

Santander

Cifras 1T17 apoyan revisión de previsiones

- Opinión:** Santander ha presentado unos resultados que **han superado nuestras estimaciones**, con un beneficio neto que crece un **16,8% vs 4T16**, un **8,8% por encima de lo esperado**. Estas buenas cifras **permiten una revisión al alza de nuestras estimaciones** para los próximos años, en línea con lo anticipado por las valoraciones.
- La entidad ha superado previsiones ya desde la primera línea de la cuenta, con un **margen de intereses que se ha situado un 2,5% por encima** de las estimaciones, que supone un aumento del 3,8% respecto a 4T16. Hay que considerar que en 1T17 la entidad ha incluido los ahorros de costes procedentes de la **TLTRO II** (30 M. €), que ya incluimos en nuestras estimaciones. Con todo, el **margen financiero de 1T17** se ha situado en el **1,66%**, por encima del 1,62%e/anterior).
- Buen desempeño también en **costes**, con una ratio de **eficiencia de 48,4%** (vs 49,3%e), mejorando ampliamente el 50,2% del trimestre anterior. El **coste del riesgo** se ha mantenido en niveles previos (1,55%), ligeramente por debajo de lo esperado (1,57%e).
- En **capital**, la **ratio CET1 FL** ha mejorado 11p.b. hasta el **10,66%** (vs 10,6%e). Reitera su **objetivo estratégico del 11%** (llegará en 2018e).
- En **España**, el mejor desempeño en **costes** (ratio de eficiencia del 61% vs 63,5%e) y **provisiones** (coste del riesgo de 43p.b. vs 52p.b. e) siguen siendo clave para compensar el estancamiento de la parte alta de la cuenta. En **Reino Unido**, la **rebaja de los intereses de la cuenta 1|2|3** ha ayudado a mejorar la parte alta de la cuenta de resultados (+2,2% vs 4T16) compensando el efecto de **contracción de precios de la nueva contratación**. En **Brasil**, la **mejora del escenario político/económico** se refleja en un **aumento de la actividad** vs 1T16 (+4%) y en la **reducción de costes y provisiones** (el pico en 4T16).
- Revisión estimaciones y P.O.:** tras estos resultados, hemos **revisado nuestras estimaciones al alza** de forma notable y hemos ajustado nuestra valoración de la compañía. Así, el nuevo **precio objetivo es de 6,60 €/acción** (vs 5,60 €/acción a 26/1/17). Mantenemos nuestra recomendación de **Compra**, entendiendo que la entidad cuenta con **suficientes palancas para acelerar el crecimiento en los próximos años**, a lo que se sumará el **alza de los tipos de interés** como impulso adicional. **Reino Unido** se entiende como un **riesgo en el medio plazo** ante el inicio de las conversaciones para completar el **Brexit**, por lo que estaremos muy atentos a la **evolución de los indicadores macro**.

Acción: Revisión tras resultados 1T17

SAN.MC	COMPRAR
Precio Objetivo (€)	6,60
Precio 3-mayo (€)	6,07
Potencial	8,7%
MAX./MIN. 52 sem. (€)	6,17/3,15
Free Float aprox.	90%
Ponderación IBEX	15,8%
Núm. Acciones (M)	14.582,3
Cap. Bursátil (M.€)	88.558,3
R. CET1 FL 1T17	10,7%
R. Eficiencia ajust. 1T17	48,4%

Gráfico 24 meses



Evolución relativa IBEX 35

1M	6M	12M
3,0%	16,2%	24,4%

NAGORE DIEZ CERECEDA

ndiez@norbolsa.es

(M. euros)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
M. Intereses	32.190	31.088	33.506	34.690	36.160
R. ant. prov.	23.699	22.764	24.624	25.526	26.591
Bº Neto	5.965	6.204	7.068	7.550	8.262
BPA (€)	0,442	0,428	0,483	0,514	0,562
PER (x)	13,75	14,20	12,58	11,82	10,81
P/TBV ajust. (x)	1,50	1,44	1,29	1,15	1,03
ROTE ajust.	10,9%	10,3%	10,8%	10,3%	10,0%
Yield	3,3%	3,5%	3,6%	4,0%	4,4%
Pay-out	45,3%	49,1%	45,6%	46,7%	48,0%

