



ANÁLISIS SECTORIAL

SECTOR BANCOS

27 de Febrero de 2004

BANCOS
IBEX 35

2004: Buenas expectativas ya descontadas

- > Creemos que 2004 será otro año positivo para el negocio bancario español. Los volúmenes continuarán sólidos (aunque ralentizando su crecimiento y con una mayor proporción del crédito a pymes), y el escenario de tipos de interés será más benigno que en 2003 (a pesar de que los tipos promedios caerán levemente, la positividad de la curva se ampliará a lo largo del año).
- > Las cotizaciones de los dos grandes bancos españoles (SAN-BBVA) descuentan escenarios similares a nuestras valoraciones (MANTENER en ambos). Preferimos SAN por la mejor evolución esperada para su negocio en Europa.
- > Nuestra principal opción en la banca española continúa siendo Popular (COMPRAR; elevamos nuestra valoración a 55€). Asumimos el cumplimiento de su objetivo de beneficio neto en 2006e (1.000Mn€) y esperamos que siga mostrando la mayor calidad de resultados entre los bancos españoles. En BTO y BKT, creemos que las favorables expectativas en sus resultados están ya reflejadas en sus cotizaciones (MANTENER).

Si desea consultar ésta o cualquier otra información, visite nuestra página web <http://dea.ahorro.com>

Analista: Juan Díaz
☎ 91 586 42 24
✉ jdporta@ahorro.com

Analista: Leopoldo Torralba
☎ 91 586 94 67
✉ ltorralba@ahorro.com

Director: Leopoldo Torralba
☎ 91 586 94 67
✉ ltorralba@ahorro.com

Ventas (Madrid)
☎ 91 586 03 99
Ignacio Crespo ✉ icrespo@ahorro.com
Alberto Mombiela ✉ amombiela@ahorro.com
José Martínez ✉ jmartinezl@ahorro.com

Ventas (Barcelona)
☎ 93 366 24 24
José M^a Vilar ✉ jvilar@ahorro.com
Sebastián Libkind ✉ slibkind@bcn.ahorro.com
José Ramón García ✉ jgarcia@bcn.ahorro.com

Bancos españoles - Ratios de cotización y recomendaciones ACF

		Potencial			PER			P/VC	P/Mg	Rent. Divi-	ROE
	Cotiza- ción	Valora- ción	revalo- rización	Recomendación	03	04e	05e	'03	Expl. 04e	dendo'04e	'04e
BBVA	10,90	10,8	-0,8%	Mantener	15,6	13,8	12,3	2,8	8,2	3,8%	19,1%
SAN	9,17	9,5	4,1%	Mantener	16,7	14,6	12,7	2,4	8,6	3,7%	15,8%
POP	48,95	55,0	12,4%	Comprar	15,6	14,0	12,4	3,3	7,3	3,6%	23,0%
BKT	33,05	33,5	1,2%	Mantener	18,9	15,4	13,8	2,7	8,7	3,2%	16,6%
BTO	9,83	10,0	1,9%	Mantener	15,4	13,8	12,3	2,4	8,6	3,0%	16,7%
PAS	25,20	23,0	-8,7%	Mantener	22,1	16,7	14,0	2,0	7,6	2,1%	12,3%
BVA	17,90	12,1	-32,6%	Vender	23,8	21,6	19,5	3,4	10,7	1,2%	14,7%

ÍNDICE

SECTOR BANCARIO ESPAÑOL EN 2004	3
GRUPO SANTANDER	12
BBVA	18
BANCO POPULAR	23
BANKINTER	27
BANESTO	31
ANEXO: MÉTODO DE VALORACIÓN	35

CUADROS

1 Evolución de diferencial de clientes del sector bancario español (4T'00-2T'03)	3
2 Pesos del crédito con garantía real sobre total «Otros sectores residentes» (2003)	4
3 Evolución del crédito en España	5
4 Evolución del depósito en España	5
5 Evolución de cuotas en crédito en España	6
6 Evolución de cuotas en crédito en España	6
7 Evolución del crédito hipotecario en España	7
8 Evolución del crédito al sector inmobiliario en España (crecimiento interanual)	8
9 Ratios de morosidad y cobertura en España	9
10 Evolución de fondos de inversión en España	9
11 Cuotas de mercado de fondos de inversión en España	10
12 Cuotas de mercado de fondos de inversión en España	10
13 Evolución cuenta de resultados en 2003 y en 2004e	11
14 Total grupo SAN "Ex Banca Minorista Latam"	12
15 SAN: Banca minorista España	13
16 SAN: Banca Minorista Latam	14
17 SAN: Banca Minorista Latam (moneda local)	15
18 SAN: Balance, cuenta de resultados y ratios	17
19 Total grupo BBVA "Ex Banca Latam"	19
20 BBVA: Banca minorista España	19
21 BBVA: Banca Latam	20
22 BBVA: México a nivel local	20
23 BBVA: Balance, cuenta de resultados y ratios	23
24 Banco Popular - Resultados trimestrales	24
25 Banco Popular: Balance, cuenta de resultados y ratios	26
26 Bankinter - Resultados trimestrales	27
27 Bankinter: Balance, cuenta de resultados y ratios	30
28 Banesto - Resultados trimestrales	31
29 Banesto: Balance, cuenta de resultados y ratios	34



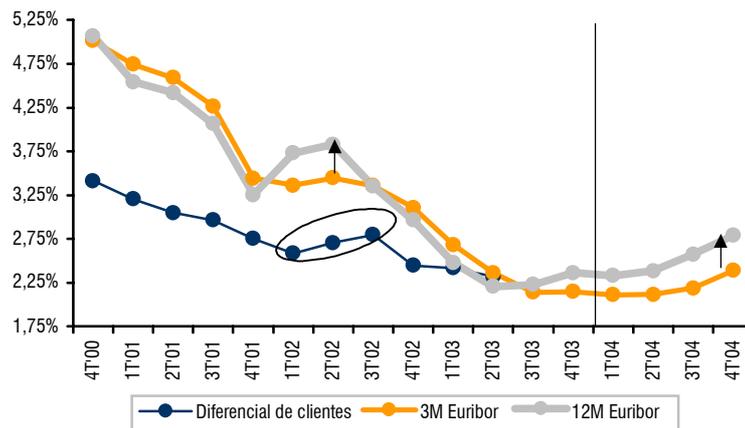
SECTOR BANCARIO ESPAÑOL EN 2004

Principales tendencias en 2004:
estabilidad en tipos de interés
oficiales y progresiva
positivización de la curva de tipos,
mantenimiento de crecimientos
relevantes en crédito (aunque
ralentizándose frente a 2003),
mejora gradual de los mercados,
costes controlados e incrementos
moderados de la morosidad del
sistema

En nuestra opinión, las **principales tendencias que condicionarán la evolución del sector bancario español durante el ejercicio 2004** serán las siguientes:

- > Estabilidad de tipos de interés oficiales en la zona euro, con ligera subida de 25 puntos básicos en el 2S'04. A nivel promedio 2004e vs 2003, asumimos ligera caída del Euribor 3M. Progresiva positivización de la curva de tipos de interés (Euribor 1 año vs 3M).
- > Cierta ralentización de los ritmos de crecimiento del crédito, aunque manteniendo todavía fuertes incrementos de volumen de negocio. El hipotecario debe frenar su crecimiento, aunque esperamos que sea todavía el tipo de crédito más dinámico durante este ejercicio. El crédito a pymes debería mostrar una evolución positiva en la medida en que la recuperación económica se vaya consolidando.
- > Mejora gradual de los mercados y, en consecuencia, de las comisiones ligadas a los mismos: incremento del patrimonio gestionado fuera de balance por las entidades por mera subida de los mercados financieros y por un mayor ritmo de entradas en fondos de inversión, así como una superior proporción de entradas en fondos de mayor valor añadido (renta variable y mixtos).
- > Costes controlados y creciendo a un ritmo inferior a los ingresos, aunque las entidades estarán menos focalizadas en el lado de los gastos que en el ejercicio 2003 (buena parte de ellas proyectan inversiones de apertura de nuevas oficinas, principalmente destinadas a incrementar la penetración en el negocio de pymes).
- > Incrementos moderados de la morosidad del sistema, aunque manteniéndose todavía dentro de niveles controlables.

Cuadro 1 - Evolución de diferencial de clientes del sector bancario español (4T'00-2T'03)



Fuente: Banco Central Europeo

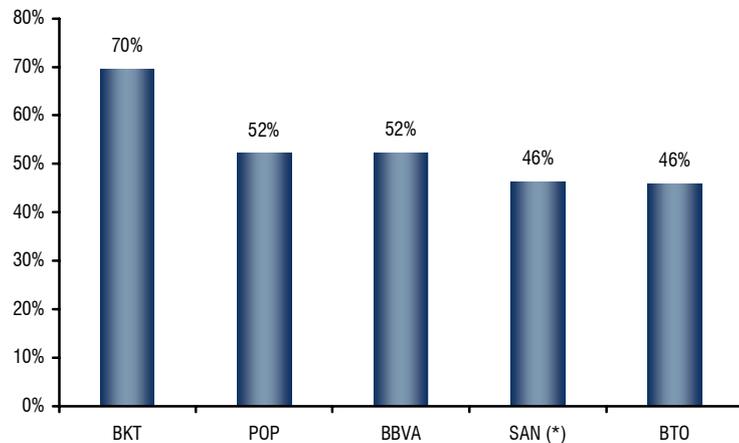
Nuestro **escenario de tipos** contempla una subida de unos 40 puntos básicos de los tipos cortos (Euribor 3M) a lo largo de 2004, y una subida adicional de unos 65 puntos básicos en 2005. Sin embargo, **la evolución descendente de los tipos en 2003 provocará que todavía veamos caídas del Euribor 3M durante este ejercicio en términos medios** (2,2% en 2004e frente a 2,33% en 2003).

Factores que influirán en la evolución del margen de las entidades ante un escenario alcista de tipos son: la diferente velocidad de reprecación de activos y pasivos (perjudica a aquellas entidades con mayor porcentaje de hipotecarios), la positivización de la curva (mitiga el efecto anterior), la existencia de inelasticidades en el activo del balance (perjudica a quien disponga de elevadas carteras de Deuda Pública y de un elevado porcentaje de hipotecarios referenciado a IRPH), y el porcentaje de la base de depósitos no remunerada (cuanto mayor sea, mayor es el efecto positivo de la subida de tipos sobre los diferenciales de clientes)

Simultáneamente, y como se observa en el cuadro 1, el Euribor 12M se elevará, produciendo una **progresiva mayor positivización de la curva de tipos**. En este escenario de tipos, identificamos varios **factores que determinarán la evolución del margen de las entidades**:

- > **La velocidad de la reprecación de los activos y los pasivos de las entidades es diferente:** en España, las hipotecas están concedidas mayoritariamente a un tipo variable, con un plazo de revisión anual, frente a los menores plazos de revisión (alrededor de tres meses) de los restantes tipos de crédito y de los pasivos sensibles. De este modo, **aquellos bancos con mayor porcentaje de hipotecario sobre sus carteras de crédito tardarán más en transferir las subidas de tipos a las mismas** (mientras que sus pasivos se encarecen a una velocidad superior). En el cuadro 2 vemos como Bankinter será el banco más perjudicado por este hecho, por disponer de una proporción muy superior a sus comparables de hipotecas sobre el total del crédito (70%).

Cuadro 2 - Pesos del crédito con garantía real sobre total "Otros sectores residentes" (2003)

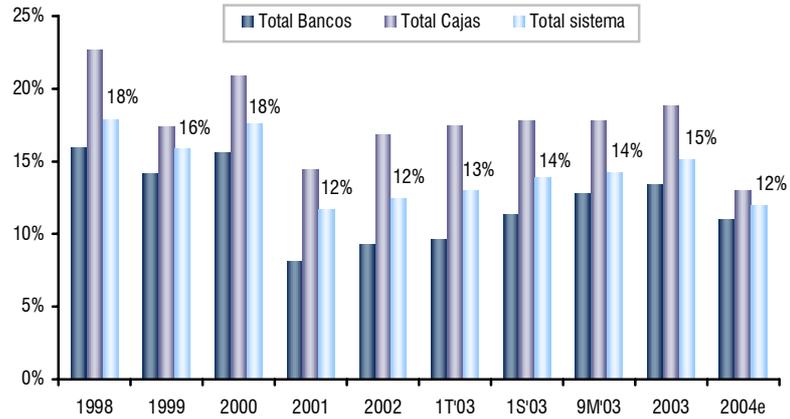


(*) Incluye BTO (sería 47% ex BTO)
Fuente: Compañías

- > Sin embargo, en contraposición a lo anterior, cabe señalar que **una positivización cada vez mayor de la curva de tipos, ayudará a mitigar el efecto negativo de los plazos de reprecación**. Al estar referenciadas las hipotecas a Euribor 12M, una mayor subida de los tipos largos frente a los cortos beneficia en mayor medida a aquellas entidades con mayor proporción de hipotecas sobre el total crédito.
- > **Inelasticidades en el activo del balance:** las **carteras de Deuda Pública** adquiridas por las entidades para protegerse ante caídas de tipos de interés lastrarán las mejoras de márgenes ligadas al proceso de subida de tipos. Bankinter y Banesto son las dos entidades que han constituido carteras de Deuda Pública más relevantes durante la fase bajista de tipos de interés que hemos vivido a lo largo de los tres últimos años (unos 4.000Mn€ a cierre de 4T'03 respectivamente). Del mismo modo, se producirá un efecto similar en aquellas **entidades que han referenciado un porcentaje relevante de créditos hipotecarios a IRPH** (Índice de Referencia del Mercado Hipotecario), dado que estas hipotecas muestran sensibilidades inferiores ante movimiento de tipos de interés que aquellas referenciadas a Euribor 12M. Popular, y en menor medida, Banesto, utilizan este índice como tipo de referencia de sus créditos hipotecarios.
- > **Existencia de pasivos inelásticos:** **aquellas entidades con mayor proporción de depósitos no remunerados en el pasivo de su balance se beneficiarán en mayor medida de próximas subidas de tipos de interés**, ya que verán una progresiva ampliación de sus diferenciales de clientela

al tiempo que se producen dichas subidas de los tipos de referencia. En este sentido, de acuerdo a nuestras estimaciones, Popular sería la entidad más beneficiada, ya que los depósitos inelásticos representan un 45% de su base total de depósitos, seguida por Banesto (21% de los depósitos totales están a tipo cero).

Cuadro 3 - Evolución del crédito en España

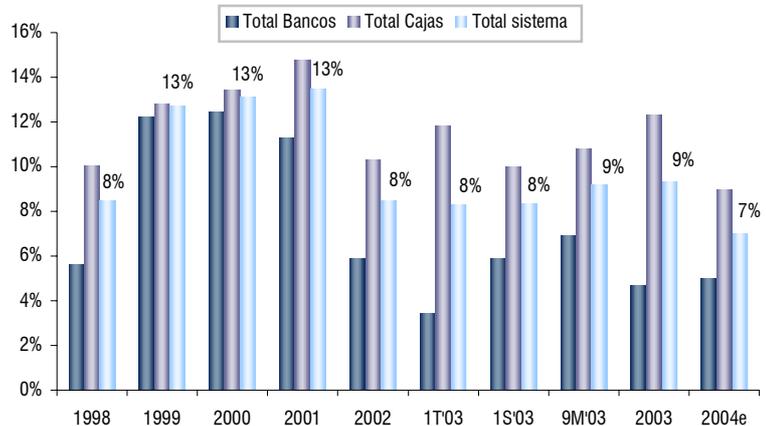


Fuente: Banco de España

Asumimos diferenciales de clientes estables en 2004 frente a 2003, lo que no evitará caídas en los ratios de margen intermediación/ATMs (por encarecimiento de la estructura de financiación, al crecer más los créditos que los depósitos)

En definitiva, creemos que como consecuencia de estos efectos cruzados, **los bancos españoles serán capaces de mantener relativamente estables los diferenciales de clientes** (medidos como diferencia entre el tipo medio del crédito y el coste medio de los depósitos), **o a lo sumo experimentar una presión marginal sobre los mismos en 2004. Ello no es óbice para que esperemos una reducción adicional del ratio margen de intermediación sobre activos totales medios en este ejercicio, ya que** aunque no se reduzcan los diferenciales de clientes, **el mayor crecimiento esperado para el crédito** (ver cuadro 3: +12% en 2004e) **respecto a los depósitos** (ver cuadro 4: +7%), **provocará que las entidades deban acudir a recursos más costosos** (subordinadas, empréstitos, interbancario) con el fin de cubrir ese gap de financiación. **En consecuencia, esperamos que las**

Cuadro 4 - Evolución del depósito en España



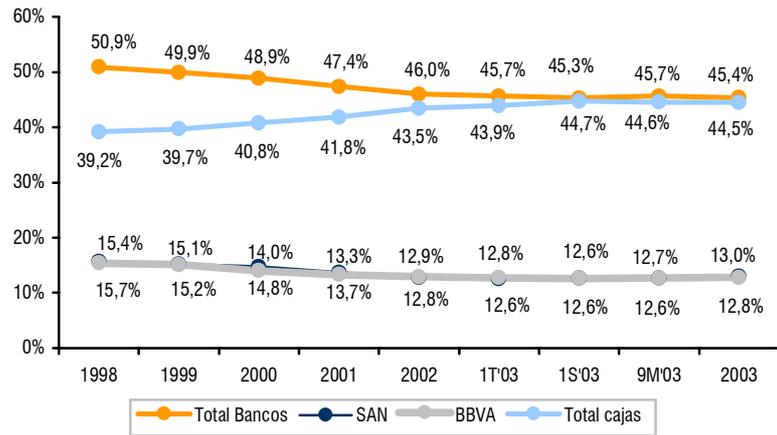
Fuente: Banco de España

Asumimos ampliación de los diferenciales de clientes en 2005 frente a 2004, y mantenimiento de los niveles de margen de intermediación / ATMs, así como cierta ralentización adicional en el ritmo de crecimiento del crédito. Consideramos a Popular y a Banesto como claros ganadores de cuota en créditos. La mayor proporción de depósitos no remunerados y el mayor crecimiento en depósitos permitirá a Popular marcar la diferencia en crecimiento de margen de intermediación en 2004 y 2005

entidades muestren avances sólidos en términos de margen de intermediación en 2004, aunque todavía por debajo del ritmo de crecimiento del crédito.

