Banco Sabadell

SAB · Revisión v6 · Análisis propio TLT

Fecha del informe: 29/10/2026

Precio de referencia / reference_price: 3.51 EUR

Publicación en la web: 04/11/2026 · Referencia del documento, no cotización actual.

Empresa:	8.50/10
Oportunidad:	8.30/10
NOTA FINAL:	8.40/10

ESPERAR

Riesgo: Medio-alto

Banco Sabadell — Empresa 8,5/10; Oportunidad 8,3/10; Nota Final 8,4/10. Riesgo medio-alto; tesis 5–10 años favorable con disciplina de capital. Nueva entrada: ESPERAR a 3,51 EUR del 29/10/2026. Franquicia comercial y crédito mejoran, pero precio sobre capital tangible y coste de crecimiento limitan margen; dividendo extraordinario pasado no es yield futuro.

Horizonte de 5-10 años. Las tres notas son juicios separados; Nota Final no es una media. Fuentes, supuestos y límites se distinguen en el texto.

Negocio, novedades y caja

Banco Sabadell — Empresa 8,5/10; Oportunidad 8,3/10; Nota Final 8,4/10. Riesgo medio-alto; tesis 5–10 años favorable con disciplina de capital. Nueva entrada: ESPERAR a 3,51 EUR del 29/10/2026. Franquicia comercial y crédito mejoran, pero precio sobre capital tangible y coste de crecimiento limitan margen; dividendo extraordinario pasado no es yield futuro.

Banco centrado en pymes, empresas y particulares, principalmente España tras vender TSB, con México y negocios internacionales. Relaciones, depósitos y conocimiento de riesgo crean valor; no son monopolio y compiten con bancos de mayor escala. Crecer préstamos necesita capital y liquidez, no sólo gasto en oficinas. Aplicamos lógica bancaria: depósitos y deuda son financiación de activos, no deuda industrial que deba restarse toda a un FCF. [Q]

Resultados publicados la mañana del 29 de octubre, antes de generación del original 21:55 UTC: se usan nueve meses a septiembre, mientras tabla PR LTM termina junio. Gestión ex TSB: NII 2.694 millones EUR, −0,6%; comisiones 983, +2,1%; ingresos core 3.677, +0,1%. Q 3 NII 920, +2,0% trimestral, margen clientes 2,86% frente 2,84%; no es NIM sobre activos, que es 1,81%. Guía NII anual +1% y coste recurrente +2% son expectativas, no resultados futuros. [Q; P; R]

Beneficio 9 M incluyendo TSB 1.376 millones = 1.297 ex TSB + 79 aportados por TSB durante cuatro meses antes de venta. Q informa contribución neta extraordinaria 201; 1.297 − 201 = 1.096 recurrente ex TSB, no 1.376 todo permanente. Ganancia neta TSB 322 en R incluye ajustes, pero Q menciona 331 bruto y R 340 bruto: no se certifica reconciliación granular sin puente. Q 3 recurrente 405 frente aproximadamente 359 anterior, +12,9%, no crecimiento anual del mismo perímetro. [Q; R]

Costes totales 1.797 millones incluyen prejubilaciones 88; recurrentes 1.709, +3,8% anual o +2,7% excluyendo reclasificación Paycomet desde provisiones a amortización. Una venta frustrada no crea ahorro gratis. Plan de eficiencia espera ahorro bruto anualizado 40 desde 2027, no beneficio neto cobrado ya; tecnología, ciberseguridad, personal y amortización deben financiarse. No se añade todo coste de transformación mientras se conserva ahorro futuro sin coste. [Q; R]

Crédito vivo 124.913 millones, +4% anual y −0,2% trimestral; recursos de clientes 189.449 incluyen 133.569 en balance y 55.880 fuera de balance. Fondos gestionados generan comisiones, no caja propiedad del banco. Depósitos 77% de estructura de financiación, ratio préstamo/depósito ajustado 92,8%, LCR 185% y NSFR 132%. Activos líquidos 52.199 son colchón para retiradas y regulación, no excedente a repartir. [Q, liquidez]

