

La ratio de capital CET1 alcanza 11,65% y mantiene sin cambios los objetivos a medio plazo (3 años)

B. Santander

Precio Objetivo: 4,35 €/acc

Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	61.612 M€
Nº Acciones	16.618 M
Precio último	3,71 €/acc
Max/Min (52 sem)	4,68 / 3,39
Revalorización (YTD)	-0,60%
Cód. Reuters / Bloomberg	SAN.MC / SAN.SM

Múltiplos de Valoración

	2018	2019 e	2020 e	2021 e
PER	7,9 x	9,5 x	7,6 x	7,3 x
P/V	0,6 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x
Div. Yield	6,2%	4,8%	5,9%	6,8%

Principales cifras y ratios

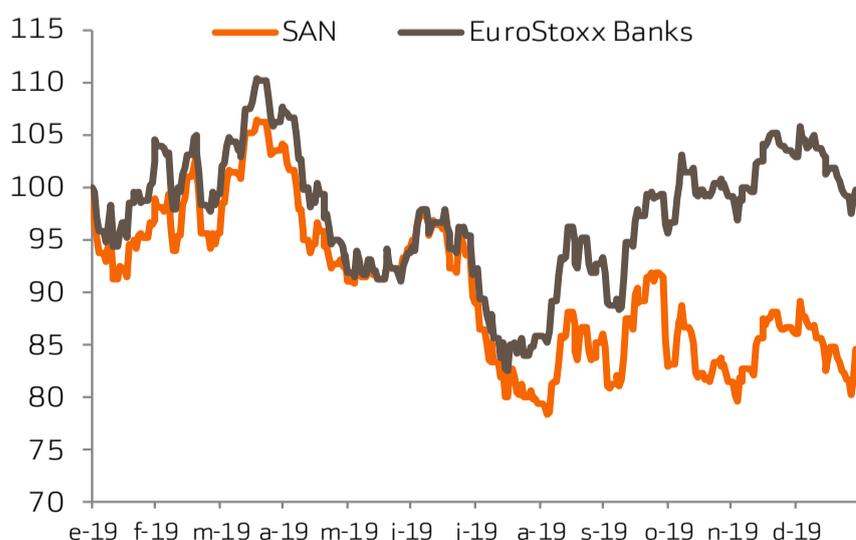
Datos en M€	2018 r	2019 e	2020 e	TAMI(1)
Margen Bruto	48.424	49.229	50.270	+1,9%
Margen Neto	25.645	25.949	26.970	+2,6%
Provisiones	-8.873	-9.321	-10.200	+7,2%
Tax, Min & Otros	-8.971	-10.113	-8.695	-1,6%
BNA	7.801	6.515	8.075	+1,7%
BPA	0,48	0,39	0,49	+0,6%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	2,5%
ROTE sostenible estimado	10,5%
Coste de capital (Ke)	11,0%
Precio objetivo (€/acc.)	4,35
Potencial de Revalorización	17,5%

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: SAN, bate expectativas en 4T19, aunque los extraordinarios lastran el BNA en 2019. Lo más importante es que la **ratio de capital CET1 FL, principal foco de atención del mercado, mejora hasta 11,65% (+35 pb t/t)** con un RoTE Ordinario ~12,6% en 4T19 (11,8% en el conjunto del año). Mantenemos recomendación en **Neutral** con Precio Objetivo ~4,35 €/acc (vs 4,50 €/acc anterior).

Resultados 2019: SAN bate ampliamente expectativas en 4T19 gracias a la generación de plusvalías (711 M€) y los ingresos por *trading* (596 M€ en 4T19 vs 409 M€ e). En 2019, el BNA cae hasta 6.515 M€ (-16,6% vs 6.262 M€ e) y el RoTE afloja hasta 11,79% (vs 12,08% en 2018).