Fuente Norbolsa

SANTANDER: REVIEW RESULTADOS 1T17

SANTANDER
 Comprar
 P.O. 6,60 €

Santander ha presentado unos resultados que **han superado claramente nuestras estimaciones** en **todas las líneas de la cuenta de resultados**, lo que se ha trasladado a un **beneficio neto que crece un 16,8% vs 4T16, un 8,8% por encima de lo esperado**. Buen registro en la generación básica de ingresos del negocio bancario (Margen de intereses + Comisiones), que crece un 4,8% vs 4T16, un 3% por encima de lo esperado.

SANTANDER: review principales líneas de resultados					
M. €	4T16	1T17	1T17e	Var. vs est.	Var. vs 4T16
M. Intereses	8.096	8.402	8.201	2,5%	3,8%
<i>NIM</i>	1,62%	1,66%	1,62%	-	-
Comisiones	2.637	2.844	2.718	4,6%	7,8%
ROF	412	573	386	48,5%	39,1%
M. bruto	11.287	12.029	11.577	3,9%	6,6%
<i>R. eficiencia*</i>	50,2%	48,4%	49,3%	-	-
R. ant. prov.	5.833	6.486	6.062	7,0%	11,2%
<i>Coste riesgo</i>	1,50%	1,55%	1,57%	-	-
R. ant. Imptos	2.838	3.311	2.884	14,8%	16,7%
Bº Neto	1.598	1.867	1.716	8,8%	16,8%
BPA (€)	0,11	0,13	0,12	8,8%	16,8%
VLTPA (€)	4,22	4,32	4,28	0,8%	2,3%
CET1 FL	10,55%	10,66%	10,60%	0,5%	1,0%
Activos	1.339.125	1.351.956	1.350.000	0,1%	1,0%
Crédito	814.863	818.793	800.000	2,3%	0,5%

*Dato ajustado por ROFs
 Fuente: Norbolsa y compañía

En el **mercado doméstico**, las **tendencias principales** se han situado en línea con lo esperado, destacando la **estabilidad del margen de intereses** vs 4T16 frente a una caída del 0,9% que nosotros esperábamos. En línea con las cifras del grupo, ha registrado **mayores ROFs**, pero el **coste del riesgo ha sido mejor de lo previsto** (43 p.b. vs 52p.b. e). El **beneficio neto se eleva un 52,7% vs 4T16**, un 28,4% por encima de nuestras previsiones.

SANTANDER España: review principales líneas de resultados					
M. €	4T16	1T17	1T17e	Var. vs est.	Var. vs 4T16
M. Intereses	747	747	740	0,9%	0,0%
<i>NIM</i>	0,93%	0,95%	0,95%	-	-
Comisiones	451	459	448	2,5%	1,8%
ROF	157	230	180	27,8%	46,5%
M. bruto	1.325	1.539	1.446	6,4%	16,2%
<i>R. eficiencia*</i>	68,7%	61,0%	63,5%	-	-
R. ant. prov.	523	741	642	15,4%	41,7%
<i>Coste riesgo</i>	0,22%	0,43%	0,52%	-	-
R. ant. Imptos	341	514	403	27,5%	50,7%
Bº Neto	237	362	282	28,4%	52,7%
Activos	312.354	318.588	314.000	1,5%	2,0%
Crédito	152.850	153.060	152.300	0,5%	0,1%

*Dato ajustado por ROFs
 Fuente: Norbolsa y compañía

Estos resultados han superado nuestras expectativas. Además, **pensamos que la buena tendencia de estos resultados se mantendrá en próximos trimestres**, por lo que hemos **revisado** nuestras **estimaciones al alza** de forma notable.

