

Nota: Banco Santander

El equipo gestor reitera el *guidance* de resultados para 2022 y los objetivos financieros a largo plazo

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	39.937 M€
Nº Acciones	16.794 M
Precio último	2,37 €/acc
Max/Min (52 sem)	3,48 / 2,32
Revalorización (YTD)	-19,28%
Cód. Reuters / Bloomberg	SAN.MC / SAN.SM

Múltiplos de Valoración

	2021	2022 e	2023 e	2024 e
PER	4,9 x	4,7 x	4,6 x	4,5 x
P/V	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x
Div. Yield	2,1%	6,4%	7,5%	8,4%

Principales cifras y ratios

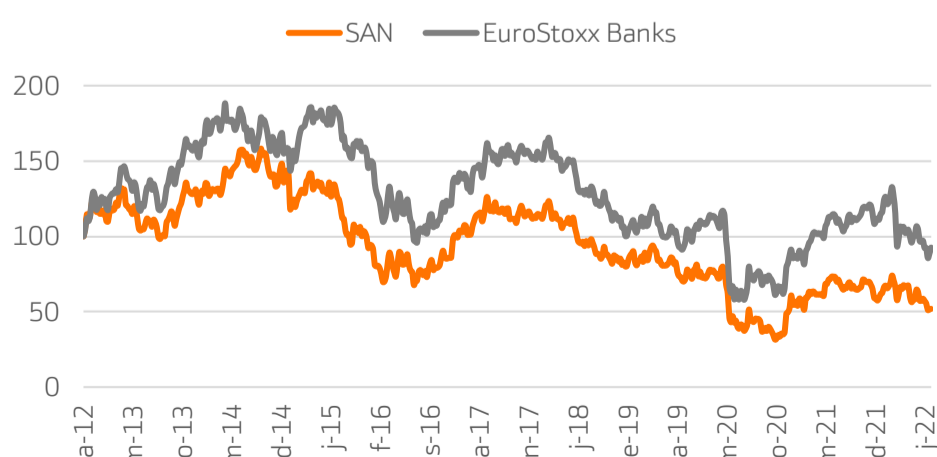
Datos en M€	2021 r	2022 e	2023 e	TAMI(1)
Margen Bruto	46.404	50.506	52.412	+6,3%
Margen Neto	24.989	27.315	29.030	+7,8%
Provisiones	-7.436	-9.667	-11.117	+22,3%
Tax, Min & Otros.	-9.429	-9.088	-9.154	-1,5%
BNA	8.124	8.559	8.759	+3,8%
BPA	0,47	0,51	0,52	+5,5%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	2,0%
ROTE sostenible estimado	11,0%
Coste de capital (Ke)	13,5%
Precio objetivo (€/acc.)	3,80
Potencial de Revalorización	60,2%

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

B. Santander

Precio Objetivo:	3,80 €/acc
Potencial:	60,2%
Recomendación:	Comprar
Analista:	Rafael Alonso

Conclusión: Las cifras del 1S 2022 son buenas - inversión crediticia, ingresos, eficiencia & rentabilidad/RoTE -. Los índices de **calidad crediticia** evolucionan positivamente y el riesgo de M&A (adquisiciones) se disipa tras abandonar SAN su interés por la filial mexicana de Citi (Banamex). La clave ahora es la generación de **capital** y la evolución del **Coste del Riesgo** ante el previsible deterioro macro. El equipo gestor mantiene el *guidance* 2022 y los objetivos financieros a largo plazo. Mantenemos recomendación en Comprar con Precio Objetivo ~3,8 €/acc (vs 4,0 €/acc. anterior).

