

Bancos Europeos

La cuenta de P&G muestra una dinámica positiva, los índices de calidad mejoran y el RoTE alcanza el 12,4%

B. Santander

Precio Objetivo: 6,75 €/acc

Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	85.780 M€
Nº Acciones	16.136 M
Precio último	5,32 €/acc
Max/Min (52 sem)	6,25 / 5,11
Revalorización (YTD)	-2,97%
Cód. Reuters / Bloomberg	SAN.MC / SAN.SM

Múltiplos de Valoración

	2017	2018 e	2019 e	2020 e
PER	13,0 x	10,3 x	9,6 x	8,7 x
P/V	0,9 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x
Div. Yield	4,1%	5,2%	5,6%	5,8%

Principales cifras y ratios

Datos en M€	2017 r	2018 e	2019 e	TAMI(1)
Margen Bruto	48.392	50.050	51.851	+3,5%
Margen Neto	25.473	27.096	28.535	+5,8%
Provisiones	-9.111	-9.913	-10.499	+7,3%
Tax, Min & Otros.	-9.743	-8.887	-9.137	-3,2%
BNA	6.619	8.295	8.900	+16,0%
BPA	0,41	0,51	0,55	+16,0%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	3,0%
ROTE sostenible estimado	12,5%
Coste de capital (Ke)	9,5%
Precio objetivo (€/acc.)	6,75
Potencial de revalorización	27,0%

(*) Warranted Equity Value

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: Valoramos positivamente la evolución de las principales métricas de gestión - resultado ordinario, calidad crediticia, solvencia y RoTE - así como la diversificación por áreas geográficas - Europa representa el 51,0% del BNA y América el 49,0% - . Pensamos que se dan las condiciones para que SAN supere los objetivos financieros del Plan Estratégico 2016/2018 (RoTE > 11,5% vs 12,4% actual; CETI FL > 11,0% vs 10,91% pro-forma actual y ratio de eficiencia ~ 45/47% vs 47,4% actual). Reino Unido pierde protagonismo y defrauda expectativas pero no lo suficiente como para cambiar nuestra visión sobre el banco. Reiteramos nuestra Recomendación de Comprar con un Precio Objetivo de 6,75 €/acc (sin cambios).

Resultados 1T'18: El BNA alcanza 2.054 M€ (+10,0%) y bate las expectativas (1.984 M€ esperado) gracias a la evolución de Brasil y la generación de ROF's. Las principales partidas de la cuenta de P&G - Margen Bruto, Margen Neto y BNA - crecen a doble dígito en términos constantes y el RoTE alcanza el 12,4% (vs 11,2% en 4T'17). Los índices de calidad crediticia mejoran y la ratio de capital CETI FL (Pro-forma) - actualmente en 10,91% - se acerca al objetivo del banco para 2018 (> 11,0%).

La cuenta de P&G pone de manifiesto: (i) El impacto negativo de los tipos de cambio - Real Brasileño, Peso Mexicano, Libra y Dólar - ya que el BNA en términos constantes crece a un ritmo del 22,2% (vs +10,0% reportado), (ii) una positiva evolución del negocio típico - volúmenes de inversión crediticia y comisiones especialmente - y (iii) la mejora en los índices de calidad crediticia. La morosidad desciende hasta el 4,02% (vs 4,08% en 4T'17 vs 4,24% en 3T'17) y la tasa de cobertura - una de las mayores del sector - aumenta hasta el 70,0% (vs 65,2% en 4T'17). La ratio de capital CET1 FL mejora hasta el 11,0% (vs 10,84% en 4T'17) gracias a la generación orgánica de capital y al cambio de perímetro tras la venta del grueso del negocio inmobiliario a Blackstone. La ratio pro-forma (post - TotalBank, Wizink, SCUSA y Popular) se sitúa en 10,91% y se acerca al objetivo del banco para 2018 (> 11,0%).

