

# Bancos españoles

## 2ª Reforma y continúan los interrogantes

- ▶ **Cobertura en total exposición inmobiliaria, 45% y 2 tasadores externos**  
El Ministro de Economía ha incrementado en 28.000Mn€ las necesidades de provisiones del sistema, en el medio del rango de 20.000-40.000Mn€ que se venían barajando desde el pasado miércoles. Este importe se explica como un **incremento del requisito de provisiones de la cartera crediticia al sector inmobiliario al corriente de pago** (sana). La medida supone incrementar hasta los **82.000Mn€** las provisiones exigidas para el sistema financiero en 2012, desde los 54.000Mn€ derivados del RD 02/12. Supone **elevar la provisión genérica al 30%** desde el c. 7% exigido en febrero 2012 (40.000Mn€ vs. 10.000Mn€), dotación que se llevará a cabo **contra resultados**. Las provisiones exigidas **para el resto de activos inmobiliarios en situación problemática** permanecen **sin cambios** (Suelo 60% + 15% de *buffer* de capital; Promoción en curso 50% +15% de *buffer* de capital y vivienda/promoción terminada 35%). Las mayores provisiones supondría, según nuestros cálculos, asumir un **ratio de activos problemáticos (PD)** del **75%** (desde el 54% al cierre de 2001) **sobre el total de la exposición a promotor** del sistema (c. 300.000Mn€, de los cuales c. 80.000Mn€ son adjudicados). Considerando los ratios de activos problemáticos resultantes en entidades rescatadas (CCM y CAM no superaron el 70%), nos parece **un nivel muy conservador**. Asimismo se procederá a contratar a **dos valoradores independientes** con el fin de **restaurar la confianza** en los balances y valoraciones de **toda la carteras crediticia** (no solo la ligada a promotor) **de la banca**.
- ▶ **FROB III, la red de seguridad. ¿Podrán pagarla y devolverla?**  
Las provisiones exigidas podrían suponer el **incumplimiento de los requisitos de solvencia por parte de algunas entidades**. El **FROB recapitalizará** estas instituciones bien directamente con acciones o bien mediante la suscripción de instrumentos financieros convertibles en contingencia (CoCos) con devolución de principal en **5 años** y un coste anual cercano al **10%** (el doble que los tipos del Tesoro). El **plazo** de las entidades para presentar los planes **expira el 11 de junio** al que seguirán **15 días hábiles para su estudio y aprobación** por el Banco de España. El Ministro de Guindos estima que el importe de FROB III será **inferior a los 15.000Mn€** que se han inyectado hasta ahora. En nuestra opinión, teniendo en cuenta los elevados costes de financiación mayorista de la banca y los deprimidos volúmenes, **nos parece difícil de asumir la carga financiera** de la ayuda así como su devolución en 2017.
- ▶ **Sin banco malo público. Desconsolidación supeditada al capital privado.**  
El gobierno ha declarado **obligatoria la transferencia de toda la cartera de activos problemáticos adjudicados a sociedades de gestión de activos (SGA) sin capital público**. Al producirse las segregaciones a precios considerados como atractivos (valor libros neto de saneamientos), **se espera** poder contar para entonces con el capital privado (¿extranjero?) **para que la desconsolidación efectiva pueda tener lugar**. Por tanto, **en el corto plazo, no vemos ningún efecto positivo vía liberación de capital por este mecanismo**, más allá que el puro efecto estético de reporting de cara a los estados financieros.
- ▶ **Nuestra primera lectura: No se consigue eliminar los interrogantes**  
**Bankinter** resulta, como era de esperar, la **entidad más inmune** a las medidas anunciadas. **Vemos en el corto plazo un importante riesgo generalizado** de sustitución de **dividendos** en scrip por dividendos en acciones en **Popular** y de cancelación de dividendos en **Banesto**. **Santander** y **BBVA** podrían tener que acelerar las ventas de activos clave como México (OPV) o la inversión en Telefónica (c. 550Mn€ ACFe). Recordamos como **posible atenuante en los procesos de fusión en curso (Popular, Sabadell, BBVA y CaixaBank)** podría consistir en la **revisión anual del bad will generado en sus respectivos procesos** (todos ellos ocurridos entre septiembre 2011 y abril 2012). Dependiendo del nivel de solvencia que las entidades opten por mantener, que

