

## Nota: Banco Santander

Calidad crediticia, diversificación geográfica & rentabilidad/RoTE elevada

## B. Santander

Precio Objetivo: 4,50 €/acc  
Potencial: 35,2%  
Recomendación: Comprar  
Analista: Rafael Alonso

## Datos Básicos

Capitalización Bursátil	54.792 M€
Nº Acciones	16.454 M
Precio último	3,33 €/acc
Max/Min (52 sem)	3,87 / 2,32
Revalorización (YTD)	18,82%
Cód. Reuters / Bloomberg	SAN.MC / SAN.SM

## Múltiplos de Valoración

	2022	2023 e	2024 e	2025 e
PER	5,7 x	5,5 x	5,3 x	4,9 x
P/V	0,6 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x
Div. Yield	4,9%	4,6%	4,7%	5,1%

## Principales cifras y ratios

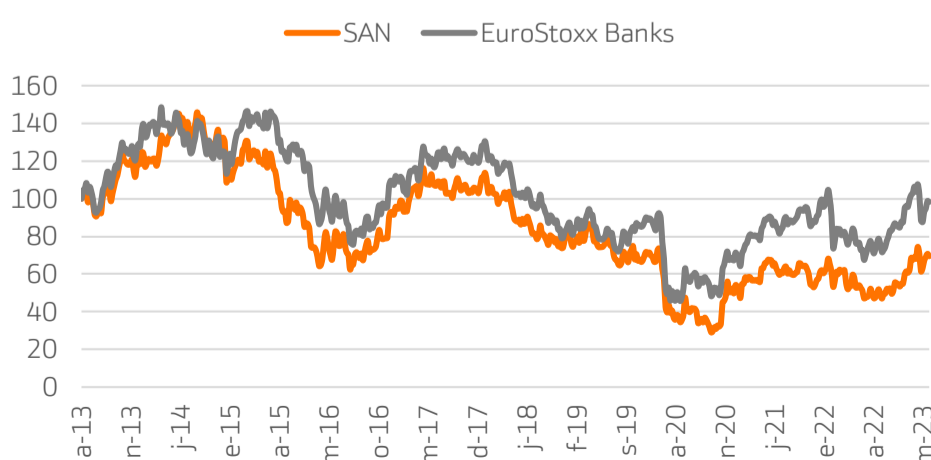
Datos en M€	2022 r	2023 e	2024 e	TAMI(1)
Margen Bruto	52.117	55.912	57.957	+5,5%
Margen Neto	28.215	30.202	31.121	+5,0%
Provisiones	-10.509	-12.760	-12.969	+11,1%
Tax, Min & Otros.	-8.101	-7.391	-7.836	-1,6%
BNA	9.605	10.051	10.316	+3,6%
BPA	0,57	0,61	0,63	+4,7%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

## Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	2,0%
ROTE sostenible estimado	13,4%
Coste de capital (Ke)	14,2%
Precio objetivo (€/acc.)	4,50
Potencial de Revalorización	35,2%

## Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

**Conclusión:** Brasil no levanta cabeza (-28,7% en BNA) y EE.UU. acusa el repunte en provisiones (+112,0%), pero Europa sorprende positivamente (BNA: 1.189 M €; +19,2%) y lo mejor está por venir (Margen de intereses & rentabilidad/RoTE). Lo más importante es que **las métricas de gestión del grupo evolucionan positivamente** - inversión crediticia, recursos de clientes, liquidez/LCR, ingresos/margen bruto, eficiencia & RoTE -. Los índices de **calidad crediticia** son buenos (morosidad ~3,05% & cobertura ~68,0%) y la ratio de solvencia elevada (CET1 ~12,2%). **Reiteramos recomendación de Comprar** con Precio Objetivo de 4,50 €/acc. (vs 4,25 €/acc. ant.).

**Resultados 1T 2023:** SAN bate expectativas en 1T 2023, con un BNA de 2.571 M€ (+1,0% vs 2.457 M€ e). El Margen de Intereses - principal fuente de ingresos - compensa la Inflación, el gravamen excepcional en España (224 M€) y el esfuerzo en provisiones (+37,0%) -. Como referencia, el BNA (ex - gravamen) alcanza 2.795 M€ (+10,0%).

