

### El Covid-19 estropea la cuenta de P&G. La probabilidad de ver más provisiones extraordinarias es alta

#### Datos Básicos

Capitalización Bursátil	32.738 M€
Nº Acciones	16.618 M
Precio último	1,97 €/acc
Max/Min (52 sem)	4,37 / 1,86
Revalorización (YTD)	-47,18%
Cód. Reuters / Bloomberg	SAN.MC / SAN.SM

#### Múltiplos de Valoración

	2019	2020 e	2021 e	2022 e
PER	5,0 x	7,4 x	6,2 x	5,3 x
P/V	0,3 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x
Div. Yield	11,7%	0,0%	4,8%	5,6%

#### Principales cifras y ratios

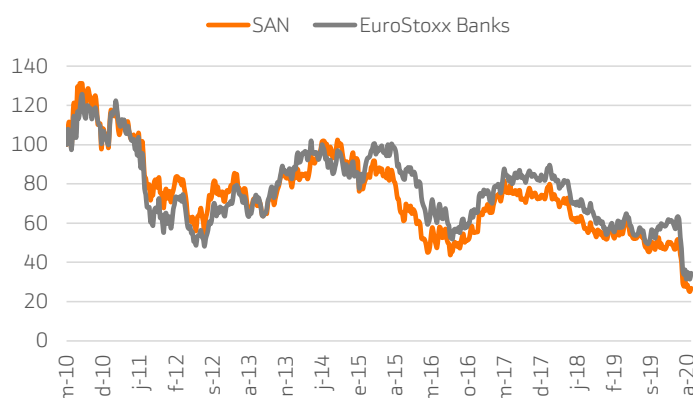
Datos en M€	2019 r	2020 e	2021 e	TAMI(1)
Margen Bruto	49.229	44.770	47.076	-2,2%
Margen Neto	25.949	22.470	24.654	-2,5%
Provisiones	-9.321	-12.200	-12.600	+16,3%
Tax, Min & Otros.	-10.113	-5.847	-6.797	-18,0%
BNA	6.515	4.423	5.256	-10,2%
BPA	0,39	0,27	0,32	-10,2%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

#### Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,5%
ROTE sostenible estimado	7,6%
Coste de capital (Ke)	12,0%
<b>Precio objetivo (€/acc.)</b>	<b>2,55</b>
<b>Potencial de Revalorización</b>	<b>29,5%</b>

#### Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

## B. Santander

Precio Objetivo: 2,55 €/acc

Recomendación: Neutral

**Conclusión:** Las provisiones por el Covid-19 reducen el BNA a 331M€ (-82%) en 1T20 - el más bajo desde junio 2012 -. Eficiencia en costes y prudencia (riesgos & capital) marcan la línea de actuación hasta la revisión del plan estratégico (aún por determinar). Las métricas de liquidez y solvencia son sólidas, pero **la probabilidad de ver más provisiones extraordinarias es alta.**

Revisamos a la baja nuestras provisiones de BNA para 2020/2022 y Precio Objetivo hasta 2,55 €/acc (vs 4,35 €/acc anterior).

**Resultados 1T20:** Las cifras del 1T20 son algo mejores de lo esperado a nivel operativo pero el Covid-19 conlleva una **provisión extraordinaria de 1.600 M€** (neta de impuestos). El coste del riesgo recurrente se mantiene estable (~100 pb vs 97 pb en 4T19) pero el esfuerzo en provisiones supera >62,0% del Margen Neto. Los ingresos recurrentes representan el ~96% del total, la ratio de eficiencia continúa entre las mejores del sector (47,2%) y el BNA Ordinario alcanza 1.977 M€ (+1,0% vs 1.733 M€ e).

