

Bancos Europeos

El negocio evoluciona positivamente, la calidad crediticia mejora y el RoTE alcanza el 12,0%

B. Santander

Precio Objetivo: 6,50 €/acc

Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	76.421 M€
Nº Acciones	16.136 M
Precio último	4,74 €/acc
Max/Min (52 sem)	6,09 / 4,45
Revalorización (YTD)	-13,56%
Cód. Reuters / Bloomberg	SAN.MC / SAN.SM

Múltiplos de Valoración

	2017	2018 e	2019 e	2020 e
PER	11,5 x	9,2 x	8,4 x	8,0 x
P/V	0,8 x	0,8 x	0,7 x	0,7 x
Div. Yield	4,6%	4,9%	5,4%	6,2%

Principales cifras y ratios

Datos en M€	2017 r	2018 e	2019 e	TAMI(1)
Margen Bruto	48.392	48.794	49.410	+1,0%
Margen Neto	25.473	26.240	26.994	+2,9%
Provisiones	-9.111	-9.000	-9.000	-0,6%
Tax, Min & Otros.	-9.743	-8.912	-8.872	-4,6%
BNA	6.619	8.328	9.122	+17,4%
BPA	0,41	0,52	0,57	+17,4%

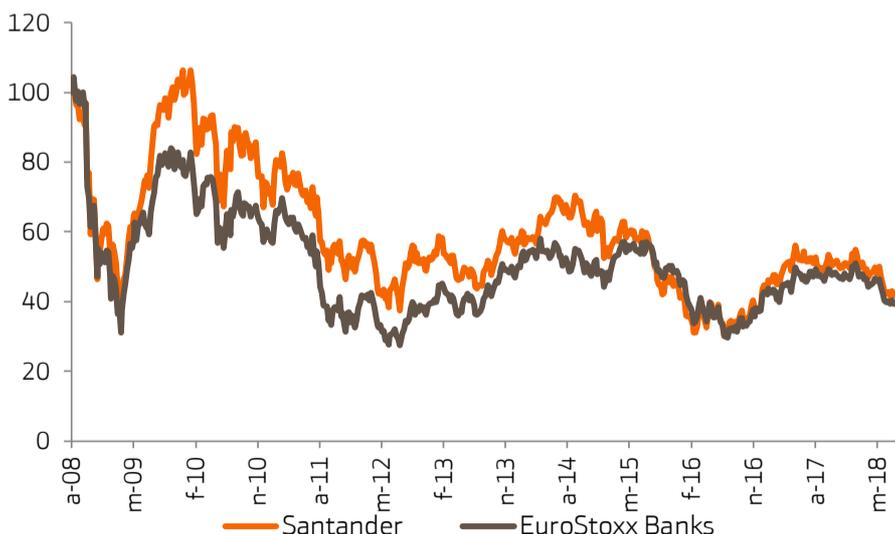
(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	3,0%
ROTE sostenible estimado	12,5%
Coste de capital (Ke)	9,8%
Precio objetivo (€/acc.)	6,50
Potencial de revalorización	37,2%

(*) Warranted Equity Value

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: Las métricas del negocio - inversión & recursos, ingresos, morosidad y RoTE - evolucionan positivamente. El balance es sólido y la diversificación geográfica elevada (~51%/49% economías emergentes/desarrolladas). Pensamos que **SAN tiene margen de maniobra para superar los objetivos 2016/2018** (RoTE > 11,5% vs 12,0% actual; CETI FL > 11,0% vs 10,89% actual y ratio de eficiencia ~45/47% vs 47,5% actual). SAN presentará un nuevo plan estratégico en febrero 2019 donde esperamos **unos objetivos ambiciosos en términos de eficiencia y rentabilidad**. Revisamos nuestro Precio Objetivo hasta 6,50 €/acc (vs 6,75 €/acc anterior) debido a una mayor prima de riesgo en los mercados emergentes pero **Reiteramos nuestra recomendación de Comprar que se basa en los buenos fundamentales del banco.**

Resultados 1S'18: El BNA alcanza 3.752 M€ (+3,8%) y bate las expectativas (3.674 M€ esperado) gracias a la **favorable evolución de la franquicia en Brasil** - principal fuente de resultados del banco - y el **descenso en el coste del riesgo** (provisiones/inversión) que viene acompañado por la caída en la tasa de morosidad.