Nuestra visión: Reiteramos recomendación de Comprar porque: Los **múltiplos de valoración** son atractivos (PER 2022 e <5,0 x & P/V ~0,4 x) y las métricas de gestión evolucionan positivamente. (1) La **rentabilidad RoTE Ordinario** se sitúa en el rango alto del sector (13,7% vs 12,0% en 2021 vs >13,0% objetivo), la ratio de capital CET1 se mantiene en un nivel confortable (12,05% vs 12,05% en 1T 2022) y la **eficiencia** (costes/ingresos) se sitúa entre las mejores de la banca europea (45,5% vs 45,0% en 1T 2022), (2) el **Margen de Intereses**- principal fuente de resultados - gana tracción, gracias al **dinamismo comercial** (+6,0% en inversión crediticia & +5,0% en depósitos) y la subida de **tipos** en las principales áreas geográficas (Reino Unido, EEUU, México...), (3) El equipo gestor **reitera el *guidance* 2022** (Crecimiento en ingresos a dígito medio; Eficiencia ~45% vs 45,5% actual; RoTE >13,0% vs 13,7% actual y CET1 FL ~12,0% vs 12,05% actual). SAN avanza en la buena dirección para alcanzar los objetivos a largo plazo (RoTE~15,0%, eficiencia ~40,0% y CET1 FL ~12,0%), (4) La **morosidad** baja hasta 3,05% (vs 3,26% en 1T 2022), con una cobertura elevada (71,0% vs 69% en 1T 2022) y un coste del riesgo/CoR bajo (0,83% vs 0,77% en 1T 2022).

Principales áreas geográficas (en términos constantes) 1S 2022: **Brasil** (BNA: 1.365 M€; -1,1%) la rentabilidad/RoTE es elevada (27,8%; -1,7pp) y la eficiencia buena (30,5%) pero la cuenta de P&G acusa el repunte del CoR (+40,6% en provisiones), **EEUU** (BNA: 1.090 M€; -21,2%), refleja un buen ritmo de actividad (+5,0% en inversión crediticia) pero un aumento en provisiones de +244,6%, **Reino Unido** (BNA: 736 M€; +5,6%), refleja la mejora en ingresos típicos (+11,2% en Margen bruto) y un CoR de -0,02%, **España** (BNA: 652 M€; +86,1%) refleja los esfuerzos en eficiencia (-4,1% en costes), el foco en comisiones (+7,1%) y la normalización del CoR (-25,6% en provisiones), **Digital Consumer Bank** (BNA: 572 M€; +16,0%) evoluciona satisfactoriamente en ingresos (+3,0%) y en CoR (-7,0% en provisiones) con una rentabilidad/RoTE de 12,8% (+1,9pp). **México** (BNA: 546 M€; +31,7%) gana tracción en ingresos (+10,3%) y actividad comercial (+11,0% en créditos) con un CoR bajo (2,05%; -69 pb) y una rentabilidad/ROTE atractiva (33,2%; +6,5 pp).

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾ Datos en M€	2T21	3T21	4T21	1T22	2T22	Acumulado		% Variación		
						12 M Trailing Último	12 M Trailing Previo	2T22 a/a	2T22 t/t	12 M a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	8.484	8.553	8.825	8.923	9.821	36.122	32.423	15,8%	10,1%	11,4%
Otros ingresos ⁽³⁾	2.864	3.246	3.035	3.617	3.396	13.294	13.539	18,6%	-6,1%	-1,8%
Margen Bruto	11.348	11.799	11.860	12.540	13.217	49.416	45.962	16,5%	5,4%	7,5%
Gastos Generales	5.920	5.917	6.664	7.385	6.961	26.927	25.510	17,6%	-5,7%	5,6%
Margen Neto	5.428	5.882	5.196	5.155	6.256	22.489	20.452	15,3%	21,4%	10,0%
Prov. insolvencias	1.748	2.196	1.407	2.123	2.640	8.366	9.156	51,0%	24,4%	-8,6%
Rdo. Operativo	3.680	3.686	3.789	3.032	3.616	14.123	11.296	-1,7%	19,3%	25,0%
Rdos. Extraordinarios	-132	-116	-42	-112	-128	-398	48	-3,0%	14,3%	n.s
BAI.	3.812	3.802	3.831	3.144	3.744	14.521	11.248	-1,8%	19,1%	29,1%
Impuestos	1.331	1.251	1.169	1.302	1.072	4.794	4.178	-19,5%	-17,7%	14,7%
Minoritarios	414	377	387	326	321	1.411	1.368	-22,5%	-1,5%	3,1%
BNA	2.067	2.174	2.275	1.516	2.351	8.316	5.702	13,7%	55,1%	45,8%
Otros Ajustes Neto	0	0	0	1.027	0	1.027	0	n.s	n.s	n.s
BNA Publicado	2.067	2.174	2.275	2.543	2.351	9.343	5.702	13,7%	-7,6%	63,9%

