 mln de euros lo que implica un **crecimiento del +3,7% i.a. algo superior a la guía de crecimiento a un dígito bajo para el conjunto del año.**
- Por lo que respecta a las **comisiones netas**, en **términos recurrentes estimamos** un volumen de 126 mln de euros que supone -7% 3T21/2T21 y **+10% vs 3T20** (vs 136 mln de euros esperados por el consenso). Unos **niveles en línea para cumplir con la guía de la entidad de crecimiento a un dígito medio para 2021** (vs +5,3% R4e). No obstante, la comparativa no será homogénea dado que **está previsto que el banco contabilice comisiones netas extraordinarias** generadas de la operación de venta del fondo de renovables, únicamente recogido en consenso de forma parcial y sin guía ofrecida por Bankinter.
- En cuanto a **provisiones no esperamos novedades por el lado recurrente**, sin embargo, **podríamos ver un mayor cargo de provisiones asociadas a litigios** aprovechando las comisiones extraordinarias previstas. Asimismo, estaremos atentos a la evolución de la tasa de morosidad, especialmente en el segmento de financiación al consumo que en 1S21 se situó en el 7,4% (vs 2,37% del Grupo). No esperamos que el aumento de la morosidad en este segmento vaya a suponer un obstáculo para el cumplimiento de la guía de saldo de dudoso para el año c.1.800 mln de euros (vs 1.734 mln de euros en 1S21).

SANTANDER. Presenta resultados el 27 de octubre. Conferencia a las 10:00h.



(mln de euros)	3T20	3T21 R4e	Var %
Margen de intereses	8.788	8.270	-6%
Comisiones netas	2.617	2.620	0%
Otros ingresos	949	643	-32%
Margen Bruto	12.354	11.534	-7%
Gastos de explotación/Amortización	-5.557	-5.260	-5%
Margen antes de provisiones	6.797	6.274	-8%
Pérdidas por deterioro de activos	-3.079	-2.162	-30%
Beneficio neto atribuido*	2.073	2.000	-4%

Fuente: R4e y Santander
 *Beneficio neto recurrente, sin extraordinarios

- A nivel Grupo esperamos que el **margen bruto muestre una recuperación del +2% trimestral apoyado por la estabilidad de los ingresos recurrentes y mayor generación de ROF y resto de ingresos**. Por lo que respecta a los gastos de explotación esperamos que alcancen los 5.260 mln de euros, en línea con el trimestre anterior a pesar del impacto positivo de los ahorros de costes por los planes de eficiencia que se compensarían por el efecto de mayor inflación. En la parte baja de la cuenta las **provisiones podrían situarse en 2.162 mln de euros**, lo que implica una caída del 30% i.a y un incremento del +23% vs 2T21. Unos **niveles de provisiones no obstante en línea para cumplir con el objetivo de coste de riesgo para el conjunto del año**.
- **En términos de capital, se estima una mejora vs 2T21** recogiendo el efecto positivo de la liberación de aproximadamente 7 pbs de capital por el dividendo y la generación orgánica. Dos elementos que deberían compensar la contabilización de parte del impacto regulatorio pendiente entre -15 /-18 pbs. Asimismo, no será hasta 4T21 cuando se recoja el consumo de capital derivado de la compra de los minoritarios de SCUSA y México, -10 pbs y -8 pbs respectivamente.
- Las previsiones de beneficio neto 3T21 por áreas geográficas es la siguiente:

Beneficio atribuido al grupo

(mln de euros)	3T20	3T21 R4e	3T21e consenso	Var R4 3T21e/20	Var consenso 3T21e/20
España	246	240	264	-2%	7%
Portugal	83	88	93	6%	12%
Polonia	68	62	47	-9%	-31%
Reino Unido	179	283	326	58%	82%
Brasil	550	607	584	10%	6%
Méjico	185	250	193	35%	4%
Chile	86	105	150	22%	74%
Estados Unidos	259	471	414	82%	60%
Digital Consumer Bank	281	287	297	2%	6%
Actividades Corporativas	-330	-529	-500	60%	52%

Fuente: Santander y R4e

SABADELL. Presenta resultados el 28 de octubre. Conferencia a la 9:00h.



(mln de euros)	3T20	3T21 R4e	Var. %
Margen de intereses	906	850	-6%
Comisiones netas	361	352	-2%
Otros ingresos	73	251	n.r
Margen Bruto	1.340	1.454	8%
Gastos de explotación/Amortización	-800	-996	25%
Margen antes de provisiones	540	458	-15%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-191	-349	82%
Beneficio neto atribuido	251	79	-69%

Fuente: R4e y Grupo Sabadell

- **El margen de intereses en comparativa anual continuará acusando la estrategia del banco de venta de cartera de renta fija**, es por ello que esperamos que el margen de intereses muestre un descenso del 6% i.a en 3T21 8vs -5% i.a.consenso). En un trimestre donde todavía no se recogerá el impacto de la venta de cartera de renta fija realizada en 3T21, efecto que se notará en 4T21.

El avance del margen bruto en 3T21 vs 2T21 vendrá condicionado precisamente por las plusvalías que se esperan en ROF por el efecto de la venta de la cartera de renta fija mencionada. Unas plusvalías que buscan como **objetivo compensar el cargo de los gastos de reestructuración asociados al ERTE que actualmente la entidad se encuentra negociando.** Nuestras estimaciones apuntan a unos gastos de reestructuración de **240 mln de euros** (vs 262 mln de euros consenso vs 269 mln de euros anunciados a cierre del viernes 15 de octubre) y explican el aumento del +25% i.a. en 3T21 vs 2T21 de los gastos de explotación.

En cuanto a **provisiones, esperamos un aumento para 3T21 hasta situarse en -349 mln de euros** (vs -307 mln de euros consenso) lo que nos lleva a un beneficio neto de 79 mln de euros (vs 121 mln de euros consenso). Un aumento que en todo caso estaría en línea con el objetivo del banco de situarlo entre 32 pbs – 86 pbs.

BBVA. Presenta resultados el 29 de octubre. Conferencia a las 9:30h (est.).



(mln de euros)	3T20	3T21 R4e	Var. %
Margen de intereses	3.553	3.617	2%
Comisiones netas	1.023	1.160	13%
Otros ingresos	404	348	-14%
Margen Bruto	4.980	5.125	3%
Gastos de explotación/Amortización	-2.163	-2.357	9%
Margen antes de provisiones	2.817	2.768	-2%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-706	-1.003	42%
Beneficio neto atribuido	1.141	1.061	-7%

Fuente: BBVA compañía y R4e

- Tras los resultados extraordinarios del 2T21 este **tercer trimestre será más normalizado**. Esperamos un **margen de intereses** de 3.617 mln de euros lo que supone una **mejora del 3% vs 2T21, apoyado por Turquía y México**.

Menores ROF en el trimestre y unas comisiones netas prácticamente estables vs 2T21 nos llevan a un margen bruto de 5.125 mln de euros. Por otro lado, los **gastos de explotación esperamos que recojan un incremento cercano al +3% vs 2T21 como consecuencia del aumento de la inflación en todos los países**, así como una normalización de la remuneración variable.

- Por lo que respecta al **capital**, tras la venta del negocio de Estados Unidos la sensibilidad al dólar ha aumentado. De este modo **se estima un impacto negativo del uno 5 pbs por la apreciación del 3% del dólar en 3T21**. Otro efecto en capital será la evolución de Telefónica, que aportará +1 pbs estimado.
- Por **áreas geográficas**, las estimaciones R4e son las siguientes:

Beneficio neto por Áreas geográficas					
(mln de euros)	3T20	3T21 R4e	Var. %	3T21e consenso	Var consenso 3T21e/20
España	352	432	23%	431	22%
México	550	554	1%	587	7%
Turquía	236	114	-52%	128	-46%
Resto de Negocios	30	32	7%	50	66%
América del Sur	167	102	-39%	108	-35%
Actividades corporativas	-283	-174	-39%	-227	-20%

Fuente: BBVA y R4e.

CAIXABANK. Presenta resultados el 29 de octubre. Conferencia a las 11:30h.



(mln de euros)	3T21		Var. %
	3T20	R4e	
Margen de intereses	1.692	1.623	-4%
Comisiones netas	895	950	6%
Otros ingresos	283	312	10%
Margen Bruto	2.870	2.885	1%
Gastos de explotación/Amortización	-1.573	-1.591	1%
Margen antes de provisiones	1.297	1.294	0%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-1.104	-355	-68%
Beneficio neto atribuido	160	623	289%

Fuente: R4e y compañía.

- **La debilidad de los ingresos “core” seguirá reflejando el comportamiento del margen de intereses** que estimamos que muestre una caída del **-4% i.a.** (vs -5% i.a. consenso) afectado por el coste del exceso de liquidez, la reprecación de la cartera de crédito y menor contribución de la cartera Alco por no reinversión de vencimientos. Un comportamiento del margen de intereses que se compensará en parte por la **buena dinámica de las comisiones netas** (950 mln de euros en 3T21 R4e vs 974 mln de euros consenso) **y el negocio de seguros** (164 mln de euros 3T21 R4e vs 165 mln de euros consenso).

Por su parte, **los gastos de explotación recurrentes todavía no recogerán el impacto de los planes de eficiencia** y sí un efecto inflación, es por ello que **estimamos prácticamente estabilidad en 3T21 vs 2T21** (vs -1% del consenso 3T21/2T21).

Será en el 4T21 cuando se **registre la plusvalía de 187 mln de euros derivados de la venta del negocio de adquirencia de Bankia** y el negocio de tarjetas prepago. **Una operación que tendrá un impacto positivo en CET 1 de 11 pbs.**

GLOSARIO

Ratio de Eficiencia: costes de explotación/margen bruto.

Ratio CET 1: Capital máxima calidad/APR

APR: Activos Ponderados por Riesgo

Tasa de morosidad: saldo de dudosos/Riesgos totales

Cobertura morosidad: Fondos para insolvencias/saldo dudosos

ROE: Beneficio Neto entre Fondos Propios Medios

ROTE: Beneficio neto/ Fondos Propios Medios Tangibles.

BPA: Beneficio por acción

Pay-Out: % de beneficios destinado a dividendos

DPA: Dividendo por acción

Market Cap: Capitalización bursátil

Valor Empresa: Deuda Neta más Capitalización bursátil

PER: Precio entre Beneficio por acción

P/CF: Capitalización bursátil entre Flujo de Caja

P/VC: Precio entre Valor contable por acción

RPD: Rentabilidad por dividendo (DPA/Precio)

DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con Inmobiliaria Colonial, Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Rovi, Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Almagro (asesor registrado) y Elecnor; asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Almagro y Renta Corporación Real Estate SA, y cobertura de Análisis en Clínica Baviera, Deoleo y Azkoyen, servicios por los que cobra honorarios.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

Departamento de Análisis

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: online@renta4.es

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: **63%** Sobreponderar, **31%** Mantener y **6%** Infraponderar.