**La ratio de capital CET1 apenas se resiente** (11,58% vs 11,65% en 4T19) porque la suspensión del dividendo (+29 pp) compensa los impactos negativos (regulación y mercado). El equipo gestor estima finalizar 2020 en el rango alto del objetivo (~11,0%12,0%) gracias a la generación orgánica de capital y un **impacto limitado de la crisis en los Activos Ponderados por riesgo (APR's)** que llama la atención debido a: (1) una exposición alta a emergentes (~38% del BNA ordinario), (2) el aumento del riesgo en segmentos como el crédito al consumo (autos en EEUU sobre todo) y (3) el deterioro macro previsto (-3,0% en el PIB global según el FMI).

La inversión crediticia sube +7,0% y los recursos de clientes (*proxy* a liquidez) +4,0%, los índices de calidad crediticia todavía son buenos (morosidad ~3,25% & cobertura ~71,0%), pero el RoTE Ordinario baja a 11,06% (11,63% en 4T19).

**Eficiencia en costes** (-1.000 M€ previstos para Europa en 2020) y prudencia (riesgos & capital) marcan la línea de actuación hasta conocer el impacto definitivo del Covid-19 (provisiones y capital) y la revisión del plan estratégico (aún por determinar).

**Principales áreas (BNA 1T20 en términos constantes):** **Brasil** (BNA: 694 M€; +10,1% vs 624 M€ e) es la principal fuente de resultados, gracias al aumento en volúmenes, la gestión de costes (eficiencia~33%) y una morosidad sorprendentemente baja (4,93%; -33pb), seguido de **España** (BNA: 352 M€;-1,1% vs 337 M€ e) donde las mejoras de eficiencia (-7,8% en costes) y un coste del riesgo bajo (44 pb) compensan la debilidad de ingresos (-3,7%). **Reino Unido** (BNA: 188 M€; -27,1% vs 211 M€ e), no tiene apenas morosidad, pero acusa la presión en márgenes y tiene un RoTE de apenas 5,2% (-172 pp), **Santander Consumer** (BNA 304 M€; -5,3% vs 295 M€ e) refleja la caída de la actividad (-12,0% en comisiones) y el repunte incipiente en el coste del riesgo (0,52%; +14 pb). **EEUU** (BNA: 273 M€; +46,1% vs 155 M€ e) mantiene un ritmo de actividad alto y mejora en rentabilidad (RoTE ~12,1% vs 8,7% en 4T19). **México** (BNA: 249 M€; +220% vs 224 M€ e), refleja un buen ritmo comercial con RoTE ~18,0% (vs 20,6% en 4T19).

## Cuenta de P&amp;G

P&G Ajustada <sup>(1)</sup>	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	1T20	12 M	12 M
Datos en M€								a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses <sup>(2)</sup>	8.748	9.249	8.878	8.941	8.544	35.612	34.970	-2,3%	-4,4%	1,8%
Otros ingresos <sup>(3)</sup>	3.208	3.166	3.451	3.557	4.530	14.704	12.867	41,2%	27,4%	14,3%
<b>Margen Bruto</b>	<b>11.956</b>	<b>12.415</b>	<b>12.329</b>	<b>12.498</b>	<b>13.074</b>	<b>50.316</b>	<b>47.837</b>	<b>9,4%</b>	<b>4,6%</b>	<b>5,2%</b>
Gastos Generales	6.233	7.497	6.317	6.971	7.326	28.111	23.415	17,5%	5,1%	20,1%
<b>Margen Neto</b>	<b>5.723</b>	<b>4.918</b>	<b>6.012</b>	<b>5.527</b>	<b>5.748</b>	<b>22.205</b>	<b>24.422</b>	<b>0,4%</b>	<b>4,0%</b>	<b>-9%</b>
Prov. insolvencias	2.172	2.122	2.442	2.573	3.934	11.071	8.763	81,1%	52,9%	26,3%
<b>Rdo. Operativo</b>	<b>3.551</b>	<b>2.796</b>	<b>3.570</b>	<b>2.954</b>	<b>1.814</b>	<b>11.134</b>	<b>15.659</b>	<b>-48,9%</b>	<b>-38,6%</b>	<b>-29%</b>
Rdos. Extraordinarios	-25	-133	1.389	-877	-77	302	950	n.s	-91,2%	-68,2%
<b>BAI.</b>	<b>3.576</b>	<b>2.929</b>	<b>2.181</b>	<b>3.831</b>	<b>1.891</b>	<b>10.832</b>	<b>14.709</b>	<b>-47,1%</b>	<b>-50,6%</b>	<b>-26,4%</b>
Impuestos	1.326	1.092	1.291	687	1.244	4.314	5.276	-6,2%	81,1%	-18,2%
Minoritarios	410	446	389	361	316	1.512	1.837	-22,9%	-12,5%	-18%
<b>BNA</b>	<b>1.840</b>	<b>1.391</b>	<b>501</b>	<b>2.783</b>	<b>331</b>	<b>5.006</b>	<b>7.596</b>	<b>-82,0%</b>	<b>-88,1%</b>	<b>-34,1%</b>