(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	2T21	3T21	4T21	1T22	2T22	Variación			
						MM€		%	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	304	316	306	330	350	45,9	19,6	15,1%	5,9%
Cartera Valores	161	153	150	146	284	122,4	137,3	76,0%	93,8%
Inversión Crediticia	940	942	962	998	1.015	75,9	16,9	8,1%	1,7%
Otros	164	168	178	191	74	-90,0	-117,0	-54,9%	-61,3%
Total Activo	1.569	1.578	1.596	1.666	1.723	154,2	56,8	9,8%	3,4%
Depósitos	894	909	918	971	974	79,7	2,9	8,9%	0,3%
Finac. Mayorista	579	574	580	596	652	72,8	55,8	12,6%	9,4%
Fondos Propios	96	96	97	99	97	1,7	-1,9	1,8%	-1,9%
Total Pasivo & F.Propios	1.569	1.578	1.596	1.666	1.723	154,2	56,8	9,8%	3,4%
APR 's ⁽⁵⁾	585	577	602	599	605	19,8	5,3	3,4%	0,9%
TCE ⁽⁶⁾	69	69	70	73	71	2,2	-1,8	3,3%	-2,4%

(4) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

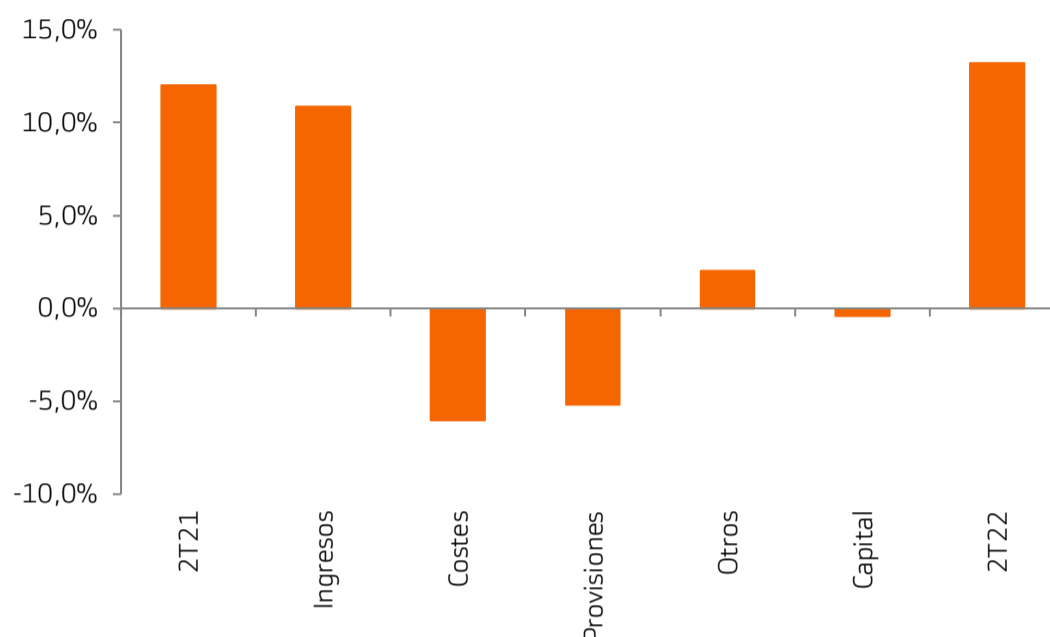
	2T21	3T21	4T21	1T22	2T22	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	105,1%	103,6%	104,8%	102,8%	104,3%	-0,8 pb	1,4 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	48,3%	47,8%	47,2%	48,9%	48,1%	-0,1 pb	-0,8 pb
APR 's/ Activos ⁽⁹⁾	37,3%	36,6%	37,7%	36,0%	35,1%	-2,2 pb	-0,9 pb
TCE/ Fondos Propios	72,0%	72,3%	72,5%	73,4%	73,0%	1,0 pb	-0,4 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	12,0%	12,6%	12,9%	8,3%	13,2%	1,2 pb	4,9 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,5%	0,6%	0,6%	0,4%	0,5%	0,0 pb	0,2 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 2T21	Contribución anual						Impacto Capital (*)	Total	RoTE 2T22
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G				
12,0%	10,8%	-6,0%	-5,2%	2,0%	1,6%	-0,4%	1,2%	13,2%	

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



Principales Estimaciones

P&G Reportada	2021	2022 e	2023 e	2024 e	% Variación		
					2022	2023	2024
Datos en M€							
Margen de Intereses	33.370	36.610	38.392	38.746	9,7%	4,9%	0,9%
Comisiones	10.502	11.404	11.651	12.052	8,6%	2,2%	3,4%
Otros Ingresos	2.532	2.492	2.368	2.245	-1,6%	-5,0%	-5,2%
Margen Bruto	46.404	50.506	52.412	53.043	8,8%	3,8%	1,2%
Gastos Generales	-21.415	-23.193	-23.383	-23.522	8,3%	0,8%	0,6%
Margen Neto	24.989	27.314	29.029	29.520	9,3%	6,3%	1,7%
Dotaciones insolvencias	-7.436	-9.667	-11.117	-11.673	30,0%	15,0%	5,0%
Otros resultados	-3.006	-2.000	-1.900	-1.700	-33,5%	-5,0%	-10,5%
Resultado antes de impuestos	14.547	15.647	16.012	16.148	n.s	2,3%	0,8%
Impuesto sobre sociedades	-4.894	-5.476	-5.604	-5.652	11,9%	2,3%	0,8%
Rdo. Operaciones continuadas	9.653	10.170	10.408	10.496	n.s	2,3%	0,8%
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
Resultado consolidado del ejercicio	9.653	10.170	10.408	10.496	n.s	2,3%	0,8%
Resultado atribuido a minoritarios	1.529	1.611	1.649	1.663	5,4%	2,3%	0,8%
Beneficio atribuido al Grupo	8.124	8.559	8.759	8.833	n.s	2,3%	0,8%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	94,5%	95,1%	95,5%	95,8%	0,5 pp	0,4 pp	0,3 pp
Comisiones/Gtos Generales	49,0%	49,2%	49,8%	51,2%	0,1 pp	0,7 pp	1,4 pp
Ratio Eficiencia	46,1%	45,9%	44,6%	44,3%	-0,2 pp	-1,3 pp	-0,3 pp
Provisiones / Mg. Bruto	29,8%	35,4%	38,3%	39,5%	5,6 pp	2,9 pp	1,2 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1: Ingresos Totales en M€