Por áreas geográficas (en términos constantes), Brasil (BNA: 677 M€; +27,0% vs 642 M€ esperado) continúa siendo la principal fuente de resultados (representa el 27,0% del BNA), gracias al impulso del Margen Bruto (+10,4%; +2,8% t/t) y al control de costes (-5,1% t/t). En España (18,0% del total) el BNA alcanza 455 M€ (+26,0%; vs 440 M€ esperado) tras el cambio de perímetro por la integración de Popular. Santander Consumer (BNA 323 M€; +4,0% vs 308 M€ esperado) mantiene una rentabilidad elevada (RoTE ~16,6%) y una mora reducida (~2,48%). En Reino Unido, los índices de calidad son satisfactorios, pero la presión en ingresos aumenta y el BNA cae hasta 320 M€ (-21,0% vs 344 M€ esperado). México (BNA: 175 M€; +14,0%), Chile (151 M€; +8,0%), EE.UU (125 M€; +52,0%) y Portugal (127 M€; +1,0%) también sorprenden positivamente.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández Ramón Carrasco Arancha Bueno Pilar Aranda
 Eva del Barrio Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

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.

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾ Datos en M€	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	1T18	12 M	12 M
								a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	8.443	8.844	8.712	8.682	8.489	34.727	32.277	0,5%	-2,2%	7,6%
Otros ingresos ⁽³⁾	3.453	3.044	3.352	3.370	3.484	13.250	12.382	0,9%	3,4%	7,0%
Margen Bruto	11.896	11.888	12.064	12.052	11.973	47.977	44.659	0,6%	-0,7%	7,4%
Gastos Generales	5.543	5.647	5.766	6.174	6.156	23.743	21.474	11,1%	-0,3%	10,6%
Margen Neto	6.353	6.241	6.298	5.878	5.817	24.234	23.185	-8,4%	-1,0%	4,5%
Prov. insolvencias	2.400	2.280	2.250	2.181	2.282	8.993	9.510	-4,9%	4,6%	-5,4%
Rdo. Operativo	3.953	3.961	4.048	3.697	3.535	15.241	13.675	-10,6%	-4,4%	11,5%
Rdos. Extraordinarios	642	688	972	704	-154	2.210	2.175	-124,0%	-121,9%	1,6%
BAI.	3.311	3.273	3.076	2.993	3.689	13.031	11.500	11,4%	23,3%	13,3%
Impuestos	1.125	1.129	1.244	1.090	1.280	4.743	3.711	13,8%	17,4%	27,8%
Minoritarios	319	395	371	361	355	1.482	1.303	11,3%	-1,7%	13,7%
BNA Ajustado	1.867	1.749	1.461	1.542	2.054	6.806	6.486	10,0%	33,2%	4,9%
Otros Ajustes Neto	0	0	515	382	0	0	0	n.s	n.s	n.s
BNA Publicado	1.867	1.749	1.976	1.924	2.054	6.806	6.486	10,0%	6,8%	4,9%

(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	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	Variación			
						a/a	MM€	t/t	%
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	187	192	225	188	215	27,7	26,3	14,8%	14,0%
Cartera Valores	185	204	200	213	172	-13,2	-40,7	-7,1%	-19,1%
Inversión Crediticia	800	860	853	873	856	56,3	-16,7	7,0%	-1,9%
Otros	180	189	189	170	195	15,8	25,3	8,8%	14,9%
Total Activo	1.352	1.445	1.468	1.444	1.438	86,5	-5,8	6,4%	-0,4%
Depósitos	655	764	779	778	767	111,9	-10,4	17,1%	-1,3%
Finac. Mayorista	592	580	580	560	566	-26,0	5,9	-4,4%	1,1%
Fondos Propios	105	101	109	107	105	0,6	-1,4	0,6%	-1,3%
Total Pasivo & F.Propios	1.352	1.445	1.468	1.444	1.438	86,5	-5,8	6,4%	-0,4%
APR's ⁽⁵⁾	597	630	623	605	FALSO	-597,1	-605,1	-100,0%	-100,0%
TCE ⁽⁶⁾	63	60	67	66	66	3,5	0,6	5,6%	1,0%

(4) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	122,0%	112,6%	109,6%	112,2%	111,6%	-10,5 pb	-0,7 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	51,1%	49,5%	43,7%	57,1%	56,3%	5,2 pb	-0,8 pb
APR's/ Activos ⁽⁹⁾	44,2%	43,6%	42,4%	41,9%	41,7%	-2,4 pb	-0,2 pb
TCE/ Fondos Propios	60,0%	59,6%	62,0%	61,6%	63,0%	3,0 pb	1,4 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	11,9%	11,6%	8,7%	9,4%	12,4%	0,5 pb	3,0 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,6%	0,0 pb	0,1 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

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández

Eva del Barrio Esther Gutierrez Ana de Castro

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.

