

Bancos españoles 12-sep-2013

Alivio de capital, pero dilución. Impacto positivo a corto plazo. Fijamos P.O. en 1,33€. 12-sep-13

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	6.645 M€
Último (11/9/13)	2,00 €/acc.
Nº Accs. (M; post ampliación):	3.992 M acc.
Max / Min (52 sem):	2,22/1,75 €/acc.
Beta 1 A	1,43 (bruta)
Cód. Reuters / Bloomberg:	SAB.MC/SAB SM

Datos Básicos (compañía)

P/V '13e	0,8x
PER'13e	31,9x
ROE Jun'13r:	2,8%

Accionistas: Fintech 5,05%; Gilinski 5,05%; BCP 4,2%; Isak Andic 3,6%; Familia Lara 3,6% (post ampliación fase 1)

Principales cifras y ratios

	2012r	2013e	2014e	TAMI(1)
Mg. de Intereses	1.868	1.887	1.943	2,0%
Mg. Bruto	2.958	3.650	3.100	2,4%
Mg. Pre-dotaciones	1.290	1.625	1.510	8,2%
BNA	82	250	320	97,5%
BPA (final)	0,03	0,06	0,08	63,5%
DPA (€/acc.)	0,01	0,03	0,03	73,2%
VCPA (€)	2,86	2,50	2,55	-5,6%
PER (veces)	59x	32x	25x	n/a
P/V	0,61x	0,80x	0,78x	n/a
Yield (%)	0,6%	1,5%	1,5%	n/a
Core Capital	9,6%	11,3%	11,3%	n/a
Tier 1	9,6%	11,3%	11,3%	n/a
Ratio BIS (Basilea II)	10,3%	12,0%	12,0%	n/a

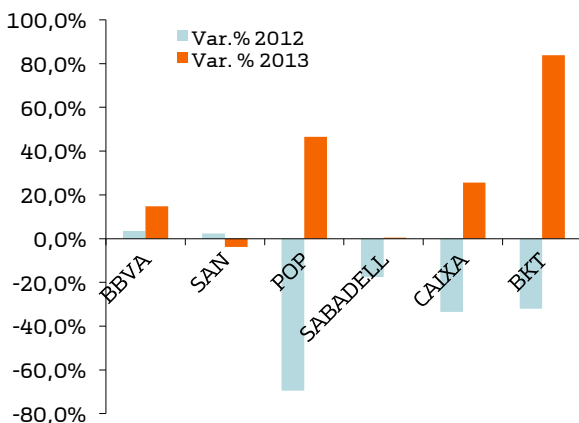
Ratios 2012 con cotiz. media 2012; estimaciones Bankinter (1) Tasa Anual Media de Incremento.

Precio Obj. según V.C. ajustado por DTAs

	2013e	2014e	Pr.Obj.(1)
VCPA (€) contable estimado	2,50	2,55	2,52
Si DTAs aceptados al 0%	1,35	1,40	1,37
Si DTAs aceptados al 20%	1,58	1,63	1,60
Si DTAs aceptados al 40%	1,81	1,86	1,83
Si, además, fallidos en refinanciaciones(2):			
10% (con DTAs al 0%)	0,98	1,03	1,01
7,5% (con DTAs al 20%)	1,31	1,36	1,33
5% (con DTAs al 40%)	1,63	1,68	1,65

(1) Promedio 2013e/2014e; (2) Considerando 14.500M€ al 30/6/2013, además de la provisión ya dotada (16,7%).

Revalorización comparables (%)



Fuentes: Análisis Bankinter, Bloomberg y propia compañía.

B. Sabadell

Precio Objetivo: 1,33 €
Recomendación: Vender

Una ampliación que alivia, pero no resuelve. ¿Será la única?. La clave son los DTAs.