Crédito: mora 2,40% frente 2,75% anual; stage 3 3.298 millones, cobertura específica 53,5% y con provisiones totales 70,1%, bases distintas. Stage 2 5.149, 3,8% del total, cobertura 4,7%. Coste de riesgo crediticio 32 pb frente 21; coste total 40 frente 41. No se dice que ambas medidas bajan ni que menor mora elimina pérdidas futuras. NPA 3.886 incluye adjudicados 588; provisiones no son reparto disponible. [Q, pp 17–19]

Capital septiembre: RWA 70.568 millones, CET 1 fully loaded 13,12% aplicando calendario output floor y phase-in 13,17%. Requisito CET 1 phase-in 8,92% en 2026, 9,24% desde enero de 2027; MDA 424 pb actual/393 proforma. Política de distribuir exceso sobre 13% no convierte toda diferencia con mínimo legal en caja libre. Puente trimestral P: 13,11% +50 pb orgánico después AT 1 −13 valoración +2 RWA −38 devengo dividendo = 13,12%. Devengar reparto consume capacidad. [Q; P]

MREL 28,04% de RWA frente requisito 25,38%, con colchón combinado. Deuda elegible debe renovarse con coste: no amortizar toda hoy ni asumir renovación garantizada. Vencimientos Q: 457 millones resto de 2026, 1.118 en 2027 y 2.235 en 2028; excluyen AT1. Emisiones hipotecarias 500 y 750, senior México 201 son financiación, no beneficio. Coste de depósitos o bonos compite con margen de préstamos. [Q]

Remuneración: 0,50 EUR extraordinarios de TSB pagados el 29 de mayo de 2026, antes del precio 3,51, no son cobro futuro ni yield perpetuo 14,7%. Payout recurrente 60% más exceso CET1 sobre 13%; nuevo 0,07 previsto para 29 de diciembre de 2026 totaliza 325 millones. Recompra 331 anunciada en julio parcialmente ejecutada: P y cuerpo de R dicen 57 pendientes, 17%, encabezado R 75; no se certifica ejecución pendiente exacta. Recompra no es dividendo, ni futuras acciones menores se añaden otra vez a BPA ya supuesto creciente. [P; R]

Acciones y derechos: Q informa 4.681 millones netas de autocartera al cierre y 4.891 de media LTM. EPS LTM (1.762 − cupones AT1 164)/4.891 = 0,327, redondeado 0,33. AT1 tiene derecho previo a ordinarias; no se resta otra vez si BPA ya lo recoge. TBV 9.993 millones/4.681 = 2,13 EUR, equity 12.401 menos intangibles 2.408. Pie PR en miles frente tabla 4.888 y gráfico en miles de millones es contradicción, no split inferido. Se distinguen portada BME:SABE y UI BME:SAB. [Q, APM; PR, pp.3/4]

BPCE adquirió 7% y pretende quedar bajo 9,9%, según P. Compras en mercado e instrumentos no son ampliación que inyecte efectivo al banco. Cooperación corporativa y leasing puede ampliar negocio con términos y ROI futuros pendientes. Venta TSB reduce beneficio futuro y libera capital; conservar plusvalía, dividendo y beneficio íntegro de filial vendida duplicaría derechos. Riesgo FX de México e internacional persiste tras salir de Reino Unido. [P; Q]

No llamamos FCF industrial al CFO PR −14.151 millones ni al yield −83,9%: préstamos, depósitos y liquidaciones dominan flujos bancarios. Liquidez 52.199 o captación 189.449 no son caja del propietario. SBC y planes, leases y software siguen siendo costes; sin desglose actual suficiente no se certifica cero ni se inventa gasto. Beneficio ajustado conserva gastos ordinarios; falta puente fino de capital mínimo y reparto futuro. [PR; Q]

La auditoría vuelve a contrastar la publicación primaria de esa mañana: 405 millones recurrentes trimestrales, crédito +4% y fondos +5,6% son contraevidencia a una espera demasiado cauta. Sin embargo, el coste recurrente guiado +2% supera expectativas anteriores y el crecimiento de consumo eleva exposición futura. El propio comunicado da 75 millones de recompra pendiente en cabecera y 57 en cuerpo; no se transforma esa discrepancia en caja adicional. El especial TSB se pagó en mayo. [R]