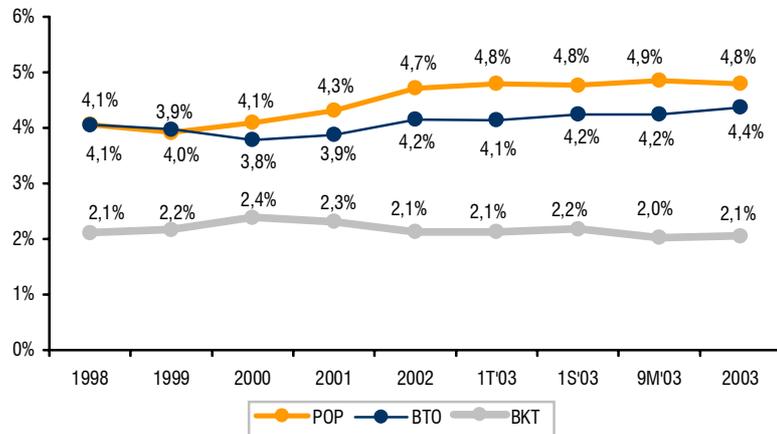
De cara a 2005 esperamos que la subida de tipos de interés permita a las entidades incrementar los diferenciales de clientes (gracias a la mayor positividad de la curva y al incremento del margen de los depósitos a tipo cero). El progresivo encarecimiento de la estructura de pasivo de las entidades (debido a que esperamos que los créditos sigan creciendo por encima de los depósitos: +9% vs. +6,5%), provocará que los ratios de margen de intermediación sobre activos totales medios únicamente se queden estables, y no reflejen esta mejora del diferencial de clientela. En cualquier caso, el ritmo de crecimiento del margen de intermediación en 2005 debería aproximarse al ritmo de crecimiento del crédito. Esperamos que las cajas de ahorros, Popular y Banesto, sean ganadores de cuota de mercado en créditos. En depósitos, consideramos ganadores de cuota a Popular y a las cajas de ahorros. En nuestra opinión, la mayor proporción de depósitos no remunerados y el superior crecimiento en depósitos permitirá a Popular marcar las diferencias en crecimiento de margen de intermediación durante 2004 y 2005 respecto al resto de bancos del IBEX.

Cuadro 5 - Evolución de cuotas en crédito en España



Fuente: Banco de España y compañías

Cuadro 6 - Evolución de cuotas en crédito en España

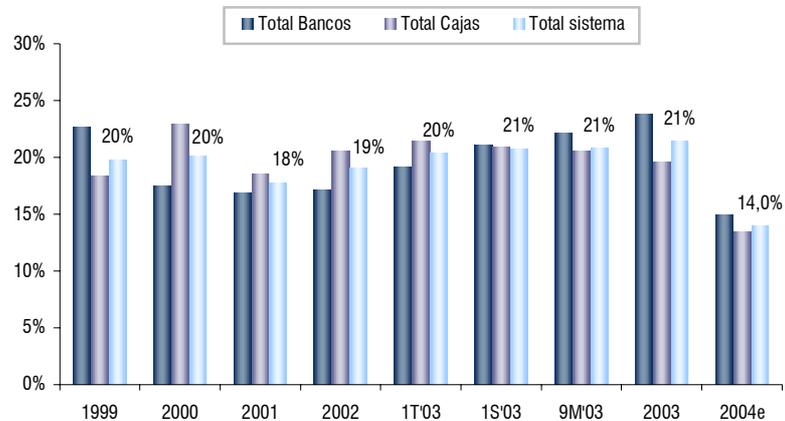


Fuente: Banco de España y compañías

Creemos que el hipotecario seguirá siendo el tipo de crédito más dinámico, aunque prevemos cierta desaceleración. El crédito corporativo, y en concreto el crédito a pymes, debería incrementar su aportación al crecimiento de la masa total de crédito al tiempo que se consolide la recuperación económica contemplada en nuestro escenario central. Los bancos están lanzando diversos planes para mejorar su posicionamiento y penetración dentro del segmento de pymes. En nuestra opinión, Popular y Banesto son las entidades que cuentan con mayor probabilidad de éxito respecto a esta estrategia

Con respecto al crecimiento del crédito, aunque **consideramos que el hipotecario seguirá siendo la modalidad de crédito más dinámica, si prevemos una cierta desaceleración** respecto a los elevados incrementos experimentados por esta partida durante los últimos ejercicios (ver cuadro 7). Del mismo modo, **creemos que el crédito corporativo aumentará su aportación al crecimiento de la masa total de crédito a lo largo de los próximos trimestres**, como consecuencia de la progresiva recuperación económica contemplada en nuestro escenario central (durante una recuperación, la magnitud más dinámica debería ser la inversión empresarial, y con ella deberían producirse crecimientos superiores del crédito corporativo y, **especialmente del crédito a pymes**). Nuestro escenario central contempla una aceleración del crecimiento del PIB desde el 2,4% de 2003 hasta el 3,1% y 3% respectivamente en 2004 y 2005, con una aceleración de la inversión desde el 3,5% en 2003 al 4,1% en 2004 y 2005. **Los bancos domésticos han mostrado a lo largo de los últimos trimestres diversos planes dirigidos a incrementar su penetración en el mercado de pymes** (apertura de centros y sucursales especializadas, etc). **Creemos que los bancos con mayores probabilidades de éxito en esta estrategia son Popular** (banco de las pymes por excelencia, con una red totalmente preparada para dirigirse a este tipo de cliente) **y Banesto**. En nuestra opinión, para tener éxito en la estrategia de penetración en el segmento de pymes, un banco debe contar con una gran capilaridad de la red de sucursales, así como con un excelente sistema de control de riesgos (en este mercado se obtienen márgenes superiores al resto de segmentos de negocio bancario, pero a lo largo del ciclo presenta también mayores riesgos crediticios). Popular, Banesto y Bankinter disfrutaban todos ellos de excelentes sistemas de control de riesgos, pero la reducida red de sucursales de este último nos hace ser escépticos al respecto del éxito que esta entidad pueda obtener al respecto de esta estrategia (285 oficinas en Bankinter, frente a las 2.134 oficinas de Popular y las 1.689 de Banesto).

Cuadro 7 - Evolución del crédito hipotecario en España



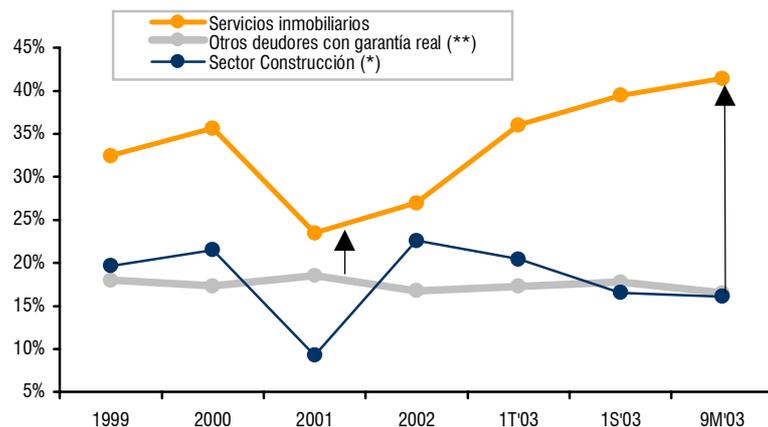
Fuente: Banco de España

No es nuestro escenario central, pero hay un riesgo a tener en cuenta: posibilidad de estallido de la burbuja inmobiliaria

A pesar de que nuestro escenario central contempla un incremento del ritmo de crecimiento económico en España a lo largo de los próximos trimestres (simultáneo a la recuperación de la economía mundial), no queremos dejar de señalar que vemos riesgos que podrían impactar negativamente sobre esta recuperación en España. En concreto, nos referiremos al **riesgo de estallido de la burbuja inmobiliaria**. Como se observa en el cuadro 8, **a lo largo del ejercicio 2003 se ha acelerado el crédito concedido a promotores inmobiliarios** (servicios inmobiliarios: +41% interanual a 9M'03 frente a +27% a cierre de 2002), **ampliándose el gap respecto al crecimiento del crédito hipotecario residencial** (+16% a 9M'03 vs. +17% a cierre de 2002). Atribuimos la ampliación de este diferencial de crecimiento al mayor número de viviendas iniciadas en 2003 (casi 700.000 frente a las 500.000 nuevas viviendas iniciadas anualmente en el periodo 1999-2002, y frente a las 350.000-400.000 consideradas como cifras medias

de viviendas iniciadas anualmente a lo largo de los noventa), así como al mayor precio pagado por el suelo edificable (lo que en nuestra opinión estaría anticipando posteriores subidas del precio de la vivienda, ya que evidentemente el promotor tratará de mantener sus márgenes). En este sentido, cuando estas viviendas se finalicen (el plazo medio de entrega es de 18-24 meses), los promotores deberán afrontar la comercialización de alrededor de un 30% más de viviendas, a un precio esperado claramente superior al actual y en un momento donde los tipos de interés reales en España se habrán incrementado en unos 150 puntos básicos. Lo anterior nos plantea dudas acerca de la capacidad de colocación en el mercado de estas viviendas. Si el número de viviendas vendidas (ahora en cifras récord), disminuye en un futuro próximo, este hecho podría implicar un menor número de viviendas iniciadas el año siguiente, lo cuál podría ser el detonante de un aumento del paro. En este caso, y dado el elevado grado de endeudamiento de las familias españolas, no es desechable un notable aumento de las cifras de morosidad. Esto sí afectaría muy negativamente a los bancos (con fortísimos crecimientos en hipotecarios actualmente). **Por tanto, dados los efectos indirectos que esta situación podría producir sobre el empleo, el crecimiento económico y el negocio bancario, creemos que debemos ser cautos a la hora de descartar totalmente la posibilidad de una desaceleración del crecimiento en España.** No podemos dar «probabilidad cero» a una situación que podría ser a futuro peligrosa, aunque obviamente no es nuestro escenario central.

Cuadro 8 - Evolución del crédito al sector inmobiliario en España (crecimiento interanual)



(*) Ex Organismos Públicos

(**) Restando al total de "Créditos con garantía real" las dos partidas anteriores (Construcción + Servicios inmobiliarios). Asumimos que es una aproximación al hipotecario concedido a las familias

Fuente: Banco de España

En cualquier caso, no pensamos que la mora sea una preocupación relevante de cara a 2004

Esperamos crecimientos relevantes en las comisiones de gestión de activos

Sin perjuicio de lo expuesto en el párrafo anterior, creemos que la morosidad no será un punto especialmente preocupante para la banca española en 2004. Ya hemos señalado que el principal foco de riesgo seguimos viéndolo en la posibilidad de que se produzcan incrementos de la tasa de desempleo. **En cualquier caso, la normativa del Banco de España ha motivado que las entidades cuenten con coberturas muy elevadas.** El cuadro 9 muestra los ratios de mora (muy cerca de los mínimos históricos) y cobertura de la banca española.

Por otro lado, esperamos que los bancos españoles experimenten **fuertes crecimientos en las cifras de comisiones de gestión de fondos** durante el ejercicio 2004. La mejora de los mercados financieros provocará un incremento de los volúmenes medios gestionados, además de un mayor ritmo de nuevas entradas en fondos (ver cuadro 10). Adicionalmente, las nuevas entradas se dirigirán en una proporción superior hacia productos de mayor valor añadido (Renta Variable y Mixtos), cuya mayor comisión de

Cuadro 9 - Ratios de morosidad y cobertura en España (*)

Tasa morosidad España	1999	2000	2001	2002	1T'03	1S'03	9M'03	2003
Total Bancos	1,05%	0,91%	0,90%	0,96%	0,94%	0,91%	0,87%	0,82%
SAN	1,19%	1,05%	1,10%	1,13%	1,10%	1,00%	0,99%	0,90%
BBVA	1,18%	1,03%	0,95%	0,85%	0,79%	0,74%	0,74%	0,72%
POP (**)	1,01%	0,86%	0,89%	1,01%	0,99%	0,99%	0,94%	0,92%
BKT	0,43%	0,34%	0,36%	0,41%	0,40%	0,38%	0,42%	0,37%
BTO (***)	1,26%	0,90%	0,85%	0,83%	0,82%	0,75%	0,77%	0,70%
Total cajas	1,30%	1,00%	0,90%	0,86%	0,84%	0,77%	0,78%	0,75%
Total sistema	1,49%	1,24%	1,22%	1,09%	1,07%	1,01%	1,00%	0,96%
Cobertura morosos España								
SAN		192%	206%	191%	192%	212%	218,0%	223,8%
BBVA		160%	173%	223%	241%	257%	263,2%	271,1%
POP		172%	182%	177%	187%	200%	205,4%	206,3%
BKT		296%	352%	386%	401%	424%	491,2%	559,1%
BTO		210,6%	234,7%	255,0%	266,9%	281,0%	286,0%	318,2%

(*) Riesgos de balance

(**) POP incluye Portugal, que le aumenta la mora y le reduce la cobertura

(***) Riesgos totales en BTO

Fuente: Banco de España y compañías

**Consideramos a Bankinter,
Popular y Banesto como
ganadores de cuota de mercado
en fondos de inversión**

gestión permitirá un ligero incremento de las comisiones de gestión medias. En los cuadros 11 y 12 se observa la evolución de las cuotas de mercado en fondos de inversión. Consideramos a Bankinter, Popular y Banesto como ganadores de cuota en fondos de inversión. Es reseñable que Banco Popular, que históricamente ha mostrado una cuota en fondos de inversión claramente inferior a su cuota natural, esté siendo capaz de crecer ampliamente por encima del mercado (+25% vs. +16% en 2003). En este aspecto parece estar teniendo un impacto netamente positivo la incorporación de Iberagentes al grupo, así como el foco estratégico que Popular ha puesto en el desarrollo de los negocios de banca privada y banca personal.

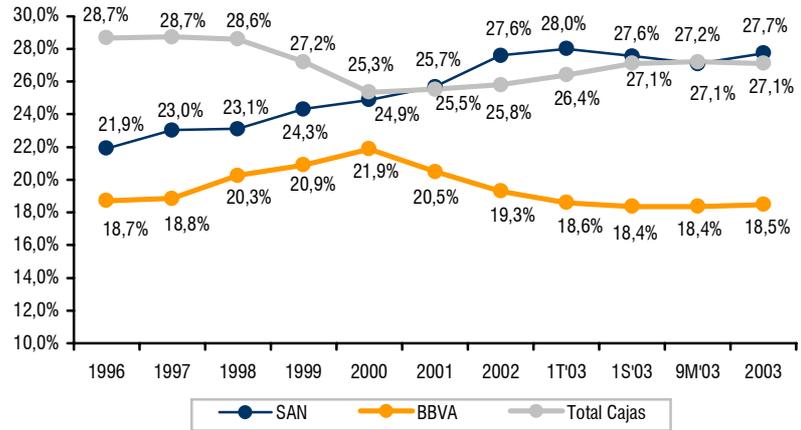
Cuadro 10 - Evolución de fondos de inversión en España

% sobre el total	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	1T'03	1S'03	9M'03	2003	2004e
Renta variable mixta	9%	11%	5%	9%	10%	12%	10%	8%	10%	11%	11%	11%	12%
Renta variable	9%	15%	5%	7%	12%	17%	13%	9%	8%	8%	9%	11%	12%
Garantizados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	24%	22%	23%	24%	24%	25%	26%
Resto de FIM (*)	24%	23%	52%	59%	57%	53%	29%	30%	28%	27%	26%	24%	22%
Total FIM	43%	49%	62%	75%	80%	82%	75%	69%	69%	69%	70%	71%	72%
Total FIAMM	57%	51%	38%	25%	20%	18%	25%	31%	31%	31%	30%	29%	28%
Crecim. interanuales													
Total RV				91%	43%	17%	-28%	-28%	-20%	3%	36%	52%	20%
Garantizados								-10%	2%	9%	18%	29%	12%
Resto de FIM (*)								-2%	-7%	-2%	-3%	-7%	0%
Total FIM		15%	84%	52%	7%	-7%	-12%	-12%	-8%	3%	13%	19%	10%
Total FIAMM		-11%	7%	-17%	-17%	-22%	33%	21%	16%	15%	14%	9%	6%
Total fondos		0%	45%	26%	1%	-10%	-4%	-4%	-2%	6%	13%	16%	9%

(*) Incluye la renta fija y garantizados durante el periodo 1995-2000

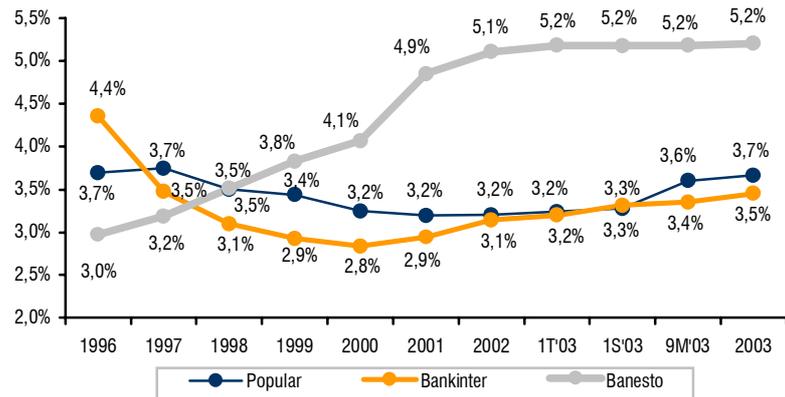
Fuente: ACF

Cuadro 11 - Cuotas de mercado de fondos de inversión en España



Fuente: ACF

Cuadro 12 - Cuotas de mercado de fondos de inversión en España



Fuente: ACF

Costes creciendo a un ritmo inferior a los ingresos a nivel sector

De acuerdo a nuestras estimaciones para 2004, Popular será la entidad que experimente mayores crecimientos en margen de intermediación, Banesto será el banco que más crezca en términos de margen de explotación, y Bankinter la que más incremente su beneficio atribuible

Con respecto a los **costes de explotación**, esperamos que se mantengan **controlados y creciendo a un ritmo inferior a los ingresos**, lo que **permitirá obtener nuevas mejoras de eficiencia**. De todos modos, creemos que los bancos estarán menos focalizados en el control de gastos en 2004 de lo que estuvieron en el ejercicio 2003, y que el incremento de los ingresos volverá a ser el principal foco de interés de la dirección de las entidades (buena parte de ellas proyectan inversiones de apertura de nuevas oficinas, principalmente destinadas a incrementar la penetración en el negocio de pymes).

