

## Bancos Europeos

La ratio de Capital CET1 FL sorprende positivamente y el RoTE Ordinario se mantiene por encima del 12,0%

## B. Santander

Precio Objetivo: 6,25 €/acc

Recomendación: Comprar

### Datos Básicos

Capitalización Bursátil	68.329 M€
Nº Acciones	16.136 M
Precio último	4,23 €/acc
Max/Min (52 sem)	6,09 / 3,96
Revalorización (YTD)	-22,71%
Cód. Reuters / Bloomberg	SAN.MC / SAN.SM

### Múltiplos de Valoración

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

### Principales cifras y ratios

Datos en M€	2017 r	2018 e	2019 e	TAMI(1)
Margen Bruto	48.392	48.594	49.410	+1,0%
Margen Neto	25.473	26.040	26.994	+2,9%
Provisiones	-9.111	-9.000	-9.000	-0,6%
Tax, Min & Otros.	-9.743	-8.827	-8.872	-4,6%
BNA	6.619	8.214	9.122	+17,4%
BPA	0,41	0,51	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)	10,0%
Precio objetivo (€/acc.)	6,25
Potencial de revalorización	47,7%

(\*) Warranted Equity Value

### Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: El BNA crece a doble dígito y bate las expectativas gracias a la evolución del negocio típico, el buen momento por el que atraviesa España y la generación de ROF's. La ratio de capital (proforma) alcanza el 11,20% (vs >11,0% de objetivo en 2018). Los índices de calidad crediticia evolucionan positivamente y el RoTE Ordinario se mantiene por encima del 12,0%. SAN presentará un nuevo plan estratégico en 1T 2019 donde esperamos unos objetivos ambiciosos en términos de eficiencia y rentabilidad. Revisamos nuestro Precio Objetivo hasta 6,25 €/acc (vs 6,50 €/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 9M'18:** El BNA alcanza 5.742 M€ (+13,0%; +28,0% constante) y bate las expectativas (5.675 M€ esperado) gracias a la evolución del negocio típico, el buen momento por el que atraviesa España - segunda fuente de resultados del banco - y la generación de ROF's (505 M€ en 3T'18 vs 377 M€ esperado).

La cuenta de P&G refleja: (i) El impacto negativo de los tipos de cambio (Brasil, México y Argentina principalmente) ya que el BNA Ordinario en términos constantes aumenta +21,0% (vs 8,0% reportado), (ii) una evolución positiva del negocio típico - la inversión crediticia crece +7,0% en mercados desarrollados y +10,0% en emergentes -, (iii) la parte baja de la cuenta de P&G se ha visto negativamente afectada por cargos extraordinarios. La reestructuración de POP conlleva un cargo de 300 M€ ya recogidos en 2T'18 pero el impacto de la Inflación en Argentina alcanza 169 M€ y la tasa impositiva sube hasta el 37,2% (vs 36,4% en 2T'18) por Argentina y Brasil, y (iv) un coste del riesgo estable en 98 pb (vs 99 pb en 2T'18) a pesar del descenso en la tasa de mora (3,87% vs 3,92% en 2T'18) y una cobertura estable en 68%.

La ratio de capital CET1 FL - principal foco de atención en trimestres anteriores - sorprende positivamente al alcanzar el 11,1% (vs 10,89% en 2T'18). La venta de Wizink (filial de POP) conlleva un impacto de + 9pb por lo que la ratio pro-forma se sitúa en 11,20% (vs >11,0% de objetivo en 2018) con un ROTE Ordinario ~12,1% (vs 12,06% en 2T'18).

**BNA del 3T'18 estanco por áreas geográficas (en términos constantes):** Brasil (BNA: 619 M€; +2,3% vs 630 M€ e) continúa siendo la principal fuente de resultados, seguido de España (BNA: 526 M€ +61,8% vs 452 M€ e) gracias a un +5,5% en M.Intereses, el control de costes (-1,8%) y el descenso en provisiones. Reino Unido (BNA: 385 M€ +5,1% vs 347 M€ e), se apoya en el control de costes y provisiones (-28,7%). Santander Consumer (BNA 332 M€; -4,0% vs 319 M€ e) acusa el fuerte aumento en provisiones (+80,8%) mientras EE.UU (BNA: 125 M€; +47% vs 136 M€ e) y México (BNA: 114 M€; +13,0% vs 113 M€ esperado) crecen a doble dígito. Chile (BNA: 153 M€; +8,0% vs 144 M€ e) sorprende gracias a los ingresos típicos y menores provisiones y Portugal (BNA: 114 M€; +9% vs 113 M€ esperado) reduce costes y provisiones.

#### Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández 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 <sup>(1)</sup> Datos en M€	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	3T18	12 M	12 M
								a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses <sup>(2)</sup>	8.712	8.682	8.489	8.706	8.377	34.254	34.219	-3,8%	-3,8%	0,1%
Otros ingresos <sup>(3)</sup>	3.352	3.157	3.484	3.296	3.165	13.102	12.612	-5,6%	-4,0%	3,9%
<b>Margen Bruto</b>	<b>12.064</b>	<b>11.839</b>	<b>11.973</b>	<b>12.002</b>	<b>11.542</b>	<b>47.356</b>	<b>46.831</b>	<b>-4,3%</b>	<b>-3,8%</b>	<b>1,1%</b>
Gastos Generales	5.766	5.961	6.156	5.885	5.361	23.363	22.410	-7,0%	-8,9%	4,3%
<b>Margen Neto</b>	<b>6.298</b>	<b>5.878</b>	<b>5.817</b>	<b>6.117</b>	<b>6.181</b>	<b>23.993</b>	<b>24.421</b>	<b>-1,9%</b>	<b>1,0%</b>	<b>-1,8%</b>
Prov. insolvencias	2.250	2.181	2.282	2.015	2.121	8.599	9.336	-5,7%	5,3%	-7,9%
<b>Rdo. Operativo</b>	<b>4.048</b>	<b>3.697</b>	<b>3.535</b>	<b>4.102</b>	<b>4.060</b>	<b>15.394</b>	<b>15.085</b>	<b>0,3%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>2,0%</b>
Rdos. Extraordinarios	972	704	-154	311	310	1.171	2.762	n.s	n.s	n.s
<b>BAI.</b>	<b>3.076</b>	<b>2.993</b>	<b>3.689</b>	<b>3.791</b>	<b>3.750</b>	<b>14.223</b>	<b>12.323</b>	<b>21,9%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>15,4%</b>
Impuestos	1.244	1.090	1.280	1.379	1.394	5.143	4.210	12,1%	1,1%	22,2%
Minoritarios	371	361	355	714	366	1.796	1.390	-1,3%	-48,7%	29,2%
<b>BNA Ajustado</b>	<b>1.461</b>	<b>1.542</b>	<b>2.054</b>	<b>1.698</b>	<b>1.990</b>	<b>7.284</b>	<b>6.723</b>	<b>36,2%</b>	<b>17,2%</b>	<b>8,3%</b>
Otros Ajustes Neto	0	0	0	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
<b>BNA Publicado</b>	<b>1.461</b>	<b>1.542</b>	<b>2.054</b>	<b>1.698</b>	<b>1.990</b>	<b>7.284</b>	<b>6.723</b>	<b>36,2%</b>	<b>17,2%</b>	<b>8,3%</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	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	Variación			
						a/a	MM€ t/t	% a/a	% t/t
Liquidez <sup>(4)</sup>	225	188	215	188	228	3,2	40,1	1,4%	21,3%
Cartera Valores	200	213	172	172	286	85,7	114,2	42,8%	66,4%
<b>Inversión Crediticia</b>	<b>853</b>	<b>873</b>	<b>856</b>	<b>886</b>	<b>862</b>	<b>8,5</b>	<b>-24,5</b>	<b>1,0%</b>	<b>-2,8%</b>
Otros	189	170	195	187	68	-120,7	-118,9	-63,8%	-63,5%
<b>Total Activo</b>	<b>1.468</b>	<b>1.444</b>	<b>1.438</b>	<b>1.434</b>	<b>1.445</b>	<b>-23,3</b>	<b>10,9</b>	<b>-1,6%</b>	<b>0,8%</b>
Depósitos	779	778	767	774	731	-47,4	-43,0	-6,1%	-5,6%
Finac. Mayorista	580	560	566	555	608	27,2	52,6	4,7%	9,5%
Fondos Propios	109	107	105	104	106	-3,1	1,2	-2,8%	1,2%
<b>Total Pasivo &amp; F.Propios</b>	<b>1.468</b>	<b>1.444</b>	<b>1.438</b>	<b>1.434</b>	<b>1.445</b>	<b>-23,3</b>	<b>10,9</b>	<b>-1,6%</b>	<b>0,8%</b>
APR's <sup>(5)</sup>	623	605	600	595	588	-34,5	-6,7	-5,5%	-1,1%
TCE <sup>(6)</sup>	67	66	66	66	67	-0,2	1,0	-0,4%	1,5%