Valoración y exigencias del precio

3,51 / BPA estimado de portada 0,31 = 11,32 veces; /0,34 de tabla = 10,32, no 11,4 exacto. /0,32 actual = 10,97, distinto del titular 18,9. Valor propio no es elegir menor PER, fair value 3,26 ni target 3,63. Al precio de referencia P/TBV 3,51/2,13 = 1,65 y P/book 3,51/2,65 = 1,32; book PR 2,48 no es capital tangible primario. [PR; Q]

Normalización parcial: recurrente ex TSB 9M 1.096 × 4/3 = 1.461,3 millones, ritmo ilustrativo, no guía. Suponiendo coste AT1 anual 164, ordinario 1.297,3/4.891 de media LTM = 0,2652 EUR y PER 13,23. Remuneración, tecnología y reinversión no se eliminan del beneficio; falta capital retenido. RoTE recurrente 14,2% es proforma ajustado por distribución TSB y desconsolidación de intangibles, no retorno directo del precio pagado. [Q; R; cálculos]

Qué exige el precio: múltiplos contemporáneos 10/12/14 necesitan BPA económicos 0,351/0,2925/0,2507 EUR tras AT1, pérdidas y costes. Sobre TBV de cierre 2,13, BPA 0,2925 equivale aritméticamente a 13,7%, no RoTE ponderado certificado. Objetivo 16% en 2027 puede apoyar precio, pero crecimiento de capital y payout deben ser coherentes.

Presupuesto bancario ilustrativo: RWA 70.568 creciendo 5% requiere capital 458,7 millones al 13%, umbral de política elegido, no mínimo SREP. Beneficio normal supuesto 1.450 menos AT1 164 = 1.286 para ordinarias; payout 60% o 771,6 deja 514,4 retenidos y margen 55,7 para crecer antes de otros ajustes. RWA +10% requiere 917,4, déficit 403,0: reducir crecimiento o reparto, emitir o usar colchón, no financiar activos sólo con depósitos. No es fórmula de valoración sectorial ni guía corporativa.

Escenarios al 29/10/2031 sin dividendos: BPA económico contemporáneo 0,28 crece 4% anual cinco años por 12, da 4,088 EUR y CAGR de precio 3,1%; 0,32 crece 6% por 13, da 5,567 y 9,7%. No son retornos esperados ni probabilidades. Capital y costes financiados en BPA, acciones constantes. Reparto adicional exige presupuesto y fechas; no se suma 0,50 pasado o yield 14,7% a una TIR no calculada.

Adverso conjunto contemporáneo: BPA 0,28 cae 20% por margen y riesgo, acciones +5% para reforzar capital y múltiplo 10 da 2,133 EUR, pérdida 39,2% frente 3,51. Sensibilidad crediticia separada: 25 pb adicionales sobre préstamos medios más garantías 133.638 millones implica 334,1 antes de impuestos, no otra resta dentro del adverso ya reducido. Impuesto y CET1 necesitan puente; no se inventan provisiones desde la caída de mora.

CaixaBank, Bankinter, Santander y BBVA comparten banca, pero geografía, riesgo PYME, capital y retornos difieren. UNI del PR aparece en dólares y activos pequeños, identidad comparable insuficiente; no se usa media de múltiplos. Sin conjunto primario homogéneo al corte, contrastar RoTE tras riesgo, depósitos y capital, no EV/EBITDA industrial.

Retener beneficio crea valor si retorno del crédito supera coste económico con capital suficiente; no reparto no es pérdida automática. Al precio importa cuánto retorno queda tras financiar crecimiento y riesgo, no exigir repartir todo. Lo menos respaldado es margen, crecimiento y capital distribuible sostenibles, no PER dividido.

Riesgos, contraargumentos y seguimiento

Reprecio de depósitos, competencia, concentración España y pymes, riesgo crediticio latente, operaciones y MREL pueden absorber retorno. Más crédito consumo aumenta riesgo futuro aunque mora baje ahora. Objetivo RoTE 16% no garantiza precio ni capital. Sin penalización mecánica por deuda bancaria o CFO negativo. [Q; P]

Mejor objeción a esperar: crecimiento comercial, mejora de margen, depósitos estables y capital generado podrían financiar payout y acercar RoTE 16%, apoyando precio sin perfección. Amundi y BPCE pueden mejorar comisiones. Sostiene conservar sin certificar sinergias ni repetir especial TSB.