En definitiva, **pensamos que los factores mencionados redundarán en un buen comportamiento de la cuenta de resultados operativa de cara a final del año 2004e**. El crecimiento del beneficio operativo oscila entre el +5,6% esperado para BBVA (penalizado por la falta de vigor comercial de su red en España y por la devaluación del peso mexicano) y el +13,9% esperado para Banesto (ayudado por la palanca que supone el gozar de un crecimiento en costes inferior a la inflación). Por la parte baja de las cuentas, destaca el fuerte crecimiento esperado en el beneficio atribuible de Bankinter (+22%), gracias a que disminuye drásticamente su dotación a provisiones por insolvencias (el banco dotó anticipadamente el 100% de su Fondo Estadístico de Insolvencias durante el año 2003, aprovechando la plusvalía

obtenida de la venta de su participación en Sogecable). **Creemos que en calidad de resultados destacará, una vez más, Banco Popular** (+10,2% estimado en margen de intermediación, +8% excluyendo el efecto perímetro derivado de la integración de BNC, lo que en cualquier caso le convierte en el banco de IBEX con mayor ritmo de crecimiento esperado en margen de intermediación).

Cuadro 13 - Evolución cuenta de resultados en 2003 y en 2004e

2003	% Δ Margen de Intermediación	% Δ Margen de Explot.	% Δ Beneficio Atribuible Neto
SAN	-15,0%	2,8%	16,2%
BBVA	-13,7%	-12,2%	29,6%
BTO	5,8%	14,3%	1,4%
BKT	5,9%	20,5%	20,6%
POP	13,1%	13,6%	12,8%
2004e	% Δ Margen de intermediación	% Δ Margen de Explot.	% Δ Beneficio Atribuible Neto
SAN	4,5%	10,3%	14,9%
BBVA	0,7%	5,6%	19,9%
BTO	6,8%	13,9%	11,4%
BKT	4,7%	9,4%	22,2%
POP	10,2%	11,7%	11,5%

Fuente: Compañías y estimaciones ACF

Por último, es importante hacer notar que, desde 2005, las entidades estarán obligadas a presentar sus resultados bajo las Normas Internacionales de Contabilidad (IAS). Ante la falta de definición de algunos aspectos relevantes para las cuentas de las entidades bancarias españolas (por ejemplo, todo lo relativo a la regulación de la dotación a provisiones por insolvencias), hemos decidido presentar nuestras estimaciones de cara al ejercicio 2005 en base a las normas españolas de contabilidad (bajo las cuales presentan sus resultados los bancos españoles en la actualidad). En cualquier caso, señalamos cuáles son las principales diferencias esperadas entre ambas normas de contabilización (al margen de las ya indicadas posibles diferencias relativas a la normativa de provisiones por insolvencias): la aplicación del valor razonable a los instrumentos financieros; determinadas comisiones de operaciones de activo que actualmente se registran por el criterio de caja pasarán a reconocerse por el criterio de devengo (básicamente las comisiones cobradas a la apertura de algunos préstamos, que actualmente se contabilizan en el momento inicial dentro del margen de intermediación); se modifica el sistema para determinar las coberturas de los riesgos y los resultados por operaciones con acciones propias se considerarán variaciones de patrimonio neto y no resultados del ejercicio. Respecto a los métodos de consolidación, todas las entidades del grupo no consolidable y las sociedades multigrupo no financieras, incluidas las compañías de seguros, a las que actualmente se aplica el procedimiento de puesta en equivalencia, pasarán a consolidar por el método de integración global y proporcional, respectivamente. Por lo tanto, sólo se utilizará la puesta en equivalencia para las empresas asociadas. Asimismo, existirá la posibilidad de amortizar los fondos de comercio de consolidación en función de test periódicos de valoración.



GRUPO SANTANDER

Nuestra recomendación es **MANTENER**

Tras los resultados de final del año 2003, en la nota del pasado 6 de febrero decidimos aumentar la valoración de SAN desde los 8,3€/acción hasta los 9,5€/acción. No obstante, dada la cercanía de dicha la valoración a la cotización actual del valor, reiteramos nuestra recomendación de **MANTENER**. Esta mejora en la valoración se basó en su mayor parte en las mejores perspectivas que asumen nuestras estimaciones en la parte del negocio bancario «Ex Banca Minorista Latam» (conjunto de banca minorista Europa, Gestión de activos global, Banca Mayorista y Centro Corporativo). Tras 3 trimestres consecutivos en los que SAN ha presentado mejores resultados de lo estimado en dicha área y tras el anuncio a finales de noviembre de unos objetivos agresivos en la red Santander Central Hispano, elevamos la valoración del área «Negocio bancario ex Latam» por mejora de estimaciones en beneficio recurrente del periodo 2004-05 y por la elevación del ROE sostenible (dado que está mostrando trimestre tras trimestre ROE's sensiblemente elevados). **La valoración de la cartera industrial permanece invariable, mientras «Banca minorista Latam» mostró una ligera mejora** (a pesar de que se está consolidando una percepción cada vez más positiva en la evolución macro de la región, creemos que los tipos de cambio promedio esperados en 2004 van a volver a lastrar el resultado de las filiales latinoamericanas, aunque en menor medida a lo observado en los últimos años).

Respecto al negocio en Europa (España en su mayor parte), para poder hacer una comparación más «homogénea» con otros bancos españoles, preferimos elegir el beneficio de la división «Ex Latam» (es decir, total grupo SAN menos banca minorista Latam). Si para realizar dicha comparación escogiéramos los beneficios de la banca minorista Europea, podríamos caer en inconsistencias notables (dicha división no incorpora elementos que influyen en la evolución de los resultados, como pueden ser la cartera de renta fija para realización de coberturas, la deuda subordinada y las preferentes en el pasivo, gastos operativos relacionados con proyectos en curso que se localizan en el centro corporativo, ...). Respecto al flujo analizado para hacerse una idea de la recurrencia de los crecimientos, preferimos basarnos en el margen de explotación, dado el mayor grado de impredecibilidad de la parte baja de la cuenta. El **cuadro 14** nos muestra la evolución de la cuenta de la división «Ex Latam» en 2003 (en 2004-05 la división sería «Ex Banca Minorista Latam»).

Cuadro 14 - Total grupo SAN "Ex Banca Minorista Latam" (*)

(Mn€)	2002	2003	% 03/02	2004e	% 04e/03	2005e	% 05e/04e
Margen de intermediación	4.681	4.928	5,3%	5.340	6,9%	5.625	5,3%
Comisiones	2.484	2.645	6,5%	3.385	8,0%	3.621	7,0%
Margen ordinario	7.392	8.059	9,0%	9.207	6,7%	9.755	5,9%
Gastos operativos	-4.435	-4.323	-2,5%	-4.584	0,6%	-4.522	-1,3%
Margen de explotación	2.957	3.736	26,3%	4.623	13,7%	5.233	13,2%
Provisiones	-595	-976	64,1%	-1.135	-1,8%	-1.229	8,3%
BAI	1.812	2.350	29,7%	3.310	21,7%	3.843	16,1%
Beneficio neto	865	1.292	49,5%	1.904	23,1%	2.219	16,5%

(*) Las cifras de 2002 y 2003 y el crecimiento 2003/02 es "Total Grupo Ex total Latam", pero las cifras y crecimientos 2004/05 es "Total Grupo Ex Banca Minorista Latam"

Fuente: Compañía y ACF

En 2003 se ha producido un fuerte crecimiento de margen de explotación (+26%), muy basado en el **trading** (+114%, como consecuencia de venta de algunas participaciones de cartera, efectos positivos de la cobertura €/\$, titulaciones, ...) y en la **reducción de costes** (-2,5%, distribuida muy homogéneamente entre todas la subáreas). Los **ingresos más recurrentes** (margen de intermediación ex dividendos + comisiones) han crecido razonablemente (+6,5%), pero hay que matizar que gracias

en parte a que el **último trimestre del 2002 fue especialmente negativo** (se ha favorecido de que mientras en 2002 la tendencia trimestral fue de «más a menos», en 2003 hemos observado la tendencia contraria). En definitiva, **de cara a 2004-05 estamos esperando crecimientos del margen de explotación en el entorno del +13-14%**. En **2004e** debería mostrar una mayor calidad en el crecimiento, con una **aceleración del margen básico ex dividendos (+7,5%)** y el cumplimiento de la premisa de mantener los costes planos. Los impulsores de los ingresos serán los notables crecimientos en volúmenes de crédito y las comisiones, especialmente las relacionadas con fondos de inversión (por mejoras de las bolsas y ganancia en el mix de los productos de mayor valor añadido).

Esperamos un comportamiento muy positivo en Europa

Dentro del área «Ex Latam», especialmente positiva ha sido la aportación en 2003 de la unidad de mayor peso, la red Santander Central Hispano. El margen de explotación ha crecido un +20%, gracias a la excelente evolución de las comisiones (sobre todo, fondos de inversión y seguros) y a la caída en los costes (-5%, debido a la reducción de plantilla, en promedio -9% vs 2002). **El banco se ha planteado como objetivo crecer +15% los próximos 3 años.** Nosotros asumimos que en el actual entorno de gradual recuperación económica y la estructura actual de la división (crédito totalmente minorista, sin cartera de deuda pública en su activo ni subordinada en el pasivo), es un **objetivo obtenible. En 2004e se beneficiarán de la positividad de la curva de tipos** (el 96% del activo son créditos, con un elevado porcentaje de hipotecarios), **de los elevados volúmenes en crédito** (en 2003 han ido «de menos a más», por lo que los promedios en 2004 deberán ser favorables), **de la mejora de los mercados** (comisiones de valores y fondos de inversión) y del **control de costes** (a pesar de que esperamos el final de la senda del decrecimiento en costes). En 2005e se favorecerá de los ahorros de costes generados por la unificación de la plataforma tecnológica (esperan ahorros de 200Mn€ de los que asumimos 100Mn€ en 2005e). Cabe matizar que los costes de dicho proyecto se localizan en el centro corporativo. El **cuadro 15** muestra la evolución esperada tanto en la red Santander Central Hispano como en Banesto. En este último esperamos que mantenga en 2004e los elevados ritmos de crecimiento de margen de explotación observados en 2003 (+13%), gracias al potencial comercial tanto en hipotecarios como en PYMES (esperamos nuevas ganancias de cuota y sensibles volúmenes en créditos) y al control habitual de costes.

Cuadro 15 - SAN: Banca minorista España

(Mn€)	2002	% 02/01	2003	% 03/02	2004e	% 04e/03	2005e	% 05e/04e
Red SCH								
Margen de intermediación	2.065	-2,0%	2.065	0,0%	2.184	5,8%	2.298	5,3%
Comisiones	1.144	5,9%	1.316	15,0%	1.448	10,0%	1.563	8,0%
Margen ordinario	3.250	0,6%	3.432	5,6%	3.682	7,3%	3.912	6,3%
Gastos operativos	-1.866	-4,2%	-1.774	-4,9%	-1.792	1,0%	-1.746	-2,6%
Margen de explotación	1.384	7,8%	1.657	19,8%	1.890	14,0%	2.167	14,6%
Provisiones	1.384	8,0%	1.657	19,8%	1.890	14,0%	2.167	14,6%
BAI	1.094	6,2%	1.289	17,9%	1.466	13,7%	1.708	16,6%
Beneficio neto	786	6,3%	927	17,9%	1.055	13,9%	1.230	16,6%
Créditos	49.646	2,5%	60.012	20,9%	68.414	14,0%	73.887	8,0%
Banesto								
Margen de intermediación	1.003	1,7%	1.059	5,6%	1.126	6,4%	1.187	5,4%
Comisiones	432	2,8%	462	7,0%	502	8,5%	537	7,0%
Margen ordinario	1.482	2,4%	1.578	6,5%	1.688	7,0%	1.787	5,9%
Gastos operativos	-873	-1,0%	-886	1,5%	-904	2,0%	-926	2,5%
Margen de explotación	609	7,7%	693	13,7%	785	13,3%	861	9,7%
Provisiones	609	-19,4%	693	13,7%	785	13,3%	861	9,7%
BAI	562	9,4%	623	10,8%	692	11,1%	751	8,6%
Beneficio neto	414	0,7%	380	-8,3%	421	10,9%	458	8,6%
Créditos	26.739	13,3%	31.250	16,9%	35.625	14,0%	38.475	8,0%

Fuente: Compañías y ACF

**Esperamos debilidad en divisas,
lo que lastará el beneficio
operativo**

Respecto a la banca minorista Latam (ex Argentina), los resultados en Euros han experimentado una ligera caída en beneficio neto (-3%), que ha sido mucho mayor en margen de explotación (-24%). Esta notable reducción del margen operativo ha sido generalizada por países (Brasil -17%, México -33%, Chile -26%, Venezuela -47%). Los tipos de cambio han tenido una influencia decisiva, habiéndose producido notables depreciaciones en 2003 a nivel de tipo de cambio promedio de moneda Latam frente a Euro (-23% real brasileño, -25% peso mexicano, -17% peso chileno, -43% bolívar venezolano). Dejando constantes los tipos de cambio actuales, a nivel promedio moneda Latam vs € se producirían depreciaciones en 2004e del -4,5% en Brasil y del -11,5% en México. Chile mostraría una apreciación del +7%. Por lo tanto, excepto para Chile (con un peso limitado), esperamos también depreciaciones que lastren la cuenta de resultados en Latam en 2004e. El **cuadro 16** muestra la evolución esperada de la banca minorista Latam en Euros en 2004-05. Asumimos debilidad en margen de explotación en 2004e lastrado de nuevo en parte por los tipos de cambio, mientras en 2005e, ya sin el lastre de estos, esperamos incrementos cercanos al +13% por gradual recuperación de la macro latinoamericana y por ende de las filiales de SAN en la región.

Cuadro 16 - SAN: Banca Minorista Latam

(Mn€)	2002	% 02/01	2003	% 03/02	2004e	% 04e/03	2005e	% 05e/04e
Margen de intermediación	4.562	-9,1%	2.966	-35,0%	2.979	0,4%	3.170	6,4%
Comisiones	1.159	-5,8%	948	-18,2%	1.027	8,3%	1.143	11,4%
Margen ordinario	5.816	-15,4%	4.411	-24,2%	4.414	0,1%	4.722	7,0%
Gastos operativos	-3.569	-14,3%	-2.701	-24,3%	-2.674	-1,0%	-2.758	3,2%
Margen de explotación	2.247	-17,0%	1.710	-23,9%	1.740	1,8%	1.963	12,8%
Provisiones	-783	9,2%	-288	-63,2%	-301	4,4%	-320	6,5%
BAI	1.287	-12,4%	1.349	4,8%	1.448	7,3%	1.673	15,6%
Beneficio neto	1.099	-6,3%	1.064	-3,1%	1.096	3,0%	1.223	11,6%
Créditos	32.567	-34,6%	28.235	-13,3%	31.058	10,0%	34.164	10,0%

Fuente: Compañías y ACF

El comportamiento de los principales bancos de la región a nivel local también ha sido bastante decepcionante en margen operativo. Mientras Brasil ha conseguido un digno crecimiento del +8% en margen de explotación en 2003, México y Chile han tenido sendas caídas del mismo (-10% y -11%, respectivamente). Brasil compensó un efecto no recurrente perjudicial en margen de intermediación (-24%) con fuertes ingresos por trading (favorecido sobre todo por la venta de una parte de su cartera de bonos en 3T'03, que le generó plusvalías por importe de 100Mn\$). En México y Chile sufrieron efectos similares en la evolución de sus cuentas en 2003: una importe caída de tipos de interés que erosionó sus diferenciales y la existencia de una cifra de trading el año anterior excesivamente elevada que lastró la comparativa interanual. Sin embargo, en ambos países las comisiones y los costes tuvieron un comportamiento excelente. El **cuadro 17** muestra la evolución esperada a nivel local de los bancos en Brasil, México y Chile (en banca minorista).