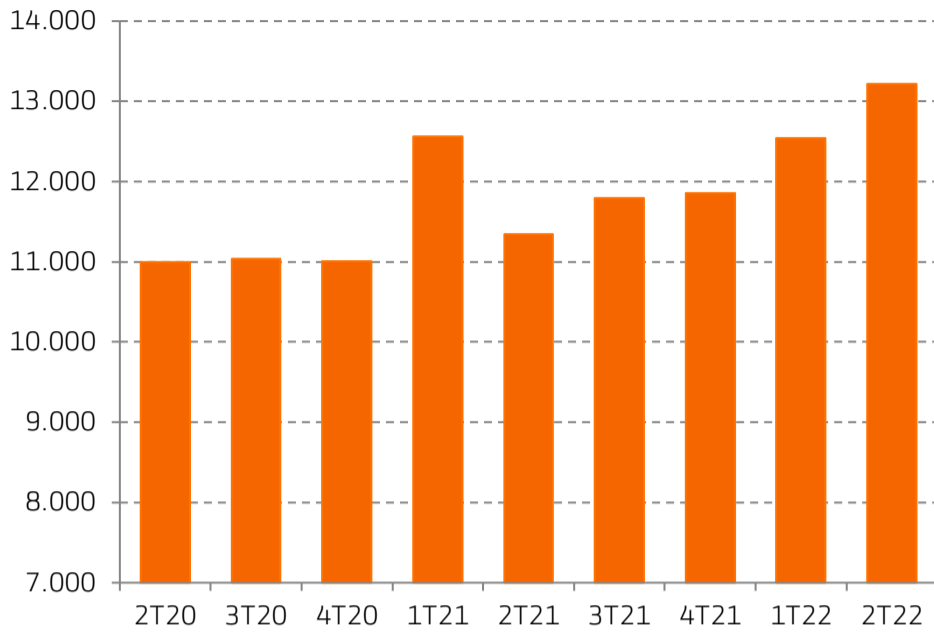
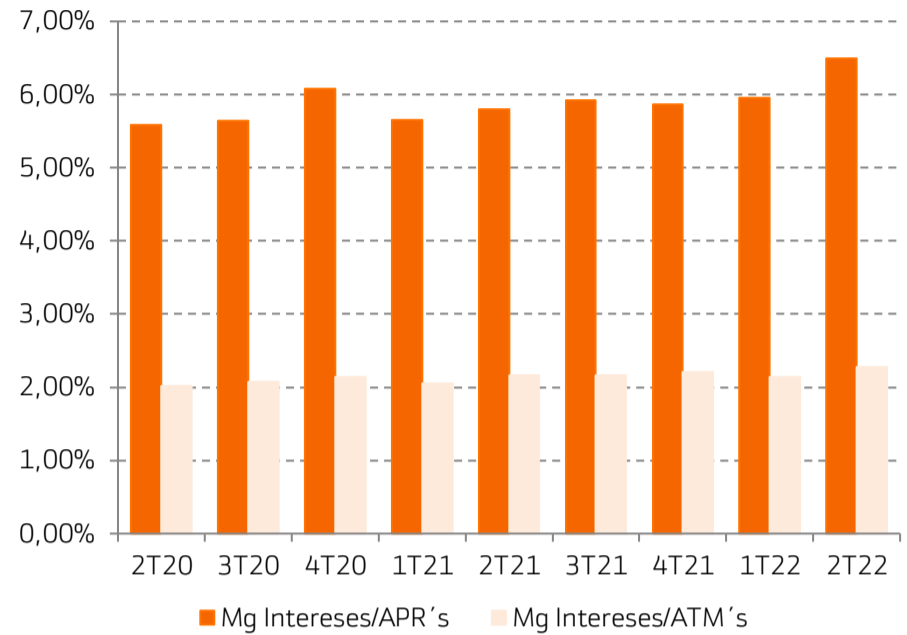


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

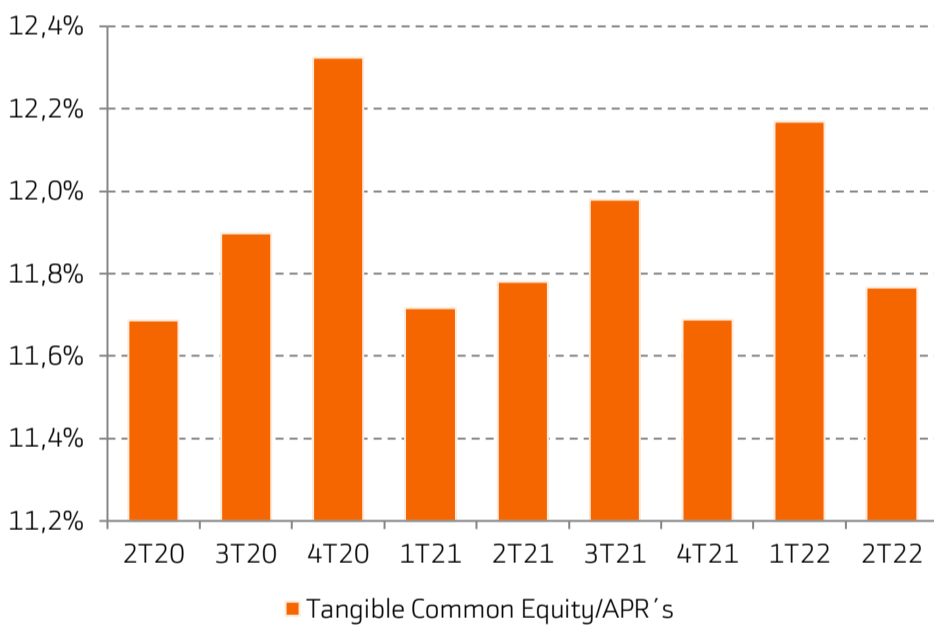
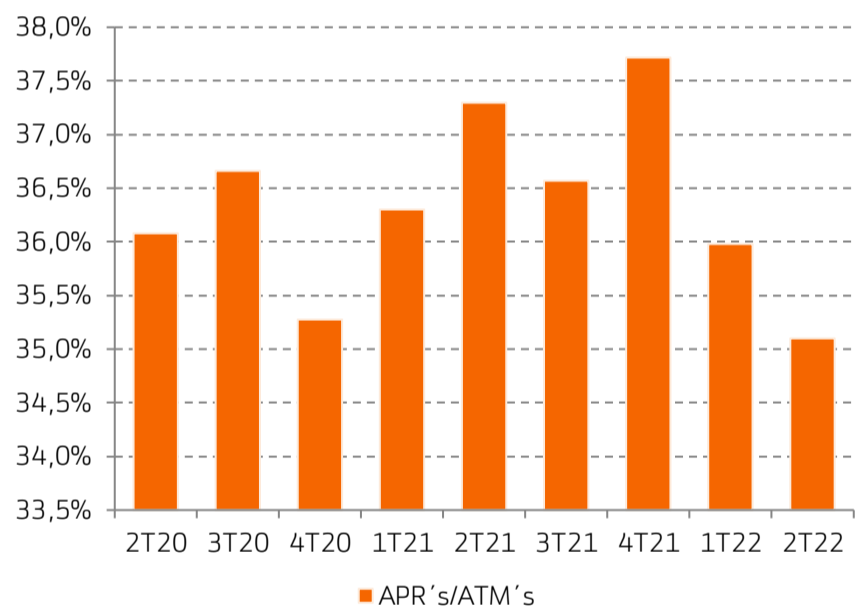