Pendientes: margen recurrente tras tipos, riesgo bajo estrés, RWA y output floor, remuneración y capital económico mínimo. Corte 29 de octubre: resultados de esa mañana disponibles antes del original. Consulta 4 de noviembre, cobertura parcial sin inventario exhaustivo; sin hechos posteriores ni antecedentes editoriales antes del sello.

Conclusión y justificación de las notas

Empresa 8,5: franquicia PYME, depósitos y mejora de riesgo aportan calidad con competencia, concentración y regulación. Oportunidad 8,3: múltiplos pueden remunerar ejecución normal, pero 1,65 veces TBV requiere retorno y crecimiento financiados. Final 8,4: juicio separado sin media ni fórmula. ESPERAR nueva entrada a 3,51 EUR hasta disponer de margen suficiente tras capital y riesgo, no por venta del proveedor o CFO negativo.

Por qué podemos estar equivocados: repricing favorable y comisiones podrían financiar más payout antes de mejorar evidencia. Qué dato nos haría cambiar: beneficio ordinario por acción después de AT1, riesgo y costes, capital retenido y reparto compatible con crecer. Qué parte de valoración tiene menos respaldo: margen, consumo de capital y retorno distribuible sostenibles, no PER aritmético. Sin zona exacta de compra ni peso de cartera con ese puente abierto.

Revisión sustantiva: mantengo 8,5/8,3/8,4, Esperar y Mantener condicionado. Beneficio recurrente, depósitos y generación de capital respaldan conservar; el precio exige financiar riesgo y RWA después de AT1. La política del 13% no sustituye el mínimo regulatorio ni garantiza reparto; la sensibilidad de capital muestra por qué más préstamos no se financian sólo con depósitos.

Tenencia: Mantener con condiciones: franquicia comercial, depósitos y generación de capital respaldan conservar a 3,51 EUR mientras crecimiento de crédito y reparto preserven retorno por acción. No aumentar por el dividendo TSB ya pagado; no hay evidencia de pérdida duradera de la franquicia que exija venta completa.

Mantener: Conservar mientras beneficio ordinario y capital retenido financien crédito rentable y reparto sin degradar solvencia o calidad de activos.

Reducir: Reconsiderar reducir si coste de depósitos, mora o consumo de capital erosionan persistentemente beneficio por acción mientras se mantiene reparto excesivo.

Vender: Reconsiderar vender si pérdida duradera de depósitos o disciplina crediticia impide operar con solvencia y retorno rentable.

Contraargumento: Conservar puede mantener capital en un banco caro si objetivos de RoTE requieren riesgo mayor y el yield publicado oculta que el especial ya pasó.

Incertidumbre: Margen sostenible, riesgo bajo estrés, capital mínimo y remuneración por acción siguen abiertos.

Qué vigilamos

- Beneficio recurrente y coste de depósitos
- Crecimiento y reparto financiados por capital

Fuentes y alcance

Banco Sabadell ProResearch 29 October 2026 | 2026-10-29 | Authorized original PDF/hash retained. Original pp 3/4 actually visually inspected Poppler 1500; other relevant extracted passages read, not all pages visual.

Banco Sabadell 3Q26 quarterly financial report | 2026-10-29 | Actual partial primary PDF text read. Management ex TSB and statutory bases separated; authored notes retained,no full literal bytes claimed.

Banco Sabadell 3Q26 results presentation filed CNMV | 2026-10-29 | Actual partial primary filing text/structured figure descriptions read; original presentation layout not visually claimed. Morning publication confirmed analyst meeting 8 CET, before PDF 21:55 UTC.

Sabadell 3Q2026 results press release | 2026-10-29 | Actual primary HTML relevant body read. Conflicting 75 versus 57 million remaining buyback in same page preserved.

Banco Sabadell

SAB · v6 · Report 29/10/2026 · Reference 3.51 EUR

Company 8.50/10 | Opportunity 8.30/10 | Overall 8.40/10

WAIT

Risk: Medium-high

Banco Sabadell — Company 8.5/10; Opportunity 8.3/10; Overall 8.4/10. Medium-high risk; favourable 5–10-year thesis with capital discipline. New position: WAIT at EUR 3.51 on 29 October 2026. Commercial franchise and credit improve, but tangible-capital pricing and growth costs constrain margin; a past special dividend is not future yield.

Business, developments and cash

Banco Sabadell — Company 8.5/10; Opportunity 8.3/10; Overall 8.4/10. Medium-high risk; favourable 5–10-year thesis with capital discipline. New position: WAIT at EUR 3.51 on 29 October 2026. Commercial franchise and credit improve, but tangible-capital pricing and growth costs constrain margin; a past special dividend is not future yield.

The bank serves SMEs, corporates and households, mainly Spain after the TSB sale, plus Mexico and international operations. Relationships, deposits and risk knowledge create value without monopoly. Larger banks compete. Lending needs capital and liquidity. Deposits and debt fund bank assets rather than industrial debt deducted wholesale from FCF. [Q]

Morning results on 29 October preceded original generation at 21:55 UTC, permitting September nine-month data while PR LTM ends June. Ex-TSB management NII EUR 2,694 million fell 0.6%; fees 983 grew 2.1%; core revenue 3,677 grew 0.1%. Q3 NII 920 grew 2.0% quarterly; customer spread 2.86% versus 2.84% differs from NIM on assets 1.81%. Annual NII +1% and recurring costs +2% are guidance. [Q; P; R]

Nine-month profit including TSB 1,376 million equals ex-TSB 1,297 plus TSB 79 from four months before sale. Net extraordinary contribution 201 gives 1,297 − 201 = 1,096 recurring ex-TSB, not all 1,376 permanent. R net TSB gain 322 includes adjustments; Q says gross 331 versus R 340, without certified granular bridge. Q3 recurring 405 versus approximately 359 prior grew 12.9%, not annual same-scope growth. [Q; R]

Total costs 1,797 million include early retirements 88; recurring 1,709 rose 3.8% yearly or 2.7% excluding Paycomet reclassification from provisions to amortisation. Failed sale does not create free savings. Expected annual gross savings 40 from 2027 are not collected net profit now. Technology, cyber, staff and amortisation need funding; do not remove all transformation costs while retaining future savings. [Q; R]

Performing loans 124,913 million grew 4% yearly and fell 0.2% quarterly. Customer funds 189,449 include on-balance 133,569 and off-balance 55,880. Managed funds generate fees, not bank-owned cash. Deposits represent 77% of funding; adjusted loan/deposit is 92.8%, LCR 185%, NSFR 132%. Liquid assets 52,199 buffer withdrawals and regulation rather than surplus distribution. [Q, liquidity]

NPL 2.40% versus 2.75% yearly; stage 3 assets 3,298 million have specific coverage 53.5% and total-provisions coverage 70.1%, different bases. Stage 2 is 5,149 or 3.8% of total with 4.7% coverage. Credit cost of risk 32 bps versus 21; total 40 versus 41. Both did not decline, and lower NPL does not eliminate future losses. NPAs 3,886 include foreclosed 588; provisions are not distributable cash. [Q, pp.17–19]

September RWA 70,568 million, fully-loaded CET1 13.12% using output-floor implementation timeline, phase-in 13.17%. Phase-in requirement 8.92% in 2026 and 9.24% from January 2027; MDA 424 bps current and 393 pro forma. Distributing excess above 13% does not make all headroom above regulatory minimum free cash. Quarterly bridge: 13.11% +50 bps organic after AT1 −13 valuation +2 RWA −38 dividend accrual = 13.12%. Distribution accrual consumes capacity. [Q; P]

MREL 28.04% of RWA versus 25.38% requirement includes combined buffer. Eligible debt needs renewal at a cost, neither all repaid today nor guaranteed rollover. Q maturities are 457 million for remaining 2026, 1,118 in 2027 and 2,235 in 2028; table excludes AT1. Covered issues 500 and 750, plus Mexico senior 201, are financing rather than profit. Funding costs compete with lending margin. [Q]