De cara a 2004 a nivel local, esperamos crecimientos del margen de explotación reducidos en Brasil (por un efecto base perjudicial como es un trading excepcionalmente elevado en 2003) **y en Chile** (debido a la cifra tan negativa de margen de intermediación del 4T'03, que nos hace ser cautos respecto al margen de intermediación del 2004e). **En México esperamos crecimientos en el entorno del +10%** (guiado por las comisiones y el control de costes). **Destacamos el crecimiento esperado en margen de intermediación 2004e en Brasil (+9%),** a pesar de la fuerte caída de tipos de interés que colocará los tipos promedio 2004e bastante por debajo de 2003. Sin embargo, la excelente cifra de margen de intermediación del 4T'03 nos hace ser optimistas respecto a la intención del banco de compensar la caída de tipos con sensibles volúmenes de crédito y mejora de mix (a favor de particulares).

Cuadro 17 - SAN: Banca Minorista Latam (moneda local)

(Mn€)	2002	2003	% 03/02	2004e	% 04e/03	2005e	% 05e/04e
Brasil							
Margen de intermediación	5.405	4.085	-24,4%	4.459	9,2%	4.811	7,9%
Comisiones	1.282	1.374	7,2%	1.539	12,0%	1.769	15,0%
Margen ordinario	5.741	6.361	10,8%	6.647	4,5%	7.230	8,8%
Gastos operativos	-2.941	-3.323	13,0%	-3.506	5,5%	-3.663	4,5%
Margen de explotación	2.799	3.038	8,5%	3.142	3,4%	3.567	13,5%
Provisiones	-704	-551	-21,7%	-634	15,0%	-697	10,0%
BAI	2.456	2.830	15,3%	2.846	0,6%	3.208	12,7%
Beneficio neto	1.891	2.129	12,6%	2.143	0,7%	2.415	12,7%
México							
Margen de intermediación	9.873	9.657	-2,2%	9.822	1,7%	10.459	6,5%
Comisiones	2.870	3.236	12,7%	3.721	15,0%	4.093	10,0%
Margen ordinario	14.938	13.964	-6,5%	14.614	4,7%	15.623	6,9%
Gastos operativos	-8.957	-8.550	-4,5%	-8.636	1,0%	-8.938	3,5%
Margen de explotación	5.982	5.413	-9,5%	5.978	10,4%	6.685	11,8%
Provisiones	-302	325		0		0	
BAI	5.128	5.072	-1,1%	5.678	11,9%	6.685	17,7%
Beneficio neto	5.319	4.074	-23,4%	4.259	4,5%	4.512	6,0%
Chile							
Margen de intermediación	502.096	440.054	-12,4%	431.290	-2,0%	452.762	5,0%
Comisiones	91.005	111.098	22,1%	127.763	15,0%	140.539	10,0%
Margen ordinario	646.515	583.741	-9,7%	591.641	1,4%	625.889	5,8%
Gastos operativos	-303.807	-278.163	-8,4%	-285.117	2,5%	-292.245	2,5%
Margen de explotación	342.708	305.577	-10,8%	306.524	0,3%	333.644	8,8%
Provisiones	-82.902	-76.689	-7,5%	-50.000	-34,8%	-51.500	3,0%
BAI	194.173	212.393	9,4%	239.828	12,9%	265.448	10,7%
Beneficio neto	123.934	155.046	25,1%	174.332	12,4%	185.018	6,1%

Fuente: Compañía y ACF

En 2005e asumimos incrementos en margen de explotación en el entorno del +10% en general a nivel local.

A nivel de Grupo SAN, estimamos +15% en beneficio neto en 2004-05e

En definitiva, a nivel de cifras agregadas del Grupo SAN, tras los resultados de 2003 decidimos en la nota del pasado 6 de febrero aumentar estimaciones. **Esperamos un crecimiento del beneficio neto del +15% en 2004e (3.000Mn€) y +15% en 2005e (3.443Mn€).** El cuadro 18 muestra nuestras estimaciones en cuenta de resultados, balance y ratios para el Grupo SAN en el periodo 2004-05.

Nuestra valoración de SAN es de 9,5€/acción

Nuestra valoración de 9,5€/acción se basa en una suma de 3 partes diferenciadas dentro del Grupo SAN: **Cartera industrial** (RBOS, SPI, Commerzbank, Vodafone, Cepsa, Unión Fenosa, Urbis), **Banca Minorista Latam** (ex Argentina) y el **resto del Grupo** (al que denominamos «Negocio bancario ex Latam»). **La cartera industrial supone un 10% de la valoración total (0,97€/acción). La banca minorista Latam son 2,35€/acción (25% del total de la valoración).** Las principales hipótesis de valoración de esta división son las siguientes: **1) CAGR03-05e en beneficio recurrente en Euros del +3,6%. 2) ROE sostenible 2005e: 25,5%. 3) Tasa descuento de 13,4% y crecimiento perpetuo en Euros del +6%.** En definitiva, estas hipótesis justifican un PER'03 ajustado de 10 veces (cerca de la media histórica en bancos latinoamericanos). **Respecto al «Negocio bancario ex Latam», la valoración es de 6,2€/acción (65% de la valoración total).** Las principales hipótesis de valoración de esta división son las siguientes: **1) CAGR03-05e en beneficio recurrente del +16%. 2) ROE sostenible 2005e: 23,5%.**

3) Tasa descuento de 9,65% (algo elevada porque este flujo incorpora parte del negocio de gestión de activos y banca mayorista de Latam) y crecimiento perpetuo en Euros del +4,5%. En definitiva, estas hipótesis justifican un PER'03 ajustado de 18,5 veces (aunque parece elevado, está justificado por el notable crecimiento esperado y por el ROE tan elevado que está mostrando la entidad).

**Recomendamos MANTENER SAN
aunque lo preferimos antes que
BBVA**

Respecto a la recomendación, reiteramos MANTENER por estar la cotización actual cerca de nuestra valoración. Sin embargo, **entre los dos grandes preferimos a SAN porque muestra mejores perspectivas en Europa**, mientras en Latam no vemos excesivas diferencias entre SAN y BBVA en 2004e. Por una parte, la fuerte caída de tipos de interés plantea incertidumbres respecto a Brasil en SAN, pero este efecto se puede ver compensado por dos factores: **1)** El fuerte 4T'03 mostrado en margen de intermediación nos lleva a ser menos cautos al respecto. **2)** El hecho de que las depreciaciones esperadas en Latam en 2004e afectan en mayor grado a BBVA por su mayor exposición a México, donde esperamos la mayor depreciación. En cualquier caso, las cotizaciones en 2003 nos mostraron que en un año de escasa visibilidad de los resultados Latam por las depreciaciones existentes, el mercado premió a SAN por su mejor comportamiento en Europa (aun mostrando una evolución en Latam a nivel local y en Euros claramente peor que la de BBVA). En 2004e estamos esperando que las depreciaciones Latam, aun siendo menores a las de 2003, sigan restando visibilidad a la cuenta de resultados Latam y haciendo que los inversores vuelvan a fijarse en Europa, donde creemos que SAN volverá a hacerlo mejor que BBVA. **Cabe matizar que a lo largo de 2004 las cotizaciones de ambos bancos (SAN y BBVA) estarán como siempre muy ligadas a las expectativas en Latam, de manera que se verán muy favorecidas en momentos alcistas de mercado por sus elevados riesgos en cuanto a exposición a emergentes, pero perjudicadas si aparecen en momentos puntuales noticias negativas relacionadas con la macroeconomía de la región latinoamericana.**

Cuadro 18 - Grupo Santander: Balance, cuenta de resultados y ratios

(Mn€)	2000	2001	2002	2003	2004e	2005e
Margen de intermediación	8.289,6	10.256,8	9.358,6	7.958,3	8.318,3	8.798,7
Comisiones netas	4.013,0	4.621,7	4.289,3	4.170,6	4.499,8	4.885,6
Rdo. operaciones financieras	702,1	685,1	356,3	998,8	894,6	918,2
Margen ordinario	13.004,7	15.563,7	14.004,2	13.127,7	13.712,7	14.602,5
Gastos de personal	(4.451,0)	(5.258,3)	(4.521,7)	(4.049,4)	(4.164,2)	(4.209,7)
Gastos generales	(2.845,4)	(3.142,7)	(2.800,3)	(2.428,3)	(2.307,2)	(2.303,1)
Amortizaciones y otros	(1.019,7)	(1.218,2)	(1.116,3)	(929,3)	(934,2)	(950,6)
Margen de explotación	4.688,6	5.944,5	5.565,9	5.720,7	6.307,1	7.139,2
Provisiones de insolvencias	(1.048,3)	(1.586,0)	(1.648,2)	(1.495,7)	(1.487,8)	(1.601,9)
Puesta en equivalencia	754,3	521,9	279,9	407,3	346,4	387,3
Amort. fondo comercio	(598,5)	(1.873,0)	(1.358,6)	(2.241,7)	(567,2)	(567,2)
Rdos. extraordinarios	(21,9)	1.229,9	669,8	1.710,9	159,2	159,2
BAI	3.774,0	4.237,3	3.508,8	4.101,4	4.757,8	5.516,6
Impuesto sociedades	(714,9)	(910,4)	(723,1)	(869,4)	(1.046,7)	(1.268,8)
Minoritarios	(801,0)	(840,6)	(538,5)	(621,2)	(710,9)	(805,1)
Beneficio neto	2.258,1	2.486,3	2.247,2	2.610,8	3.000,2	3.442,7
Crecimientos						
Margen de intermediación	24,3%	23,7%	(8,8%)	(15,0%)	4,5%	5,8%
Comisiones netas	30,4%	15,2%	(7,2%)	(2,8%)	7,9%	8,6%
Margen ordinario	28,4%	19,7%	(10,0%)	(6,3%)	4,5%	6,5%
Gastos operativos	24,9%	15,1%	(12,8%)	(11,5%)	(0,1%)	0,6%
Margen de explotación	34,8%	26,8%	(6,4%)	2,8%	10,3%	13,2%
Beneficio neto	43,4%	10,1%	(9,6%)	16,2%	14,9%	14,7%
BPA	24,5%	1,7%	(12,4%)	14,9%	14,9%	14,7%
ATM	310.036,0	352.788,3	340.483,6	337.973,2	371.607,3	407.935,4
Inversión crediticia	169.384,2	173.822,4	162.973,0	172.504,5	194.947,8	211.558,4
Préstamos dudosos	4.517,9	3.894,5	3.699,8	3.276,7	4.000,0	4.800,0
Cobertura de morosos	114,5%	135,8%	132,5%	156,1%	152,0%	147,0%
Ratio de morosidad	2,6%	2,2%	2,2%	1,8%	2,0%	2,2%
Depósitos de clientes	169.554,5	181.527,3	167.815,8	159.335,6	166.762,3	174.589,6
Créditos / Depósitos	99,9%	95,8%	97,1%	108,3%	116,9%	121,2%
Fondos gestionados	81.409,2	87.376,9	83.108,7	39.271,4	43.588,5	48.384,0
Recursos Propios	17.797,9	19.128,5	17.594,2	18.364,0	19.509,1	21.180,4
Tier I	7,6%	8,4%	8,0%	8,3%	8,3%	8,4%
Ratio BIS	10,9%	12,8%	12,6%	12,4%	12,1%	11,9%
Margen intermediación / ATM	2,7%	2,9%	2,7%	2,4%	2,2%	2,2%
Margen explotación / ATM	1,5%	1,7%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%
Comisiones / Margen ordinario	30,9%	29,7%	30,6%	31,8%	32,8%	33,5%
Ratio de eficiencia	56,1%	54,0%	52,3%	49,3%	47,2%	44,6%
Prima de riesgo crediticio	0,6%	0,9%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%
Tasa fiscal	18,9%	21,5%	20,6%	21,2%	22,0%	23,0%
Tasa minoritarios	26,2%	25,3%	19,3%	19,2%	19,2%	19,0%
ROA	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%
ROE	17,0%	13,5%	12,2%	14,5%	15,8%	16,9%
Empleados (x)	129.640	114.927	104.178	103.038	102.008	99.967
Oficinas (x)	10.848	9.817	9.281	9.199	9.383	9.571
Empleados por oficina (x)	12,0	11,7	11,2	11,2	10,9	10,4



BBVA

La adquisición de Bancomer la consideramos **NEUTRA** en valor

BBVA presentó unos resultados en línea en términos operativos, aunque por encima en beneficio neto (2.227Mn€ vs 2.150 de objetivo). Al igual que el resto del año, calificamos los resultados de final de 2003 como discretos operativamente, dado que las dos divisiones que más pesan no mostraron un buen comportamiento en euros (en margen de explotación, +0,7% Banca Minorista España, -6% México, lastrando los tipos de cambio la excelente evolución a nivel local). No obstante, el hecho más destacable en la presentación de los resultados fue **el lanzamiento de una OPA por el 40,6% de las acciones de Bancomer** que no tiene BBVA (para hacerse con el 100%). El importe aproximado de la oferta es de 3.291Mn€ (12 pesos por acción B, 240 pesos por ADS, equivalentes a 20 acciones B). Este precio implica una prima del 13,7% sobre el precio de cierre del 30 de enero. La **financiación de la operación** será de la siguiente forma:

1) 847Mn€ por liberación de Core Capital generado por venta de participadas en los 3 últimos meses, incluido enero 2004 (232Mn€ por venta de Atlántico + DirectSeguros; 615Mn€ de venta de participaciones industriales sin concretar; las participaciones permanentes actuales son 5,05% en TEF vs 5,28% hace un año, 5,31% en Iberdrola vs 6,39%, 5,32% Repsol vs 8,08%). **2) 61% de la operación se financiará con ampliación de capital (2.000Mn€)**, tras la ampliación de capital reciente, que supuso la emisión de 195Mn de acciones nuevas a un precio de 10,25€/acción; las nuevas acciones suponen un 6,1% de las antiguas). **3) El resto de la operación, 444Mn€ , se generaría con la capacidad de generación interna de beneficio en 2004** (con el objetivo de mantener un **Core Tier I del 6%**). Teniendo en cuenta esta estructura de financiación, las estimaciones del consenso en Bancomer, un fondo de comercio de 2.000Mn€ a amortizar en 10 años y la ventaja fiscal de poder deducir fiscalmente una amortización a 20 años del fondo de comercio, BBVA ha anunciado que **la operación sería positiva en BPA (+0,6% en 2004e, +1% 2005e, +2,5% 2006e)**.

Consideramos la operación positiva a pesar de que financieramente está pagando una prima sensible en PER'03 (15x) frente al PER medio de Bancomer del periodo 2000/03 (11,4). Observando el PER'03 cotizado a cierre (13,2x) la prima sería inferior. Además **podría justificarse por su acierto estratégico**, haciéndose con el 100% de un banco con un fuerte potencial de crecimiento ya demostrado estos años a nivel local, líder con cuota media del 25% en México, un país con excelentes perspectivas a medio plazo (que se visibilizarán una vez se consolide definitivamente la recuperación económica en U.S.A). Es una apuesta de la entidad por captar en toda su extensión (teniendo el 100% del banco) la recuperación esperada para la economía mexicana en 2004. En definitiva, **una operación prácticamente neutra en valoración**. La reprecación de la cartera de participadas industriales y una revisión general de estimaciones en Latam y Europa, nos llevó a **eleva nuestra valoración en BBVA en la nota del pasado 6 de febrero desde los 10€/acción hasta los 10,8€/acción**. No obstante, la cercanía de dicha valoración a la actual cotización nos lleva a reiterar nuestra recomendación de **MANTENER**.

En España los resultados fueron decepcionantes

El **cuadro 19** muestra la parte de **negocio «Ex Latam»**, que en **2003 ha mostrado una evolución decepcionante** (+3% margen de intermediación, -5% comisiones, +3% margen de explotación). Las provisiones han impulsado el BAI, pero no creemos que sea un efecto recurrente en la medida que se ha debido a una partida positiva en el centro corporativo que no vemos extrapolable a 2004e. **En el periodo 2004-05e asumimos una recuperación del margen de explotación**, ya que esperamos una aceleración del margen de intermediación por mayores volúmenes medios en créditos y menor presión en diferenciales a la observada en 2003, una vuelta a la senda del crecimiento en comisiones (mejoría clara en fondos de inversión) y el tradicional control de costes. **Los crecimientos de margen operativo esperados son del +10% en media en el periodo 2004-05e**.

El **cuadro 20** muestra la parte de **Banca Minorista España**, que ha sido la principal causante de la floja evolución del margen de explotación «Ex Latam».

Cuadro 19 - Total grupo BBVA "Ex Banca Latam"

(Mn€)	2002	2003	% 03/02	2004e	% 04e/03	2005e	% 05e/04e
BBVA							
Margen de intermediación	3.788	3.901	3,0%	4.097	5,0%	4.295	4,8%
Comisiones	1.619	1.542	-4,8%	1.664	7,9%	1.782	7,0%
Margen ordinario	5.771	5.846	1,3%	6.165	5,4%	6.482	5,1%
Gastos operativos	-3.205	-3.193	-0,4%	-3.234	1,3%	-3.310	2,4%
Margen de explotación	2.566	2.653	3,4%	2.931	10,5%	3.172	8,2%
Provisiones	-752	-593	-21,1%	-697	17,5%	-727	4,4%
BAI	1.510	2.224	47,3%	2.375	6,8%	2.654	11,8%
Beneficio neto	984	1.512	53,7%	1.614	6,7%	1.790	10,9%

Fuente: Compañía y ACF

Cuadro 20 - BBVA: Banca minorista España

(Mn€)	2002	2003	% 03/02	2004e	% 04e/03	2005e	% 05e/04e
Red BBVA							
Margen de intermediación	3.189	3.221	1,0%	3.382	5,0%	3.560	5,3%
Comisiones	1.511	1.476	-2,3%	1.587	7,5%	1.694	6,7%
Margen ordinario	4.745	4.741	-0,1%	5.013	5,7%	5.300	5,7%
Gastos operativos	-2.298	-2.276	-1,0%	-2.299	1,0%	-2.350	2,3%
Margen de explotación	2.447	2.465	0,7%	2.714	10,1%	2.949	8,7%
Provisiones	-433	-492	13,6%	-552	12,2%	-596	8,0%
BAI	2.014	1.970	-2,2%	2.170	10,1%	2.361	8,8%
Beneficio neto	1.266	1.239	-2,1%	1.367	10,3%	1.487	8,8%
Créditos	80.152	91.295	13,9%	102.250	12,0%	110.430	8,0%

Fuente: Compañía y ACF

El excelente comportamiento en México a nivel local no tuvo visibilidad por las depreciaciones

En lo referente a **Latinoamérica**, los resultados en 2003 se han visto lastrados por las depreciaciones notables de las monedas Latam frente al euro. Por ello, como se observa en el cuadro 21, el margen de explotación ha caído un -12% en la división a pesar de la excelente evolución de Bancomer (México) a nivel local. **En 2004e esperamos una sensible depreciación del peso mexicano frente al euro (-11,5% en promedio frente a 2003), lo que volverá a lastrar los beneficios de la región en euros** (aun esperando un buen comportamiento de nuevo en México, que pesaba un 67% del margen de explotación en 2003). Por ello **estimamos un margen de explotación plano en euros en 2004e, que se traduce en un +47% en beneficio neto finalmente por la adquisición del 40% de Bancomer** que no tenía (menores minoritarios en general en la división Latam). El beneficio neto atribuible mostrará en 2004e un peso de México sobre total de división Latam del 68% (vs 57% en 2003), y una contribución del 32% sobre total Grupo BBVA (vs 24% en 2003). El total Latam pasará a ser en 2004e un 40% del beneficio neto del Grupo BBVA (vs 32% en 2003). **En 2005e no esperamos que los tipos de cambio vuelvan a ser un lastre, de modo que asumimos aumentos de margen de explotación Latam del +12%.**

El cuadro 22 muestra la evolución de **México a nivel local**. El comportamiento del margen de explotación 2003 fue excelente (+25%), destacando: **1)** +11% margen de intermediación, a pesar de la reducción de tipos de interés, por excelente cobertura con cartera de bonos y mejora de mix de balance, más centrado en créditos al consumo y cuentas a la vista (+24% y +18%). **2)** +17% comisiones gracias a medios de pago (sobre todo tarjetas). **3)** Control de costes (+4,5%). **En 2004-05e esperamos crecimientos en el entorno del +12,5% en margen de explotación**, con progresiva aceleración de los

Cuadro 21 - BBVA: Banca Latam

(Mn€)	2002	2003	% 03/02	2004e	% 04e/03	2005e	% 05e/04e
BBVA							
Margen de intermediación	3.393	2.790	-17,8%	2.642	-5,3%	2.806	6,2%
Comisiones	1.888	1.630	-13,7%	1.692	3,8%	1.872	10,6%
Margen ordinario	5.556	4.616	-16,9%	4.504	-2,4%	4.852	7,7%
Gastos operativos	-3.019	-2.386	-21,0%	-2.278	-4,5%	-2.365	3,8%
Margen de explotación	2.537	2.230	-12,1%	2.226	-0,2%	2.487	11,7%
Provisiones	-692	-495	-28,5%	-527	6,5%	-550	4,3%
BAI	1.670	1.529	-8,4%	1.619	5,9%	1.858	14,8%
Beneficio neto	735	715	-2,7%	1.057	47,9%	1.205	14,0%
Créditos	27.049	23.199	-14,2%	24.332	4,9%	25.947	6,6%

Fuente: Compañía y ACF

Cuadro 22 - BBVA: México a nivel local

(Mn€)	2002	2003	% 03/02	2004e	% 04e/03	2005e	% 05e/04e
Bancomer (MnPesos)							
Margen de intermediación	19.678	22.003	11,8%	23.255	5,7%	24.751	6,4%
Comisiones	11.389	13.373	17,4%	15.044	12,5%	16.699	11,0%
Margen ordinario	32.006	36.720	14,7%	39.549	7,7%	42.700	8,0%
Gastos operativos	-17.672	-18.610	5,3%	-19.168	3,0%	-19.744	3,0%
Margen de explotación	14.334	18.110	26,3%	20.380	12,5%	22.957	12,6%
Provisiones	-3.845	-4.840	25,9%	-5.200	7,4%	-5.512	6,0%
BAI	10.395	11.866	14,2%	13.776	16,1%	16.040	16,4%
Beneficio neto	4.009	4.969	24,0%	9.839	98,0%	11.456	16,4%

Fuente: Compañía y ACF

créditos, buen comportamiento de las comisiones y control de costes. No vemos repetible el excelente comportamiento del margen de intermediación en 2003 (+11,8%) por menores incrementos esperados en crédito al consumo y porque en parte se debe a una buena cobertura de cartera de bonos (que en 2004e no creemos que se favorezca de las notables caídas de tipos de interés observadas en 2003).

A nivel agregado Grupo BBVA, esperamos crecimientos de beneficio neto de +20% (2004e) y +12% (2005e), siendo +13% y +12% en BPA

En definitiva, a nivel de cifras agregadas del Grupo BBVA, tras revisar estimaciones una vez publicados los resultados 2003 y tras la adquisición de los minoritarios de Bancomer (40,6%) decidimos en la nota del pasado 6 de febrero elevar estimaciones de beneficio neto esperado en 2004-05. Esperamos un crecimiento del beneficio neto del +20% en 2004e (2.671Mn€) y +12% en 2005e (2.995Mn€). El cuadro 23 muestra nuestras estimaciones en cuenta de resultados, balance y ratios para el Grupo BBVA en el periodo 2004-05.

Nuestra valoración de BBVA pasa a ser de 10,8€/acc

Nuestra valoración de 10,8€/acción se basa en una suma de 3 partes diferenciadas dentro del Grupo BBVA: **Cartera industrial** (destaca BNL, Telefónica, Iberdrola, Repsol y Sogecable), **Banca Latam** (ex Argentina) y el **resto del Grupo** (al que denominamos «Negocio bancario ex Latam»). **La cartera industrial supone un 7% de la valoración total (0,80€/acción). La banca Latam son 3,47€/acción (32% del total de la valoración).** Las principales hipótesis de valoración de esta división son las siguientes: **1)** CAGR03-05e en beneficio recurrente en euros del +24%, por entrada de los minoritarios de Bancomer, siendo +5% ex minoritarios. **2)** ROE sostenible 2005e: 24,5%. **3)** Tasa descuento de 12% y crecimiento perpetuo en euros del +6%. En definitiva, estas hipótesis justifican un PER'03 ajustado de 10,4 veces. **Respecto al «Negocio bancario ex Latam», la valoración es de**



6,5€/acción (61% de la valoración total). Las principales hipótesis de valoración de esta división son las siguientes: **1)** CAGR03-05e en beneficio recurrente del +8%. **2)** ROE sostenible 2005e: 20,5%. **3)** Tasa descuento de 9,6% y crecimiento perpetuo en euros del +4,5%. En definitiva, estas hipótesis justifican un PER'03 ajustado de 15,5 veces.

**Recomendamos en BBVA
MANTENER**

Respecto a la recomendación, reiteramos MANTENER por estar la cotización actual cerca de nuestra valoración.

Cuadro 23 - BBVA: Balance, cuenta de resultados y ratios

(Mn€)	2000	2001	2002	2003	2004e	2005e
Margen de intermediación	6.994,64	8.824,00	7.808,00	6.741,00	6.788,80	7.151,07
Comisiones netas	3.369,56	4.038,00	3.668,00	3.263,00	3.447,03	3.744,25
Rdo. operaciones financieras	778,62	490,00	765,00	652,00	626,65	632,85
Margen ordinario	11.142,82	13.352,00	12.241,00	10.656,00	10.862,47	11.528,17
Gastos de personal	(3.774,27)	(4.243,00)	(3.698,00)	(3.263,00)	(3.239,81)	(3.331,70)
Gastos generales	(2.162,81)	(2.482,00)	(2.074,00)	(1.768,00)	(1.735,58)	(1.785,23)
Amortizaciones y otros	(830,00)	(1.028,00)	(892,00)	(730,00)	(718,21)	(740,34)
Margen de explotación	4.375,74	5.599,00	5.577,00	4.895,00	5.168,87	5.670,89
Provisiones de insolvencias	(973,36)	(1.919,00)	(1.743,00)	(1.277,00)	(1.273,91)	(1.326,86)
Puesta en equivalencia	588,63	393,00	33,00	383,00	418,58	455,74
Amort. fondo comercio	(665,00)	(623,00)	(679,00)	(639,00)	(782,37)	(574,96)
Rdos. extraordinarios	549,00	184,00	(69,00)	450,00	463,00	288,00
BAI	3.875,02	3.634,00	3.119,00	3.812,00	3.994,17	4.512,82
Impuesto sociedades	(961,75)	(625,00)	(653,00)	(915,00)	(933,60)	(1.103,20)
Minoritarios	(681,80)	(646,00)	(747,00)	(670,00)	(389,46)	(414,49)
Beneficio neto	2.231,47	2.363,00	1.719,00	2.227,00	2.671,11	2.995,12
Crecimientos						
Margen de intermediación	21,4%	26,2%	(11,5%)	(13,7%)	0,7%	5,3%
Comisiones netas	24,5%	19,8%	(9,2%)	(11,0%)	5,6%	8,6%
Margen ordinario	22,3%	19,8%	(8,3%)	(12,9%)	1,9%	6,1%
Gastos operativos	19,3%	13,3%	(14,2%)	(12,8%)	(1,1%)	2,8%
Margen de explotación	26,6%	28,0%	(0,4%)	(12,2%)	5,6%	9,7%
Beneficio neto	27,8%	5,9%	(27,3%)	29,6%	19,9%	12,1%
BPA	21,1%	1,3%	(27,3%)	29,6%	13,0%	12,1%
ATM	270.639,00	302.695,50	288.712,00	279.245,00	294.921,44	311.654,69
Inversión crediticia	137.467,00	150.220,00	141.315,00	148.827,00	162.620,57	174.232,30
Préstamos dudosos	2.798,86	2.675,00	3.473,00	2.673,00	3.100,00	3.600,00
Cobertura de morosos	189,5%	221,6%	146,8%	166,3%	149,4%	139,2%
Ratio de morosidad	2,0%	1,7%	2,4%	1,8%	1,9%	2,0%
Depósitos de clientes	154.144,00	166.499,00	146.560,00	141.048,00	152.495,92	159.403,54
Créditos / Depósitos	89,2%	90,2%	96,4%	105,5%	106,6%	109,3%
Fondos gestionados	88.354,30	91.150,00	80.145,00	85.768,00	95.145,12	105.555,99
Recursos Propios	13.264,31	13.314,86	12.351,00	12.410,00	15.581,98	17.004,66
Tier I	8,9%	8,7%	8,4%	8,5%	9,4%	10,1%
Ratio BIS	11,9%	12,0%	12,5%	12,7%	13,4%	13,9%
Margen intermediación / ATM	2,6%	2,9%	2,7%	2,4%	2,3%	2,3%
Margen explotación / ATM	1,6%	1,8%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%
Comisiones / Margen ordinario	30,2%	30,2%	30,0%	30,6%	31,7%	32,5%
Ratio de eficiencia	53,3%	50,4%	47,2%	47,2%	45,8%	44,4%
Prima de riesgo crediticio	0,7%	1,3%	1,2%	0,9%	0,8%	0,8%
Tasa fiscal	24,8%	17,2%	20,9%	24,0%	23,4%	24,4%
Tasa minoritarios	23,4%	21,5%	30,3%	23,1%	12,7%	12,2%
ROA	0,8%	0,8%	0,6%	0,8%	0,9%	1,0%
ROE	20,2%	17,8%	13,4%	18,0%	19,1%	18,4%
Empleados (x)	108.082	98.588	93.093	86.197	85.335	84.482
Oficinas (x)	8.946	8.288	7.504	6.924	6.993	7.063
Empleados por oficina (x)	12,1	11,9	12,4	12,4	12,2	12,0



BANCO POPULAR

Popular publicó unos excelentes resultados en 2003

Popular mejoró su eficiencia desde 34,5% (desde 35,7%), aun a pesar de la incorporación de BNC

Banco Popular obtuvo de nuevo unos excelentes resultados en 2003. **El beneficio neto creció a un ritmo de +12,8%, mientras que a nivel operativo, el margen de explotación se incrementó un +13,6%**. El banco obtiene así nuevas mejoras de eficiencia (34,5% en 2003 frente a 35,7% en 2002), mostrando además una **excelente calidad en la evolución de sus resultados**: estas mejoras de eficiencia se derivan en mayor medida de la buena evolución de los ingresos (margen ordinario: +11,2%, +8,3% ex - BNC), que de un proceso de control de costes y reducción de estructura (gastos de personal más generales: +7,6, +3,7% ex - BNC).

Es destacable, una vez más, la **sólida evolución del margen de intermediación de Banco Popular**. Dicho margen (ex dividendos y ex BNC) creció en torno al +10%, lo que representa el mayor crecimiento de entre los grandes bancos españoles en 2003. Dicho incremento se derivó del **excelente comportamiento de los volúmenes**, así como de la **excepcional gestión de diferenciales** a la que Popular nos tiene acostumbrado: a pesar de la reducción en 99 p.b. del Euribor 3M medio en 2003, el margen de intermediación/ATMs sólo se redujo hasta 3,71% desde 3,95% en 2002, estabilizándose ya este último trimestre (3,63% en 4T'03 vs. 3,62% en 3T'03, ayudado por el proceso de positivización de la curva de tipos iniciado en 2S'03). En créditos **continúan ganando cuota** sobre el total sector, mientras en depósitos, lo hacen sobre los bancos privados (mostrando un crecimiento similar a las cajas de ahorros: +12,9%, +8,3% ex CTAs). La inversión crediticia ex BNC aumentó en un +19% en 2003, aunque mostrando una cierta ralentización respecto a los ritmos observados a 1S'03 (+21%). Los **hipotecarios** son el componente que más afecta a dicha ralentización frente a 1S'03 (+26% en 2003 vs. +33% a 1S'03). Consideramos **muy positivo este hecho**, ya que como anteriormente hemos señalado, vemos como posible foco de riesgo para los bancos los excesivos aumentos de la inversión hipotecaria en España. La **captación de ahorro se mantiene también muy sólida**. Destaca el comportamiento de los fondos de inversión gestionados en España (+25% interanual frente a +16% a nivel sector). Sin embargo, las comisiones derivadas de la gestión de fondos de inversión sólo se incrementan en un +7,8%, debido a la evolución progresivamente creciente de las Bolsas en 2003, que provocó que el patrimonio medio gestionado creciese menos que el patrimonio final (+18%), y a que en este ejercicio todavía se produjo un mayor ritmo de entradas en aquellos productos de menor valor añadido (garantizados y FIAMM). Las comisiones totales crecen a un ritmo de +6,1% (destacando el crecimiento de +18% en prestación de avales, así como el -0,7% en las operaciones de descuento de papel comercial, donde sí observa presión en precios por competencia, y el +0,7% en comisiones por cobros y pagos, presionadas por las comisiones por tarjetas). De este modo, el **margen ordinario** crece +11,2%, ampliamente por encima de los gastos operativos (+7,6% en gastos de personal más generales; +3,7% ex BNC). El crecimiento de los gastos puede parecer elevado, pero es lógico dada la flexibilidad con que el banco suele tratar la línea de costes operativos (anticipando inversiones y gastos si la evolución de los ingresos es buena). **El margen de explotación se incrementa en +13,6% (+11,3% ex BNC)**, permitiendo obtener nuevas mejoras de eficiencia (34,5% frente a 35,7% en 2002), aun a pesar de la consolidación de BNC. Por la parte baja de la cuenta, lo más destacable es el crecimiento de las **provisiones por insolvencias** (+34,5%). Dicho crecimiento se deriva de la dotación de 65Mn€ no exigibles por la normativa del Banco de España, por motivos puramente prudenciales y con objeto de incrementar los niveles de cobertura, pero en ningún caso ligadas a empeoramientos relevantes de la calidad crediticia (de hecho, la morosidad sigue estando totalmente controlada: 0,83% a 4T'03 frente a 0,85% a 3T'03). Si excluyésemos estas provisiones no exigibles, el crecimiento de provisiones por insolvencias se moderaría hasta el +6,9%. La menor amortización de fondo de comercio (ya que en 2002 se amortiza anticipadamente el fondo de comercio derivado de la adquisición de Iberagentes), permite que el crecimiento del margen de explotación se traslade al **beneficio atribuible (+12,8%)**.