Hoja 2 de 4

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

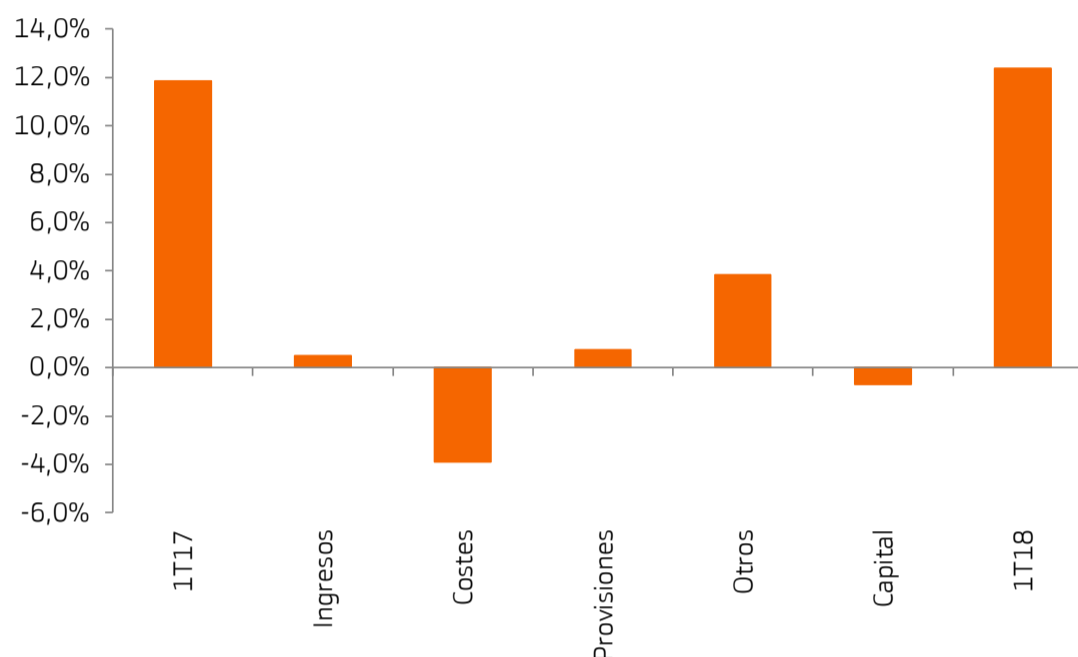
Avd. Bruselas, nº 14

28108, Alcobendas (Madrid)

Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoTE 1T17	Contribución anual							RoTE 1T18
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Impacto Capital (*)	Total	
11,9%	0,5%	-3,9%	0,7%	3,8%	1,2%	-0,7%	0,5%	12,4%

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



Principales Estimaciones

P&G Reportada	2017	2018 e	2019 e	2020 e	% Variación		
					2018	2019	2020
Datos en M€							
Margen de Intereses	34.296	35.486	37.183	38.260	3,5%	4,8%	2,9%
Comisiones	11.597	11.803	12.045	12.777	1,8%	2,1%	6,1%
Otros Ingresos	2.499	2.762	2.623	2.438	10,5%	-5,0%	-7,1%
Margen Bruto	48.392	50.050	51.851	53.476	3,4%	3,6%	3,1%
Gastos Generales	-22.918	-22.955	-23.317	-23.502	0,2%	1,6%	0,8%
Margen Neto	25.474	27.095	28.534	29.974	6,4%	5,3%	5,0%
Dotaciones insolvencias	-9.111	-9.913	-10.499	-10.625	8,8%	5,9%	1,2%
Otros resultados	-2.812	-2.028	-2.115	-1.696	-27,9%	4,3%	-19,8%
Resultado antes de impuestos	13.551	15.154	15.920	17.652	11,8%	5,1%	10,9%
Impuesto sobre sociedades	-4.587	-4.546	-4.776	-5.296	-0,9%	5,1%	10,9%
Rdo. Operaciones continuadas	8.964	10.608	11.144	12.357	18,3%	5,1%	10,9%
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	-897	-500	-300	-300	-44,3%	-40,0%	0,0%
Resultado consolidado del ejercicio	8.067	10.108	10.844	12.057	25,3%	7,3%	11,2%
Resultado atribuido a minoritarios	1.447	1.813	1.945	2.163	25,3%	7,3%	11,2%
Beneficio atribuido al Grupo	6.620	8.294	8.899	9.894	25,3%	7,3%	11,2%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	94,8%	94,5%	94,9%	95,4%	-0,4 pp	0,5 pp	0,5 pp
Comisiones/Gtos Generales	50,6%	51,4%	51,7%	54,4%	0,8 pp	0,2 pp	2,7 pp
Ratio Eficiencia	47,4%	45,9%	45,0%	43,9%	-1,5 pp	-0,9 pp	-1,0 pp
Provisiones / Mg. Bruto	35,8%	36,6%	36,8%	35,4%	0,8 pp	0,2 pp	-1,3 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández

Eva del Barrio Esther Gutierrez Ana de Castro

Ramón Carrasco Arancha Bueno Pilar Aranda

Joao Pisco Susana André (Mkt).

Hoja 3 de 4

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avd. Bruselas, nº 14

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.

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

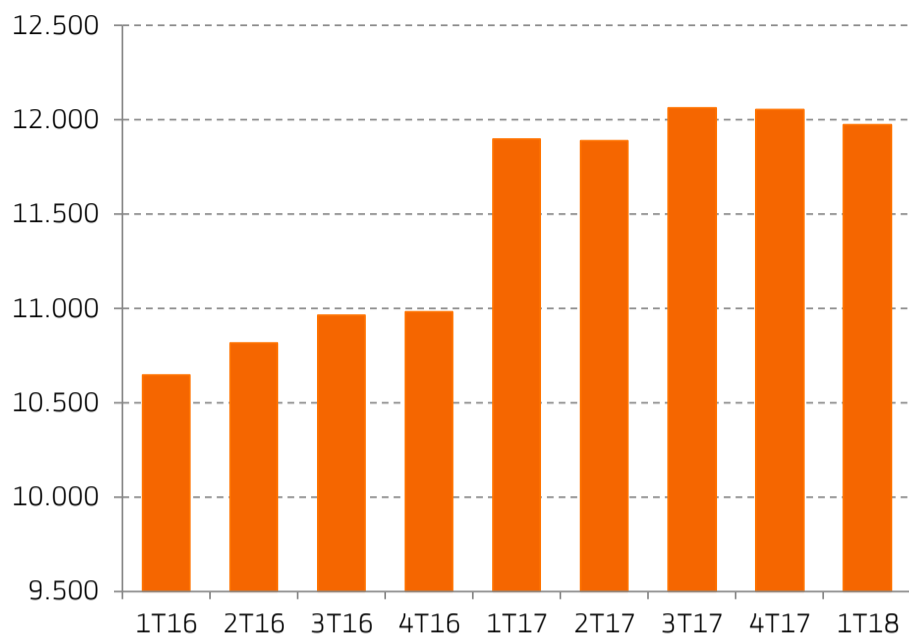
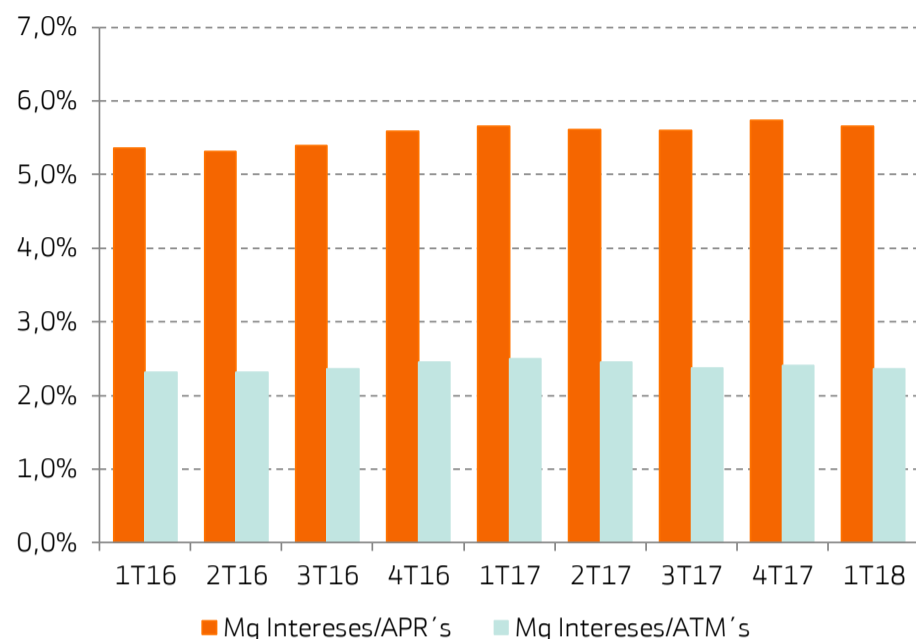