(1) La cuenta de P&amp;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 (MME)

Balance Consolidado	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Variación			
						MME		%	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez <sup>(4)</sup>	247	212	231	234	260	13,0	25,8	5,2%	11,0%
Cartera Valores	166	168	171	82	284	118,5	202,2	71,6%	246,6%
<b>Inversión Crediticia</b>	<b>896</b>	<b>931</b>	<b>900</b>	<b>919</b>	<b>909</b>	<b>13,2</b>	<b>-9,6</b>	<b>1,5%</b>	<b>-1,1%</b>
Otros	197	202	215	288	87	-110,5	-200,6	-55,9%	-69,7%
<b>Total Activo</b>	<b>1.506</b>	<b>1.512</b>	<b>1.518</b>	<b>1.523</b>	<b>1.540</b>	<b>34,2</b>	<b>17,7</b>	<b>2,3%</b>	<b>1,2%</b>
Depósitos	808	815	814	824	815	7,0	-8,9	0,9%	-1,1%
Finac. Mayorista	587	587	595	588	619	31,5	31,1	5,4%	5,3%
Fondos Propios	110	110	109	111	106	-4,3	-4,5	-3,9%	-4,1%
<b>Total Pasivo &amp; F.Propios</b>	<b>1.506</b>	<b>1.512</b>	<b>1.518</b>	<b>1.523</b>	<b>1.540</b>	<b>34,2</b>	<b>17,7</b>	<b>2,3%</b>	<b>1,2%</b>
APR's <sup>(5)</sup>	606	605	614	605	591	-15,3	-14,3	-2,5%	-2,4%
TCE <sup>(6)</sup>	70	70	71	72	70	0,1	-2,6	0,1%	-3,6%

(4) Incluye interbancario

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

## Métricas de Gestión

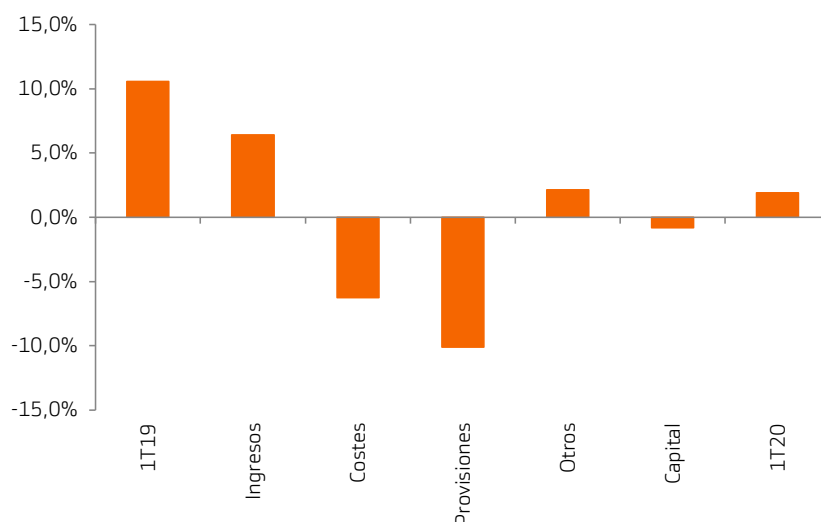
	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D <sup>(7)</sup>	110,8%	114,3%	110,5%	111,5%	111,5%	0,7 pb	0,0 pb
Dudosos / TCE <sup>(8)</sup>	51,0%	49,3%	48,6%	46,7%	46,9%	-4,1 pb	0,2 pb
APR's/ Activos <sup>(9)</sup>	40,3%	40,0%	40,4%	39,7%	38,4%	-1,9 pb	-1,4 pb
TCE/ Fondos Propios	63,2%	63,5%	65,0%	65,4%	65,8%	2,6 pb	0,4 pb
ROTE <sup>(10)</sup>	10,6%	8,0%	2,8%	15,4%	1,9%	-8,7 pb	-13,5 pb
ROA <sup>(11)</sup>	0,5%	0,4%	0,1%	0,7%	0,1%	-0,4 pb	-0,6 pb