Banco Popular ha presentado recientemente un plan estratégico de cara al periodo 2004-2006 (Plan SUMA). Dicho plan contiene una serie de **objetivos financieros: ROE del 25% (25,6% en 2003)**,

Cuadro 24- Banco Popular - Resultados trimestrales

(Mn€)	2003 (ac.)	2002 (ac.)	Var.%			Variac.%		
			2003/ 2002	1T'03	2T'03	3T'03	4T'03	3T'03
Margen de intermediación	1.799,9	1.591,4	13,1%	431,8	438,0	464,8	465,2	0,1%
Comisiones netas	607,8	572,7	6,1%	148,2	148,7	151,7	159,3	5,0%
Rdos. operac. financieras	31,7	28,9	9,6%	5,6	9,3	2,9	13,9	381,4%
Margen ordinario	2.439,5	2.193,0	11,2%	585,6	596,0	619,4	638,4	3,1%
Costes operativos	(953,2)	(884,9)	7,7%	(226,2)	(227,4)	(242,2)	(257,4)	6,3%
Gastos de personal	(596,8)	(552,4)	8,1%	(141,4)	(142,1)	(153,2)	(160,2)	4,5%
Gastos generales	(245,1)	(230,4)	6,4%	(58,3)	(58,5)	(60,4)	(67,9)	12,3%
Amortización y otros	(111,2)	(102,2)	8,9%	(26,5)	(26,7)	(28,6)	(29,4)	2,9%
Margen explotación	1.486,2	1.308,1	13,6%	359,4	368,6	377,2	381,0	1,0%
Dotaciones insolvencias	(316,2)	(235,1)	34,5%	(79,4)	(100,0)	(61,6)	(75,2)	22,1%
Otros resultados	35,1	(17,6)	-299,8%	5,0	23,8	(2,1)	8,4	-506,9%
BAI	1.205,2	1.055,4	14,2%	285,1	292,4	313,5	314,2	0,2%
Impuesto de sociedades	(427,4)	(367,7)	16,2%	(104,9)	(110,8)	(105,9)	(105,8)	0,0%
Resultado de minoritarios	(63,5)	(54,2)	17,1%	(14,7)	(15,4)	(16,0)	(17,4)	8,5%
Resultado atribuido	714,3	633,5	12,8%	165,5	166,3	191,6	190,9	-0,3%

Plan SUMA'03-06: ROE del 25%, eficiencia del 30% y beneficio atribuible de 1.000Mn€ en 2006 (TACC'03-06 de +12%)

eficiencia del 30% y beneficio atribuible de 1.000Mn€ en 2006 (implica un TACC'03-06 de +12%), con una ganancia de cuota en España de 0,25% anual frente a los bancos. Valoramos positivamente el compromiso adquirido por el banco con esta fijación de objetivos, así como la optimista perspectiva que la entidad transmite. El objetivo de 1.000Mn€ de beneficio neto nos parece alcanzable en un entorno de recuperación económica como el contemplado en nuestro escenario central. Tras la presentación de estos objetivos, así como después de la publicación de unos resultados en 2003 superiores a lo estimado, hemos procedido a revisar nuestras estimaciones. Como consecuencia, **hemos elevado nuestras estimaciones de cara a los ejercicios 2004 y 2005 en un +2,1% y +4,6% respectivamente** (el BPA estimado resultante es de 3,5€ y 3,94€ en 2004 y 2005). Además, presentamos también **nuestras estimaciones de cara al ejercicio 2006, que implican un crecimiento TACC en BPA en el periodo 2003-2006 de +11,1%** (+11,9% en beneficio atribuible), y, por tanto, **la consecución del objetivo de beneficio atribuible fijado por la entidad para el año 2006.**

Hemos incrementado nuestras estimaciones de crecimiento de BPA para 2004 y 2005 en +2,1% y +4,6% respectivamente. Asumimos la consecución del objetivo de beneficio atribuible en 2006 (basándonos en un escenario central que contempla una progresiva recuperación económica)

De cara a 2004, todavía habrá un **cierto efecto perímetro** ligado a la consolidación del banco portugués BNC desde el 30 de junio de 2003. Creemos que Popular será de nuevo un **claro ganador de cuota de mercado en créditos** en 2004 (+13,7%). Como ya señalamos antes, esperamos que los tipos de interés cortos se reduzcan todavía en 2004 en términos medios. Sin embargo, la positividad de la curva de tipos mitigará en parte el efecto negativo derivado de esta causa. La gran diferencia entre Popular y sus principales competidores está en nuestra opinión en la **captación de depósitos**, donde **Popular seguirá ganando cuota frente a los bancos privados** (+9% en 2004e), lo que permite reducir el gap crédito-depósito a financiar con pasivos más caros. De este modo, **esperamos un crecimiento del margen de intermediación de +10,2% en 2004e (+8% excluyendo BNC)**, lo que en cualquier caso le permitirá **volver a ser el banco español con mayores crecimientos en margen de intermediación**. Con respecto a las **comisiones** esperamos una cierta aceleración (+7,4% en 2004e vs. +6,1% en 2003), debido al **mayor crecimiento en las comisiones de gestión de activos** (+16% en comisiones de gestión de fondos de inversión y de pensiones, frente al +7% de 2003). Ello se debe a los mayores crecimientos esperados en los volúmenes medios gestionados (+17% en 2004e frente a +13% en 2003), y a la mayor proporción de nuevas entradas en productos de mayor valor añadido (FIM de renta variable y mixtos), lo que debería permitir una mejora marginal de la comisión de gestión media (asumimos un incremento de 1,44% a 1,45% en 2004 vs. 2003). En consecuencia, esperamos un **crecimiento de los ingresos de +9,4%**. Por el lado de los **gastos operativos**, esperamos un **crecimiento de +5,9%**, claramente por encima de la inflación esperada, como consecuencia del efecto perímetro por BNC y por



la apertura planeada de 70 nuevas oficinas en España y Portugal. De este modo, **estaríamos asumiendo un crecimiento del margen de explotación de +11,7%, y una mejora de eficiencia hasta 33,4%** (desde el 34,5% de 2003). Por la parte baja de la cuenta, lo más destacable sería la no dotación de las provisiones no exigibles que el banco cargó en sus resultados de 2003, lo que permitiría dejar prácticamente planos sus niveles de provisionamiento (+0,9%), a pesar del crecimiento de +13,7% en créditos. Los menores extraordinarios positivos estimados provocarían que Popular creciese en **beneficio atribuible** a ritmos similares a los de su margen de explotación (**+11,5%**).

Creemos que la ganancia de cuota en créditos, la mayor captación de depósitos respecto a sus bancos comparables y la elevada base de depósitos no remunerados permitirán a Popular ser el banco con mayores crecimientos de margen de intermediación en el periodo 2004-2006 (de entre las grandes entidades españolas)

Para 2005 y 2006, las tendencias más destacables contenidas en nuestras estimaciones serían las siguientes: esperamos una **cierta ralentización del crecimiento en créditos**, aunque el crecimiento esperado en Portugal permitirá mostrar incrementos superiores al de sus competidores (+10% y +8,7% en 2005e y 2006e, respectivamente). Aún así, estamos asumiendo crecimientos inferiores en BNC a los objetivos fijados por el propio banco (+15% vs. +20% objetivo). Por su parte, ante la progresiva subida de tipos de interés, **la elevada base de depósitos no remunerados (45%) permitiría elevar los diferenciales de clientes y mantener los niveles de margen de intermediación / ATMs estabilizados en torno a 3,57%** (pese al menor crecimiento esperado en depósitos frente a créditos). En consecuencia, esperamos **crecimientos de margen de intermediación de +9,7% y +8,8% en 2005e y 2006e**, todavía superiores a los de sus principales comparables. Las **comisiones se ralentizarán progresivamente** (por menores incrementos de comisiones por gestión de activos) **y lo mismo ocurrirá con los gastos operativos** (que mostrarán crecimientos todavía sustancialmente superiores a la inflación, pero que se moderarán al tiempo que los ingresos, gracias a la relativa flexibilidad con que el banco suele tratar la línea de costes operativos). **Esperamos por tanto un crecimiento en margen ordinario de +8,8% y +8,1% en 2005 y 2006, y crecimientos a nivel de beneficio operativo de +11,4% y +10,6%**. Estimamos crecimientos en provisiones en torno a +6,5% (como consecuencia de la normativa que regula la provisión estadística, aunque esperamos marginales empeoramientos de los ratios de mora, las primas de riesgo crediticias dotadas no deberían verse sustancialmente modificadas). En conclusión, **todo lo anterior redunda en crecimientos esperados para el beneficio atribuible de 12,7% y +11,7% en 2005 y 2006 respectivamente**.

Nuestras estimaciones contemplan un crecimiento TACC'03-06e del margen de explotación de +11,2% y una eficiencia de 30,8% en 2006e

Con respecto a los objetivos del grupo, estaríamos asumiendo un crecimiento TACC'03-06e del margen de explotación de +11,2% (respecto al +12-14% esperado por el grupo), y una eficiencia excluyendo amortizaciones de 30,8% (próxima al 30% dada como referencia por Popular). Aun así, **creemos que el banco alcanzará su objetivo de beneficio atribuible (1.002Mn€ en 2006e)**, gracias a una menor dotación a insolvencias ligada a un crecimiento del crédito inferior al nivel esperado por la entidad (+11% vs. +15% en TACC'03-06). **Elevamos nuestra valoración de Banco Popular desde los 50€ hasta los 55€/acción**. Dicha valoración se basa en un crecimiento TACC'03-06e en BPA del +11,1%, un crecimiento perpetuo nominal a partir de 2006e del +4,5%, una tasa de descuento del 9,5% y un ROE ajustado sostenible a largo plazo del 21% (frente al ROE recurrente de 23,2% que resultaría de nuestras estimaciones para 2006). **El potencial respecto a nuestra valoración fundamental (55€), y los atractivos ratios a los que cotiza Popular respecto a sus comparables (PER'04 ajustado por extraordinarios y por resultados procedentes de la cartera industrial de 13,6x frente a 14,4x en Bankinter, 15,6x en Banesto y 15,6x en Sabadell, a pesar del diferencial de rentabilidad entre Popular y estas otras entidades), nos lleva a recomendar COMPRAR Banco Popular**.

Elevamos nuestra valoración de Popular a 55€. Recomendamos COMPRAR

Cuadro 25 - Banco Popular: Balance, cuenta de resultados y ratios

(Mn€)	2001	2002	2003	2004e	2005e	2006e
Margen de intermediación	1.401,5	1.591,4	1.799,9	1.983,0	2.174,8	2.366,4
Comisiones netas	567,3	572,7	607,8	652,8	694,8	736,6
Rdo. operaciones financieras	45,0	28,9	31,7	33,4	35,1	36,7
Margen ordinario	2.013,9	2.193,0	2.439,5	2.669,3	2.904,6	3.139,7
Gastos de personal	(538,7)	(552,4)	(596,8)	(629,8)	(659,2)	(682,8)
Gastos generales	(210,5)	(230,4)	(245,1)	(261,0)	(273,8)	(285,2)
Amortizaciones y otros	(108,1)	(102,2)	(111,2)	(117,7)	(121,9)	(125,8)
Margen de explotación	1.156,6	1.308,1	1.486,2	1.660,8	1.849,6	2.045,9
Provisiones de insolvencias	(190,6)	(235,1)	(316,2)	(318,9)	(339,7)	(361,5)
Puesta en equivalencia	5,0	4,7	11,7	12,3	12,9	13,4
Amort. fondo comercio	(8,1)	(63,4)	(11,8)	(22,8)	(22,8)	(22,8)
Rdos. extraordinarios	(110,8)	41,1	35,2	0,0	0,0	0,0
BAI	852,2	1.055,4	1.205,2	1.331,4	1.500,0	1.675,0
Impuesto sociedades	(238,0)	(367,7)	(427,4)	(466,0)	(525,0)	(586,2)
Minoritarios	(48,9)	(54,2)	(63,5)	(69,2)	(78,0)	(87,1)
Beneficio neto	565,3	633,5	714,3	796,2	897,0	1.001,6
Crecimientos						
Margen de intermediación	24,4%	13,5%	13,1%	10,2%	9,7%	8,8%
Comisiones netas	5,6%	0,9%	6,1%	7,4%	6,4%	6,0%
Margen ordinario	12,9%	8,9%	11,2%	9,4%	8,8%	8,1%
Gastos operativos	11,2%	4,1%	7,9%	5,9%	4,7%	3,7%
Margen de explotación	14,4%	13,1%	13,6%	11,7%	11,4%	10,6%
Beneficio neto	15,2%	12,1%	12,8%	11,5%	12,7%	11,7%
BPA	15,2%	12,1%	10,2%	9,0%	12,7%	11,7%
ATM	34.570,0	40.107,5	47.708,9	55.504,8	61.026,3	66.200,4
Inversión crediticia	27.368,4	33.711,0	43.466,6	49.401,3	54.303,8	58.946,4
Préstamos dudosos	247,9	345,4	406,4	487,7	609,6	762,0
Cobertura de morosos	182,2%	176,8%	206,3%	203,2%	188,5%	172,1%
Ratio de morosidad	0,9%	1,0%	0,9%	1,0%	1,1%	1,3%
Depósitos de clientes	22.615,2	23.690,3	28.894,5	31.495,0	33.857,2	36.057,9
Créditos / Depósitos	121,0%	142,3%	150,4%	156,9%	160,4%	163,5%
Fondos gestionados	9.685,7	10.000,7	12.302,0	13.596,9	14.698,9	15.642,1
Recursos Propios	2.296,3	2.586,5	3.266,6	3.664,7	4.113,2	4.614,0
Tier I	9,2%	8,9%	8,4%	9,0%	9,0%	9,0%
Ratio BIS	11,3%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Margen intermediación / ATM	4,1%	4,0%	3,8%	3,6%	3,6%	3,6%
Margen explotación / ATM	3,3%	3,3%	3,1%	3,0%	3,0%	3,1%
Comisiones / Margen ordinario	28,2%	26,1%	24,9%	24,5%	23,9%	23,5%
Ratio de eficiencia	37,2%	35,7%	34,5%	33,4%	32,1%	30,8%
Prima de riesgo crediticio	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%
Tasa fiscal	27,9%	34,8%	35,5%	35,0%	35,0%	35,0%
Tasa minoritarios	8,0%	7,9%	8,2%	8,0%	8,0%	8,0%
ROA	1,6%	1,6%	1,5%	1,4%	1,5%	1,5%
ROE	26,0%	25,9%	24,4%	23,0%	23,1%	23,0%
Empleados (x)	12.309	12.464	13.089	13.339	13.389	13.489
Oficinas (x)	2.144	2.160	2.279	2.349	2.399	2.439
Empleados por oficina (x)	5,7	5,8	5,7	5,7	5,6	5,5



BANKINTER

El beneficio operativo ajustado de Bankinter creció un +7,5% en 2003

Los resultados de BKT en 2003 mostraron crecimientos en margen de explotación y beneficio neto del +20,5%. Estos elevados crecimientos fueron inferiores si los ajustamos a nivel de margen de explotación por partidas de carácter menos recurrente (dividendos, que fueron muy elevados por un cambio contable en el tratamiento del beneficio de la filial en seguros de vida, trading y gastos por periodificación de convertibles). **En concreto el incremento de dicho beneficio operativo ajustado hubiera sido del +7,5% (+5% en ingresos, +3% en gastos operativos).**

El margen de intermediación ex dividendos experimentó un aumento reducido (+3,6%), a pesar de crecer en créditos +10% (+15% ex titulizaciones) y de haber realizado un traspaso a finales de 2002 de cartera de bonos de negociación a cartera de inversión (mejorando el margen de intermediación y perjudicando teóricamente el trading). **Las razones** de esta debilidad en el margen son en parte recurrentes (**notable repreciaación a la baja de su elevada cartera hipotecaria** por la sensible caída de tipos de interés promedios en 2003, encarecimiento de su estructura de financiación por mostrar aumentos en depósitos del +4%, claramente inferiores al crédito) y en parte no extrapolables (titulización de hipotecas de 1.200Mn€ realizada a finales de 3T'03, **la venta de 800Mn€ en títulos hipotecarios** procedentes de una titulización previa, que hasta el momento estaban generando margen de intermediación; estos dos hechos se ven compensados en parte por las mayores comisiones de gestión de fondos hipotecario). Por su parte, las **comisiones muestran un buen comportamiento (+9%), aunque gracias en gran parte a elementos no demasiado recurrentes** (las comisiones recibidas crecen apenas un +3,6%, mientras las pagadas se reducen un -11% por la entrada en vigor de una nueva normativa en 2T'03 que reduce las comisiones sobre intercambios de documentos entre bancos, normativa que favorece a entidades con menor número de sucursales). **El reducido aumento de las comisiones percibidas se debió sobre todo a la caída de comisiones por gestión de activos (-2,6%),** a pesar de aumentar los fondos de inversión gestionados en 2003 un +27% (vs +16% el sector). La razón es la fuerte caída de la comisión media (a principios de año se produjo una cierta canibalización de la base de clientes al ofrecer a estos un FIAMM muy agresivo en precio). Las comisiones más puramente bancarias (cobros y pagos) crecieron un +5%. Los **gastos recurrentes (excluyendo periodificación por convertibles)**

Cuadro 26 - Bankinter - Resultados Trimestrales

(Mn€)	2003 (ac.)	2002 (ac.)	Var.%			Variac.%		
			2003/ 2002	1T'03	2T'03	3T'03	4T'03/ 3T'03	
Margen de intermediación	411,2	388,4	5,9%	100,7	108,9	104,0	97,5	-6,2%
Comisiones netas	152,4	139,9	9,0%	34,2	37,8	38,8	41,6	7,1%
Rdos. operac. financieras	29,5	19,8	48,8%	2,8	5,2	8,5	13,0	53,7%
Margen ordinario	593,1	548,1	8,2%	137,7	151,9	151,3	152,1	0,5%
Costes operativos	(300,6)	(305,4)	-1,6%	(66,0)	(75,6)	(76,1)	(82,9)	9,0%
Gastos de personal	(159,9)	(166,9)	-4,2%	(37,0)	(39,8)	(40,8)	(42,3)	3,8%
Gastos generales	(131,5)	(123,9)	6,1%	(25,8)	(33,0)	(32,6)	(40,0)	22,7%
Amortización y otros	(9,3)	(14,6)	-36,8%	(3,2)	(2,8)	(2,7)	(0,6)	-77,8%
Margen explotación	292,5	242,7	20,5%	71,7	76,4	75,3	69,2	-8,0%
Dotaciones insolvencias	(131,5)	(66,3)	98,4%	(17,6)	(24,0)	(76,7)	(13,2)	-82,8%
Otros resultados	52,8	9,8	440,8%	1,4	(4,0)	52,2	3,2	-93,9%
BAI	213,8	186,2	14,8%	55,5	48,3	50,8	59,2	16,6%
Impuesto de sociedades	(65,0)	(66,7)	-2,5%	(18,2)	(15,6)	(10,6)	(20,7)	94,0%
Resultado de minoritarios	(15,7)	(9,2)	71,9%	(3,9)	(4,0)	(3,8)	(4,1)	5,6%
Resultado atribuido	133,0	110,3	20,6%	33,5	28,8	36,3	34,5	-4,9%



Asumimos un crecimiento del beneficio atribuible de +22% en 2004e, basado en buena medida en las menores provisiones por insolvencias (ya que Bankinter dotó completamente su fondo estadístico a lo largo de 2003, aprovechando las plusvalías obtenidas por la venta de su participación en Sogecable). Creemos que Bankinter tiene menos probabilidades de éxito en su estrategia de crecimiento en el segmento de pymes que Popular y Banesto (por menor capilaridad de su red)

umentan un +3%, viéndose perjudicados por una mayor inversión para tratar de incrementar su penetración en el segmento de pymes (en 2003 abren 21 nuevos centros especializados). **Por la parte baja**, dos circunstancias son positivamente destacables: el fuerte incremento de las **provisiones por insolvencias** (+98% por adelantamiento de la cobertura del 100% del fondo estadístico producido en 3T) compensado por los sensibles extraordinarios positivos motivados por la venta de Sogecable en 3T, y la **excelente evolución del resultado por puesta en equivalencia** (+33%), debido al excelente comportamiento del negocio de seguros (LDA y BKT Seguros de Vida). El **cuadro 26** muestra la evolución de la cuenta de resultados en 2003.