Gráfico 4: Densidad de capital

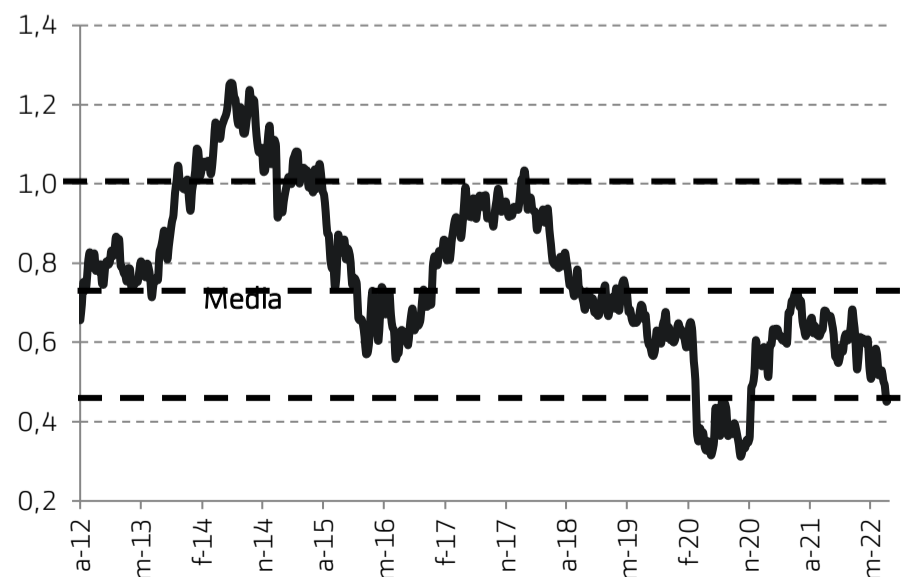


Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER histórico



Gráfico 6: P/VC histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
28/04/2022	Comprar	4,00 €
09/02/2022	Comprar	4,25 €
28/10/2021	Comprar	4,10 €
29/07/2021	Comprar	3,85 €

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- 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
- La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en: https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf
- Por favor, consulte importantes advertencias legales en: https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf

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	Eduardo Cabero - Seguros	Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Juan Moreno - Inmobiliarias	Aránzazu Cortina - Industriales	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología	Jorge Pradilla - Logística	Elena Fernández-Trapiella - Consumo & Lujo
Pedro Ribeiro - Analista	Carlos Pellicer - Analista	

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por t

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