La ratio de capital CET1 FL, principal foco de atención del mercado, mejora hasta 11,65% (+35 pb t/t) - equivalente a una ratio ~12,27% excluyendo impactos regulatorios -. **El objetivo de alcanzar ~12,0% en 2020 es razonable** porque conlleva generar 35 pb en capital (vs 40 pb en los 5 últimos años).

La generación de plusvalías por la venta del negocio de custodia y un ahorro fiscal en Brasil (711 M€ netos) suavizan el impacto del deterioro sufrido por la franquicia en Reino Unido y la reestructuración en España. **En 2019, la parte baja de la cuenta de P&G refleja un cargo extraordinario de 1.737 M€.** Excluyendo este impacto, el BNA Ordinario alcanza 8.525 M€ (+2,0%).

Los índices de calidad crediticia evolucionan positivamente. El coste del riesgo se mantiene estable, la morosidad baja hasta 3,32% (vs 3,47% en 3T19) y la cobertura sube hasta 68,0%.

El equipo gestor mantiene sin cambios los objetivos a medio plazo (3 años). (1) Crecimiento en BPA a ritmos de un dígito alto, (2) ratio de capital CET1 ~11,0%/12,0% (vs 11,65% actual), (3) eficiencia ~42%/45% (vs 47,0% actual) y (4) rentabilidad (RoTE Ordinario) ~13,0%/15,0% (vs 11,8% actual).

Principales áreas (BNA 2019 en términos constantes): **Brasil** (BNA: 2.939 M€; +16,4%) continúa siendo la principal fuente de resultados, gracias al buen comportamiento de los ingresos típicos y una morosidad controlada (~5,32%) que permite alcanzar un RoTE ~21,2% (+147 pb), seguido de **España** (BNA: 1.585 M€; +2,0%) donde el ajuste en costes (-7,3%) compensa la debilidad de ingresos y el aumento en provisiones. **Santander Consumer** (BNA 1.314 M€; +2,2%) disfruta de unos márgenes elevados (RoRWA~2,3%) y una morosidad baja, aunque el RoTE afloja hasta 15,3% (-57 pb). **Reino Unido** (BNA: 1.079 M€; -16,0%), acusa la presión de márgenes y el esfuerzo en provisiones (+46,2%) aunque la mora es de apenas 1,01% (-7 pb). **EEUU** (BNA: 717 M€; +23,9%) mejora en eficiencia y rentabilidad (RoTE ~8,7%; +111 pb). **México** (BNA: 950 M€; +19,0%), refleja el aumento en la actividad comercial y el cambio de perímetro con un RoTE de 20,6% (vs 20,0% en 3T19).

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾ Datos en M€	4T18	1T19	2T19	3T19	4T19	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	4T19	12 M	a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	9.139	8.748	9.249	8.878	8.841	35.716	34.711	-3,3%	-0,4%	2,9%
Otros ingresos ⁽³⁾	3.198	3.208	3.166	3.451	596	10.421	13.143	-81,4%	-82,7%	-20,7%
Margen Bruto	12.337	11.956	12.415	12.329	9.437	46.137	47.854	-23,5%	-23,5%	-3,6%
Gastos Generales	5.936	6.233	7.497	6.317	5.971	26.018	23.338	0,6%	-5,5%	11,5%
Margen Neto	6.401	5.723	4.918	6.012	3.466	20.119	24.516	-45,9%	-42,3%	-18%
Prov. insolvencias	2.455	2.172	2.122	2.442	2.573	9.309	8.873	4,8%	5,4%	4,9%
Rdo. Operativo	3.946	3.551	2.796	3.570	893	10.810	15.643	-77,4%	-75,0%	-31%
Rdos. Extraordinarios	354	-25	-133	1.389	0	1.231	821	n.s	n.s	49,9%
BAI.	3.592	3.576	2.929	2.181	893	9.579	14.822	-75,1%	-59,1%	n.s
Impuestos	1.177	1.326	1.092	1.291	687	4.396	5.230	-41,6%	-46,8%	-15,9%
Minoritarios	347	410	446	389	-2.577	-1.332	1.782	-842,7%	n.s	n.s
BNA	2.068	1.840	1.391	501	2.783	6.515	7.810	34,6%	n.s	n.s

(1) La cuenta de P&G ha sido ajustada a efectos comparativos con otras entidades y no necesariamente coincide con la reportada por la entidad en todas las líneas.