**SAN mantiene sin cambios los objetivos financieros para 2023:** Crecimiento a doble dígito en ingresos (vs +12,0% actual), eficiencia ~44/45% (vs 44,1% actual), CoR <1,2% (vs 1,05% actual), CET1 >12,0% (vs 12,2% actual) & RoTE >15,0% (vs 14,4% actual) -.

**Las métricas de gestión del grupo son buenas** - inversión crediticia, ingresos, eficiencia & rentabilidad/RoTE - y los índices de calidad evolucionan positivamente. **Reiteramos recomendación de Comprar porque:** (1) la **rentabilidad/RoTE Ordinario** se sitúa en el rango alto del sector (14,4% vs 13,4% en 2022), la ratio de capital CET1 se mantiene en un nivel confortable (12,2% vs 12,04% en 2022) y la **eficiencia** (costes/ingresos) se sitúa entre las mejores de la banca europea (44,1% vs 45,8% en 2022), (2) el **Margen de Intereses** - principal fuente de resultados - gana tracción (+15,0%), gracias al **dinamismo comercial** (+3,0% en inversión & +6,1% en depósitos) y las subidas de **tipos**, (3), Los índices de **calidad crediticia** son buenos (morosidad ~3,05% vs 3,08% en 2022) & cobertura en 68%. Las provisiones aumentan significativamente (+37,0%), pero menos de lo esperado (2.873 M€ vs 2.954 M€ e vs 3.000 M€ en 4T 2022) porque el CoR evoluciona mejor de lo previsto (1,05% vs <1,2% objetivo vs 0,99% en 2022).

**Principales áreas geográficas: 1T 2023 en € constantes:** **Brasil** (BNA: 469 M€; -28,7% vs 519 M€ e) la rentabilidad/RoTE afloja hasta 14,1% (-6,9 pp) porque acusa el repunte del CoR (4,84%; +90 pb) y las presiones inflacionistas (+10,7% en costes); **España** (BNA: 466 M€; +27,7% vs 459 M€ e) refleja un fuerte aumento en Margen de Intereses (+46,4%) y un CoR bajo (0,62%; -26 pb); **Reino Unido** (BNA: 396 M€; +11,1% vs 391 M€ e), refleja la mejora en ingresos típicos (+11,8% en Margen bruto) y un CoR de apenas 0,12% (+21 pb); **México** (BNA: 359 M€; +25,5% vs 360 M€ e) gana tracción en ingresos (+15,3%) con un CoR relativamente bajo (1,98%; -24 pb) y una rentabilidad/RoTE buena (18,0%; +3,3pp); **EEUU** (BNA: 300 M€; -50,8% vs 302 M€ e), refleja un buen ritmo de actividad (+7,0% en inversión & +9,0% en depósitos) pero las provisiones (+112,2%) reducen la rentabilidad/RoTE hasta 11,6% (-12,2pp); **Digital Consumer Bank** (BNA: 244 M€; -11,6% vs 295 M€ e) la mejora de ingresos no compensa el esfuerzo en provisiones (+34,1%) y la rentabilidad baja hasta 9,9% (-2,7pp).