(7) Inversión crediticia neta/depositos; (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 1T19	Contribución anual						Impacto Capital (*)	RoTE 1T20
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Total		
10,6%	6,4%	-6,3%	-10,1%	2,1%	-7,8%	-0,8%	-8,7%	1,9%

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



## Principales Estimaciones

P&G Reportada	2019	2020 e	2021 e	2022 e	% Variación		
					2020	2021	2022
<b>Datos en M€</b>							
Margen de Intereses	35.283	31.955	33.297	33.860	-9,4%	4,2%	1,7%
Comisiones	11.779	10.272	11.662	11.854	-12,8%	13,5%	1,7%
Otros Ingresos	2.167	2.543	2.118	1.992	17,4%	-16,7%	-5,9%
<b>Margen Bruto</b>	<b>49.229</b>	<b>44.770</b>	<b>47.076</b>	<b>47.706</b>	<b>-9,1%</b>	<b>5,2%</b>	<b>1,3%</b>
Gastos Generales	-23.280	-22.302	-22.424	-22.943	-4,2%	0,5%	2,3%
<b>Margen Neto</b>	<b>25.949</b>	<b>22.469</b>	<b>24.653</b>	<b>24.763</b>	<b>-13,4%</b>	<b>9,7%</b>	<b>0,4%</b>
Dotaciones insolvencias	-9.321	-12.200	-12.600	-11.050	30,9%	3,3%	-12,3%
Otros resultados	-4.084	-2.400	-2.700	-2.800	-41,2%	12,5%	3,7%
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>12.544</b>	<b>7.869</b>	<b>9.353</b>	<b>10.913</b>	<b>-37,3%</b>	<b>18,9%</b>	<b>16,7%</b>
Impuesto sobre sociedades	-4.427	-2.361	-2.806	-3.274	-46,7%	18,9%	16,7%
<b>Rdo. Operaciones continuadas</b>	<b>8.117</b>	<b>5.508</b>	<b>6.547</b>	<b>7.639</b>	<b>-32,1%</b>	<b>18,9%</b>	<b>16,7%</b>
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
<b>Resultado consolidado del ejercicio</b>	<b>8.117</b>	<b>5.508</b>	<b>6.547</b>	<b>7.639</b>	<b>-32,1%</b>	<b>18,9%</b>	<b>16,7%</b>
Resultado atribuido a minoritarios	1.601	1.087	1.291	1.507	-32,1%	18,9%	16,7%
<b>Beneficio atribuido al Grupo</b>	<b>6.516</b>	<b>4.422</b>	<b>5.255</b>	<b>6.132</b>	<b>-32,1%</b>	<b>18,9%</b>	<b>16,7%</b>
Ingresos Core <sup>(i)</sup> /Mg. Bruto	95,6%	94,3%	95,5%	95,8%	-1,3 pp	1,2 pp	0,3 pp
Comisiones/Gtos Generales	50,6%	46,1%	52,0%	51,7%	-4,5 pp	5,9 pp	-0,3 pp
Ratio Eficiencia	47,3%	49,8%	47,6%	48,1%	2,5 pp	-2,2 pp	0,5 pp
Provisiones / Mg. Bruto	35,9%	54,3%	51,1%	44,6%	18,4 pp	-3,2 pp	-6,5 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