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

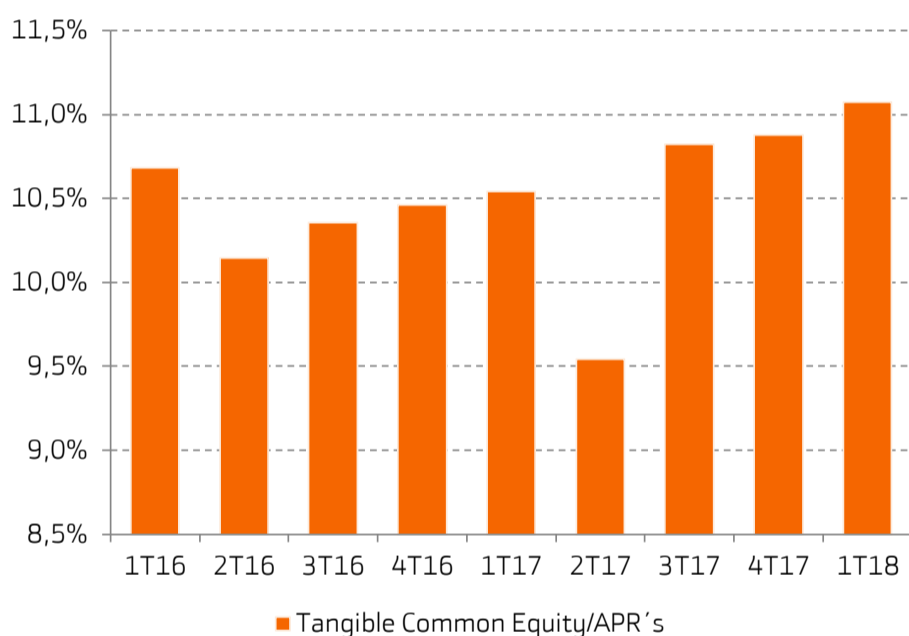
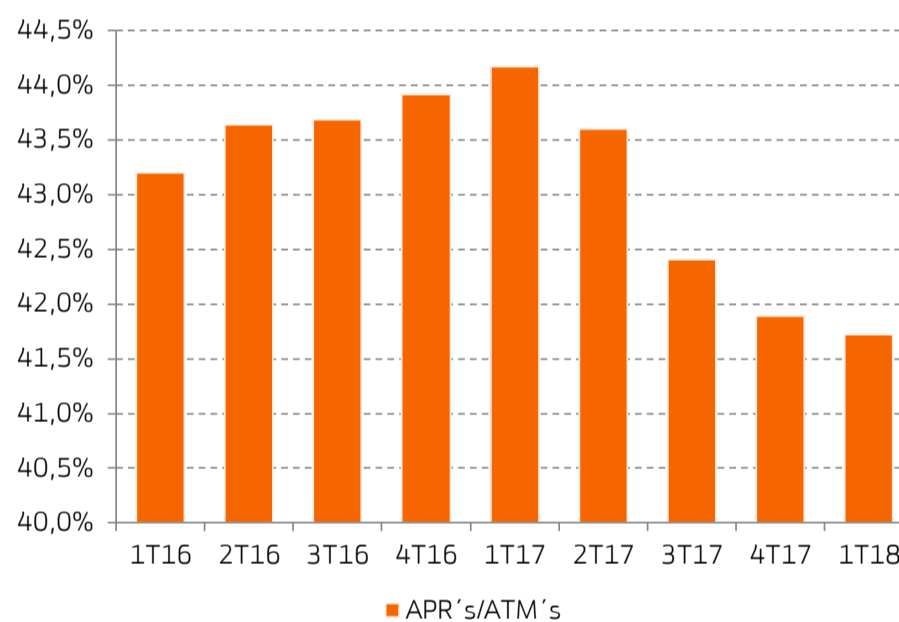