## Cuenta de P&amp;G

P&G Ajustada <sup>(1)</sup> Datos en M€	1T22	2T22	3T22	4T22	1T23	Acumulado		% Variación		
						12 M Trailing Último	Previo	1T23 a/a	t/t	12 M a/a
Mg. Intereses <sup>(2)</sup>	8.923	9.821	10.138	10.225	10.459	40.643	34.785	17,2%	2,3%	16,8%
Otros ingresos <sup>(3)</sup>	3.617	3.396	3.147	3.461	5.205	15.209	12.762	43,9%	50,4%	19,2%
<b>Margen Bruto</b>	<b>12.540</b>	<b>13.217</b>	<b>13.285</b>	<b>13.686</b>	<b>15.664</b>	<b>55.852</b>	<b>47.547</b>	<b>24,9%</b>	<b>14,5%</b>	<b>17,5%</b>
Gastos Generales	7.385	6.961	6.530	7.248	8.655	29.394	25.886	17,2%	19,4%	13,6%
<b>Margen Neto</b>	<b>5.155</b>	<b>6.256</b>	<b>6.755</b>	<b>6.438</b>	<b>7.009</b>	<b>26.458</b>	<b>21.661</b>	<b>36,0%</b>	<b>8,9%</b>	<b>22,1%</b>
Prov. insolvencias	2.123	2.640	3.073	3.027	3.301	12.041	7.474	55,5%	9,1%	61,1%
<b>Rdo. Operativo</b>	<b>3.032</b>	<b>3.616</b>	<b>3.682</b>	<b>3.411</b>	<b>3.708</b>	<b>14.417</b>	<b>14.187</b>	<b>22,3%</b>	<b>8,7%</b>	<b>1,6%</b>
Rdos. Extraordinarios	-112	-128	-164	-78	-124	-494	-402	10,7%	59,0%	n.s
<b>BAI.</b>	<b>3.144</b>	<b>3.744</b>	<b>3.846</b>	<b>3.489</b>	<b>3.832</b>	<b>14.911</b>	<b>14.589</b>	<b>21,9%</b>	<b>9,8%</b>	<b>2,2%</b>
Impuestos	1.302	1.072	1.164	948	967	4.151	5.053	-25,7%	2,0%	-17,9%
Minoritarios	326	321	260	252	294	1.127	1.504	-9,8%	16,7%	-25,1%
<b>BNA</b>	<b>1.516</b>	<b>2.351</b>	<b>2.422</b>	<b>2.289</b>	<b>2.571</b>	<b>9.633</b>	<b>8.032</b>	<b>69,6%</b>	<b>12,3%</b>	<b>19,9%</b>
Otros Ajustes Neto	1.027	0	0	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
<b>BNA Publicado</b>	<b>2.543</b>	<b>2.351</b>	<b>2.422</b>	<b>2.289</b>	<b>2.571</b>	<b>9.633</b>	<b>8.032</b>	<b>1,1%</b>	<b>12,3%</b>	<b>19,9%</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 (MM€)

Balance Consolidado	1T22	2T22	3T22	4T22	1T23	Variación			
						MM€		%	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez <sup>(4)</sup>	330	350	400	337	355	24,8	18,4	7,5%	5,5%
Cartera Valores	146	145	135	136	295	148,7	159,1	101,6%	117,1%
<b>Inversión Crediticia</b>	<b>998</b>	<b>1.015</b>	<b>1.040</b>	<b>1.019</b>	<b>1.015</b>	<b>16,9</b>	<b>-3,8</b>	<b>1,7%</b>	<b>-0,4%</b>
Otros	191	213	241	243	84	-106,9	-159,0	-56,0%	-65,5%
<b>Total Activo</b>	<b>1.666</b>	<b>1.723</b>	<b>1.816</b>	<b>1.735</b>	<b>1.749</b>	<b>83,4</b>	<b>14,7</b>	<b>5,0%</b>	<b>0,8%</b>
Depósitos	971	974	1.009	1.025	999	28,1	-26,5	2,9%	-2,6%
Finac. Mayorista	596	652	708	612	651	55,2	39,3	9,3%	6,4%
Fondos Propios	99	97	99	98	99	0,1	1,9	0,1%	2,0%
<b>Total Pasivo &amp; F.Propios</b>	<b>1.666</b>	<b>1.723</b>	<b>1.816</b>	<b>1.735</b>	<b>1.749</b>	<b>83,4</b>	<b>14,7</b>	<b>5,0%</b>	<b>0,8%</b>
APR 's <sup>(5)</sup>	599	605	617	609	609	10,5	0,0	1,7%	0,0%
TCE <sup>(6)</sup>	73	71	72	70	72	-1,3	1,2	-1,7%	1,7%