(4) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D <sup>(7)</sup>	109,6%	112,2%	111,6%	114,5%	117,8%	8,3 pb	3,4 pb
Dudosos / TCE <sup>(8)</sup>	43,7%	57,1%	56,3%	55,4%	54,1%	10,4 pb	-1,3 pb
APR's/ Activos <sup>(9)</sup>	42,4%	41,9%	41,7%	41,5%	40,7%	-1,7 pb	-0,8 pb
TCE/ Fondos Propios	62,0%	61,6%	63,0%	63,3%	63,5%	1,6 pb	0,2 pb
<b>ROTE <sup>(10)</sup></b>	<b>8,7%</b>	<b>9,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>10,3%</b>	<b>11,9%</b>	<b>3,2 pb</b>	<b>1,6 pb</b>
<b>ROA <sup>(11)</sup></b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,2 pb</b>	<b>0,1 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 Jesús Amador Elena Fernández Arancha Bueno Aránzazu Cortina  
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

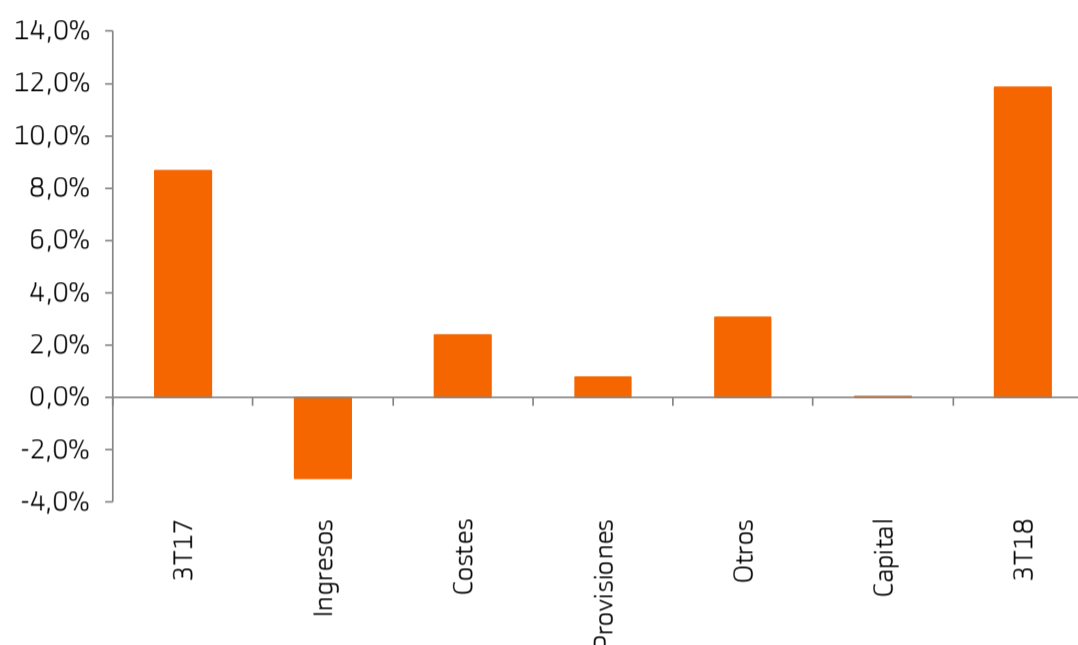
La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

