

## Bancos Europeos

El objetivo de rentabilidad (RoTE) aumenta hasta ~13%/15% con una ratio CETI FL ~11,0%/12,0%

## B. Santander

Precio Objetivo: 5.70 €/acc

Recomendación: Comprar

### Datos Básicos

Capitalización Bursátil	68 023 M€
Nº Acciones	16 237 M
Precio último	4.19 €/acc
Max/Min (52 sem)	6.06 / 3.80
Revalorización (YTD)	5.45%
Cód. Reuters / Bloomberg	SAN.MC / SAN.SM

### Múltiplos de Valoración

	2018	2019 e	2020 e	2021 e
PER	8.7 x	7.9 x	7.1 x	6.4 x
P/V	0.7 x	0.7 x	0.6 x	0.6 x
Div. Yield	5.3%	5.1%	5.6%	6.2%

### Principales cifras y ratios

Datos en M€	2018 r	2019 e	2020 e	TAMI(1)
Margen Bruto	48 424	49 660	51 620	+3.2%
Margen Neto	25 645	26 894	28 570	+5.5%
Provisiones	-8 873	-9 000	-9 100	+1.3%
Tax, Min & Otros.	-8 961	-9 279	-9 911	+5.2%
BNA	7 811	8 615	9 559	+10.6%
BPA	0.48	0.53	0.59	+10.6%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

### Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	2.5%
ROTE sostenible estimado	13.2%
Coste de capital (Ke)	10.5%
<b>Precio objetivo (€/acc.)</b>	<b>5.70</b>
<b>Potencial de revalorización</b>	<b>36.1%</b>

(\*) Warranted Equity Value

### Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: El BNA crece a doble dígito y bate expectativas gracias a los ingresos típicos y el buen momento por el que atraviesan Brasil y España. La ratio de capital, actualmente en 11,03% (post IFRS9) alcanza el objetivo, los índices de calidad crediticia mejoran y el RoTE Ordinario aumenta hasta el 12,0% (vs 11,82% en 2017). Los objetivos del banco a medio plazo apuntan a una mejora en rentabilidad RoTE ~13,0%/15,0% con una ratio de capital CETI FL ~11,0%/12,0%. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar con un Precio Objetivo de 5,70 €/acc (vs 6,25 €/acc anterior) porque pensamos que la cotización actual no refleja el potencial de mejora en los fundamentales.

**Resultados 2018:** El BNA alcanza 7.810 M€ (+18,0%; +32,0% constante) y bate expectativas (7.656 M€ esperado) gracias a la evolución de los ingresos típicos y el buen momento por el que atraviesan Brasil y España - principales motores del crecimiento -.

La cuenta de P&G refleja: (i) El impacto negativo de los tipos de cambio con un BNA Ordinario que aumenta +18,5% en términos constantes (vs 7,3% reportado), (ii) una positiva evolución del negocio - volumen de inversión, recursos y margen con clientes -, (iii) menos resultados extraordinarios en la parte baja de la cuenta (-254 M€ netos vs -897 M€ en 2017) y (iv) estabilidad en el coste del riesgo (~100 pb). La morosidad desciende hasta el 3,73% (vs 3,87% en 3T'18) con una tasa de cobertura estable en 67,4%. La ratio de capital CET1 FL - principal foco de atención en trimestres pasados - mejora hasta el 11,3% (vs 11,1% en 3T'18) y se sitúa en el 11,03% (post-IFRS9), en línea con el objetivo.