(4) Incluye interbancario

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

## Métricas de Gestión

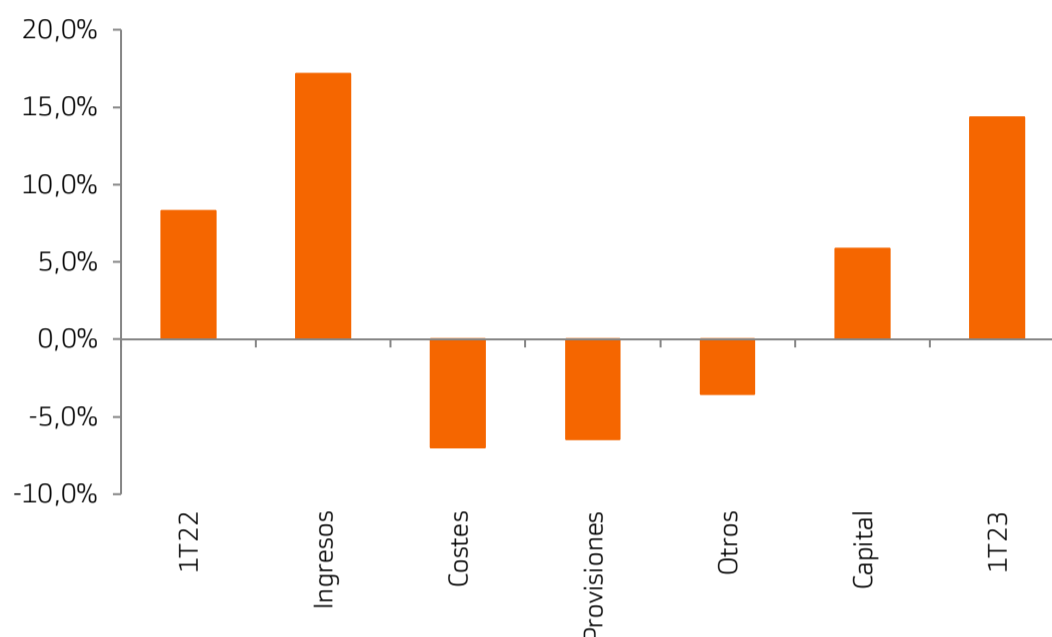
	1T22	2T22	3T22	4T22	1T23	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D <sup>(7)</sup>	102,8%	104,3%	103,1%	99,4%	101,6%	-1,2 pb	2,2 pb
Dudosos / TCE <sup>(8)</sup>	48,9%	48,1%	49,3%	49,2%	48,1%	-0,9 pb	-1,2 pb
APR 's/ Activos <sup>(9)</sup>	35,9%	35,1%	34,0%	35,1%	34,8%	-1,1 pb	-0,3 pb
TCE/ Fondos Propios	73,4%	73,0%	72,7%	72,2%	72,1%	-1,3 pb	-0,2 pb
ROTE <sup>(10)</sup>	8,3%	13,2%	13,4%	13,0%	14,3%	6,0 pb	1,4 pb
ROA <sup>(11)</sup>	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,2 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

## Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoTE 1T22	Contribución anual						Impacto Capital (*)	Total	RoTE 1T23
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G				
8,3%	17,1%	-7,0%	-6,5%	-3,6%	0,2%	5,9%	6,0%	14,3%	

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



## Principales Estimaciones

P&G Reportada	2022	2023 e	2024 e	2025 e	% Variación		
					2023	2024	2025
<b>Datos en M€</b>							
Margen de Intereses	38.619	42.288	43.768	44.906	9,5%	3,5%	2,6%
Comisiones	11.790	12.100	12.700	13.330	2,6%	5,0%	5,0%
Otros Ingresos	1.708	1.524	1.489	1.924	-10,8%	-2,3%	29,2%
<b>Margen Bruto</b>	<b>52.117</b>	<b>55.912</b>	<b>57.957</b>	<b>60.160</b>	<b>7,3%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,8%</b>
Gastos Generales	-23.903	-25.711	-26.837	-27.696	7,6%	4,4%	3,2%
<b>Margen Neto</b>	<b>28.214</b>	<b>30.201</b>	<b>31.120</b>	<b>32.464</b>	<b>7,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,3%</b>
Dotaciones insolvencias	-10.509	-12.760	-12.969	-12.955	21,4%	1,6%	-0,1%
Otros resultados	-2.455	-1.350	-1.150	-1.100	-45,0%	-14,8%	-4,3%
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>15.250</b>	<b>16.091</b>	<b>17.001</b>	<b>18.408</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,7%</b>	<b>8,3%</b>
Impuesto sobre sociedades	-4.486	-4.827	-5.440	-5.891	7,6%	12,7%	8,3%
<b>Rdo. Operaciones continuadas</b>	<b>10.764</b>	<b>11.264</b>	<b>11.561</b>	<b>12.518</b>	<b>4,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>8,3%</b>
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
<b>Resultado consolidado del ejercicio</b>	<b>10.764</b>	<b>11.264</b>	<b>11.561</b>	<b>12.518</b>	<b>4,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>8,3%</b>
Resultado atribuido a minoritarios	1.159	1.213	1.245	1.348	4,6%	2,6%	8,3%
<b>Beneficio atribuido al Grupo</b>	<b>9.605</b>	<b>10.051</b>	<b>10.316</b>	<b>11.170</b>	<b>4,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>8,3%</b>
Ingresos Core <sup>(i)</sup> /Mg. Bruto	96,7%	97,3%	97,4%	96,8%	0,6 pp	0,2 pp	-0,6 pp
Comisiones/Gtos Generales	49,3%	47,1%	47,3%	48,1%	-2,3 pp	0,3 pp	0,8 pp
Ratio Eficiencia	45,9%	46,0%	46,3%	46,0%	0,1 pp	0,3 pp	-0,3 pp
Provisiones / Mg. Bruto	37,2%	42,3%	41,7%	39,9%	5,0 pp	-0,6 pp	-1,8 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Indicadores de Negocio