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

(\*). 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
<b>Datos en M€</b>							
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	2.106	2.434	2.543	-15,7%	15,6%	4,5%
<b>Margen Bruto</b>	<b>48.392</b>	<b>48.594</b>	<b>49.410</b>	<b>51.270</b>	<b>0,4%</b>	<b>1,7%</b>	<b>3,8%</b>
Gastos Generales	-22.918	-22.555	-22.417	-23.602	-1,6%	-0,6%	5,3%
<b>Margen Neto</b>	<b>25.474</b>	<b>26.039</b>	<b>26.993</b>	<b>27.669</b>	<b>2,2%</b>	<b>3,7%</b>	<b>2,5%</b>
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%
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>13.551</b>	<b>15.011</b>	<b>15.878</b>	<b>16.772</b>	<b>10,8%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,6%</b>
Impuesto sobre sociedades	-4.587	-4.503	-4.763	-5.032	-1,8%	5,8%	5,6%
<b>Rdo. Operaciones continuadas</b>	<b>8.964</b>	<b>10.508</b>	<b>11.114</b>	<b>11.741</b>	<b>17,2%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,6%</b>
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	-897	-500	0	0	-44,3%	-100,0%	#¡DIV/0!
<b>Resultado consolidado del ejercicio</b>	<b>8.067</b>	<b>10.008</b>	<b>11.114</b>	<b>11.741</b>	<b>24,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>5,6%</b>
Resultado atribuido a minoritarios	1.447	1.795	1.994	2.106	24,1%	11,1%	5,6%
<b>Beneficio atribuido al Grupo</b>	<b>6.620</b>	<b>8.213</b>	<b>9.121</b>	<b>9.635</b>	<b>24,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>5,6%</b>
Ingresos Core <sup>(i)</sup> /Mg. Bruto	94,8%	95,7%	95,1%	95,0%	0,8 pp	-0,6 pp	0,0 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%	46,4%	45,4%	46,0%	-0,9 pp	-1,0 pp	0,7 pp
Provisiones / Mg. Bruto	35,8%	34,6%	33,3%	33,3%	-1,2 pp	-1,2 pp	-0,1 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    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€

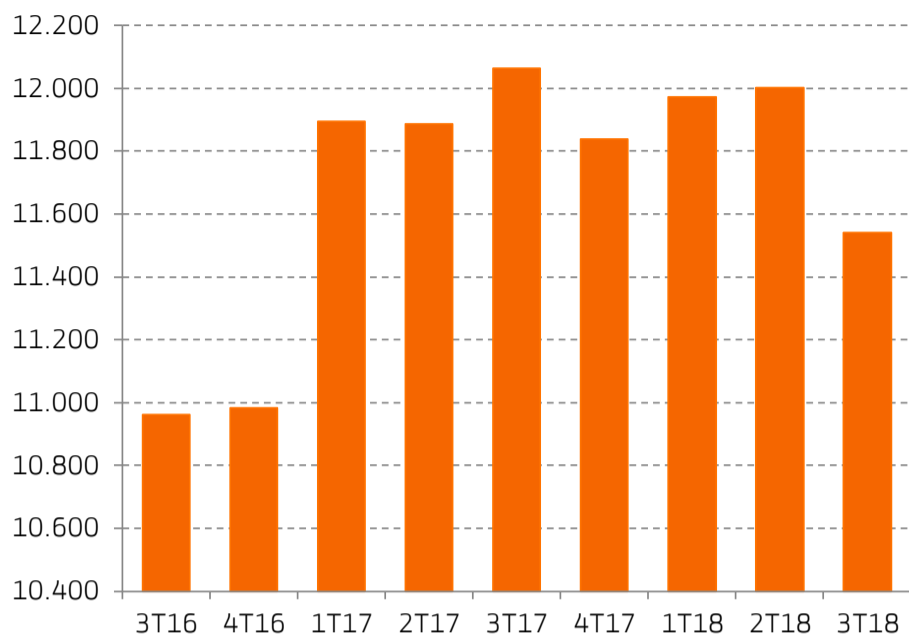
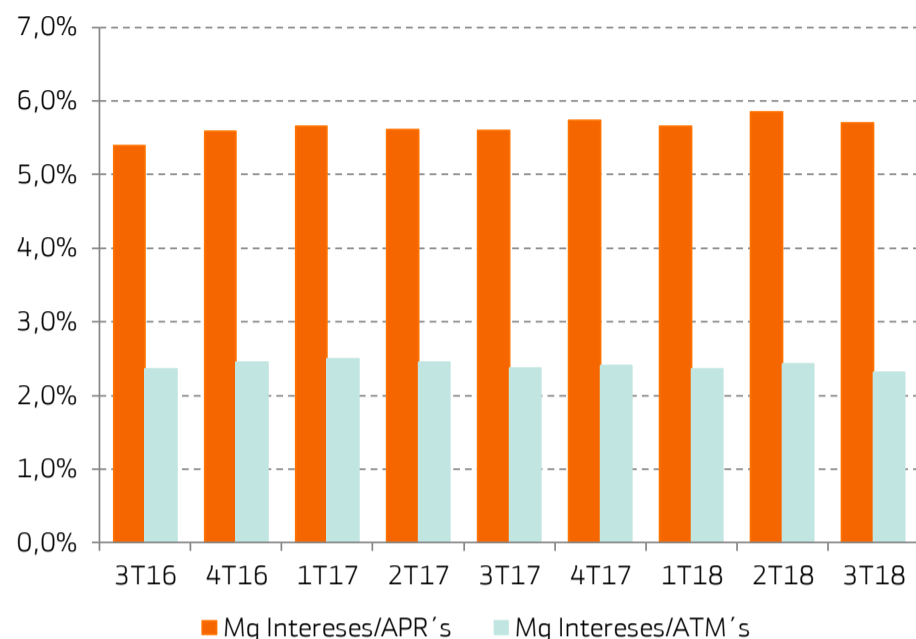