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

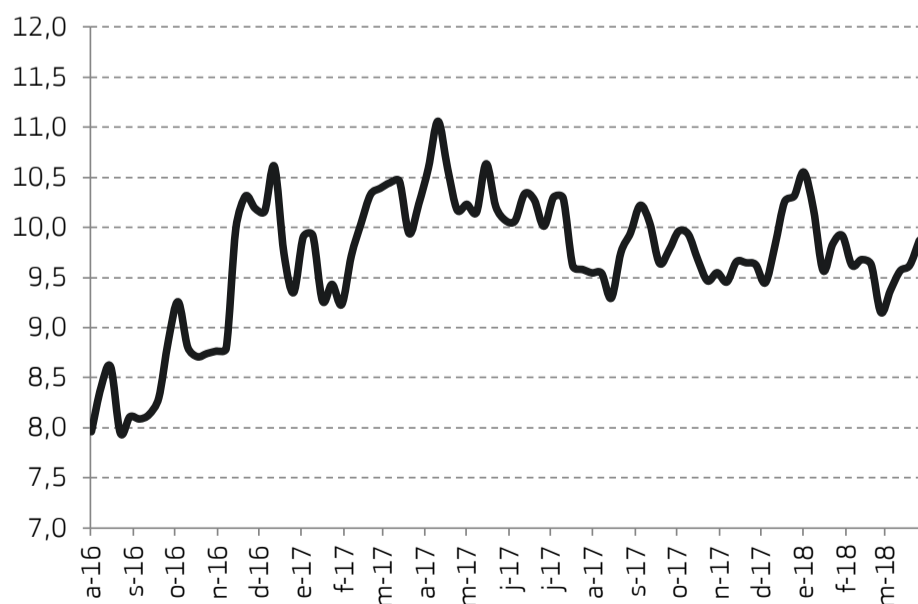
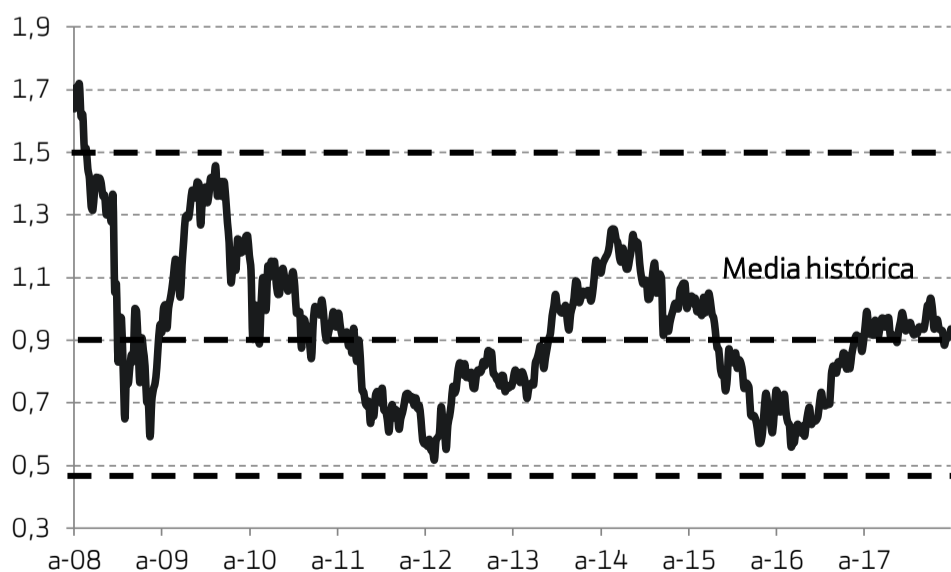


Gráfico 6: PVC histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández

Eva del Barrio Esther Gutierrez Ana de Castro

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.