Special TSB EUR 0.50 was paid on 29 May 2026, before reference price 3.51, neither future cash nor perpetual 14.7% yield. Recurring payout is 60% plus CET1 excess above 13%; new 0.07 planned for 29 December 2026 totals 325 million. Buyback 331 announced July is partly executed: P and R body give 57 remaining or 17%, R heading 75; exact remaining execution is not certified. Buybacks are not dividends and lower future shares are not added again to EPS already assumed growing. [P; R]

Q closing shares net of treasury are 4,681 million versus LTM average 4,891. LTM EPS (1,762 − AT1 coupons 164)/4,891 = 0.327, rounded 0.33. AT1 has prior economic rights; no second deduction from EPS already reflecting it. TBV 9,993 million/4,681 = EUR 2.13, equity 12,401 less intangibles 2,408. PR thousands footnote versus row 4,888 and billion-scale graph remains contradictory, not inferred split. Vendor BME:SABE and UI BME:SAB are distinguished. [Q, APM; PR, pp.3/4]

BPCE acquired 7% and intends to stay below 9.9%, per P. Market and instrument purchases are not capital injected into the bank. Corporate and leasing cooperation may expand business, with future terms and ROI unresolved. TSB sale removes earnings and releases capital; retaining gain, dividend and full sold-subsidiary earnings would duplicate rights. Mexico and international FX risk persist after UK exit. [P; Q]

PR CFO −14,151 million and FCF yield −83.9% are not industrial FCF: loans, deposits and settlement dominate bank flows. Liquidity 52,199 and customer funds 189,449 are not owner cash. SBC and plans, leases and software remain costs; insufficient current breakdown establishes neither zero nor invented expense. Adjusted earnings retain ordinary costs; minimum capital and future distribution bridge remain incomplete. [PR; Q]

The audit rereads that morning's primary release: quarterly recurring profit 405 million, lending +4% and customer funds +5.6% challenge excessive caution. However, guided recurring cost growth of 2% exceeds earlier expectations and consumer lending increases forward exposure. The release itself gives remaining buyback of 75 million in its heading versus 57 in its body; the discrepancy is not additional cash. The TSB special was paid in May. [R]

Valuation and price expectations

3.51/header forecast EPS 0.31 = 11.32 times; table 0.34 gives 10.32, not exact 11.4. Actual 0.32 gives 10.97 versus headline 18.9. Own value is not lowest P/E, fair value 3.26 or target 3.63. At reference price, P/TBV 3.51/2.13 = 1.65 and P/book 3.51/2.65 = 1.32; PR book 2.48 is not primary tangible capital. [PR; Q]

Partial normalisation: recurring ex-TSB nine-month 1,096 × 4/3 = 1,461.3 million, illustrative pace rather than guidance. Assuming annual AT1 cost 164 continues, ordinary 1,297.3/LTM average 4,891 = EUR 0.2652 and P/E 13.23. Compensation, technology and reinvestment are not removed from earnings; retained capital is still needed. Recurring RoTE 14.2% is pro forma adjusted for TSB distribution and intangible deconsolidation, not direct return on purchase price. [Q; R; calculations]

Price requirements: contemporary multiples 10/12/14 need economic EPS EUR 0.351/0.2925/0.2507 after AT1, credit losses and costs. On closing TBV 2.13, EPS 0.2925 equals 13.7% arithmetically, not certified weighted RoTE. Target 16% in 2027 may support price, but capital growth and payout must remain consistent.

Illustrative bank budget: RWA 70,568 growing 5% needs capital 458.7 million at 13%, chosen policy threshold rather than SREP minimum. Assumed normal profit 1,450 less AT1 164 = 1,286 for ordinary shares; payout 60% or 771.6 leaves 514.4 retained and 55.7 headroom for growth before other adjustments. RWA growth 10% needs 917.4, leaving shortfall 403.0: reduce growth or distributions, issue capital or use buffer, rather than fund assets solely through deposits. Neither sector valuation formula nor company guidance.