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

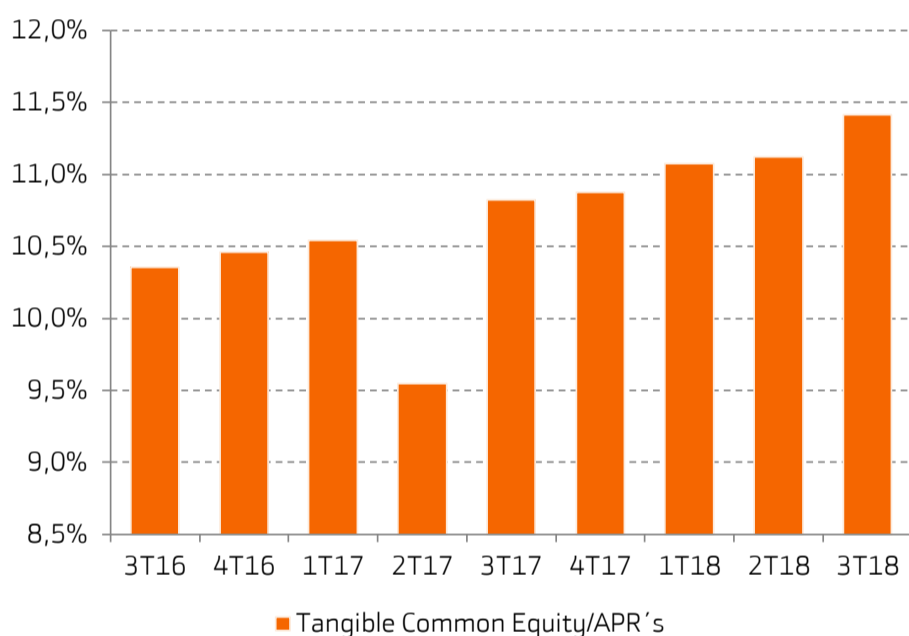
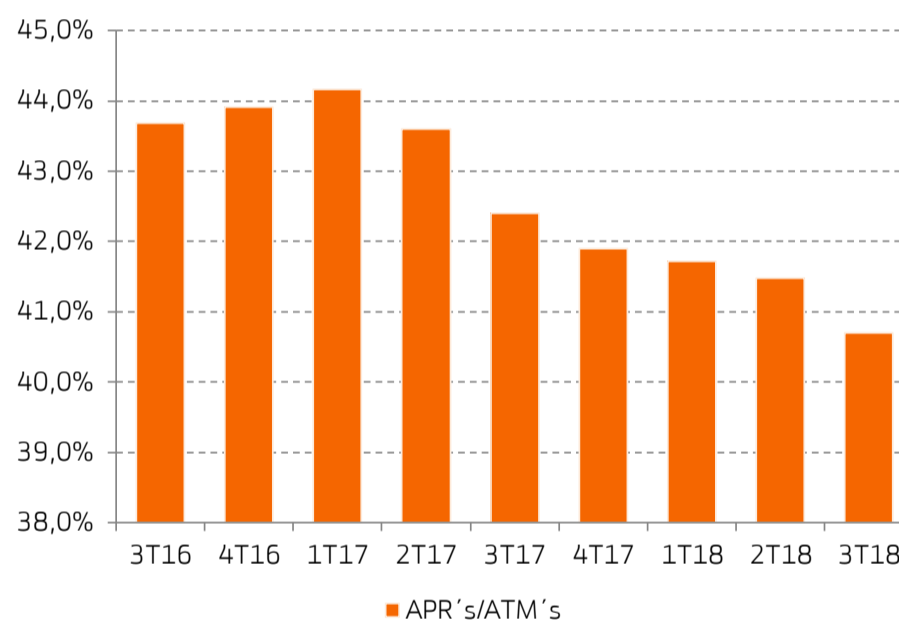