**Irma Garrido**  
igarrido@ahorro.com

**Fabio Mostacci**  
fmostacci@ahorro.com

en nuestra opinión deberían situarse cerca del 9%, sería inevitable ver ampliaciones de capital. **Otro aspecto que nos preocupa es la mencionada "derrama especial" que deberá aportar la banca para recapitalizar el FGD, aspecto que ha quedado sin concretar.**

**Cuadro 1. RDL 05/12 Primeras estimaciones ACF**

	Santander	BBVA	Caixabank <sup>1</sup>	Popular <sup>2</sup>	Sabadell <sup>3</sup>	Banesto	Bankinter
P/VC adj. 2013e	0,75x	0,81x	0,63x	0,55x	0,62x	0,34x	0,53x
Créditos sanos al sector promotor (Mn€)	10.608	8.042	16.876	13.900	8.911	2.919	721
Provisiones adicionales requeridas (Mn€)	2.440	1.850	3.882	3.197	1.415	671	166
BNA 2012e pro-forma (Mn€)	5.278	1.865	-1.813	-1.712	-473	-575	84
Core capital pro-forma 2012e (%)	10,5	10,8	9,5	8,7	9,1	8,2	9,5
Consumo capital provisiones adicionales (p.b.)	29,8	39,1	150,1	227,4	117,6	79,0	40,9
Recomendación ACF	Comprar	Mantener	Comprar	Mantener	Comprar	Mantener	Mantener
PO 2012e (€)	7,6	7,6	4,0	3,5	2,8	5,0	5,0

Fuente: Análisis ACF y Factset. NOTA: (1) pro-forma Caixabank + Cívica; (1) pro-forma Popular + Pastor; (3) pro-forma Sabadell + CAM (4) Tiene en cuenta la reducción directamente proporcional de la base de APRs como consecuencia de las provisiones adicionales exigidas en el nuevo RDL.

## CERTIFICACION DE ANALISTAS

Los siguientes analistas certifican por la presente que las opiniones que se expresan en este informe de análisis reflejan fielmente sus opiniones personales: Irma Garrido, Fabio Mostacci.

Además, certifican que no han recibido, reciben ni recibirán, directa o indirectamente, remuneración alguna a cambio de ofrecer una recomendación determinada en este informe.

El sistema retributivo del/los analista/s del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por ACF e, indirectamente, los resultados del Grupo Ahorro Corporación, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

## INFORMACIÓN IMPORTANTE

La entidad responsable de la elaboración de este documento, así como de los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, es Ahorro Corporación Financiera, S.V., S.A. (en adelante "ACF") filial del Grupo Ahorro Corporación sometida a supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscrita en su Registro oficial con el número 24.

ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación tiene/n una titularidad directa o indirecta de una participación igual o superior al 1% del capital social emitido de la/s entidad/es emisora/s y que es/son objeto de análisis en el presente informe: No aplicable.

La entidad/es emisora/s que es/son objeto de análisis poseen una participación igual o superior al 5% del capital social de ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación: No aplicable.

En los últimos doce meses, ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación ha/n participado como asegurador y/o colocador en ofertas públicas de valores y ha percibido, por tanto, remuneraciones basadas en ello, de la/s siguiente/s Compañía/s, que es/son objeto de análisis en el presente informe: No aplicable.

Otros intereses financieros de ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación a destacar: No aplicable.

ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación tiene suscritos contratos de liquidez con la/s siguientes Compañía/s que es/son objeto de análisis en el presente informe: No aplicable.

En los últimos doce meses, ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación ha/n recibido compensación por la prestación de servicios de banca de inversiones de la/s siguiente/s Compañía/s que es/son objeto de análisis en el presente informe, no habiendo implicado en ningún caso revelación de información comercial confidencial alguna: No aplicable.

En los próximos doce meses, ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación esperan recibir o intentarán obtener compensación por la prestación de servicios de banca de inversiones de la/s siguiente/s Compañía/s que es/son objeto de análisis en el presente informe: No aplicable.

El Grupo Ahorro Corporación tiene establecidos procedimientos de actuación internos, medidas de control y normas de conducta para impedir el flujo de información privilegiada entre sus distintas áreas de actividad de forma que se garantice que cada una de éstas tomas de manera autónoma sus decisiones y, asimismo, se eviten conflictos de interés, tales como barreras de información, independencia del Departamento de Análisis, tratamiento de información privilegiada de acuerdo con lo establecido en el art. 83.1 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores y en el Real Decreto 1333/2005, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado y elaboración de recomendaciones.

## SISTEMA DE RECOMENDACIONES

La información que se incluye en este informe se ha obtenido de fuentes fiables y, aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye y en la que se basa el presente informe no sea ni incierta ni inequívoca en el momento de su publicación, no podemos acreditar que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

En este sentido indicamos las principales fuentes que se han utilizado: Compañías objeto de análisis, CNMV, Bloomberg y Factset.

Los precios objetivo y recomendaciones se establecen de acuerdo a la evolución esperada hasta el final del año natural. A partir del mes de septiembre se ofrecerán los precios objetivo y recomendaciones para el final del año siguiente. La metodología de cálculo del precio objetivo está basada, por regla general, en el descuento de flujos de caja. Las recomendaciones son absolutas y fundadas. Se establecen tres categorías o tipos de recomendación: Comprar, potencial de revalorización positivo en el horizonte definido (final de año corriente o posterior); Vender, Potencial de revalorización negativo en el horizonte definido (final de año corriente o posterior); Mantener, Potencial de revalorización cercano a cero en el horizonte definido (final de año corriente o posterior). En el caso de las compañías pertenecientes al universo de Micro Caps, las recomendaciones se reducen a dos: Comprar, potencial de revalorización positivo en el horizonte definido (final de año corriente o posterior); Vender, Potencial de revalorización negativo en el horizonte definido (final de año corriente o posterior).

A fecha actual, sobre el total universo de compañías en cobertura por parte de ACF, hay un 57,8% de recomendaciones de Comprar, un 19,3% de recomendaciones de Mantener y un 22,9% de recomendaciones de Vender. Asimismo, sobre el universo de compañías a los que ACF presta servicios de banca de inversiones, hay un 43% de recomendaciones de Comprar, un 36% de recomendaciones de Mantener y un 21% de recomendaciones de Vender.

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, se facilita sólo a efectos informativos sin constituir asesoramiento en materia de inversión, por lo que en ningún momento se puede entender que constituye una recomendación personalizada al inversor que acceda al presente documento.

Todas las opiniones y estimaciones que figuran en el presente informe constituyen la opinión técnica personal del analista en la fecha de su emisión, y pueden ser modificadas sin previo aviso. El acierto por parte del analista en recomendaciones pasadas no garantiza el éxito de las futuras.

Bajo ninguna circunstancia deberá entenderse que el presente informe constituye una oferta de compra, venta, suscripción o negociación de valores o de otros instrumentos. Cualquier decisión de compra o venta por parte del receptor sobre valores emitidos por la/s Compañía/s objeto de este informe de análisis, deberá adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto correspondiente a dichos valores registrado en la CNMV –disponible tanto en la CNMV y Sociedad Rectora del Mercado correspondiente, como a través de las entidades emisoras de los citados valores–.

El inversor que acceda al presente documento deberá tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros. Cualquier decisión de inversión sobre los mismos deberá adoptarse de acuerdo al propio criterio del inversor y/o de los asesores que éste considere oportunos.

ACF o las Entidades del Grupo Ahorro Corporación no asume(n) responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de la información ofrecida en este informe.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de ACF u otra entidad del Grupo Ahorro Corporación pueden proporcionar opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento

Ninguna parte del presente documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio, (ii) difundida o redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de ACF.

Queda prohibida la distribución del presente informe en Estados Unidos, Reino Unido y en todas aquellas jurisdicciones en que la misma pueda estar restringida por la ley

ACF International, Inc. miembro de FINRA / SIPC distribuye este documento en Estados Unidos y, por tanto, acepta toda la responsabilidad sobre su contenido. Cualquier inversor de Estados Unidos que desee realizar transacciones en el/los valores objeto del presente informe sólo podrá hacerlo contactando con un representante de ACF International, Inc. y nunca a través de alguna de las compañías afiliadas en el extranjero, incluyendo la encargada de la elaboración del análisis, Ahorro Corporación Financiera, S.V., S.A.

---

Paseo de la Castellana, 89

**28046 MADRID**

915 869 450

Fax 915 971 995 y 915 558 175

acanalisis@ahorro.com

Avda. Diagonal, 640, 1ºD

**08017 BARCELONA**

933 662 400

Fax 933 662 401

For U. S. Investors:

ACF International Inc.

MEMBER: FINRA / SIPC

(A wholly owned subsidiary of Ahorro Corporación Fi

50 Congress Street, Suite 6

**BOSTON, MA 02109**

617 523-3295

Fax 617 523-3463

370 Lexington Avenue, Suite 1505

**New York, NY 10017**

212 867-8621

Fax 212 867-8957

---