Gráfico 1: Ingresos Totales en M€

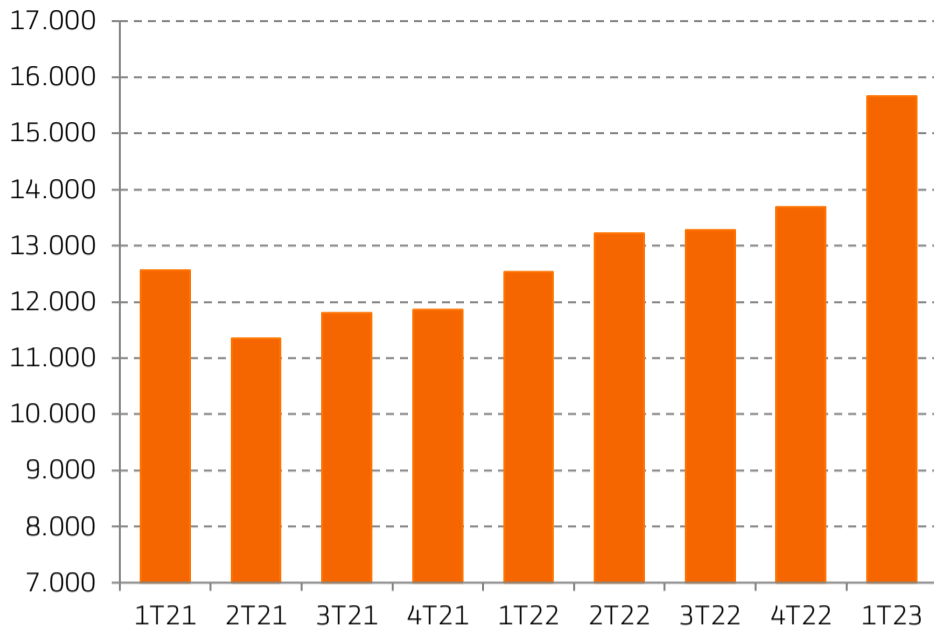
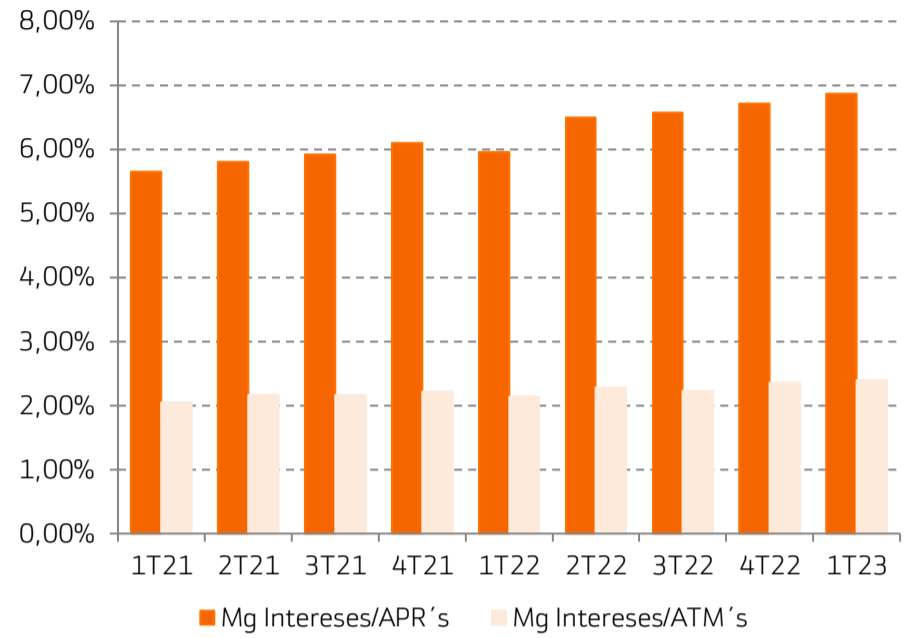