De cara al año 2004e estamos estimando un crecimiento del beneficio neto del 22%, aunque muy basado en la parte baja de la cuenta (margen de explotación esperado, +9,4%). La causa son las menores provisiones por insolvencias (-53%), una vez que ya tiene cubierto el 100% del fondo estadístico tras la fuerte provisión dotada en 3T'03 y tan sólo tendrá que dotar las provisiones estadísticas afectas al nuevo crédito (además de las habituales: específica y genérica).

El crecimiento en margen de explotación esperado (+9,4%) sería algo superior (+10,7%) eliminando efectos no recurrentes (ROF, gastos asociados a convertibles). Las tendencias son una aceleración en ingresos recurrentes (margen de intermediación + comisiones, +6,7% conjunto) junto con unos costes controlados (+3%).

En lo referente a **ingresos** hay diferentes crecimientos estimados en margen de intermediación (+4,7%) y en comisiones (+12%). Respecto al primer concepto, **esperamos un aumento de la inversión crediticia del +12%** (vs +15% ex titulizaciones en 2003), es decir, un **mantenimiento de cuota de mercado**. En hipotecarios (68% del total) asumimos aumentos del +14% (ralentización frente a 2003, +20% ex titulizaciones), mientras en créditos más relacionados con las pymes esperamos una aceleración respecto al 2003 (+10% crédito comercial, +7% en «Otros créditos + arrendamientos financieros»). A pesar de su mayor enfoque hacia pymes y a la apertura de nuevos centros, creemos que no tendrá excesivo éxito en cuanto a ganancia de cuota en dicho segmento puesto que en nuestra opinión hay otros bancos con una mayor ventaja competitiva (BTO o POP, con una mayor capilaridad en su red, elemento que consideramos decisivo a la hora de proporcionar servicios a las pymes). **En depósitos, esperamos de nuevo cierta debilidad** (+4%, de modo que creemos que BKT volverá a primar la captación de ahorro vía fondos de inversión en mayor medida que en depósitos). Los aspectos que favorecen el margen de intermediación de BKT son la positivitización de la curva (dado el elevado peso del hipotecario), el mayor peso del crédito a pymes (de márgenes superiores) y los notables volúmenes de crédito. Sin embargo, dicho margen se verá perjudicado por el hecho de que la repreciaación al alza de su cartera crediticia será más lenta que en otros bancos (por el elevado peso del hipotecario que alarga el plazo medio de su cartera) y por el encarecimiento de su estructura de financiación (de nuevo hay demasiada diferencia entre aumento de crédito y depósito). **El efecto neto de todo ello es que el incremento de margen de intermediación esperado (+4,7%) es claramente inferior al del crédito (+12%)**. A nivel promedio, esperamos en 2004e vs 2003 una estabilidad del diferencial de clientes (tipo de crédito menos depósito) en 2,17%, y una caída del margen total (sobre activos totales medios) desde el 1,77% de 2003 hasta el 1,73% en 2004e (por efecto estructura de balance).

El notable aumento de las comisiones esperadas (+12%) viene explicado fundamentalmente por la gestión de activos. Frente al crecimiento del +27% en fondos de inversión gestionados en 2003, estamos asumiendo +14% en 2004e (+17% en términos promedios). Además, creemos que la comisión media subirá ligeramente por un mayor peso de fondos de valor añadido (renta variable principalmente). En definitiva, estimamos un crecimiento del +20% en comisiones relacionadas con gestión de activos, que compensa unos aumentos inferiores en otro tipo de comisiones de peso relevante (+6% esperado en «Cobros y pagos»). **Los costes aumentarán en torno al +3%, perjudicados de nuevo por los gastos asociados a los nuevos centros especializados en pymes** (se inició este proceso de expansión en 2T'03). **El ratio de eficiencia recurrente (ex periodificación de convertibles) creemos que se situará en el 46,9% vs 48,1% en 2003 y 49,5% en 2002.**



**Nuestras estimaciones
contemplan un crecimiento
TACC'03-05e del margen de
explotación de +10,3%**

**Nuestra valoración sobre
Bankinter es de 33,5€, y nuestra
recomendación es de MANTENER**

En 2005e, asumimos un crecimiento del +11,8% en beneficio neto (más cercano ya al aumento previsto del margen de explotación, +11,2%). Lo más destacable sería la **aceleración de ingresos** (+7,4% en margen ordinario). **La razón principal es el margen de intermediación** (+7,1%), que creemos que acelerará su crecimiento por mayores aumentos asumidos para 2005e en tipos de interés y positivización de la curva. **Ralentización de comisiones** (+9%, por menores aumentos de comisiones de gestión de activos) y **cierta aceleración de costes recurrentes** (+3,9% por menor margen que el visto los años anteriores para racionalizar gastos) son otras tendencias destacables. Por la parte baja de la cuenta destaca un aumento del +10% en provisiones (superior al +9% esperado en inversión crediticia). Ello se debe al aumento asumido de entradas de mora en 2005e (BKT ya no tiene que dotar la prima de riesgo crediticio obligado por el Banco de España, ya que ha cubierto el 100% del fondo estadístico; ello implica que a diferencia de POP y BTO, sus dotaciones están más relacionadas con los aumentos de mora y por ende, de provisión específica).

Nuestra valoración de BKT se sitúa en 33,5€/acción. Esta valoración se basa en un CAGR 2003-05e en BPA del +15,7%, un crecimiento perpetuo nominal a partir de 2005e del +4,5%, una tasa de descuento del 9,6% y un ROE ajustado sostenible a largo plazo del 17,7%. La actual cercanía de nuestra valoración a la cotización actual nos lleva a **reiterar la recomendación de MANTENER.**

Cuadro 27 - Bankinter: Balance, cuenta de resultados y ratios

(Mn€)	2000	2001	2002	2003	2004e	2005e
Margen de intermediación	282,6	367,9	388,4	411,2	430,5	461,0
Comisiones netas	142,1	128,1	139,9	152,4	170,7	186,3
Rdo. operaciones financieras	64,1	57,0	19,8	29,5	26,5	27,0
Margen ordinario	488,8	553,0	548,1	593,1	627,7	674,4
Gastos de personal	(134,0)	(168,7)	(166,9)	(159,9)	(163,4)	(167,8)
Gastos generales	(138,0)	(135,9)	(123,9)	(131,5)	(136,1)	(142,2)
Amortizaciones y otros	(16,5)	(19,4)	(14,6)	(9,3)	(8,4)	(8,7)
Margen de explotación	200,2	229,0	242,7	292,5	319,9	355,7
Provisiones de insolvencias	(46,4)	(68,6)	(66,3)	(131,5)	(62,3)	(68,2)
Puesta en equivalencia	10,5	16,0	18,6	24,7	30,9	33,4
Amort. fondo comercio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rdos. extraordinarios	(11,9)	(8,6)	(8,9)	28,1	(12,4)	(12,4)
BAI	152,5	167,8	186,2	213,8	276,2	308,5
Impuesto sociedades	(53,5)	(59,3)	(66,7)	(65,0)	(96,7)	(108,0)
Minoritarios	(10,0)	(10,2)	(9,2)	(15,7)	(16,9)	(18,9)
Beneficio neto	89,0	98,3	110,3	133,1	162,6	181,7
Crecimientos						
Margen de intermediación	8,1%	30,2%	5,6%	5,9%	4,7%	7,1%
Comisiones netas	1,9%	(9,9%)	9,2%	9,0%	12,0%	9,2%
Margen ordinario	6,7%	13,1%	(0,9%)	8,2%	5,8%	7,4%
Gastos operativos	24,9%	12,0%	(4,5%)	0,2%	2,8%	3,5%
Margen de explotación	(11,3%)	14,4%	6,0%	20,5%	9,4%	11,2%
Beneficio neto	(30,4%)	10,5%	12,2%	20,6%	22,2%	11,8%
BPA	(30,4%)	9,8%	11,3%	20,0%	21,2%	10,5%
ATM	17.250,0	20.281,2	22.048,6	23.291,5	24.827,2	26.496,3
Inversión crediticia	13.867,8	14.690,8	15.006,7	16.467,0	18.425,6	20.096,0
Préstamos dudosos	47,6	54,3	61,8	61,9	75,5	90,5
Cobertura de morosos	295,9%	352,0%	386,1%	559,1%	523,5%	496,5%
Ratio de morosidad	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Depósitos de clientes	11.021,6	12.587,6	12.257,7	12.787,0	13.298,5	13.830,4
Créditos / Depósitos	125,8%	116,7%	122,4%	128,8%	138,6%	145,3%
Fondos gestionados	5.625,1	5.668,0	5.823,0	7.451,9	8.557,2	9.441,0
Recursos Propios	734,9	790,9	836,1	928,1	1.035,8	1.146,5
Tier I	8,3%	8,2%	8,0%	8,0%	8,5%	8,8%
Ratio BIS	11,6%	11,7%	11,7%	12,3%	12,6%	12,8%
Margen intermediación / ATM	1,6%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%
Margen explotación / ATM	1,2%	1,1%	1,1%	1,3%	1,3%	1,3%
Comisiones / Margen ordinario	29,1%	23,2%	25,5%	25,7%	27,2%	27,6%
Ratio de eficiencia	55,7%	55,1%	53,1%	49,1%	47,7%	46,0%
Prima de riesgo crediticio	0,3%	0,5%	0,4%	0,8%	0,3%	0,3%
Tasa fiscal	35,1%	35,3%	35,8%	30,4%	35,0%	35,0%
Tasa minoritarios	10,1%	9,4%	7,7%	10,6%	9,4%	9,4%
ROA	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%
ROE	12,3%	12,9%	13,6%	15,1%	16,6%	16,7%
Empleados (x)	2.944	2.974	3.019	3.111	3.142	3.174
Oficinas (x)	276	282	284	285	292	296
Empleados por oficina (x)	10,7	10,5	10,6	10,9	10,8	10,7



BANESTO

Banesto creció en 2003 un +14,3% en margen de explotación y +1,4% en beneficio atribuible (debido a la normalización de la tasa fiscal: 30% en 2003 frente a 23% en 2002)

Los resultados de Banesto en 2003 fueron muy positivos operativamente, con aumentos del +14,3% en margen explotación y +1,4% en beneficio neto (por normalización de la tasa fiscal: 30% vs. 23% en 2002).

El **margen de intermediación** creció razonablemente y en línea con nuestras expectativas (+5,8%, +6,7% excluyendo dividendos percibidos). Tras un ejercicio en que el Euribor 3M se redujo en 99 p.b. en términos medios frente a 2002, el periodo de reprecación a la baja del balance parece estar llegando a su fin (el margen de intermediación / ATMs se queda plano en torno al 1,85% en 4T'03 vs. 3T'03). El banco ha logrado compensar la caída de tipos de interés en 2003 gracias a la positividad de la curva de tipos, a la realización de políticas de cobertura y al fuerte crecimiento en volúmenes: la entidad **continúa ganando cuota de mercado**, acelerando el ritmo de crecimiento del crédito (crédito OSR extitilizaciones +24,8%, frente al +22% a 9M'03), mientras los depósitos se incrementan en +12%, en buena medida gracias a la adjudicación de la gestión de los depósitos de juzgados en España, ya que los depósitos OSR sólo crecen a un ritmo de +1,4% (aunque con los depósitos a la vista más depósitos de ahorro creciendo a una tasa de +20%). Las **comisiones** siguen creciendo a un buen ritmo (+7%), ayudadas por el importante incremento de los fondos gestionados (+18%), de la distribución de seguros (probablemente vinculados en buena medida a la concesión de hipotecas) y de las comisiones por riesgos (+16%, ligadas al crecimiento del crédito). Los **ingresos por trading** crecen a final de año menos de lo que esperábamos (+19% vs. +22%), aunque esta peor evolución se deriva de una peor operativa de mercado, mientras que la parte más recurrente del ROF (distribución de coberturas a pymes, diferencias de cambio, titulaciones) ha mantenido su media trimestral de 13Mn€ a lo largo de 2003. Este incremento de ROF lo consideramos recurrente en gran medida, ya que se deriva de la realización de políticas comerciales sobre ciertos productos de cobertura que no implican asunción de riesgo de mercado por parte de la entidad y, además, sirven de herramienta de captación comercial y producto de entrada a pymes. Por su parte, los **gastos operativos se quedaron planos en 2003**, reflejando en cuenta de resultados las prejubilaciones realizadas en diciembre de 2002 (600 empleados, para lo que se realizó en su día un cargo contra reservas de 156Mn€), así como la continuación del proceso de optimización de estructura. Se obtiene así una **fuerte mejora de eficiencia (47,2% vs. 50,3% en 2002)**,

Cuadro 28 - Banesto - Resultados Trimestrales

(Mn€)	2003 (ac.)	2002 (ac.)	Var. %				Variac. %	
			2003/ 2002	1T'03	2T'03	3T'03	4T'03/ 3T'03	
Margen de intermediación	1.045,8	988,3	5,8%	259,9	261,7	262,5	261,7	-0,3%
Comisiones netas	462,4	432,1	7,0%	108,9	116,8	118,3	118,4	0,1%
Rdos. operac. financieras	56,0	47,0	19,3%	18,9	18,1	6,3	12,7	102,1%
Margen ordinario	1.564,2	1.467,3	6,6%	387,7	396,7	387,0	392,8	1,5%
Costes operativos	(854,0)	(845,7)	1,0%	(211,0)	(213,5)	(206,0)	(223,4)	8,5%
Gastos de personal	(544,1)	(543,5)	0,1%	(136,6)	(137,0)	(134,0)	(136,4)	1,8%
Gastos generales	(194,9)	(194,9)	0,0%	(47,0)	(46,0)	(44,4)	(57,5)	29,4%
Amortización y otros	(115,0)	(107,3)	7,2%	(27,4)	(30,5)	(27,5)	(29,5)	7,1%
Margen explotación	710,2	621,6	14,3%	176,7	183,1	181,0	169,4	-6,4%
Dotaciones insolvencias	(171,4)	(118,3)	44,9%	(41,2)	(44,3)	(34,9)	(51,0)	46,0%
Otros resultados	101,0	71,8	40,7%	28,3	44,7	10,0	18,0	79,4%
BAI	639,8	575,1	11,2%	163,8	183,5	156,2	136,4	-12,7%
Impuesto de sociedades	(190,7)	(130,9)	45,7%	(46,8)	(53,8)	(40,8)	(49,4)	21,0%
Resultado de minoritarios	(7,1)	(8,3)	-15,4%	(1,9)	(1,7)	(1,4)	(2,0)	40,9%
Resultado atribuido	442,0	435,9	1,4%	115,1	128,0	113,9	85,0	-25,4%

excluyendo amortizaciones) y sólidos crecimientos de margen de explotación (+14,3%). Por la parte baja, destaca la mejor evolución de la puesta en equivalencia (por Urbis y seguros) y el elevado crecimiento de las provisiones por insolvencias (+45%, básicamente debido a un efecto de base por la existencia de ciertas recuperaciones no recurrentes de provisiones de riesgo-país en 2002, así como al elevado ritmo de crecimiento del crédito). **El banco ha cumplido holgadamente su objetivo de BAI de +10% (+11,2%).** Sin embargo, a nivel de **beneficio neto el crecimiento se reduce hasta el +1,4%**, aunque ello se debe únicamente a una **normalización total de la tasa fiscal un año antes de lo esperado** (30% vs. 23% en 2002, tras un periodo en que el banco gozó de diferentes créditos fiscales procedentes de la época de su intervención y de las externalización del fondo de pensiones para empleados).