## Indicadores de Negocio

Gráfico 1: Ingresos Totales en M€

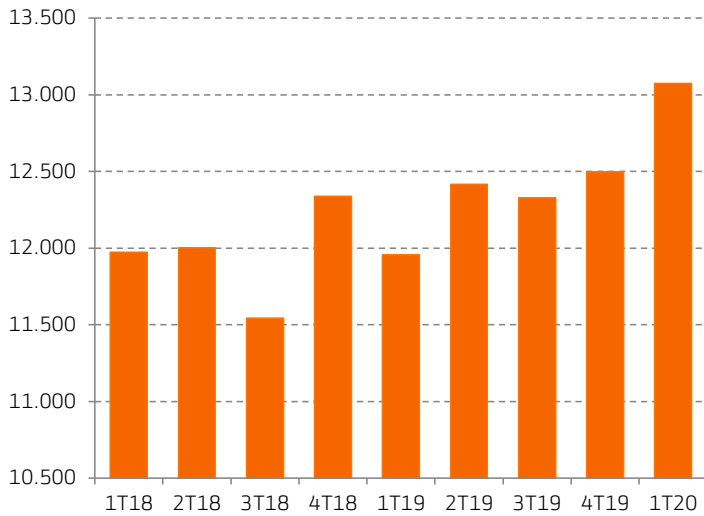
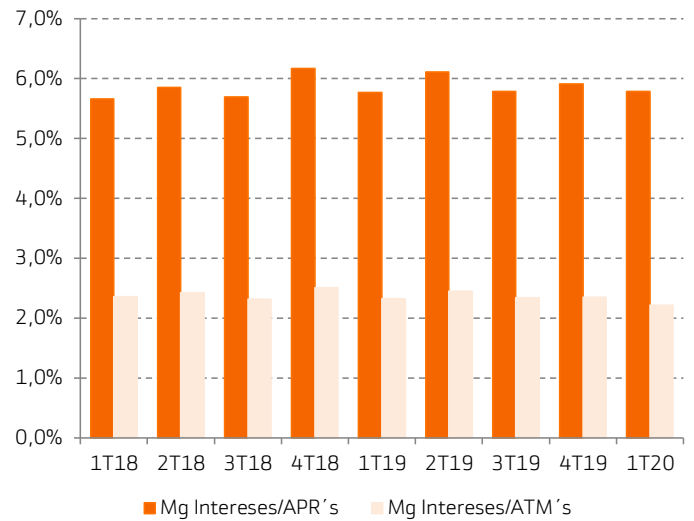