Scenarios dated 29 October 2031 without dividends: contemporary economic EPS 0.28 growing 4% annually for five years at 12 gives EUR 4.088 and price CAGR 3.1%; 0.32 growing 6% at 13 gives 5.567 and 9.7%. Neither expected returns nor probabilities. Capital and costs are funded in EPS with constant shares. Additional distribution needs budget and dates; no addition of past 0.50 or 14.7% yield to an uncalculated IRR.

Joint contemporary adverse: EPS 0.28 falls 20% on margin and risk, shares rise 5% to reinforce capital and multiple 10 gives EUR 2.133, a 39.2% loss from 3.51. Separate credit sensitivity: extra 25 bps on average loans plus guarantees 133,638 million implies 334.1 pretax, not another deduction within the already-reduced adverse. Tax and CET1 need a bridge; provisions are not invented from falling NPL.

CaixaBank, Bankinter, Santander and BBVA share banking but geography, SME risk, capital and returns differ. PR UNI appears in dollars with small assets, insufficient comparable identity; no average multiples used. Without a homogeneous primary cutoff set, contrast RoTE after risk, deposit costs and capital rather than industrial EV/EBITDA.

Retention creates value when lending returns exceed economic costs with sufficient capital; no payout is not automatic loss. The price question is return after funding growth and risk, not requiring all profit distributed. Sustainable margins, growth and distributable capital remain least supported, not P/E division.

Risks and monitoring

Deposit repricing, competition, Spain and SME concentration, latent credit risks, operations and MREL can absorb returns. Consumer lending growth increases forward risk even if NPL falls now. RoTE target 16% does not guarantee price or capital. No mechanical penalty for bank debt or negative CFO. [Q; P]

Strongest objection to waiting: commercial growth, improving margins, stable deposits and capital generation may fund payout and approach 16% RoTE, supporting price without perfection. Amundi and BPCE may improve fees. This supports retention without certifying synergies or repeated TSB special dividends.

Gaps: recurring margins after rates, stressed credit costs, RWA and output-floor needs, compensation and minimum economic capital. Cutoff 29 October; morning primary results were available before the original. Consulted 4 November, partial coverage without exhaustive inventory; no later facts or pre-seal editorial history used.

Conclusion and independent score judgments

Company 8.5 reflects SME franchise, deposits and improving risk with competition, concentration and regulation. Opportunity 8.3 reflects multiples potentially rewarding normal execution while 1.65 times TBV requires funded returns and growth. Overall 8.4 is own separate judgment without average or formula. WAIT for new entry at EUR 3.51 pending sufficient margin after capital and risk, not because vendor says Sell or negative CFO.

Why we could be wrong: favourable repricing and fees may fund higher payouts before evidence improves. What would change our view: ordinary per-share earnings after AT1, risk and costs, retained capital and payout compatible with growth. Least-supported valuation is sustainable margins, capital consumption and distributable returns, not P/E arithmetic. No exact buy zone or portfolio weight without that bridge.

Substantive review maintains 8.5/8.3/8.4, Wait and conditional Hold. Recurring profit, deposits and capital generation support retention; price requires funding risk and RWA after AT1. The 13% policy threshold neither replaces regulatory minimum nor guarantees payout; the capital sensitivity shows why deposits alone do not fund lending growth.

Holder decision: Hold conditionally: commercial franchise, deposits and capital generation support retention at EUR 3.51 while credit growth and payout preserve per-share returns. Do not add for the TSB dividend already paid; durable franchise loss requiring full sale is not established.

Hold: Retain while ordinary earnings and retained capital fund profitable lending and payout without degrading solvency or asset quality.

Reduce: Reconsider reducing if deposit costs, NPLs or capital consumption persistently erode per-share earnings while excessive payouts continue.

Sell: Reconsider selling if durable deposit or underwriting-discipline loss prevents solvent and profitable operation.

Counterargument: Retention may preserve capital in an expensive bank if RoTE targets require greater risk and quoted yield hides that the special payment has passed.

Uncertainty: Sustainable margins, stressed risk, minimum capital and per-share compensation remain unresolved.

The original ProResearch is retained in the private case file; this PDF is TLT's own editorial analysis. Internal review by the same system is not an independent audit and does not guarantee returns. This is not personalized advice.