(2) Incluye Rdto. Instrumentos de capital; (3) Excluye Rdos. Puesta en Equivalencia

Balance Resumido (MM€)

Balance Consolidado	4T18	1T19	2T19	3T19	4T19	Variación			
						MM€ a/a	t/t	% a/a	% t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	229	247	212	231	231	2,0	0,0	0,9%	0,0%
Cartera Valores	87	166	168	171	171	84,7	0,0	98,0%	0,0%
Inversión Crediticia	874	896	931	900	964	90,5	64,3	10,4%	7,1%
Otros	269	197	202	215	156	-113,8	-59,5	-42,2%	-27,7%
Total Activo	1.459	1.506	1.512	1.518	1.523	63,4	4,8	4,3%	0,3%
Depósitos	780	808	815	814	824	43,9	10,1	5,6%	1,2%
Finac. Mayorista	571	587	587	595	579	7,9	-15,7	1,4%	-2,6%
Fondos Propios	107	110	110	109	119	11,6	10,4	10,8%	9,6%
Total Pasivo & F.Propios	1.459	1.506	1.512	1.518	1.523	63,4	4,8	4,3%	0,3%
APR's ⁽⁵⁾	592	606	605	614	605	12,9	-8,3	2,2%	-1,4%
TCE ⁽⁶⁾	68	70	70	71	81	12,8	10,1	18,8%	14,4%

(4) Incluye interbancario

(5) Activos Ponderados por Riesgo; (6) Tangible Common Equity

Métricas de Gestión

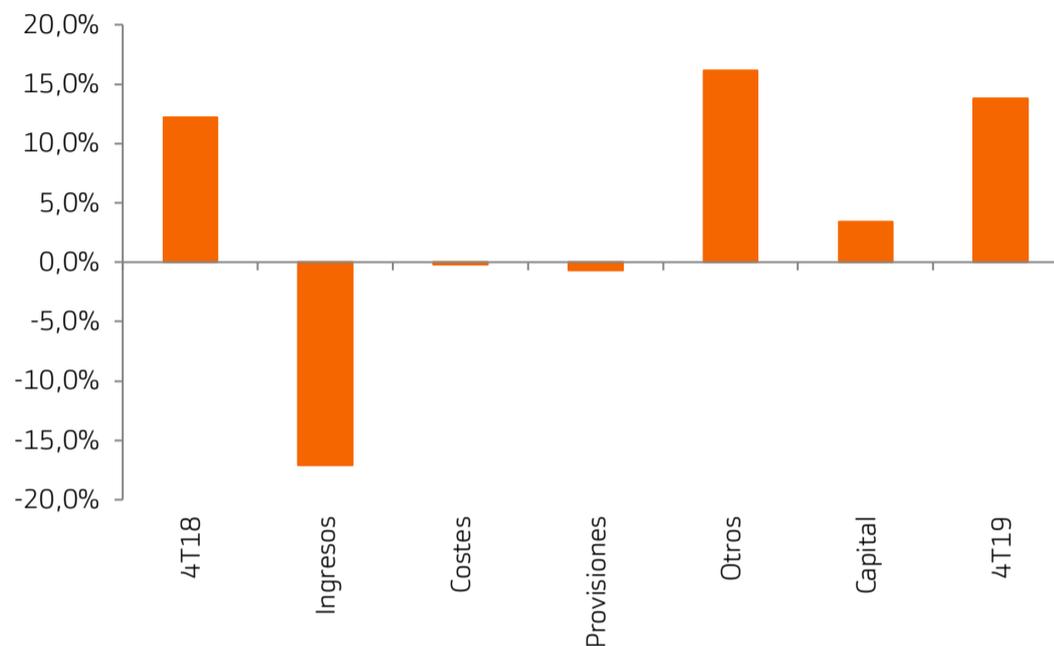
	4T18	1T19	2T19	3T19	4T19	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	112,0%	110,8%	114,3%	110,5%	117,0%	5,0 pb	6,5 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	52,6%	51,0%	49,3%	48,6%	41,9%	-10,7 pb	-6,8 pb
APR's/ Activos ⁽⁹⁾	40,6%	40,3%	40,0%	40,4%	39,7%	-0,8 pb	-0,7 pb
TCE/ Fondos Propios	63,3%	63,2%	63,5%	65,0%	67,8%	4,6 pb	2,8 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	12,2%	10,6%	8,0%	2,8%	13,8%	1,6 pb	11,0 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,6%	0,5%	0,4%	0,1%	0,7%	0,2 pb	0,6 pb