**Principales áreas geográficas BNA 2018 (tipo de cambio constante):** Brasil (BNA: 2.605 M€; +22,0% vs 2.594 M€ e) continúa siendo la principal fuente de resultados, seguido de España (BNA: 1.738 M€ +21,0% vs 1.648 M€ e) donde la actividad comercial gana tracción. Reino Unido (BNA: 1.362 M€ -8,0% vs 1.389 M€ e), se resiente por la presión en márgenes y costes, Santander Consumer (BNA 1.296 M€; +4,0% vs 1.313 M€ e) acusa el descenso en comisiones y el aumento en provisiones (+36,1%) mientras mejora la morosidad. EE.UU (BNA: 552 M€; +42,0% vs 581 M€ e) y México (BNA: 760 M€; +14,0% vs 739 M€ e), aceleran en actividad comercial y eficiencia. Chile (BNA: 614 M€; +8,0% vs 605 M€ e) y Portugal (BNA: 480 M€; +10,0% vs 458 M€ e) sorprenden positivamente.

En definitiva, valoramos positivamente los resultados en base a: (i) El BNA crece a doble dígito y el RoTE Ordinario alcanza el 12,0% en un entorno de mercado complicado - tipos de interés en economías desarrolladas y tipos de cambio en emergentes -, (ii) SAN alcanza los objetivos establecidos en el plan 2016/2018 (RoTE > 11,5%; CETI FL > 11,0% y ratio de eficiencia ~45/47%) y (iii) los objetivos a medio plazo apuntan a una mejora en rentabilidad RoTE hasta ~13%/15,0% con una ratio de capital CETI FL ~11,0%/12,0%. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar con un Precio Objetivo de 5,70 €/acc.

#### Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina Juan Tuesta  
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 <sup>(1)</sup> Datos en M€	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	4T18	12 M	12 M
								a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses <sup>(2)</sup>	8 682	8 489	8 706	8 377	9 139	34 711	34 681	5.3%	9.1%	0.1%
Otros ingresos <sup>(3)</sup>	3 157	3 484	3 296	3 165	3 198	13 143	13 006	1.3%	1.0%	1.1%
<b>Margen Bruto</b>	<b>11 839</b>	<b>11 973</b>	<b>12 002</b>	<b>11 542</b>	<b>12 337</b>	<b>47 854</b>	<b>47 687</b>	<b>4.2%</b>	<b>6.9%</b>	<b>0.4%</b>
Gastos Generales	5 961	6 156	5 885	5 361	5 936	23 338	22 917	-0.4%	10.7%	1.8%
<b>Margen Neto</b>	<b>5 878</b>	<b>5 817</b>	<b>6 117</b>	<b>6 181</b>	<b>6 401</b>	<b>24 516</b>	<b>24 770</b>	<b>8.9%</b>	<b>3.6%</b>	<b>-1.0%</b>
Prov. insolvencias	2 181	2 282	2 015	2 121	2 455	8 873	9 111	12.6%	15.7%	-2.6%
<b>Rdo. Operativo</b>	<b>3 697</b>	<b>3 535</b>	<b>4 102</b>	<b>4 060</b>	<b>3 946</b>	<b>15 643</b>	<b>15 659</b>	<b>6.7%</b>	<b>-2.8%</b>	<b>-0.1%</b>
Rdos. Extraordinarios	704	-154	311	310	400	867	3 006	-43.2%	29.0%	-71.2%
<b>BAI.</b>	<b>2 993</b>	<b>3 689</b>	<b>3 791</b>	<b>3 750</b>	<b>3 546</b>	<b>14 776</b>	<b>12 653</b>	<b>18.5%</b>	<b>-5.4%</b>	<b>16.8%</b>
Impuestos	1 090	1 280	1 379	1 394	1 177	5 230	4 588	8.0%	-15.6%	14.0%
Minoritarios	361	355	714	366	347	1 782	1 446	-3.9%	-5.2%	23.2%
<b>BNA Ajustado</b>	<b>1 542</b>	<b>2 054</b>	<b>1 698</b>	<b>1 990</b>	<b>2 022</b>	<b>7 764</b>	<b>6 619</b>	<b>31.1%</b>	<b>1.6%</b>	<b>17.3%</b>
Otros Ajustes Neto	0	0	0	0	46	46	0	n.s	n.s	n.s
<b>BNA Publicado</b>	<b>1 542</b>	<b>2 054</b>	<b>1 698</b>	<b>1 990</b>	<b>2 068</b>	<b>7 810</b>	<b>6 619</b>	<b>34.1%</b>	<b>3.9%</b>	<b>18.0%</b>