Las principales partidas de la cuenta de P&G - Ingresos Totales, Margen Neto y BNA - crecen a doble dígito en términos constantes y **el RoTE Ordinario en 2T'18 se sitúa en el 12,0% (vs 12,4% en 1T'18) a pesar de un entorno de mercado complicado** - depreciación de las divisas emergentes y bajos tipos de interés en las economías desarrolladas -. La ratio de capital CETI FL (Pro-forma) - actualmente en 10,89% - se mantiene estable en 1S'18 y el equipo gestor confía en alcanzar el 11,0% en 2018.

La cuenta de P&G pone de manifiesto: (i) El impacto negativo de los tipos de cambio - Real Brasileño y Peso Mexicano principalmente -. **El BNA en términos constantes aumenta +16,0% (vs +3,8% reportado)**, (ii) la **positiva evolución del negocio típico** - inversión crediticia e ingresos típicos -, (iii) un **cargo extraordinario de 300 M€** por costes de reestructuración (B. Popular) y (iv) la **mejora en los índices de calidad crediticia**. La morosidad cae hasta el 3,92% (vs 4,02% en 1T'18) y la cobertura se mantiene en niveles elevados (69,0% vs 70,0% en 1T'18).

Por áreas geográficas (en términos constantes), Brasil (BNA: 1.324 M€; +28,0% vs 1.320 M€ esperado) continúa siendo la principal fuente de resultados (representa el 26,0% del BNA), gracias al impulso del Margen Bruto (+12,8%; +3,7% t/t) y la caída en el coste del riesgo (4,30% vs 4,79% en 1S'17). En **España** (15,0% del total) el BNA alcanza 780 M€ (+24,9%; vs 810 M€ esperado) tras el cambio de perímetro por la integración de Popular. **Reino Unido**, acusa la presión competitiva y el aumento en costes regulatorios y el BNA desciende hasta 692 M€ (-14,1% vs 648 M€ esperado). **Santander Consumer** (BNA 669 M€; +6,6% vs 628 M€ esperado) mantiene un ritmo de actividad elevado y una morosidad reducida (~2,44%). **EE.UU** (335 M€; +53,7%) sorprende positivamente mientras **México** (BNA: 359 M€; +12,6%) y **Chile** (308 M€; +7,9%), evolucionan positivamente.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández Ramón Carrasco Arancha Bueno Aránzazu Cortina
Pilar Aranda 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€	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	2T18	12 M	12 M
								a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	8.844	8.712	8.682	8.489	8.706	34.589	33.342	-1,6%	2,6%	3,7%
Otros ingresos ⁽³⁾	3.044	3.352	3.157	3.484	3.296	13.289	12.387	8,3%	-5,4%	7,3%
Margen Bruto	11.888	12.064	11.839	11.973	12.002	47.878	45.729	1,0%	0,2%	4,7%
Gastos Generales	5.647	5.766	5.961	6.156	5.885	23.768	21.894	4,2%	-4,4%	8,6%
Margen Neto	6.241	6.298	5.878	5.817	6.117	24.110	23.835	-2,0%	5,2%	1,2%
Prov. insolvencias	2.280	2.250	2.181	2.282	2.015	8.728	9.585	-11,6%	-11,7%	-8,9%
Rdo. Operativo	3.961	4.048	3.697	3.535	4.102	15.382	14.250	3,6%	16,0%	7,9%
Rdos. Extraordinarios	688	972	704	-154	311	1.833	2.063	-54,8%	-301,9%	-11,1%
BAI.	3.273	3.076	2.993	3.689	3.791	13.549	12.187	15,8%	2,8%	11,2%
Impuestos	1.129	1.244	1.090	1.280	1.379	4.993	3.870	22,1%	7,7%	29,0%
Minoritarios	395	371	361	355	714	1.801	1.360	80,8%	101,1%	32,4%
BNA Ajustado	1.749	1.461	1.542	2.054	1.698	6.755	6.957	-2,9%	-17,3%	-2,9%
Otros Ajustes Neto	0	0	0	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
BNA Publicado	1.749	1.461	1.542	2.054	1.698	6.755	6.957	-2,9%	-17,3%	-2,9%