(7) Inversión crediticia neta/depósitos; (8) Dudosos/Tangible Common Equity; (9) Activos Ponderados por Riesgo/Total Activos; (10) BNA anualizado/TCE; (11) BNA/Activos

Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoTE 4T18	Contribución anual						Impacto Capital (*)	Total	RoTE 4T19
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G				
12,2%	-17,1%	-0,2%	-0,7%	16,2%	-1,8%	3,4%	1,6%	13,8%	

(*) . El signo negativo indica aumento del Capital Tangible (TCE)



Principales Estimaciones

P&G Reportada	2018	2019 e	2020 e	2021 e	% Variación		
					2019	2020	2021
Datos en M€							
Margen de Intereses	34.341	35.283	36.055	36.647	2,7%	2,2%	1,6%
Comisiones	11.485	11.779	12.072	12.762	2,6%	2,5%	5,7%
Otros Ingresos	2.598	2.167	2.143	2.218	-16,6%	-1,1%	3,5%
Margen Bruto	48.424	49.229	50.270	51.626	1,7%	2,1%	2,7%
Gastos Generales	-22.779	-23.280	-23.302	-23.424	2,2%	0,1%	0,5%
Margen Neto	25.645	25.949	26.969	28.203	1,2%	3,9%	4,6%
Dotaciones insolvencias	-8.873	-9.321	-10.200	-10.800	5,0%	9,4%	5,9%
Otros resultados	-2.570	-4.084	-2.400	-2.450	58,9%	-41,2%	2,1%
Resultado antes de impuestos	14.202	12.544	14.369	14.953	-11,7%	14,5%	4,1%
Impuesto sobre sociedades	-4.886	-4.427	-4.311	-4.486	-9,4%	-2,6%	4,1%
Rdo. Operaciones continuadas	9.316	8.117	10.058	10.467	-12,9%	23,9%	4,1%
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
Resultado consolidado del ejercicio	9.316	8.117	10.058	10.467	-12,9%	23,9%	4,1%
Resultado atribuido a minoritarios	1.515	1.601	1.984	2.065	5,7%	23,9%	4,1%
Beneficio atribuido al Grupo	7.801	6.516	8.074	8.402	-16,5%	23,9%	4,1%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	94,6%	95,6%	95,7%	95,7%	1,0 pp	0,1 pp	0,0 pp
Comisiones/Gtos Generales	50,4%	50,6%	51,8%	54,5%	0,2 pp	1,2 pp	2,7 pp
Ratio Eficiencia	47,0%	47,3%	46,4%	45,4%	0,2 pp	-0,9 pp	-1,0 pp
Provisiones / Mg. Bruto	34,6%	35,9%	37,8%	38,3%	1,3 pp	1,9 pp	0,5 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