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

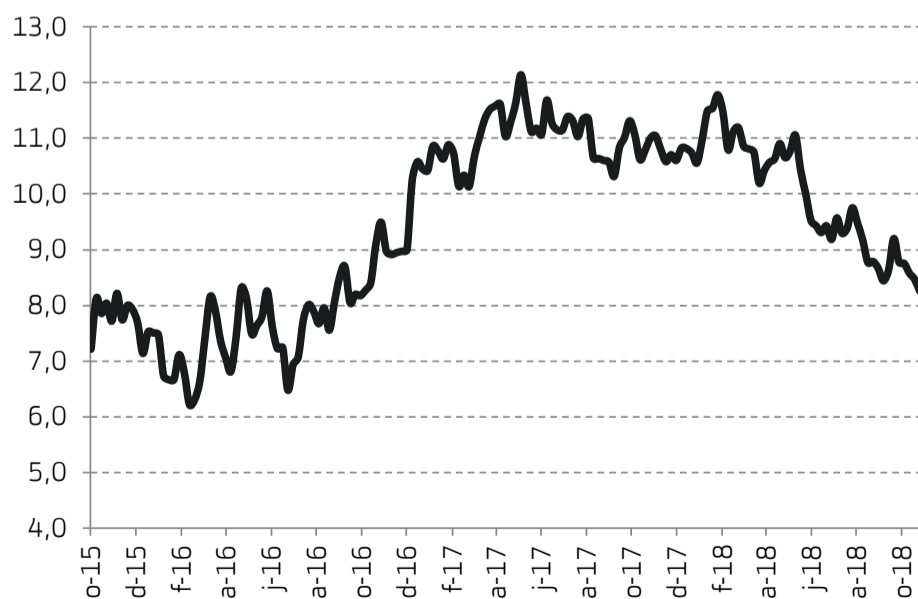
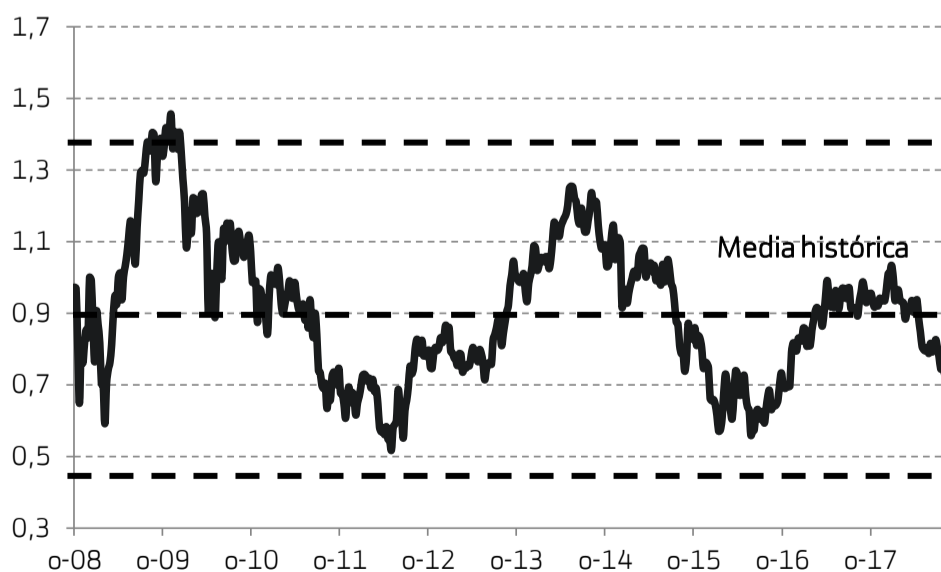


Gráfico 6: PVC histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada, Jesús Amador, Elena Fernández, 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.