(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 Rdo. Instrumentos de capital; (3) Excluye Rdos. Puesta en Equivalencia

Balance Resumido (MM€)

Balance Consolidado	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	Variación			
						a/a	MM€ t/t	% a/a	% t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	192	225	188	215	188	-3,4	-26,5	-1,8%	-12,3%
Cartera Valores	204	200	213	172	172	-32,5	-0,3	-15,9%	-0,2%
Inversión Crediticia	860	853	873	856	886	25,9	30,2	3,0%	3,5%
Otros	189	189	170	195	187	-1,4	-8,0	-0,8%	-4,1%
Total Activo	1.445	1.468	1.444	1.438	1.434	-11,4	-4,6	-0,8%	-0,3%
Depósitos	764	779	778	767	774	10,1	7,1	1,3%	0,9%
Finac. Mayorista	580	580	560	566	555	-25,0	-10,7	-4,3%	-1,9%
Fondos Propios	101	109	107	105	104	3,5	-1,0	3,5%	-1,0%
Total Pasivo & F.Propios	1.445	1.468	1.444	1.438	1.434	-11,4	-4,6	-0,8%	-0,3%
APR's ⁽⁵⁾	630	623	605	600	595	-35,4	-5,4	-5,6%	-0,9%
TCE ⁽⁶⁾	60	67	66	66	66	6,0	-0,3	10,0%	-0,4%

(4) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	112,6%	109,6%	112,2%	111,6%	114,5%	1,9 pb	2,9 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	49,5%	43,7%	57,1%	56,3%	55,4%	5,9 pb	-0,9 pb
APR's/ Activos ⁽⁹⁾	43,6%	42,4%	41,9%	41,7%	41,5%	-2,1 pb	-0,2 pb
TCE/ Fondos Propios	59,6%	62,0%	61,6%	63,0%	63,3%	3,8 pb	0,3 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	11,6%	8,7%	9,4%	12,4%	10,3%	-1,4 pb	-2,1 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,5%	0,4%	0,4%	0,6%	0,5%	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 Ramón Carrasco Arancha Bueno Aránzazu Cortina
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

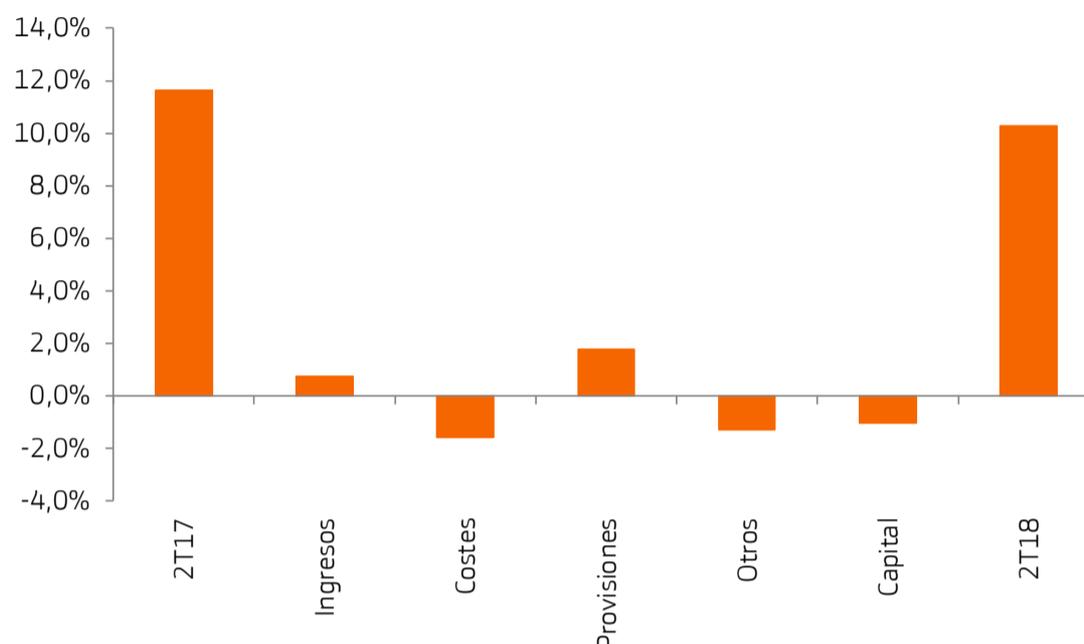
La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoTE 2T17	Contribución anual						Impacto Capital (*)	Total	RoTE 2T18
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G				
11,6%	0,8%	-1,6%	1,8%	-1,3%	-0,3%	-1,0%	-1,4%	10,3%	

(*). 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	34.386	34.731	35.755	0,3%	1,0%	2,9%
Comisiones	11.597	12.103	12.245	12.972	4,4%	1,2%	5,9%
Otros Ingresos	2.499	2.306	2.434	2.343	-7,7%	5,6%	-3,7%
Margen Bruto	48.392	48.794	49.410	51.070	0,8%	1,3%	3,4%
Gastos Generales	-22.918	-22.555	-22.417	-23.602	-1,6%	-0,6%	5,3%
Margen Neto	25.474	26.239	26.993	27.469	3,0%	2,9%	1,8%
Dotaciones insolvencias	-9.111	-9.000	-9.000	-9.200	-1,2%	0,0%	2,2%
Otros resultados	-2.812	-2.028	-2.115	-1.696	-27,9%	4,3%	-19,8%
Resultado antes de impuestos	13.551	15.211	15.878	16.572	12,3%	4,4%	4,4%
Impuesto sobre sociedades	-4.587	-4.563	-4.763	-4.972	-0,5%	4,4%	4,4%
Rdo. Operaciones continuadas	8.964	10.648	11.114	11.601	18,8%	4,4%	4,4%
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	-897	-500	0	0	-44,3%	-100,0%	#¡DIV/0!
Resultado consolidado del ejercicio	8.067	10.148	11.114	11.601	25,8%	9,5%	4,4%
Resultado atribuido a minoritarios	1.447	1.820	1.994	2.081	25,8%	9,5%	4,4%
Beneficio atribuido al Grupo	6.620	8.327	9.121	9.520	25,8%	9,5%	4,4%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	94,8%	95,3%	95,1%	95,4%	0,4 pp	-0,2 pp	0,3 pp
Comisiones/Gtos Generales	50,6%	53,7%	54,6%	55,0%	3,1 pp	1,0 pp	0,3 pp
Ratio Eficiencia	47,4%	46,2%	45,4%	46,2%	-1,1 pp	-0,9 pp	0,8 pp
Provisiones / Mg. Bruto	35,8%	34,3%	33,3%	33,5%	-1,5 pp	-1,0 pp	0,2 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 Ramón Carrasco Arancha Bueno Aránzazu Cortina
Pilar Aranda 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.

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

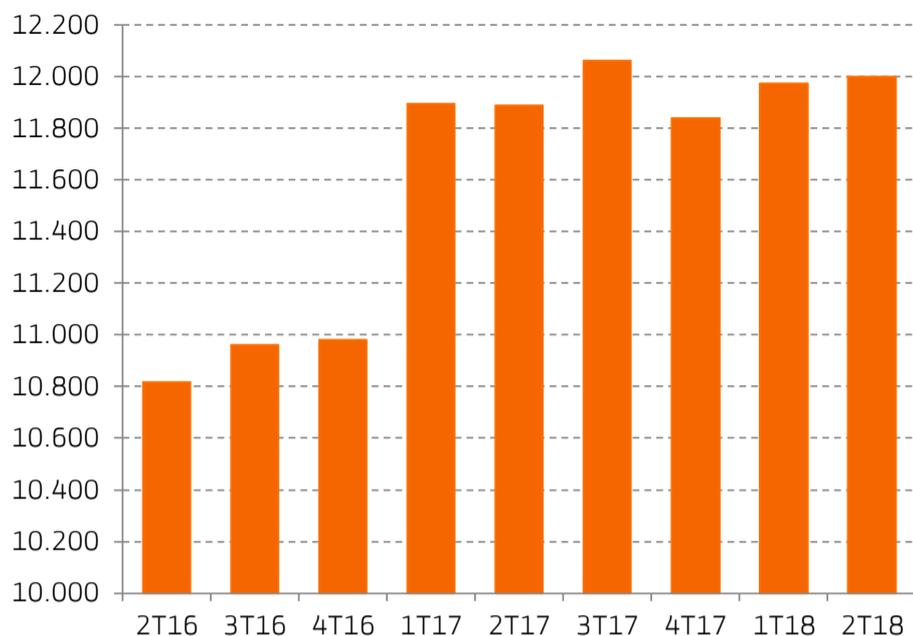
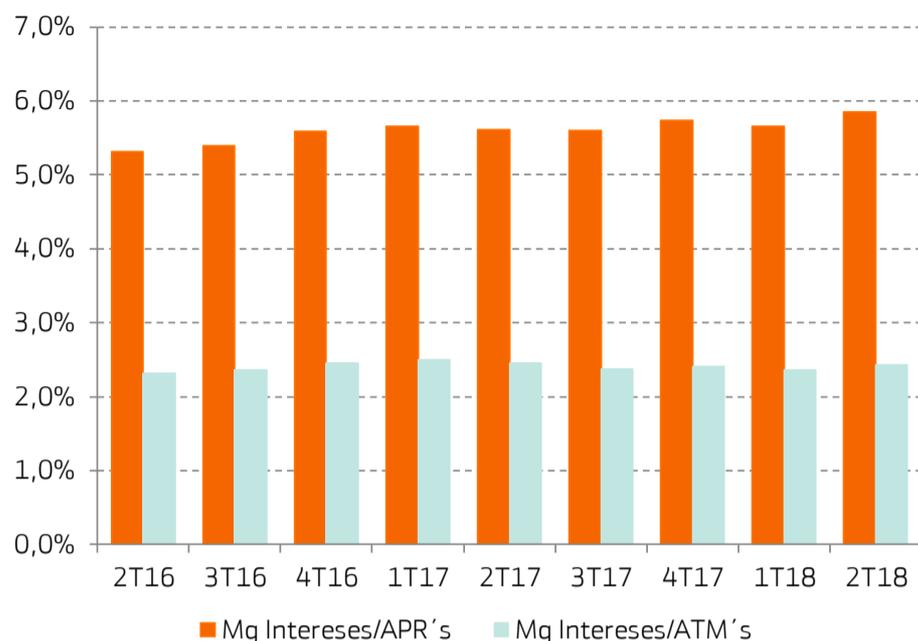


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

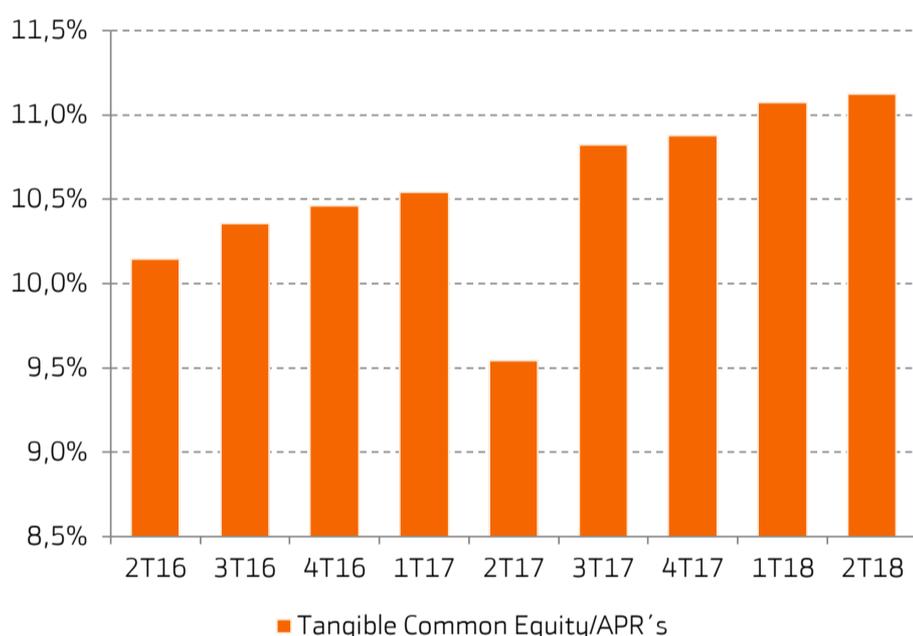
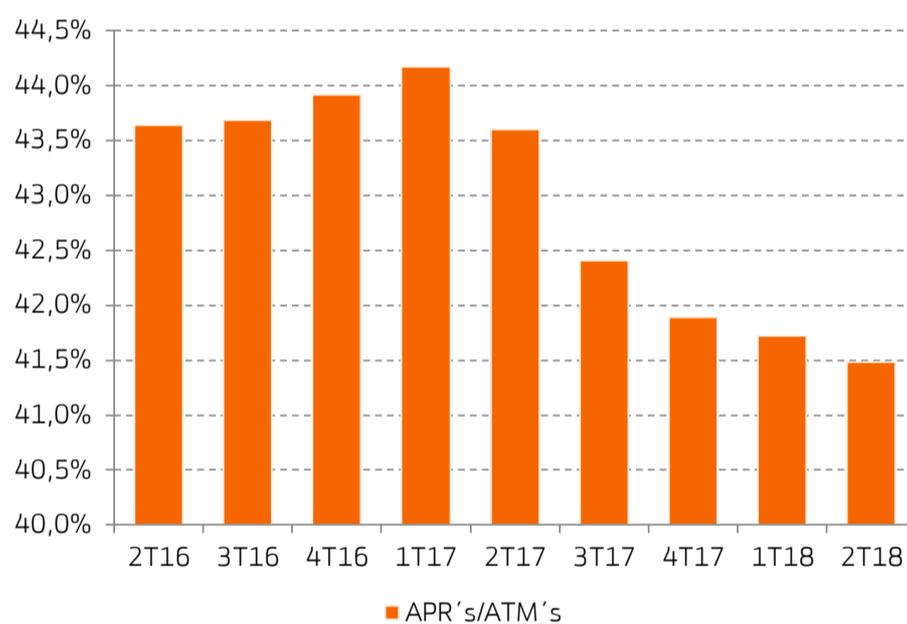


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

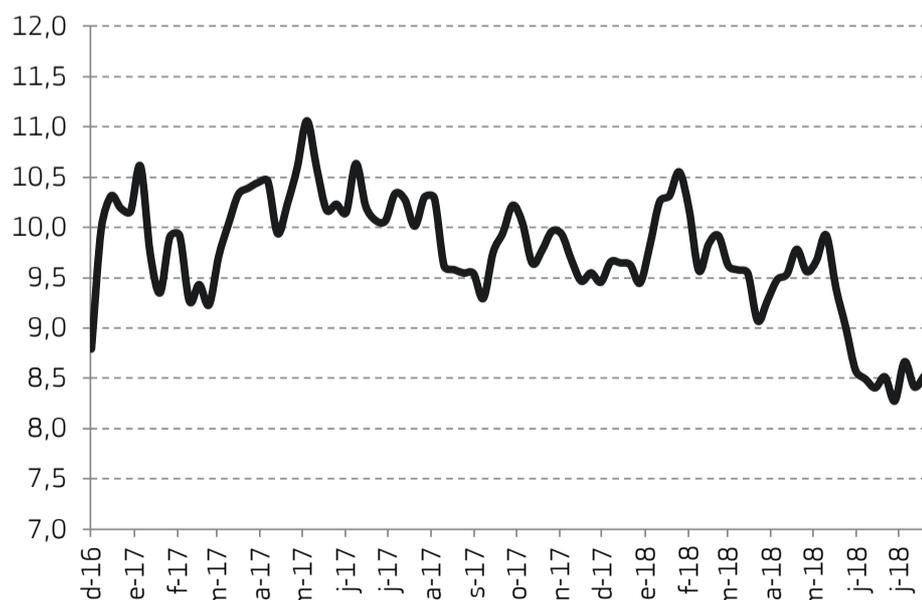


Gráfico 6: PVC histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández

Pilar Aranda 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.