(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	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	Variación			
						a/a	MM€ t/t	% a/a	% t/t
Liquidez <sup>(4)</sup>	188	215	188	228	229	41.0	1.0	21.7%	0.5%
Cartera Valores	213	172	172	169	284	71.1	114.6	33.4%	67.7%
<b>Inversión Crediticia</b>	<b>873</b>	<b>856</b>	<b>886</b>	<b>862</b>	<b>874</b>	<b>1.1</b>	<b>12.0</b>	<b>0.1%</b>	<b>1.4%</b>
Otros	170	195	187	185	72	-98.1	-113.1	-57.7%	-61.1%
<b>Total Activo</b>	<b>1 444</b>	<b>1 438</b>	<b>1 434</b>	<b>1 445</b>	<b>1 459</b>	<b>15.0</b>	<b>14.6</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>
Depósitos	778	767	774	779	780	2.8	1.7	0.4%	0.2%
Finac. Mayorista	560	566	555	560	571	11.7	11.1	2.1%	2.0%
Fondos Propios	107	105	104	106	107	0.5	1.7	0.5%	1.6%
<b>Total Pasivo &amp; F.Propios</b>	<b>1 444</b>	<b>1 438</b>	<b>1 434</b>	<b>1 445</b>	<b>1 459</b>	<b>15.0</b>	<b>14.6</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>
APR's <sup>(5)</sup>	605	600	595	588	592	-12.7	4.2	-2.1%	0.7%
TCE <sup>(6)</sup>	66	66	66	67	68	2.1	0.8	3.2%	1.2%

(4) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D <sup>(7)</sup>	112.2%	111.6%	114.5%	110.7%	112.0%	-0.3 pb	1.3 pb
Dudosos / TCE <sup>(8)</sup>	57.1%	56.3%	55.4%	54.1%	52.6%	-4.6 pb	-1.6 pb
APR's/ Activos <sup>(9)</sup>	41.9%	41.7%	41.5%	40.7%	40.6%	-1.3 pb	-0.1 pb
TCE/ Fondos Propios	61.6%	63.0%	63.3%	63.5%	63.3%	1.7 pb	-0.3 pb
<b>ROTE <sup>(10)</sup></b>	<b>9.4%</b>	<b>12.4%</b>	<b>10.3%</b>	<b>11.9%</b>	<b>11.9%</b>	<b>2.5 pb</b>	<b>0.1 pb</b>
<b>ROA <sup>(11)</sup></b>	<b>0.4%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.1 pb</b>	<b>0.0 pb</b>

(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 Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina Juan Tuesta  
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

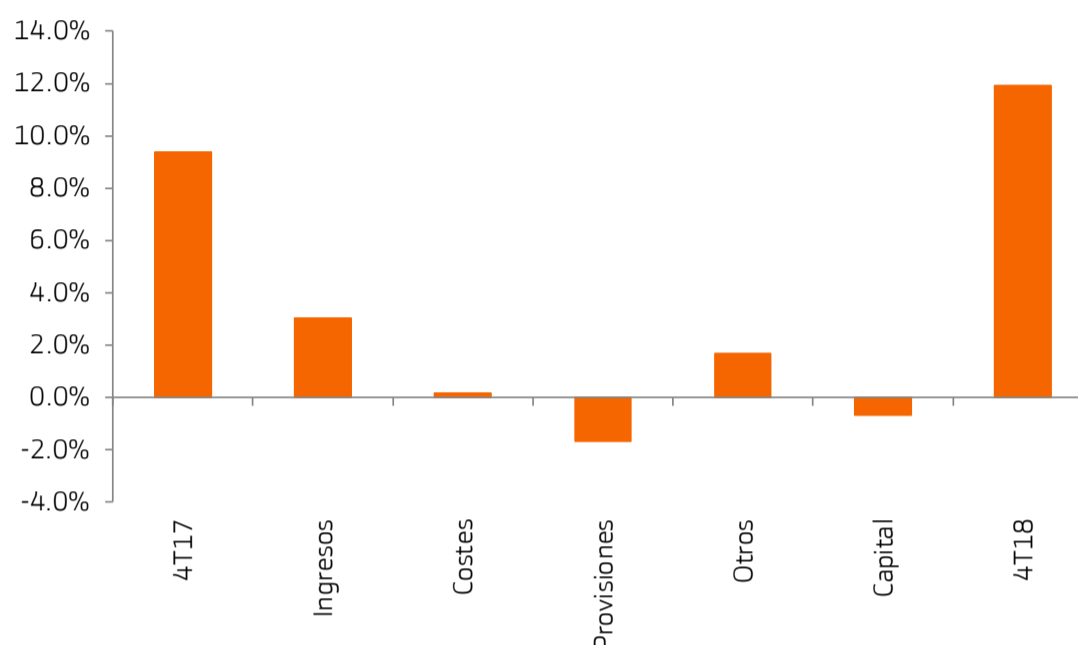
La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

\* 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 4T17	Contribución anual						Impacto Capital (*)	Total	RoTE 4T18
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G				
9.4%	3.0%	0.2%	-1.7%	1.7%	3.2%	-0.7%	2.5%	11.9%	

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



Principales Estimaciones

P&G Reportada	2018	2019 e	2020 e	2021 e	% Variación		
					2019	2020	2021
<b>Datos en M€</b>							
Margen de Intereses	34 341	35 481	36 655	38 347	3.3%	3.3%	4.6%
Comisiones	11 485	12 045	12 472	13 062	4.9%	3.5%	4.7%
Otros Ingresos	2 598	2 134	2 493	2 718	-17.9%	16.8%	9.0%
<b>Margen Bruto</b>	<b>48 424</b>	<b>49 660</b>	<b>51 620</b>	<b>54 126</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.9%</b>	<b>4.9%</b>
Gastos Generales	-22 779	-22 767	-23 052	-23 474	-0.1%	1.3%	1.8%
<b>Margen Neto</b>	<b>25 645</b>	<b>26 893</b>	<b>28 569</b>	<b>30 653</b>	<b>4.9%</b>	<b>6.2%</b>	<b>7.3%</b>
Dotaciones insolvencias	-8 873	-9 000	-9 100	-9 200	1.4%	1.1%	1.1%
Otros resultados	-1 995	-2 000	-1 900	-2 000	0.3%	-5.0%	5.3%
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>14 777</b>	<b>15 893</b>	<b>17 569</b>	<b>19 453</b>	<b>7.6%</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.7%</b>
Impuesto sobre sociedades	-5 230	-5 245	-5 798	-6 419	0.3%	10.5%	10.7%
<b>Rdo. Operaciones continuadas</b>	<b>9 547</b>	<b>10 648</b>	<b>11 771</b>	<b>13 033</b>	<b>11.5%</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.7%</b>
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	-254	-400	-400	-400	57.5%	0.0%	0.0%
<b>Resultado consolidado del ejercicio</b>	<b>9 293</b>	<b>10 248</b>	<b>11 371</b>	<b>12 633</b>	<b>10.3%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.1%</b>
Resultado atribuido a minoritarios	1 482	1 635	1 814	2 015	10.3%	11.0%	11.1%
<b>Beneficio atribuido al Grupo</b>	<b>7 811</b>	<b>8 614</b>	<b>9 558</b>	<b>10 618</b>	<b>10.3%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.1%</b>
Ingresos Core <sup>(i)</sup> /Mg. Bruto	94.6%	95.7%	95.2%	95.0%	1.1 pp	-0.5 pp	-0.2 pp
Comisiones/Gtos Generales	50.4%	52.9%	54.1%	55.6%	2.5 pp	1.2 pp	1.5 pp
Ratio Eficiencia	47.0%	45.8%	44.7%	43.4%	-1.2 pp	-1.2 pp	-1.3 pp
Provisiones / Mg. Bruto	34.6%	33.5%	31.9%	30.0%	-1.1 pp	-1.6 pp	-1.8 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina Juan Tuesta  
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€