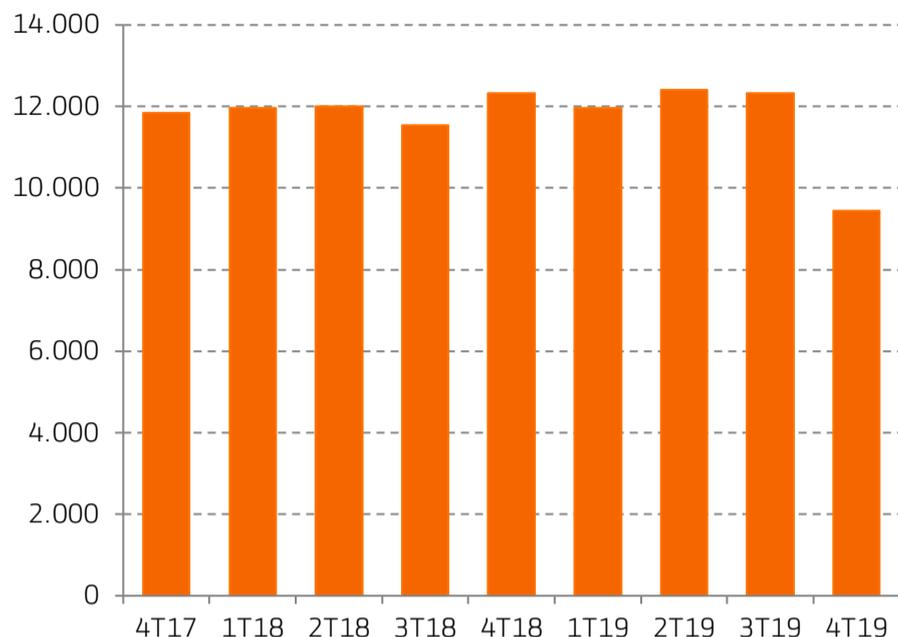
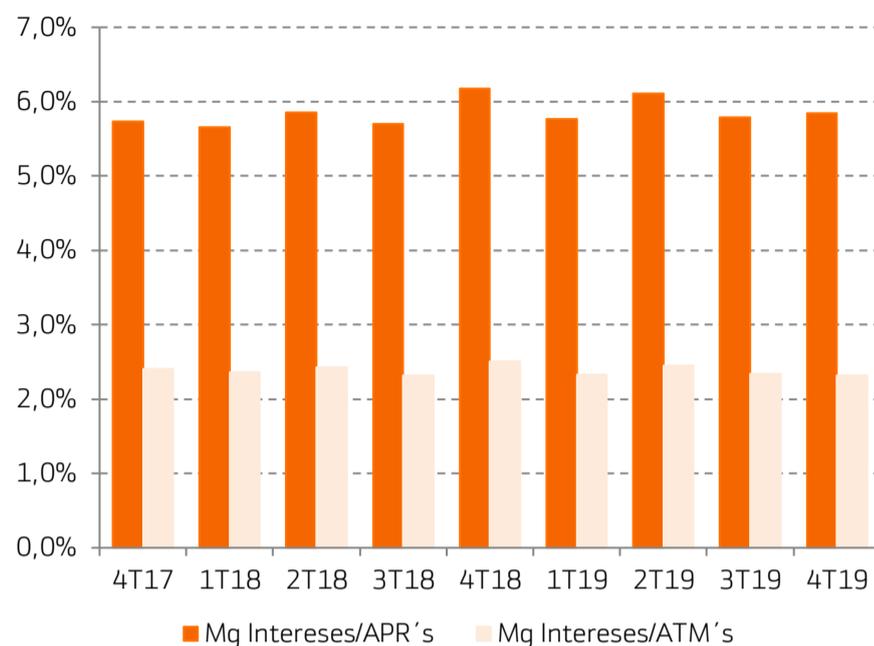