Amplía capital por 1.383M€ (+35%) para reforzar solvencia, pero no soluciona completamente el problema. Operación dilutiva (al menos -20%), pero pone de manifiesto que es posible captar capital.-

(i) Resumen.-

Se trata de una ampliación en 2 tramos porque el primero, ya realizado a 1,64€/acc., se dedica exclusivamente a dar entrada en el capital a 2 accionistas nuevos de referencia y a un conjunto de inversores institucionales extranjeros, básicamente fondos de inversión. El segundo abierto a los actuales accionistas desde el 16/9, se realizará a 1,10€/acc. El objetivo es reforzar una base de capital en situación débil, sobre todo de cara a Basilea III y teniendo en cuenta la incertidumbre que pesa sobre la aceptación como recursos propios de los denominados DTAs o créditos fiscales activados. Desde el punto de vista de la compañía, la situación será mejor después de la operación que antes. Sin embargo, desde la perspectiva del accionista, estimamos que le diluye en al menos -20% y no hay garantías de que no vaya a volver a verse diluido más adelante en otra ampliación posterior, puesto que con esta ampliación el banco alivia su probable déficit de capital futuro (en función del desenlace sobre los DTAs y el coste de las refinanciaciones), pero no lo resuelve. Finalmente, desde el punto de vista del mercado se pone de manifiesto que es capaz de captar capital y eso tiene un impacto positivo en términos de confianza percibida... aunque probablemente esto último beneficie más bien a los bancos españoles en su conjunto más que exclusivamente al Sabadell. Reducimos nuestro precio objetivo desde 1,79€ hasta 1,33€ y seguimos recomendando Vender.

(ii) Descripción de la operación.-

El primer tramo de la ampliación ya se ha ejecutado con éxito: 650M€ a 1,64€/acc. (descuento de -9,4% con respecto al cierre del día previo al anuncio de la operación), con renuncia del derecho de suscripción preferente. El segundo tramo empezará el 16/9, por 733M€ a 1,10€/acc. (descuento de -39%), que sí tendrá derecho de suscripción. En el primer tramo 2 nuevos accionistas han asegurado 450M€: Jaime Gilinski (empresario colombiano) y Fintech (liderado por el empresario mejicano Martínez Guzmán), quienes pasarán a tener tras las 2 fases de la ampliación aprox. 5% cada uno y serán los accionistas individuales de referencia.

(iii) ¿Por qué esta ampliación?.-

B.Sabadell tiene una parte muy relevante de su capital regulatorio apoyado en créditos fiscales activados (comúnmente denominados DTAs) generados en sus recientes y múltiples adquisiciones (CAM, Banco Gallego, etc), lo que representa una debilidad grave en términos de solvencia. Estimamos que aprox. 4.600M€ netos de su *core capital* actual, es decir casi el 50% del total, se corresponde con DTAs. Eso equivale a decir que su *Core Capital* actual del 9,6% podría quedar reducido en términos reales a 4,8% en caso de que Basilea III (que se aplicará progresivamente entre 2014 y 2019) no los acepte como computables para capital básico. No obstante, el escenario más probable es que sí se acepten una parte de ellos, pero esto aún no está definido, por lo que no es posible saberlo. B. Sabadell realiza esta ampliación para tratar de resolver este déficit de solvencia.

(iv) Opinión: ¿Qué cambia?.-

Es positiva desde el punto de vista de la solvencia, pero negativa desde el punto de vista del valor para el accionista. Estimamos una dilución para el accionista no inferior a -20%. En nuestra opinión, esta ampliación aliviará el déficit de solvencia de cara al cumplimiento de Basilea III, pero no lo resolverá: si suponemos (hipótesis) que finalmente se acepte el 40% de los DTAs actuales del Sabadell, eso supondrían aprox. 1.850M€, de manera que quedaría por resolver el déficit restante de 2.760M€ (4.600 - 1.850), que tras esta ampliación quedaría reducido a otros 1.377M€. Para "llenar ese vacío" el Sabadell tiene 2 alternativas: o capitalizar beneficios por ese importe durante 2014/19 o bien volver a ampliar capital. Según nuestras estimaciones, el ritmo de generación de beneficios de los próximos 5 años probablemente resultaría insuficiente, incluso renunciando a pagar dividendos, por lo que el escenario más probable sería otra ampliación de capital en algún momento futuro.

Por tanto, ajustamos nuestro Precio Objetivo (ver tabla adjunta) desde 1,79€ hasta 1,33€ y seguimos recomendando Vender.

Equipo de Análisis y Asesoramiento de Bankinter:
Ramón Forcada (analista principal de este informe)
Eva del Barrio

Jesús Amador Ana de Castro
Pilar Aranda Rebeca Delgado Ana Achau
(Asesoramiento)

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>
Paseo de la Castellana, 29
28046 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en: (Pág. 1 de 2)

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cai/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.