

#### Bancos españoles

Precio Objetivo: 6,90 €/acc (sin cambios) Recomendación:

Comprar

3-ago.-17 10:50 h

#### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 91.669 M€  
 Ultimo 5,72 €/acc.  
 Nº Acciones: 16.040 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 5,24 / 3,39  
 Cód. Reuters / Bloomberg: SAN.MC/ SAM.SM

#### Datos Básicos (compañía)

P/V C17e 0,9x Accionistas ppales. (estimado):  
 P/E 17e 12,9x Blackrock 5,03%  
 Yield e 3,5% Consejo 1,0%

% Revalorización	YTD	1 mes	3 m	6 m
Banco Santander	17,2%	-3,2%	-4,3%	11,6%
EuroStoxx Banks	15,4%	0,4%	0,6%	6,6%
Ibex -35	12,4%	-0,9%	-3,0%	12,7%

#### Principales cifras y ratios

Datos en M€	2016 r	2017 e	2018 e	TAMI(1)
Mg. de Intereses	31.089	34.175	35.486	+6,8%
Mg. Bruto	43.853	48.478	50.050	+6,8%
Mg. Explotación	22.766	25.876	27.096	+9,1%
Provisiones	-9.518	-11.561	-10.913	+7,1%
BNA	6.204	7.090	8.513	+17,1%
BPA	0,43	0,44	0,53	+11,7%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

#### Resultados 1S'17

Datos en M €	1S'17	1S'16	Var%
Mg. de Intereses	16.899	15.194	11,2%
Comisiones netas	5.729	4.946	15,8%
ROF's & otros	1.311	1.345	-2,5%
<b>Margen Bruto</b>	<b>23.939</b>	<b>21.485</b>	<b>11,4%</b>
Gtos gener & Adm	-9.811	-9.204	6,6%
Amortización	-1.284	-1.181	8,7%
<b>Margen Neto</b>	<b>12.844</b>	<b>11.100</b>	<b>15,7%</b>
Dotaciones insolv.	-4.672	-4.613	1,3%
Rdos Extraord. & Otros	-1.603	-977	64,1%
BAI	6.569	5.510	19,2%
Impuestos	-2.249	-1.725	30,4%
Minoritarios & Otros	1.356	1.186	14,3%
<b>BNA</b>	<b>3.605</b>	<b>2.911</b>	<b>23,8%</b>
+ BNA (Popular)	11		
<b>BNA</b>	<b>3.616</b>	<b>2.911</b>	<b>24,2%</b>
Tasa Morosidad	5,37%	4,29%	1,1 pp
Tasa Cobertura	67,7%	72,5%	-4,8 pp
CET-I FL (Proforma)	10,7%	10,4%	0,4 pp
ROTE Ordinario	11,8%	10,3%	1,6 pp

#### Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	3,0%
ROTE sostenible estimado	12,5%
Coste de capital (Ke)	9,4%
Valor Contable Ajustado (VCPA'18e)	4,68
<b>Precio objetivo (€/acc.)</b>	<b>6,90</b>
Cotización (€/acc.)	5,72
<b>Potencial de revalorización</b>	<b>20,8%</b>

(\*) Warranted Equity Value

Fuentes: Análisis Bankinter y propia compañía.

#### Equipo de Análisis de Bankinter:

#### Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Belén San José Ramón Carrasco Arancha Bueno

Eva del Barrio Esther Gutierrez Ana de Castro Ana Achau (asesoramiento) 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.

## B. Santander

Precio Objetivo 6,90 €

Recomendación: Comprar

**El ROTE ordinario se acerca al 12,0% y el repunte en la mora por la integración de Popular es transitorio.**

**Conclusión:** Reiteramos nuestra recomendación de Compra con un precio objetivo de 6,90 €/acc (+20,8% de potencial alcista). Valoramos positivamente la evolución de las principales métricas de gestión (resultado ordinario, calidad crediticia y solvencia) y la diversificación de ingresos del banco (Europa genera el 51,0% del BNA y América el 49,0%).

Pensamos que la adquisición de Popular (POP en adelante) tiene sentido estratégico y financiero. La operación es "relativa" (aumenta el BPA) y la rentabilidad estimada de la inversión atractiva (ROI estimado del 13/14%).

**Resultados 1S'17:** SAN cumple con las expectativas del mercado en la parte baja de la cuenta de P&G y sorprende positivamente en las principales partidas (ingresos, costes y provisiones).

El BNA alcanza 3.616 M€ (+24,2%) y confirma el buen momento de resultados por el que atraviesan las principales áreas de negocio. Los índices de calidad (ex - POP) evolucionan satisfactoriamente (morosidad en 3,55% y cobertura en 72,7%), el ROTE se aproxima al 12,0% y la ratio de capital CET1 "fully loaded" pro-forma mejora hasta el 10,72% (vs 10,66% en 1T'17).

La cuenta de P&G refleja (i) la mejora del negocio típico a pesar de los bajos tipos de interés en las economías desarrolladas, (ii) el impacto positivo de los tipos de cambio, especialmente del Real Brasileño (el M. bruto crece +7,0% en términos constantes vs +11,4% reportado) y (iii) la caída en provisiones (-5,7% en términos constantes).

La integración de POP no ha tenido un impacto significativo en la cuenta de P&G (11 M€ en BNA) pero conlleva un aumento en la ratio de mora hasta el 5,37% (vs 3,74% en 1T'17) y un descenso en la tasa de cobertura (68% vs 75% en 1T'17). Pensamos que este impacto es transitorio.

SAN está negociando con Blackstone la venta de un paquete significativo (¿51,0%?) de activos improductivos procedentes de POP. Esta operación permitiría reducir significativamente el riesgo inmobiliario y normalizar la tasa de mora.

Entendemos que la transacción puede realizarse a precios similares al valor en libros actual cuyo importe total asciende a ~12.600 M€ netos en activos improductivos de los cuales 6.500 M€ son inmobiliarios.

Por áreas geográficas (en términos constantes), Brasil (BNA: 1.244 M€; +32,0%) continúa siendo la principal fuente de resultados (representa el 26,0% del BNA), seguido de Reino Unido (17,0%) cuyo BNA alcanza 824 M€ (+8,0% vs +3,0% en 1T'17) y España (13,0%) con un BNA de 603 M€ (+17,0% vs +18,0% en 1T'17).

Salvo Polonia (BNA: 142 M€; -0,0%), EE.UU (BNA: 244 M€; -2,0%) y Reino Unido, el resto de áreas experimentan crecimientos anuales de doble dígito en términos constantes.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avd. Bruselas, nº 12

28108, Alcobendas (Madrid)