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

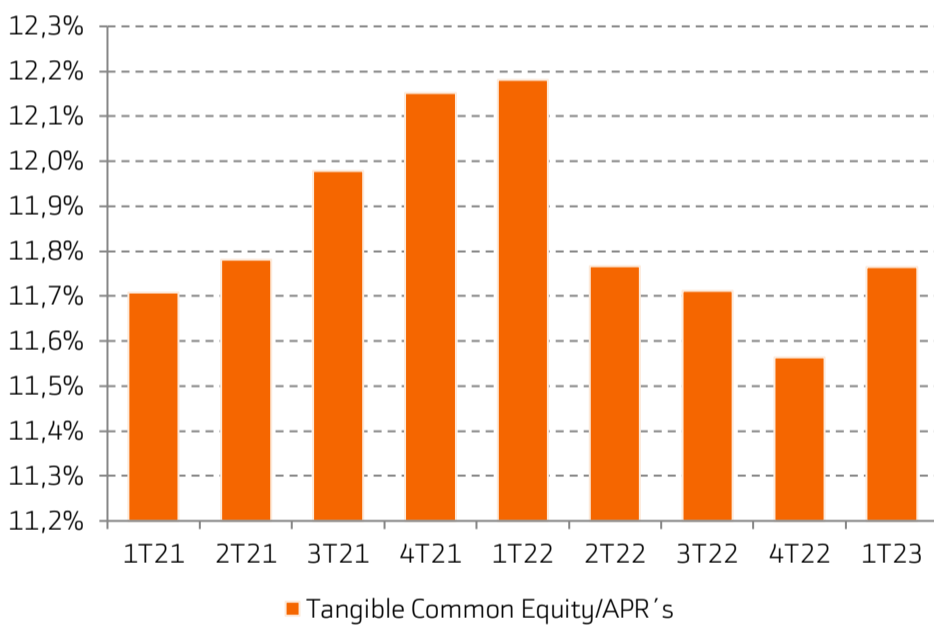
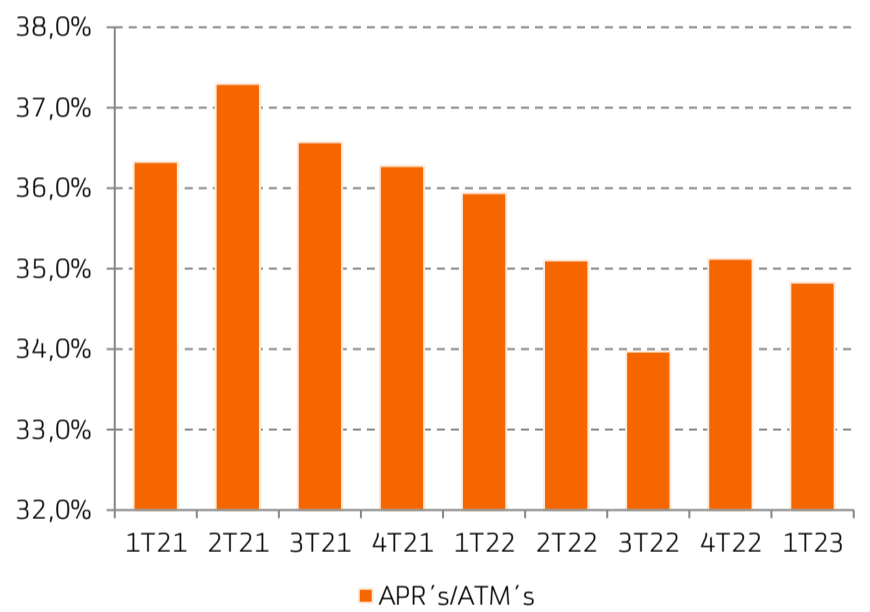