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



## Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

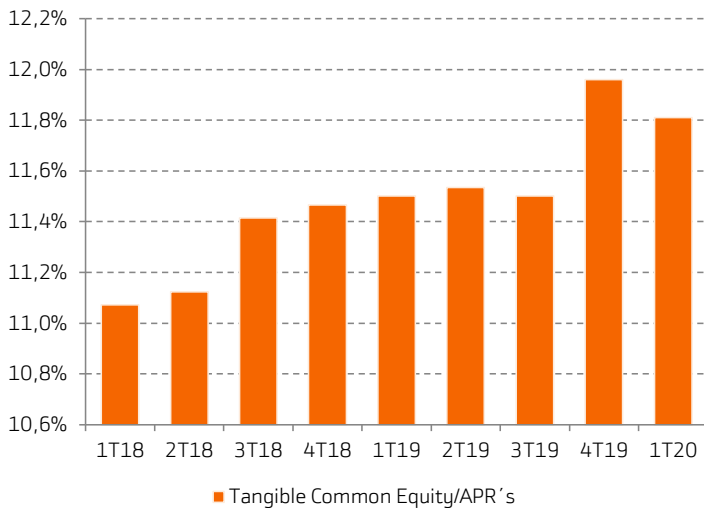
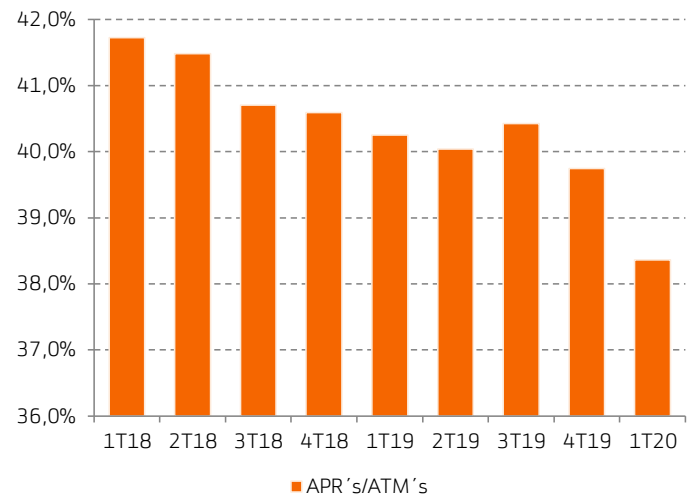


Gráfico 4: Densidad de capital



## Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER histórico

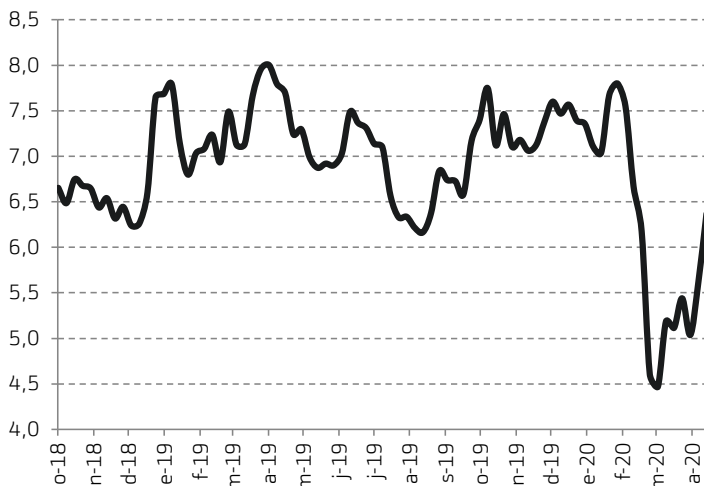
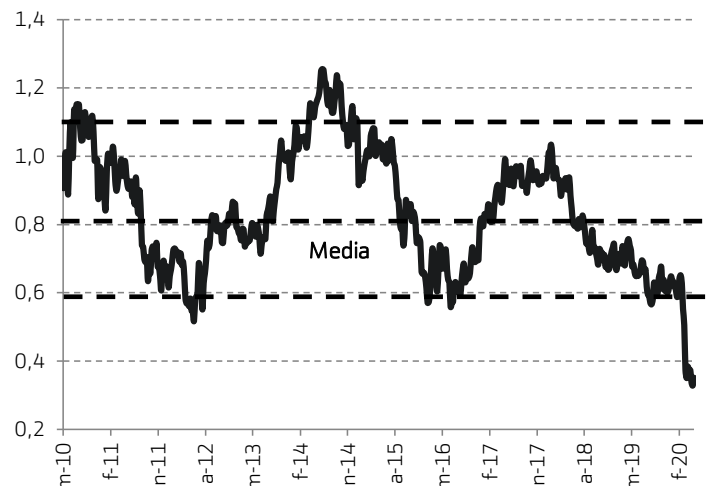


Gráfico 6: P/VC histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

## INFORMACION 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](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-Traipiella - Consumo

Temáticas y activos de responsabilidad compartida

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