SANTANDER: review estimaciones 2017-2019						
M. €	2017 nuevo	Var. est. previas	2018 nuevo	Var. est. previas	2019 nuevo	Var. est. previas
M. Intereses	33.506	5,0%	34.690	5,5%	36.160	7,9%
<i>NIM</i>	1,62%	+8p.b	1,59%	+10p.b.	1,58%	+11p.b.
Comisiones	11.378	6,5%	11.800	6,3%	12.220	4,4%
ROF	1.600	0,0%	1.500	0,0%	1.300	0,0%
M. bruto	47.267	5,0%	48.820	5,6%	50.555	7,0%
<i>R. eficiencia*</i>	49,6%	0,03%	49,2%	0,17%	48,7%	0,46%
R. ant. prov.	24.624	4,8%	25.526	5,1%	26.591	5,9%
<i>Coste riesgo</i>	1,49%	+5p.b.	1,43%	+7p.b.	1,37%	+5p.b.
R. ant. Imptos	12.194	6,2%	13.026	4,7%	14.051	6,8%
Bº Neto	7.068	6,2%	7.550	4,7%	8.262	9,0%
BPA	0.483	6,1%	0.514	4,5%	0.562	8,7%
DPA	0.220	4,8%	0.240	4,3%	0.270	12,5%

*Datos ajustados por ROFs
Fuente: Norbolsa

SANTANDER España: review estimaciones 2017-2019						
M. €	2017 nuevo	Var. est. previas	2018 nuevo	Var. est. previas	2019 nuevo	Var. est. previas
M. Intereses	2.950	5,4%	3.062	7,4%	3.246	6,4%
<i>NIM</i>	0,93%	+6p.b.	0,94%	+7p.b.	0,99%	+5p.b.
Comisiones	1.851	0,0%	1.920	0,0%	2.001	1,6%
ROF	580	52,6%	400	100,0%	350	75,0%
M. bruto	5.521	2,8%	5.532	4,0%	5.747	3,2%
<i>R. eficiencia*</i>	64,8%	-1,35%	63,6%	-1,91%	62,2%	-0,31%
R. ant. prov.	2.321	12,1%	2.267	15,4%	2.392	8,0%
<i>Coste riesgo</i>	0,39%	+6p.b.	0,29%	+3p.b.	0,26%	0p.b.
R. ant. Imptos	1.571	10,6%	1.717	0,0%	1.882	10,4%
Bº Neto	1.093	10,5%	1.195	0,0%	1.309	10,1%

*Datos ajustados por ROFs
Fuente: Norbolsa

Además, **hemos actualizado nuestra valoración** sobre la compañía. La **subida de estimaciones de DPA** afecta favorablemente al método de descuento de dividendos, mientras que en la **suma de partes** hemos revisado al **alza** las regiones de **Brasil y EE.UU.** Así, el **nuestro nuevo precio objetivo es de 6,60 €/acción** (vs 5,60 €/acción a 26/1/17). Mantenemos nuestra **recomendación de Compra**, entendiendo que la entidad cuenta con **suficientes palancas** para acelerar el crecimiento en los próximos años, a lo que se sumará el **alza de los tipos de interés**.

Con la **recuperación de Brasil en marcha** y habiendo pasado el pico del coste del riesgo (4T16), **Reino Unido** se entiende como el **principal riesgo en el medio plazo** ante el inicio de las conversaciones para completar el Brexit, por lo que estaremos muy atentos a la **evolución de los indicadores macro**. De momento, el **coste del riesgo** se mantiene en **niveles muy reducidos** (3p.b. en 1T17) por la **baja morosidad** (tasa del 1,3%) y los **spreads crecen** (+11p.b. vs 4T16), aunque se nutren de la **bajada de remuneración de la cuenta 1|2|3** (-18p.b. en coste de depósitos) que consigue compensar la **presión en precios** de la nueva contratación y la **repreciación a la baja** de los créditos a **tipo variable** (-7p.b. en spread de activo).