El banco incrementó sus objetivos financieros: eficiencia del 42% y ROE del 18% en 2006

Banesto ha incrementado recientemente sus objetivos financieros: eficiencia de 42% (excluyendo amortizaciones) y ROE de 18% en 2006, frente a la eficiencia del 45% y el ROE de 17,5% que tenía como objetivos para 2005. Nuestras estimaciones ya descontaban el cumplimiento del anterior objetivo de eficiencia, incluso en 2004. Tras la publicación de los resultados de 2003 y la mejora de sus objetivos financieros, hemos procedido a actualizar nuestras estimaciones sobre el valor. **Hemos incrementado nuestras estimaciones en BPA en 2004 y 2005 en un 1,4% y un 6,8% respectivamente (hasta 0,71€ y 0,79€/acción).** Nos parece totalmente alcanzable el nuevo objetivo de eficiencia fijado (de hecho, ya para 2005 contemplamos un ratio de eficiencia de 42,8%, frente al objetivo de 42% en 2006). Respecto al ROE, estamos asumiendo un ROE del 17% en 2005, aunque eliminando aquellos elementos de carácter menos recurrente, el ROE sostenible sería de 15,7%.

En 2004 creemos que Banesto **seguirá ganando cuota de mercado en créditos.** Estimamos un crecimiento de la inversión crediticia bruta OSR de un +13,6%. Por componentes, esperamos una cierta ralentización en el crecimiento del crédito hipotecario (+18% en 2004e frente al +35% de 2003), y una mayor proporción del crédito corporativo dentro de la nueva producción (como consecuencia de la recuperación económica contemplada en nuestro escenario central, y de su estrategia de crecimiento en el segmento de pymes). **Esperamos un crecimiento del margen de intermediación de +6,5%**, por debajo del +8% de crecimiento de margen de intermediación en Popular (ex-BNC), como consecuencia de la menor captación de depósitos esperada. Respecto a las **comisiones** estimamos una aceleración (+8,3% vs. +7% en 2003), debido al mayor incremento en las comisiones por gestión de fondos y por valores (13% y +7% vs. +7,8% y +2,4% en 2003 respectivamente). En cuanto a los **resultados por operaciones financieras**, esperamos un aumento de +7,5%, derivado de una mayor penetración entre las pymes y de una mayor distribución de productos de cobertura. Lo anterior redundaría en un **crecimiento del margen ordinario de +7,3%.** **Creemos que los costes crecerán todavía a tasas inferiores a la inflación,** debido al efecto de las prejubilaciones realizadas en 2003 (300 empleados, para lo que se efectuó un cargo contra reservas de 79Mn€ en diciembre de 2003), y al potencial de ahorros de costes de la entidad (gracias, entre otras causas, al efecto positivo ligado a la eficaz plataforma tecnológica de la entidad, que le permite crecer en negocio sin experimentar grandes incrementos en los costes fijos asociados a la misma). En consecuencia, **estimamos crecimientos en margen de explotación de +13,9% (el más elevado de los grandes bancos españoles), que la entidad logra básicamente transferir al crecimiento del BAI (+11,9%) y del beneficio atribuible (+11,4%, una vez que la normalización de la tasa fiscal ya se ha producido en 2003).** Asumimos de este modo que Banesto es capaz de cumplir con su objetivo de crecimiento de BAI y beneficio neto superior al +10% en 2004.

Para 2005, esperamos, como para el resto de entidades españolas, una **ralentización adicional del ritmo de crecimiento del crédito (crédito neto +9,1%),** aunque el **entorno más favorable de tipos de interés permitirá incrementar los diferenciales de clientes y aproximar el crecimiento del margen de intermediación (+8%) a los ritmos de crecimiento de los saldos de crédito** (margen de intermediación / ATMs estable en torno a 1,85% en 2004e y 2005e). Del mismo modo esperamos un incremento algo menor de las comisiones (+7,3% vs. +8,3% en 2004e, por menor crecimiento de las comisiones de gestión de fondos), y una cierta aceleración de los costes (que aun así sólo crecerán a



Nuestras estimaciones contemplan un crecimiento TACC'03-05e del margen de explotación de +13,3%, ayudado por un menor ritmo de crecimiento esperado en costes de explotación. La eficiencia se situará en 42,8% en 2005

Nuestra valoración de Banesto es de 10€/acción: 9,3€ por su negocio bancario, 0,3€ de valoración como un holding de la cartera industrial (Urbis) y 0,4€ de exceso de provisiones por insolvencias sobre la mora media del ciclo. Recomendamos MANTENER

ritmos similares a la inflación). **El margen de explotación crecerá de acuerdo a nuestras estimaciones un +12,8%, y la eficiencia mejorará hasta el 42,8%** (próxima ya al 42%, nivel objetivo del banco para 2006). Por la parte baja, lo más destacable sería la desaceleración del crecimiento de las provisiones por insolvencias (+4,8%, debido a menores requerimientos de provisión genérica ante menores ritmos de crecimiento del crédito), y el mantenimiento de una cifra relevante de extraordinarios positivos (10Mn€ en 2005e, por continuar con el proceso de saneamiento de activos dañados procedentes de la época de la intervención de la entidad). En resumen, **el BAI y el beneficio neto del banco crecerán un +12% de acuerdo a nuestras estimaciones** (de nuevo por encima del +10% objetivo del banco). Nuestras estimaciones asumen un incremento marginal de la morosidad en 2004 y 2005, que conlleva unos mayores requerimientos de provisión específica (prima de riesgo específica de 0,26% y 0,28% en 2004e y 2005e, frente al 0,23% de 2003). Es por ello que **contemplamos la dotación total del fondo estadístico a finales de 2005**, y no a principios de ese mismo ejercicio, como está estimando el propio Banesto (a cierre de 2003 tendría un 83% del fondo estadístico ya cubierto). En cualquier caso, la dotación antes de finales de 2005 del 100% del fondo estadístico no debería tener ningún tipo de impacto significativo sobre nuestra valoración, ya que en la misma estamos incorporando el exceso de provisiones por insolvencias sobre la mora media de ciclo estimada para Banesto (2%).

Elevamos nuestra valoración de Banesto hasta 10€/acción (desde 9,6€). Esta valoración se basa en un crecimiento TACC 2003-05e en BPA del +11,7%, un crecimiento perpetuo nominal a partir de 2005e del +4,5%, una tasa de descuento del 9,65% y un ROE ajustado sostenible a largo plazo del 15,7%. Nuestra valoración de 10€/acción se descompone en 9,3€ correspondientes al valor del negocio bancario, 0,3€ de valoración de la cartera industrial (Urbis), y 0,4€ de exceso de las provisiones por insolvencias sobre la mora media del ciclo. Banesto está cotizando a un ratio PER ajustado por extraordinarios y por resultados procedentes de la cartera industrial de 15,6x y 13,5x en 2004e y 2005e, mostrando una prima frente a las 13,6x y 12,1x de Banco Popular (a pesar de la evidente diferencia de ROE entre una entidad y otra, a favor de Popular). Incluso si considerásemos que Banesto acabase de dotar el 100% del fondo estadístico a principios de 2005, el PER'05e ajustado de la entidad se situaría en 12,5x, nivel todavía superior al de Popular. El hecho de estar cotizando a ratios superiores respecto a su más claro comparable, y la cercanía de nuestra valoración a la cotización actual nos lleva a recomendar **MANTENER** el valor.

Cuadro 29 - Banesto: Balance, cuenta de resultados y ratios

(Mn€)	2000	2001	2002	2003	2004e	2005e
Margen de intermediación	903,0	969,8	988,3	1.045,8	1.117,0	1.206,8
Comisiones netas	418,7	420,4	432,1	462,4	500,8	537,3
Rdo. operaciones financieras	30,3	40,6	47,0	56,0	60,2	63,5
Margen ordinario	1.352,1	1.430,8	1.467,3	1.564,2	1.678,0	1.807,6
Gastos de personal	(558,3)	(549,4)	(543,5)	(544,1)	(554,9)	(571,6)
Gastos generales	(191,0)	(196,2)	(194,9)	(194,9)	(197,3)	(202,7)
Amortizaciones y otros	(97,7)	(109,2)	(107,3)	(115,0)	(117,2)	(121,3)
Margen de explotación	505,0	576,0	621,6	710,2	808,6	912,0
Provisiones de insolvencias	(101,3)	(146,7)	(118,3)	(171,4)	(192,3)	(201,5)
Puesta en equivalencia	72,6	63,0	55,3	75,1	78,9	82,8
Amort. fondo comercio	(1,8)	(3,0)	(0,8)	(0,9)	(0,9)	(0,9)
Rdos. extraordinarios	(51,4)	31,5	17,2	26,8	22,0	10,0
BAI	423,2	520,8	575,1	639,8	716,3	802,5
Impuesto sociedades	(32,9)	(89,9)	(130,9)	(190,7)	(214,9)	(240,7)
Minoritarios	(10,6)	(9,1)	(8,3)	(7,1)	(9,0)	(10,1)
Beneficio neto	379,7	421,7	435,9	442,0	492,4	551,6
Crecimientos						
Margen de intermediación	2,2%	7,4%	1,9%	5,8%	6,8%	8,0%
Comisiones netas	8,5%	0,4%	2,8%	7,0%	8,3%	7,3%
Margen ordinario	6,0%	5,8%	2,6%	6,6%	7,3%	7,7%
Gastos operativos	0,3%	(0,2%)	0,2%	0,3%	1,8%	3,0%
Margen de explotación	18,0%	14,1%	7,9%	14,3%	13,9%	12,8%
Beneficio neto	25,4%	11,1%	3,4%	1,4%	11,4%	12,0%
BPA	25,4%	11,1%	2,2%	(9,5%)	11,4%	12,0%
ATM	41.423,7	43.884,6	44.362,3	54.623,9	60.534,1	65.089,1
Inversión crediticia	20.621,3	23.597,3	26.722,4	31.272,2	35.301,3	38.518,1
Préstamos dudosos	217,9	240,9	261,7	259,5	311,4	389,2
Cobertura de morosos	237,1%	238,5%	248,9%	309,7%	307,1%	274,2%
Ratio de morosidad	1,0%	1,0%	1,0%	0,8%	0,9%	1,0%
Depósitos de clientes	23.447,4	24.538,5	25.501,2	28.638,0	29.425,6	30.749,7
Créditos / Depósitos	87,9%	96,2%	104,8%	109,2%	120,0%	125,3%
Fondos gestionados	8.969,0	10.290,5	10.557,6	12.411,0	13.566,6	14.571,9
Recursos Propios	2.085,4	2.257,7	2.619,8	2.805,8	3.101,2	3.404,6
Tier I	7,5%	7,4%	7,7%	7,0%	7,0%	7,2%
Ratio BIS	10,8%	10,6%	10,4%	10,1%	10,1%	10,1%
Margen intermediación / ATM	2,2%	2,2%	2,2%	1,9%	1,8%	1,9%
Margen explotación / ATM	1,2%	1,3%	1,4%	1,3%	1,3%	1,4%
Comisiones / Margen ordinario	31,0%	29,4%	29,4%	29,6%	29,8%	29,7%
Ratio de eficiencia	55,4%	52,1%	50,3%	47,2%	44,8%	42,8%
Prima de riesgo crediticio	0,5%	0,6%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%
Tasa fiscal	7,8%	17,3%	22,8%	29,8%	30,0%	30,0%
Tasa minoritarios	2,7%	2,1%	1,9%	1,6%	1,8%	1,8%
ROA	0,9%	1,0%	1,0%	0,8%	0,8%	0,8%
ROE	19,1%	19,4%	18,4%	16,3%	16,7%	17,0%
Empleados (x)	11.655	10.577	9.851	9.840	9.890	9.940
Oficinas (x)	2.010	1.730	1.679	1.689	1.694	1.699
Empleados por oficina (x)	5,8	6,1	5,9	5,8	5,8	5,9



ANEXO: MÉTODO DE VALORACIÓN

Valoración por valor contable ajustado

Nuestro método de valoración del negocio bancario (tanto en España como en Latam) se basa en la estimación del ROE del año 2005, corregido por crecimientos perpetuos a partir de dicho año y tasas de descuento aplicables, para obtener un valor residual del valor. La actualización de dicho valor residual más los dividendos recibidos en 2004 y 2005 actualizados, derivaría en la valoración final. Cabe destacar que el flujo utilizado como beneficio, sería el beneficio neto eliminando factores no recurrentes o no afectos al negocio bancario (básicamente resultados extraordinarios netos de impuestos y amortizaciones de fondo de comercio, y en el caso concreto de entidades con una cartera de participaciones financieras importante, como es el caso de SAN, BBVA y Banesto, también se eliminaría del cálculo aquellas partidas de la cuenta de resultados vinculadas con las participadas que valoramos aparte como holding: Dividendos, puesta en equivalencia y costes financieros asociados). Por su parte, los recursos propios utilizados para calcular el ROE sostenible del año 2005, los ajustamos sustituyendo el beneficio retenido del año por el beneficio ajustado calculado como antes mencionamos. Es importante tener en cuenta que para hallar el ROE usamos los recursos propios puros computables para el ratio de solvencia Core Tier I, es decir, deducimos elementos como las pérdidas en sociedades consolidadas, acciones propias o fondos de comercio. El sentido de esto es que nuestra fórmula para hallar el valor residual «Valor Contable*(ROE-g)/(k-g)», sería equivalente a calcular el porcentaje de beneficio que debe retener de manera sostenible un banco para poder continuar con sus actividades (y dicho beneficio retenido será aquél que le permita tener un ratio de solvencia Core Tier I determinado, para cuyo cálculo se utilizan los recursos propios computables y no sólo los que aparecen en el pasivo del balance). La fórmula comentada no es sino aplicar a los recursos propios de la compañía un multiplicador basado en ROE, crecimiento y riesgo. **Adicionalmente a la valoración del negocio bancario de las entidades, añadimos factores ajenos a la cuenta de resultados bancaria como puedan ser el exceso de provisiones por insolvencias sobre un ratio de mora medio de ciclo estimado o la valoración de la cartera industrial.**

Valoramos las carteras industriales como un holding

La cartera industrial la valoramos como un holding financiero. Es decir, la valoración sería el valor de los activos menos la deuda afecta. El valor de los activos sería el valor en mercado de las participaciones (menos los impuestos a pagar por las plusvalías latentes), y la deuda la estimamos como el 92% del valor contable de dichas participadas (asumiendo que el valor contable de estos activos ponderan al 100% a la hora de calcular el ratio BIS, que legalmente debe ser del 8% de los activos ponderados por riesgo; el fondo de comercio generado consume el 100% de recursos propios). **En definitiva, el efecto matemático de este método de valoración es equivalente a añadir a los recursos propios estimados de dicho holding las plusvalías latentes netas de impuestos.**

Respecto a la valoración del negocio bancario doméstico español (europeo en general), asumimos un crecimiento nominal perpetuo a partir del 2005e del 4,5% («g»), basado en la idea de que la banca doméstica es un sector maduro que crecerá como el global de la economía española y en el que ninguno de los competidores va a ganar cuota en un horizonte perpetuo. Respecto a las tasas de descuento, asumimos un bono español a 10 años con una rentabilidad a largo plazo media del 5%, como instrumento libre de riesgo. Las primas de riesgo en España las matizamos en función de elementos como el rating, la existencia de un accionista mayoritario, o el mayor o menor grado de incertidumbre asociada a nuestras hipótesis en cuenta de resultados (dicha incertidumbre puede venir dada por la naturaleza del negocio o por el método de proyección de resultados elegido). **La prima de riesgo menor es la de POP (4,5%, similar a la media histórica de la bolsa en España) por su mejor rating entre los bancos domésticos españoles (AA en S&P) y mayor grado de confianza en las estimaciones. Algo más elevada sería la prima de BKT (4,6%) por su menor rating (A en S&P) y mayor grado de incertidumbre en el flujo que utilizamos como recurrente en nuestra valoración (para estimar las provisiones por insolvencias en 2005e asumimos como sostenible una prima de riesgo crediticio basada en asunciones de aumentos de mora reducidos, ya que tiene cubierta al 100% el fondo estadístico; para POP, sin**



Sector Bancos

embargo, le aplicamos una prima de riesgo coherente con la normativa del Banco de España, entidad que nos merece un elevado grado de confianza en cuanto a la estimación de ratio de mora medio de ciclo y por ende de la prima de riesgo crediticio aplicada a POP en nuestras estimaciones). **BTO tendría la mayor prima de riesgo frente al bono de entre los bancos puramente domésticos (4,65%)** fundamentalmente por la existencia de un accionista mayoritario como es SAN (tiene el 88,5% de BTO). El rating de BTO es A+.



Esta publicación no constituye una oferta de compra o de venta de los valores en ella mencionados. La información contenida ha sido recopilada de buena fe de fuentes que consideramos fiables, pero ACF, S.V., S.A. no garantiza la exactitud de la misma, la cual puede ser incompleta o presentarse condensada. Todas las estimaciones y opiniones incluidas en este informe son exclusivas de nuestro Departamento de Análisis en la fecha de publicación y pueden ser variadas sin previo aviso. ACF, S.V., S.A u otras compañías a ellos asociadas pueden tomar posiciones o realizar transacciones sobre valores de las compañías mencionadas o prestarles servicios de asesoramiento financiero (investment banking).

Ahorro Corporación Financiera, S.V., S.A.
Grupo Ahorro Corporación

Paseo de la Castellana, 89
28046 Madrid

☎ 91 586 94 50

Fax. 91 597 19 95 y 91 555 81 75

✉ acanalisis@ahorro.com

Avda. Diagonal, 640, 1ºD

08017 Barcelona

☎ 93 366 24 00

Fax. 93 366 24 01