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

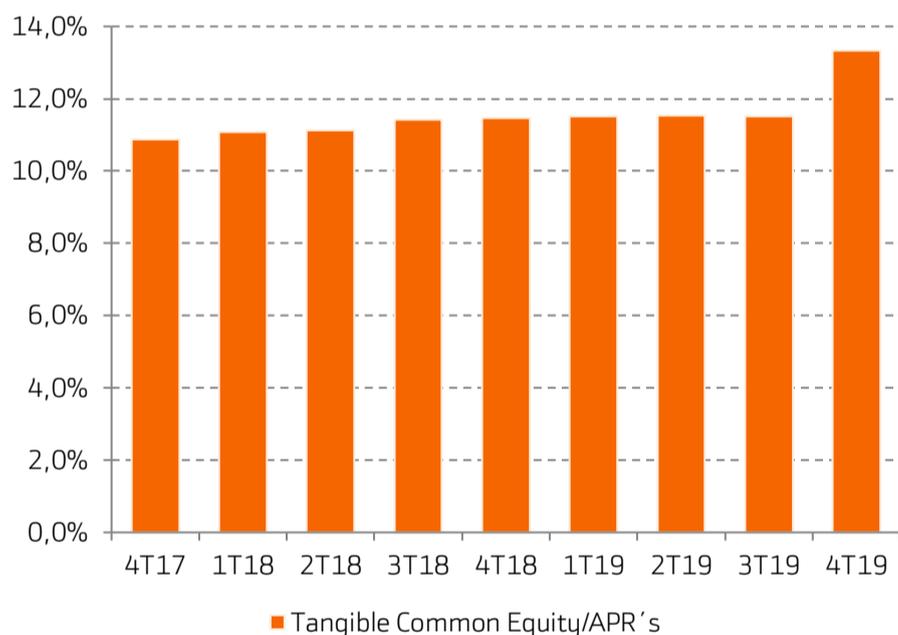
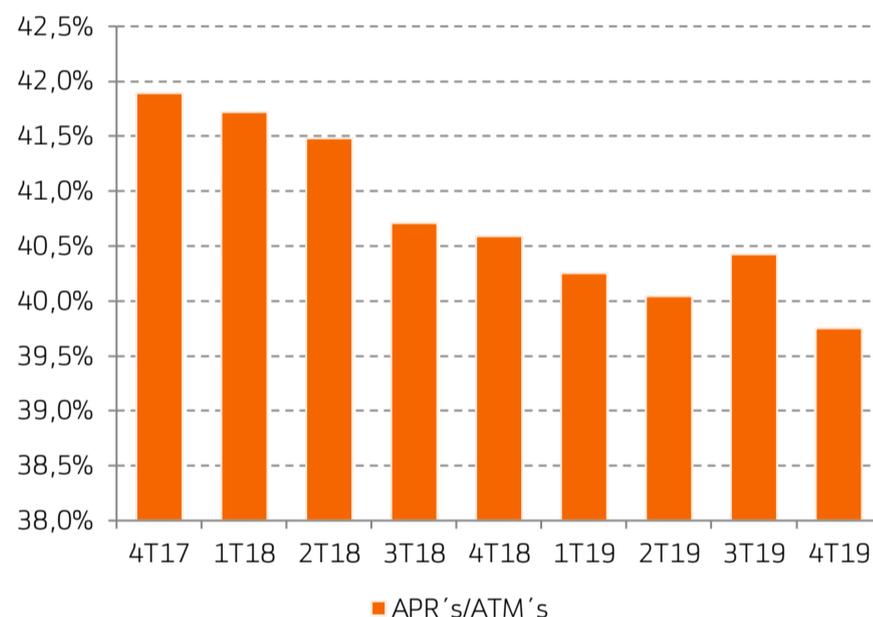


