bankinter.

Análisis

La adquisición de Banco Popular crea valor para el accionista

Bancos españoles

Precio Objetivo: 6,90 €/acc (vs 6,75 € anterior)
Recomendación: Comprar

11-jul.-17 12:30 h

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	84.707 M€
Ultimo (*)	5,81 €/acc.
Nº Acciones:	14.582 M acc.
Max / Min (52 sem):	6,24 / 3,39
Cód. Reuters / Bloomberg:	SAN.MC/ SAM.SM

(*) Excluye el Derecho de Suscripción Preferente

Datos Básicos (compañía)

P/VC'17e	0,9x	Accionistas ppales. (estimado):
P/E 17e	13,1x	Blackrock 5,03%
Yield e	3,4%	Consejo 1,0%

% Revalorización	YTD	1 mes	3 m	6 m
Banco Santander	19,1%	-3,5%	4,0%	15,4%
EuroStoxx Banks	15,8%	2,5%	9,4%	13,0%
Ibex -35	12,4%	-4,3%	0,7%	10,7%

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.

SAN & POP: Estimación de sinergias

	2018 e	2019 e	2020 e
Costes (POP): 1.525 M€ (e)			
% Potencial de ahorro	33%	33%	33%
% sinergias acumulado	33%	67%	100%
Sinergias Brutas (M€)	**168**	**336**	**504**
Sinergias Netas (post-tax)	118	235	353
+ Sinergias de Ingresos	100	100	100
= Total Sinergias	**218**	**335**	**453**

SAN & POP: Impacto en Resultados (BNA Pro-forma)

	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
BNA (SAN - ex POP)	7.200	7.853	8.569	9.426
+ BNA (POP)	-110	442	736	773
+ Sinergias netas	**0**	**218**	**335**	**453**
= BNA (Pro-forma)	**7.090**	**8.513**	**9.640**	**10.652**
BPA (SAN sin POP)	n.s	0,54	0,59	0,65
BPA (SAN & POP)	n.s	0,53	0,60	0,66
Aumento/ (-) en BPA		**-1,6%**	**2,2%**	**2,8%**

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
Precio objetivo (€/acc.)	**6,90**
Cotización (€/acc.)	5,81
Potencial de revalorización	**18,8%**

(*) Warranted Equity Value

Fuentes: Análisis Bankinter y propia compañía.

B. Santander

Precio Objetivo **6,90 €**
Recomendación: **Comprar**

Valoramos positivamente la adquisición de Banco Popular y recomendamos acudir a la ampliación de capital.

Conclusión: Valoramos positivamente la adquisición de Banco Popuolar (POP en adelante), **revisamos al alza nuestro precio objetivo hasta 6,90€/acc** (vs 6,75€/acc. anterior), reiteramos nuestra recomendación de Comprar y **recomendamos acudir a la ampliación de capital.**

Detalles de la ampliación: SAN amplia capital por 7.072 M€ para financiar la adquisición de Banco Popular. Los accionistas actuales, tienen **Derecho Preferente de Suscripción** y la **ecuación de canje es 1 acc nueva por cada 10 antiguas** (1x 10). SAN emitirá 1.458M accs nuevas (~10% del capital actual) a un **precio de 4,85€/acc** (0,50 €/acc de valor nominal y 4,35 €/acc de prima de emisión).

Pensamos que el precio de emisión es atractivo ya que se realiza con un descuento del -16,5% con respecto al precio de cierre de ayer -no refleja el valor de los derechos de suscripción que actualmente cotizan en torno a 0,09 € -. **El período de suscripción concluye el próximo 20 de julio** y las nuevas acciones comenzarán a cotizar el 31 de julio.

Finalidad de la ampliación: SAN amplia capital para financiar la compra de POP sin debilitar sus ratios de solvencia. La ratio de capital CET-I "*fully loaded*" estimada tras la ampliación de capital se sitúa en 10,7% (vs 10,66% en 1T'17) por lo que **la adquisición de POP tiene un impacto neutral en términos de capital**.

Nuestra visión: Pensamos que la operación tiene sentido estratégico y financiero. SAN alcanza el liderazgo en España con una cuota de mercado en inversión crediticia del 20,0% y del **25,0% en el negocio de Pymes** (vs 11,2% SAN España).

Desde el punto de vista financiero, **la adquisición nos parece interesante porque la operación es "relutiva" (aumenta el BPA) y la rentabilidad de la inversión es atractiva (ROI estimado del 13/14%).** Según nuestras estimaciones, el BPA mejora +2,2% en 2019 (vs ~2,0% esperado por SAN) y +2,8% en 2020 (vs ~3,0% esperado por SAN).

El incremento en BPA esperado viene principalmente explicado por mejoras de eficiencia. Estimamos un ahorro del 33,0% de la base de costes operativos de POP (en línea con el "*guidance*" de SAN), lo que implica un ahorro de 504 M€ brutos en 2020 (ver tabla de estimación de sinergias). Pensamos que además se pueden conseguir **sinergias de ingresos** debido a un menor coste de financiación mayorista y al **relanzamiento de la actividad comercial** en la franquicia POP, aunque preferimos ser conservadores en nuestras estimaciones (asumimos una contribución neta anual de 100 M€ los tres próximos años).

La adquisición de POP conlleva la **gestión de 36.800 M€ adicionales en activos improductivos brutos** ("*NPA´s*") de los cuales 17,500 M€ son activos inmobiliarios. Tras los saneamientos extraordinarios anunciados, **el volumen estimado de activos improductivos procedentes de POP se sitúa en 12.600 M€ netos (vs 10.700 M€ en SAN España).**

El volumen de activos inmobiliarios netos alcanza 6.500 M€ (vs 4.700 M€ en SAN España) con una ratio de cobertura que consideramos adecuada. La tasa de cobertura de activos inmobiliarios alcanza el 63,0% y supera la media sectorial (en torno al 50,0%). Pensamos que este factor permitirá a SAN **acelerar la venta de activos inmobiliarios, optimizar el consumo de capital y mejorar aún más la rentabilidad** de la operación.

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).

http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avd. Bruselas, nº 12
28108, Alcobendas (Madrid)

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.