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER histórico

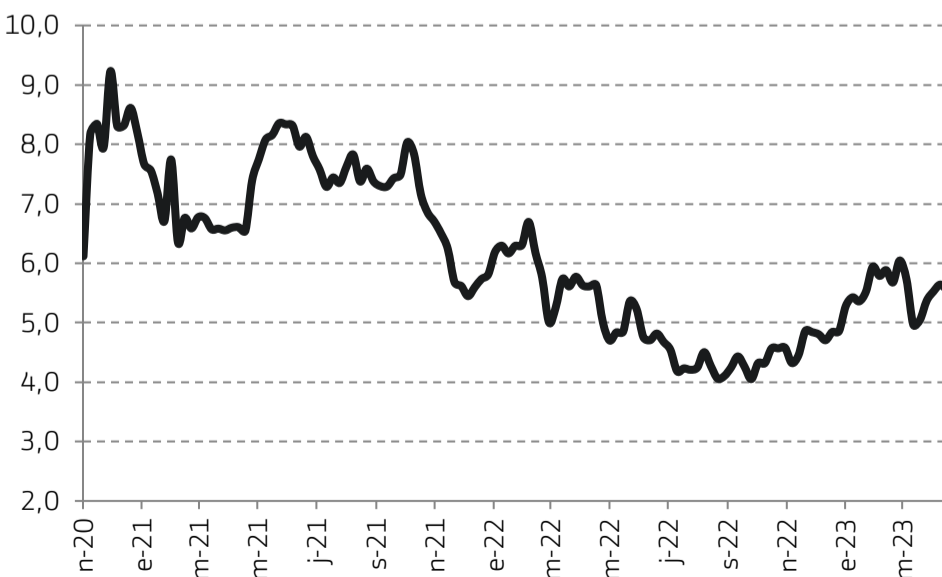
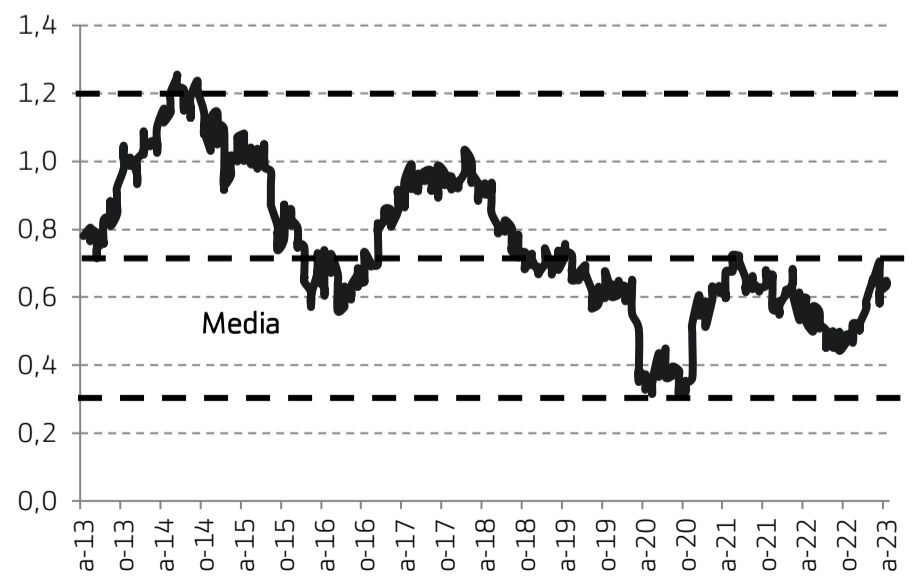


Gráfico 6: P/VC histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

## Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
25/04/2023	Comprar	4,50 €
02/02/2023	Comprar	4,25 €
26/10/20233	Comprar	3,80 €
02/08/2022	Comprar	4,00 €

## 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](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](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