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

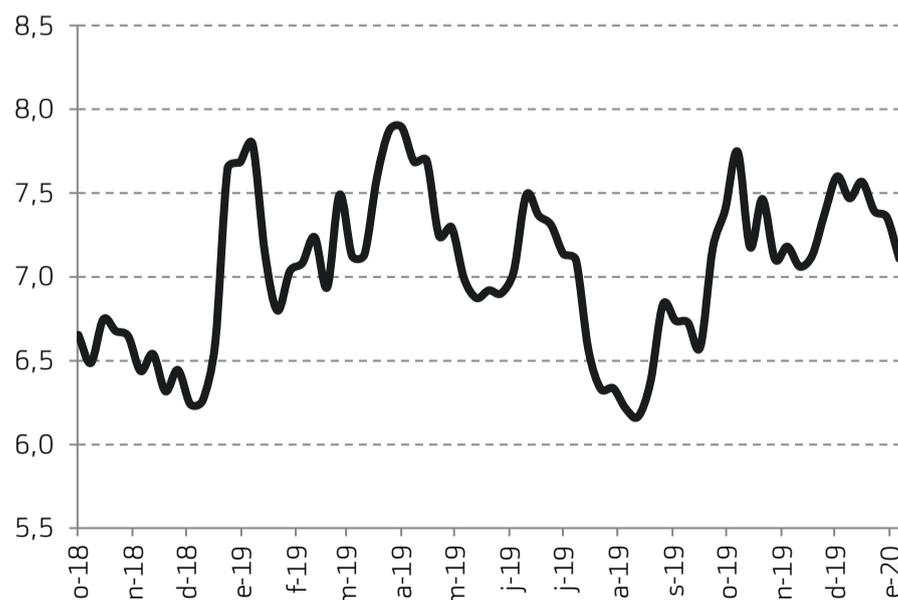
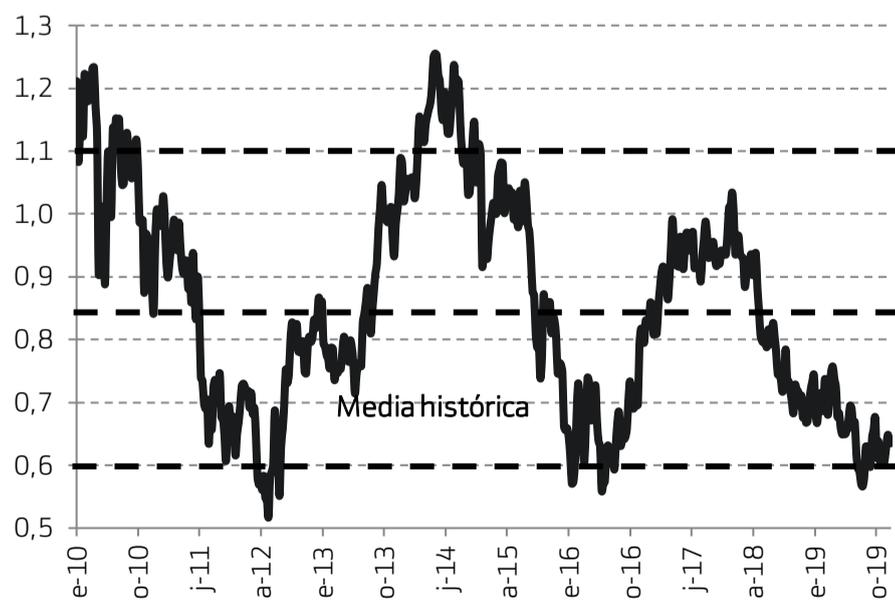


Gráfico 6: P/VC histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director

Rafael Alonso - Bancos

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Pilar Aranda - Petróleo

Ana de Castro - Seguros

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Juan Moreno - Inmobiliarias

Aránzazu Cortina - Industriales

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Luis Piñas - Consumo

Elena Fernández-Trapiella - Consumo

Temáticas y activos de responsabilidad compartida

- Macroeconomía
- Estrategia de Invers
- Bonos
- Divisas
- Fondos de I
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable