

Nota: Banco Santander

Diversificación geográfica, foco en eficiencia y rentabilidad/RoTE al alza

Datos Básicos

| | |
|-----------------------------|-----------------|
| Capitalización Bursátil | 58.143 M€ |
| Nº Acciones | 15.826 M |
| Precio (09/02/2024; Cierre) | 3,68 €/acc |
| Max/Min (52 sem) | 3,97 / 2,94 |
| Revalorización (YTD) | -2,76% |
| Cód. Reuters / Bloomberg | SAN.MC / SAN.SM |

Múltiplos de Valoración

| | 2023 | 2024 e | 2025 e | 2026 e |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| PER | 5,2 x | 4,7 x | 4,7 x | 4,7 x |
| P/V | 0,8 x | 0,7 x | 0,7 x | 0,6 x |
| Div. Yield | 3,8% | 6,2% | 7,3% | 8,4% |

Principales cifras y ratios

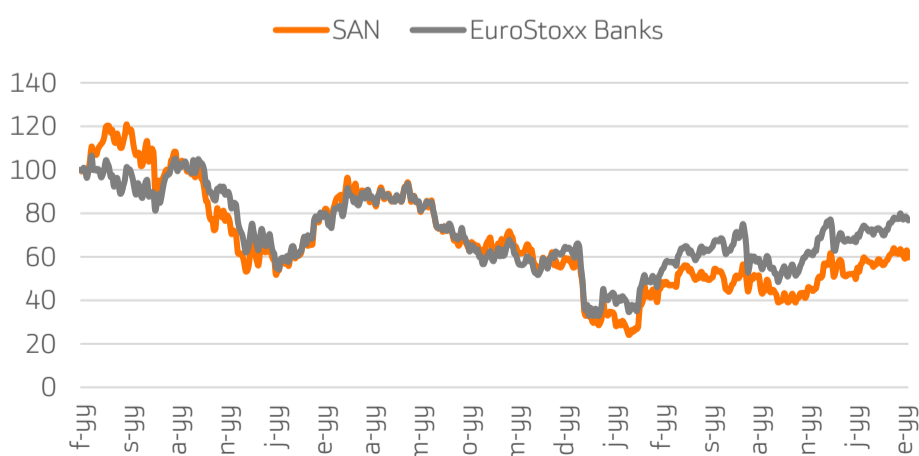
| Datos en M€ | 2023 r | 2024 e | 2025 e | TAMI(1) |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| Margen Bruto | 57.423 | 60.118 | 61.392 | +3,4% |
| Margen Neto | 31.999 | 33.778 | 34.278 | +3,5% |
| Provisiones | -12.458 | -12.896 | -13.478 | +4,0% |
| Tax, Min & Otros. | -8.465 | -8.611 | -8.455 | -0,1% |
| BNA | 11.076 | 12.270 | 12.346 | +5,6% |
| BPA | 0,68 | 0,76 | 0,76 | +5,6% |

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

| | |
|-------------------------------------|--------------|
| Crecimiento sostenible esperado (g) | 2,0% |
| ROTE sostenible estimado | 13,9% |
| Coste de capital (Ke) | 14,0% |
| Precio objetivo (€/acc.) | 5,10 |
| Potencial de Revalorización | 38,7% |

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

B. Santander

Precio Objetivo: 5,10 €/acc
Potencial: 38,7%
Recomendación: Comprar
Analista: Rafael Alonso

Conclusión: SAN reitera los objetivos del plan estratégico 2023/2025 tras batir expectativas en 4T 2023. El **guidance 2024** es positivo (crecimiento en ingresos con mejoras de **eficiencia y Rentabilidad/RoTE** ~16% vs 15,1% actual). En 2023, el BNA crece a doble dígito (+15,3%), con la **morosidad contenida** (~3,14%) y una ratio de solvencia holgada (CET1 ~12,3%). Mantenemos **recomendación de Comprar** tras revisar nuestro Precio Objetivo hasta 5,10 €/acc. (vs 5,00 €/acc. ant.).

Resultados 2023: SAN sorprende positivamente con un BNA de 2.933 M€ en 4T 2023 (+17,7% vs 2.635 M€ e) que alcanza 11.076 M€ en el conjunto del año 2023 (+15,3%). **SAN mantiene los objetivos del plan estratégico 2023/2025** que resumimos a continuación: Crecimiento a doble dígito en BPA (vs +21,5% actual), eficiencia (costes/ingresos) ~42% (vs 44,1% actual), ratio de capital CET1 >12,0% (vs 12,3% actual), rentabilidad/RoTE ~15,0%/17,0% (vs 15,1% actual) y crecimiento a doble dígito en TNAV + dividendos (vs +15,0% actual).

Lo más importante de los resultados: (1) **Las métricas de gestión del grupo** en su conjunto son buenas - Ingresos recurrentes, eficiencia y RoTE -, (2) no se aprecia un deterioro significativo en los índices de calidad crediticia y (3) el **guidance 2024 es positivo**: Crecimiento de un dígito medio en ingresos, eficiencia <43%, Coste del Riesgo/CoR ~1,2%, **RoTE~16,0%** y CET1 FL >12%.

Reiteramos recomendación de Comprar: La **rentabilidad/RoTE** es interesante (15,1% vs 13,4% en 2022), la ratio de capital CET1 se mantiene en un nivel confortable (12,3% vs 12,0% en 2022) y la **eficiencia** se sitúa entre las mejores de la banca europea (44,1% vs 45,8% en 2022). Además, los índices de **calidad crediticia** son buenos (morosidad estable en 3,14% vs 3,13% en 3T 2023), cobertura elevada (66% vs 68% en 3T 2023) y el CoR evoluciona en línea con lo esperado (1,18% vs < 1,2% objetivo).

Principales áreas geográficas: 2023 en € constantes: **España** (BNA: 2.371 M€; +51,9%) refleja un fuerte aumento del Margen de Intereses (+46,3%) y un CoR bajo (0,62%; +1 pb); **Brasil** (BNA: 1.921 M€; -24,8%) la rentabilidad/RoTE aún está lejos del objetivo (13,7% - 5,5pp), a pesar de la gestión de costes (eficiencia ~34,6%) y un CoR ~4,77% (-2pb); **Reino Unido** (BNA: 1.545 M€; +13,0%), refleja un comportamiento razonable en ingresos (+4,0%) con un CoR de apenas 0,10% (-2 pb); **México** (BNA: 1.560 M€; +16,6%) gana tracción en ingresos (+15,7%) con un CoR razonable (2,43%; +48 pb) y una rentabilidad/RoTE buena (17,7%; +0,8pp); **EE.UU.** (BNA: 932 M€; -46,3%), la actividad comercial pierde inercia (+1,0% en inversión y +1,0% en depósitos) y el esfuerzo en provisiones (+52,9%) reduce la rentabilidad/RoTE hasta 9,1% (-7,6 pp); **Digital Consumer Bank** (BNA: 1.199 M€; -6,9%) la mejora de ingresos no compensa el esfuerzo en provisiones (+45,7%) y la rentabilidad es inferior al conjunto del grupo (12,3%; -1,3pp).

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://bankinter.com/broker/analisis>

www.bankinter.com

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y de su difus. Hoja 1 de 5

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Avda. de Bruselas,14

28108 Alcobendas, Madrid

Cuenta de P&G

| P&G Ajustada ⁽¹⁾ | 4T22 | 1T23 | 2T23 | 3T23 | 4T23 | Acumulado | | % Variación | | 12 M |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| | | | | | | 12 M Trailing | Último | Previo | 4T23 | |
| Datos en M€ | | | | | | | | | | |
| Mg. Intereses ⁽²⁾ | 10.225 | 10.459 | 10.843 | 11.311 | 11.219 | 43.832 | 39.107 | 9,7% | -0,8% | 12,1% |
| Otros ingresos ⁽³⁾ | 3.461 | 5.205 | 3.647 | 3.384 | 3.182 | 15.418 | 13.621 | -8,1% | -6,0% | 13,2% |
| Margen Bruto | 13.686 | 15.664 | 14.490 | 14.695 | 14.401 | 59.250 | 52.728 | 5,2% | -2,0% | 12,4% |
| Gastos Generales | 7.248 | 8.655 | 7.594 | 7.141 | 7.153 | 30.543 | 28.124 | -1,3% | 0,2% | 8,6% |
| Margen Neto | 6.438 | 7.009 | 6.896 | 7.554 | 7.248 | 28.707 | 24.604 | 12,6% | -4,1% | 16,7% |
| Prov. insolvencias | 3.027 | 3.301 | 2.936 | 3.240 | 3.479 | 12.956 | 10.863 | 14,9% | 7,4% | 19,3% |
| Rdo. Operativo | 3.411 | 3.708 | 3.960 | 4.314 | 3.769 | 15.751 | 13.741 | 10,5% | -12,6% | 14,6% |
| Rdos. Extraordinarios | -78 | -124 | -298 | -133 | -153 | -708 | -482 | n.s | n.s | n.s |
| BAI. | 3.489 | 3.832 | 4.258 | 4.447 | 3.922 | 16.459 | 14.223 | 12,4% | -11,8% | 15,7% |
| Impuestos | 948 | 967 | 1.314 | 1.271 | 724 | 4.276 | 4.486 | -23,6% | -43,0% | -4,7% |
| Minoritarios | 252 | 294 | 274 | 274 | 265 | 1.107 | 1.159 | 5,2% | -3,3% | -4,5% |
| BNA Ordinario | 2.289 | 2.571 | 2.670 | 2.902 | 2.933 | 11.076 | 8.578 | 28,1% | 1,1% | 29,1% |

(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 | 4T22 | 1T23 | 2T23 | 3T23 | 4T23 | Variación | | | |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | | | | MM€ | % | t/t | a/a |
| Liquidez ⁽⁴⁾ | 337 | 355 | 360 | 387 | 375 | 38,3 | -11,8 | 11,4% | -3,0% |
| Cartera Valores | 61 | 70 | 79 | 78 | 242 | 180,9 | 163,3 | 297,5% | 208,1% |
| Inversión Crediticia | 1.019 | 1.015 | 1.022 | 1.017 | 1.015 | -4,2 | -2,2 | -0,4% | -0,2% |
| Otros | 318 | 309 | 319 | 334 | 165 | -152,6 | -169,0 | -48,0% | -50,6% |
| Total Activo | 1.735 | 1.749 | 1.780 | 1.817 | 1.797 | 62,4 | -19,8 | 3,6% | -1,1% |
| Depósitos | 1.025 | 999 | 1.014 | 1.035 | 1.047 | 21,8 | 12,3 | 2,1% | 1,2% |
| Finac. Mayorista | 612 | 651 | 665 | 679 | 646 | 34,0 | -33,4 | 5,6% | -4,9% |
| Fondos Propios | 98 | 99 | 102 | 103 | 104 | 6,7 | 1,3 | 6,8% | 1,3% |
| Total Pasivo & F.Propios | 1.735 | 1.749 | 1.780 | 1.817 | 1.797 | 62,4 | -19,8 | 3,6% | -1,1% |
| APR 's ⁽⁵⁾ | 609 | 621 | 631 | 629 | 629 | 19,7 | 0,0 | 3,2% | 0,0% |
| TCE ⁽⁶⁾ | 70 | 72 | 74 | 75 | 76 | 5,1 | 1,0 | 7,2% | 1,3% |

(4) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

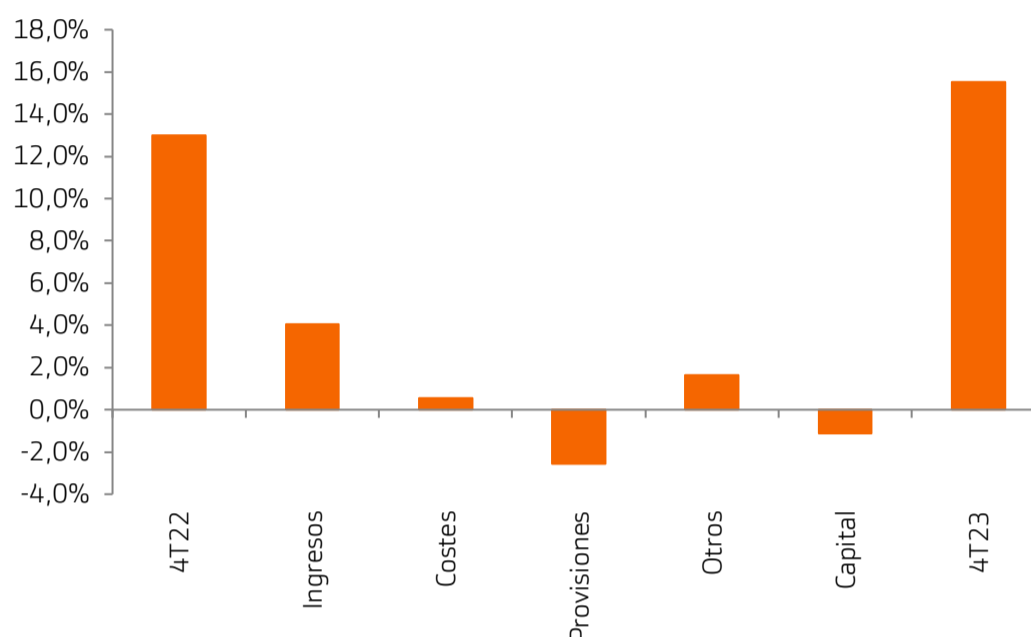
| | 4T22 | 1T23 | 2T23 | 3T23 | 4T23 | Variación en pb | |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|---------------|
| | | | | | | a/a | t/t |
| L-t-D ⁽⁷⁾ | 99,4% | 101,6% | 100,8% | 98,3% | 96,9% | -2,5 pb | -1,4 pb |
| Dudosos / TCE ⁽⁸⁾ | 49,2% | 48,1% | 47,3% | 47,7% | 47,1% | -2,1 pb | -0,5 pb |
| APR 's/ Activos ⁽⁹⁾ | 35,1% | 35,5% | 35,4% | 34,6% | 34,7% | -0,4 pb | 0,1 pb |
| TCE/ Fondos Propios | 72,2% | 72,1% | 72,5% | 72,5% | 72,5% | 0,3 pb | 0,0 pb |
| ROTE ⁽¹⁰⁾ | 13,0% | 14,3% | 14,4% | 15,6% | 15,5% | 2,5 pb | 0,0 pb |
| ROA ⁽¹¹⁾ | 0,5% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,7% | 0,1 pb | 0,0 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 4T22 | Contribución anual | | | | | | Impacto Capital (*) | Total | RoTE 4T23 |
|--------------|--------------------|--------|---------|-------|------|-------|------------------------|-------|--------------|
| | Ingresos | Costes | Provis. | Otros | P&G | | | | |
| 13,0% | 4,1% | 0,5% | -2,6% | 1,6% | 3,7% | -1,1% | 2,5% | 15,5% | |

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



Principales Estimaciones

| P&G Reportada | 2023 | 2024 e | 2025 e | 2026 e | % Variación | | |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|-------------|--------------|
| | | | | | 2024 | 2025 | 2026 |
| Datos en M€ | | | | | | | |
| Margen de Intereses | 43.261 | 45.208 | 46.112 | 46.573 | 4,5% | 2,0% | 1,0% |
| Comisiones | 12.057 | 12.696 | 13.331 | 13.997 | 5,3% | 5,0% | 5,0% |
| Otros Ingresos | 2.105 | 2.214 | 1.949 | 1.599 | 5,2% | -12,0% | -18,0% |
| Margen Bruto | 57.423 | 60.118 | 61.392 | 62.169 | 4,7% | 2,1% | 1,3% |
| Gastos Generales | -25.425 | -26.341 | -27.115 | -27.911 | 3,6% | 2,9% | 2,9% |
| Margen Neto | 31.998 | 33.777 | 34.277 | 34.258 | 5,6% | 1,5% | -0,1% |
| Dotaciones insolvencias | -12.458 | -12.896 | -13.478 | -13.747 | 3,5% | 4,5% | 2,0% |
| Otros resultados | -3.082 | -1.600 | -1.400 | -1.000 | -48,1% | -12,5% | -28,6% |
| Resultado antes de impuestos | 16.458 | 19.281 | 19.399 | 19.511 | 17,1% | 0,6% | 0,6% |
| Impuesto sobre sociedades | -4.276 | -5.784 | -5.820 | -5.853 | 35,3% | 0,6% | 0,6% |
| Rdo. Operaciones continuadas | 12.182 | 13.496 | 13.580 | 13.658 | 10,8% | 0,6% | 0,6% |
| Rdo. Operaciones interrumpidas (neto) | 0 | 0 | 0 | 0 | n.s | n.s | n.s |
| Resultado consolidado del ejercicio | 12.182 | 13.496 | 13.580 | 13.658 | 10,8% | 0,6% | 0,6% |
| Resultado atribuido a minoritarios | 1.107 | 1.226 | 1.234 | 1.241 | 10,8% | 0,6% | 0,6% |
| Beneficio atribuido al Grupo | 11.075 | 12.270 | 12.346 | 12.417 | 10,8% | 0,6% | 0,6% |
| Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto | 96,3% | 96,3% | 96,8% | 97,4% | 0,0 pp | 0,5 pp | 0,6 pp |
| Comisiones/Gtos Generales | 47,4% | 48,2% | 49,2% | 50,1% | 0,8 pp | 1,0 pp | 1,0 pp |
| Ratio Eficiencia | 44,3% | 43,8% | 44,2% | 44,9% | -0,5 pp | 0,4 pp | 0,7 pp |
| Provisiones / Mg. Bruto | 38,9% | 38,2% | 39,3% | 40,1% | -0,8 pp | 1,1 pp | 0,8 pp |

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

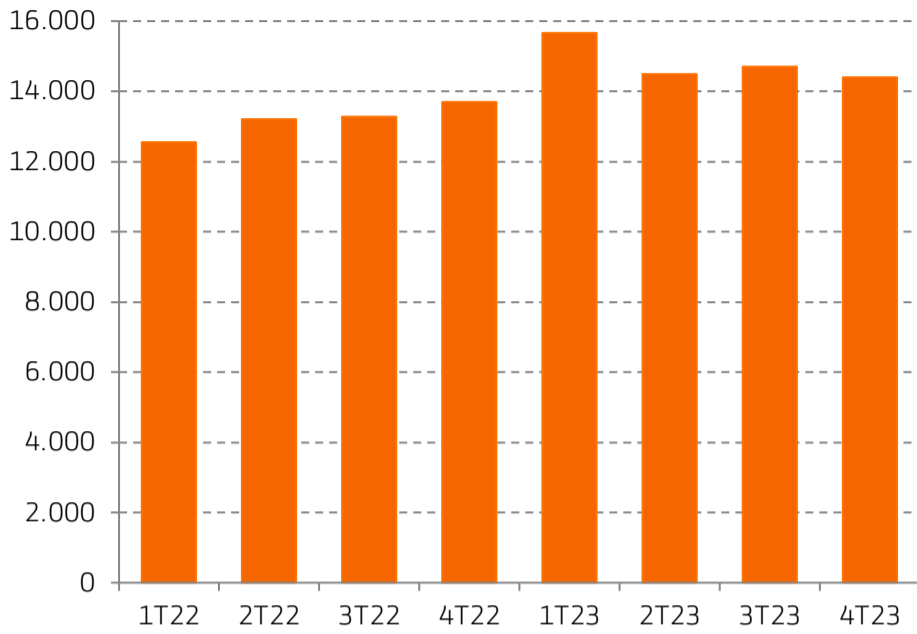
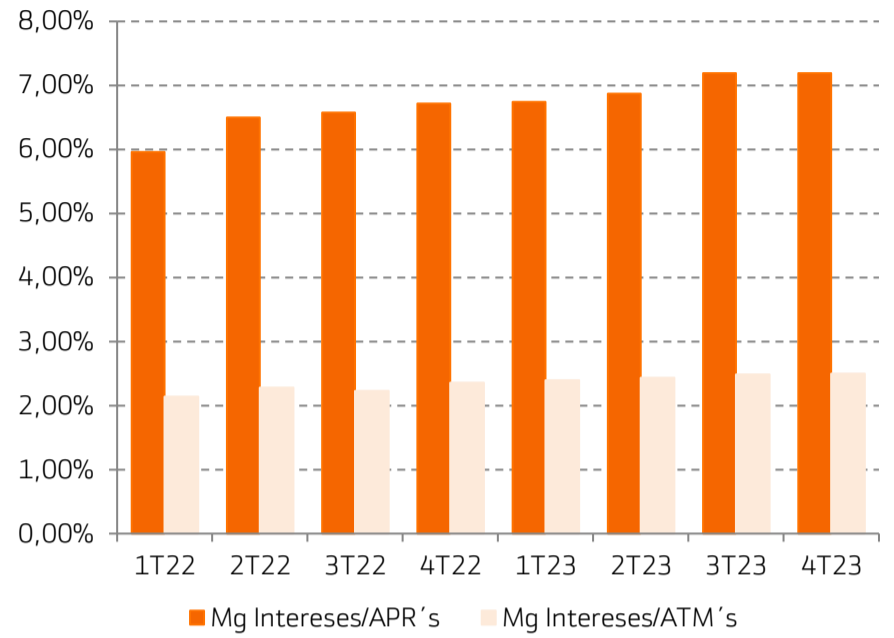


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

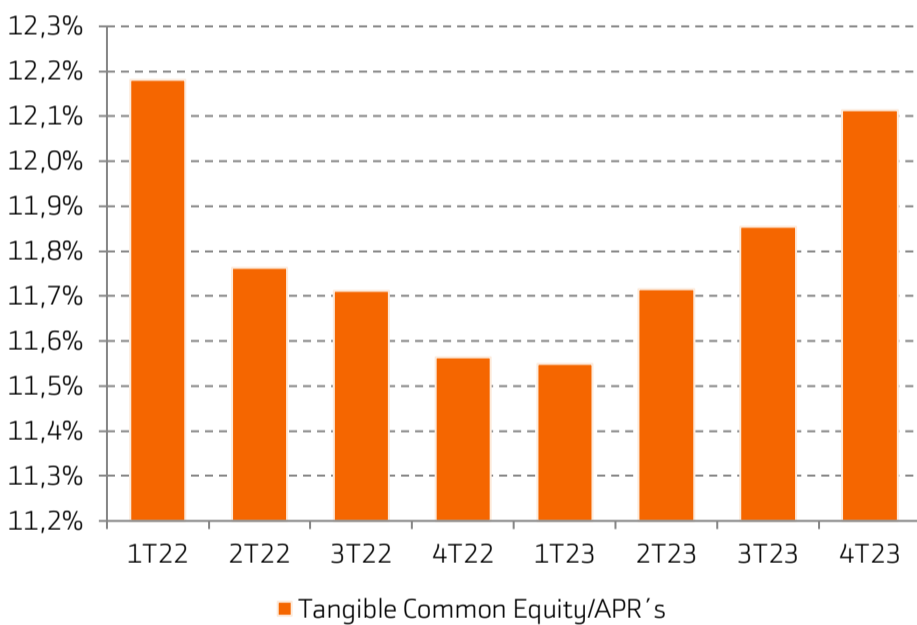
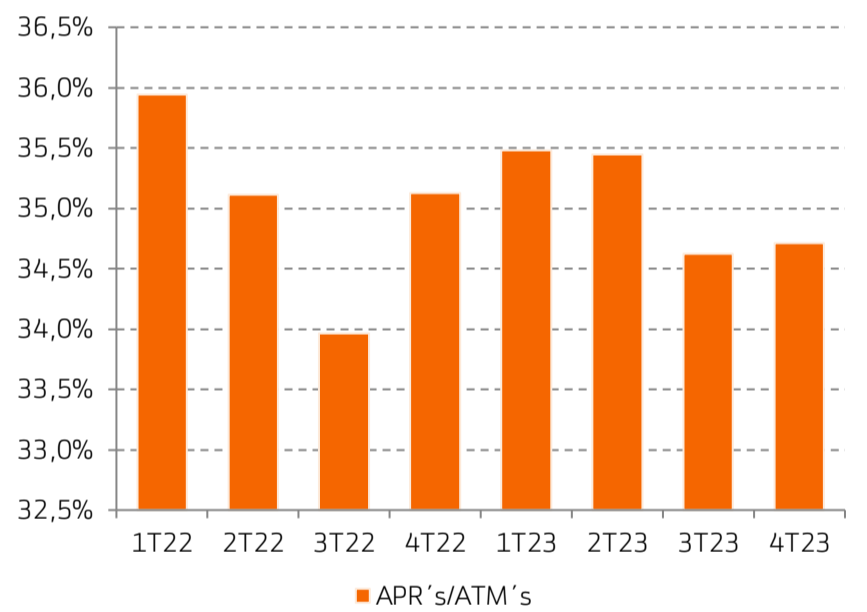


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER histórico

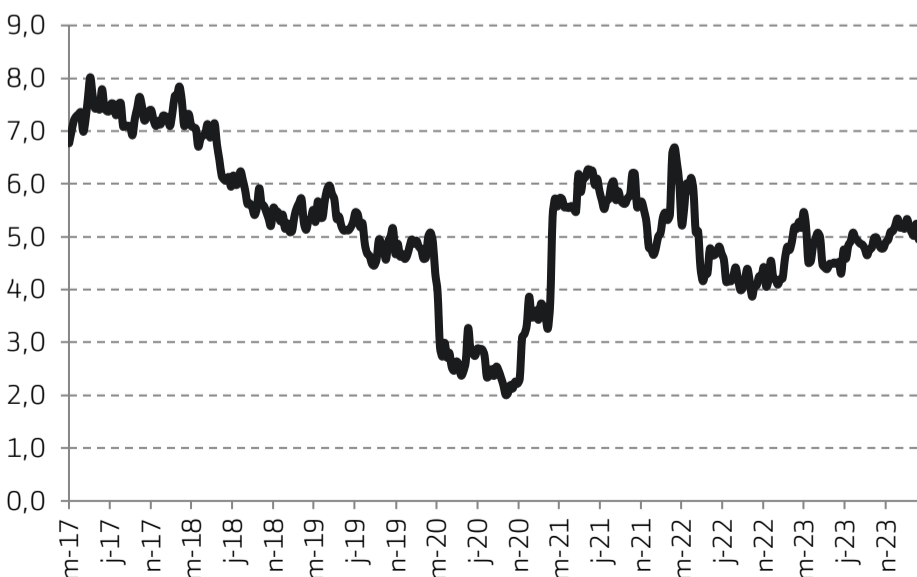
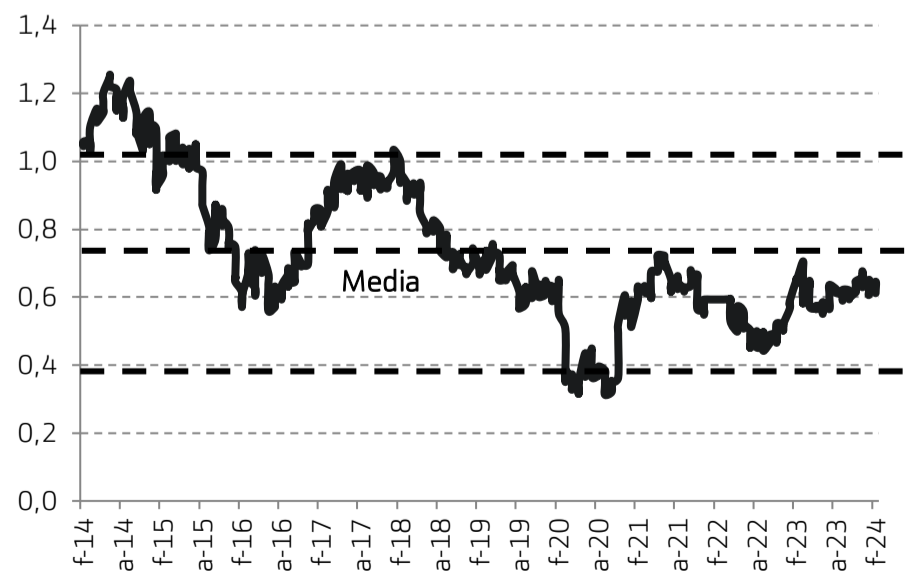


Gráfico 6: P/V histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

| Fecha | Recomendación | Precio Objetivo |
|------------|---------------|-----------------|
| 12/02/2024 | Comprar | 5,10 € |
| 06/11/2023 | Comprar | 5,00 € |
| 08/08/2023 | Comprar | 4,75 € |
| 25/04/2023 | Comprar | 4,50 € |

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

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