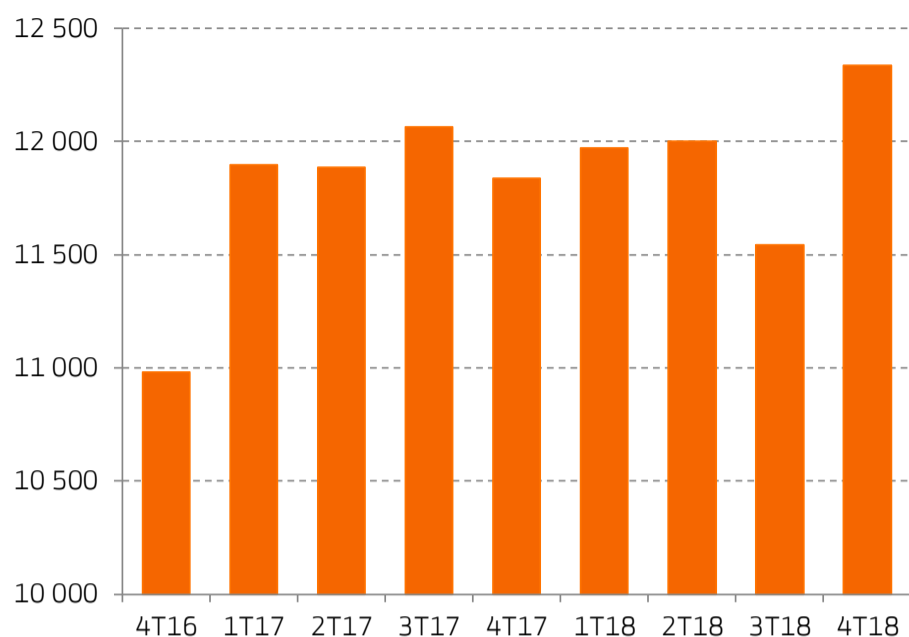
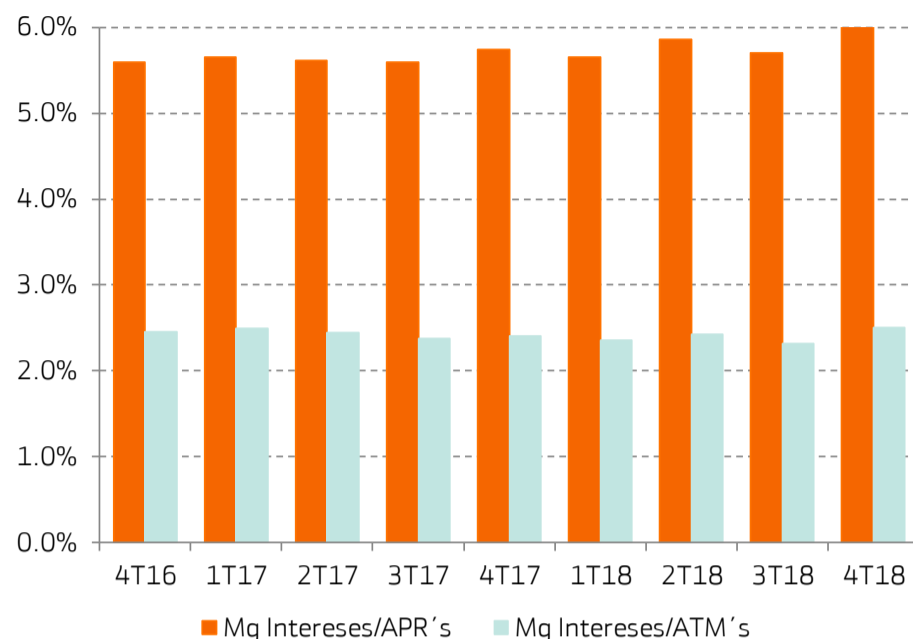


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



## Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

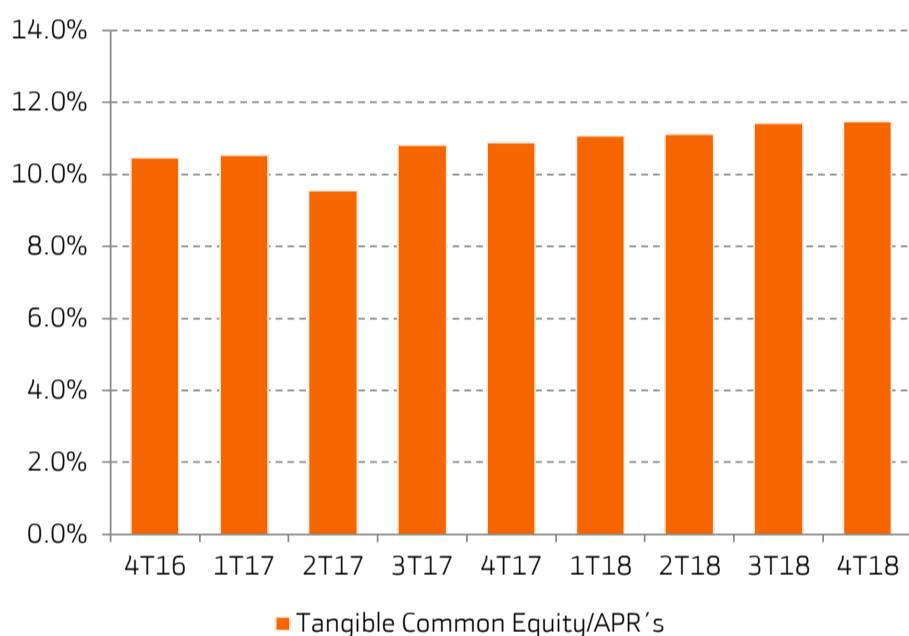
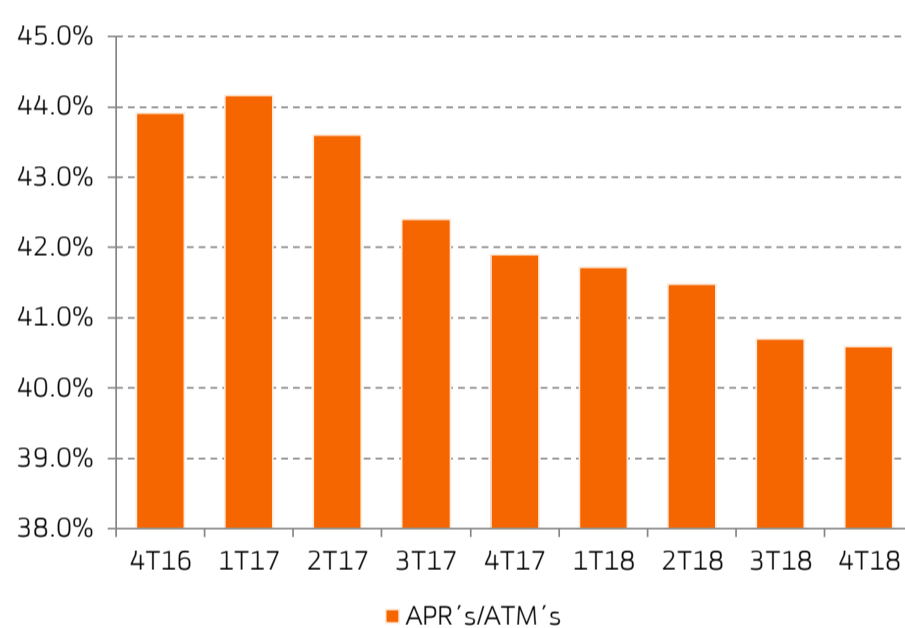


Gráfico 4: Densidad de capital



## Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

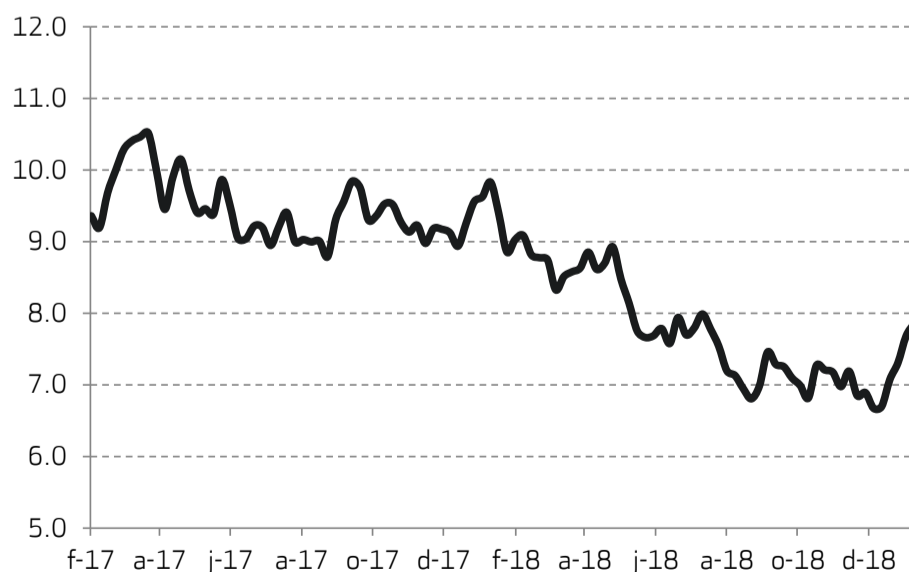
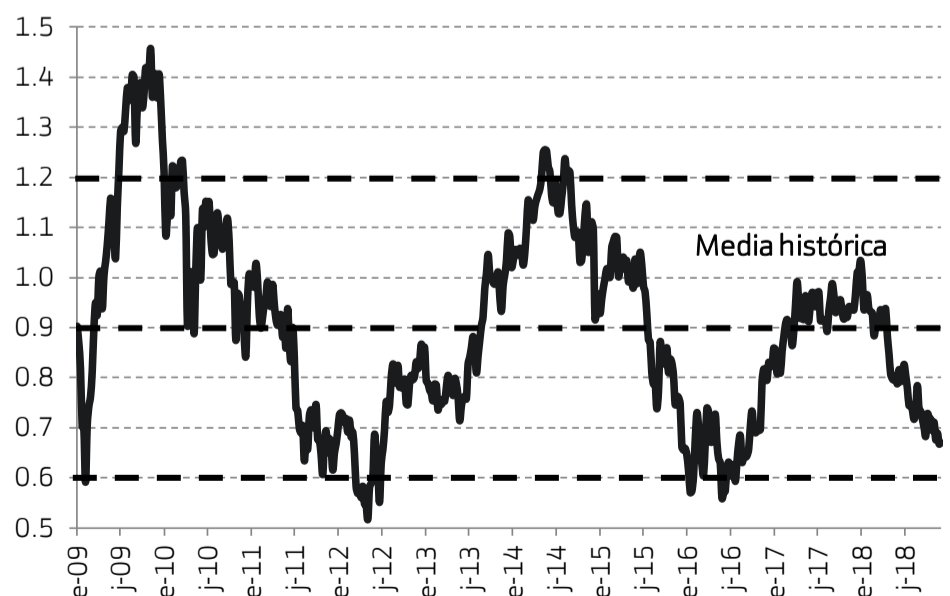


Gráfico 6: PVC histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

**Equipo de Análisis de Bankinter:**

**Rafael Alonso (analista principal de este informe)**

Ramón Forcada Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina Juan Tuesta  
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.