Banco Santander SA

SAN · Revisión v4 · Análisis propio TLT

Fecha del informe: 29/10/2026

Precio de referencia / reference_price: 10.50 EUR

Publicación en la web: 30/10/2026 · Referencia del documento, no cotización actual.

Empresa:	8.50/10
Oportunidad:	8.00/10
NOTA FINAL:	8.20/10

Esperar

Riesgo: Medio-alto — crédito, divisas e integración

Rentabilidad ordinaria y eficiencia mejoran, pero integración, crédito y CET1 limitan la lectura de un PER bajo. Esperar para nuevas entradas; mantener exige capital y resultado sostenible.

Horizonte de 5-10 años. Las tres notas son juicios separados; Nota Final no es una media. Fuentes, supuestos y límites se distinguen en el texto.

Negocio, novedades y caja

Santander es una franquicia de depósitos, crédito, pagos y gestión patrimonial distribuida entre Europa y América. La escala y vinculación de clientes dan distribución y financiación, pero el crédito puede destruir muchos años de margen. La referencia es la acción ordinaria BME:SAN, no el ADR estadounidense: informe del 29/10/2026 a 10,50 EUR. El comunicado del 28/10 ya está dentro del corte; los cuadros financieros del proveedor aún contienen Q2 y no se llaman balance actual.

Los nueve meses generan 11.176 millones EUR de beneficio ordinario, +16%; el atribuido de 12.405 incluye 1.895 de plusvalía de Polonia y 666 de cargos de integración y otros ajustes. 11.176 + 1.895 − 666 = 12.405: no son 12.405 recurrentes ni se añade otra vez el beneficio de vender Polonia. Q3 ordinario de 3.848 millones crece 19%. La rentabilidad ordinaria sobre tangible del 16,0% es un resultado publicado, no garantía de retorno futuro. Los 189 millones de clientes incluyen ocho millones de TSB y Webster; los 171 millones del resumen han quedado desactualizados. El comparativo ordinario también excluye 713 millones del negocio polaco vendido en nueve meses de 2025; el +16% no se aplica sin esa base. El BPA contable crece 25%, una medida diferente al beneficio ordinario agregado.

Ingresos de nueve meses 46.807 millones, margen de intereses 34.614 y comisiones 10.349. El crecimiento del margen del 10% baja al 7% sin adquisiciones; préstamo y recursos crecen 16% en moneda constante con compras, frente al 6% y 8% sin ellas. El 42,6% de eficiencia y menores costes comparables apoyan la transformación, pero no sustituyen integración, tecnología, salarios, impuestos ni pérdidas crediticias. No se añaden SBC o inversión digital como caja gratuita.

Caja para el dueño significa capital distribuible después de crédito, crecimiento y regulación, no CFO menos capex industrial. El FCF negativo y la etiqueta de caja débil del proveedor no diagnostican por sí solos un banco: depósitos financian préstamos y tienen derecho de restitución. CET1 del 12,7% incorpora un impacto de Webster de 147 puntos básicos. La generación orgánica neta trimestral fue 19 puntos básicos; el objetivo de cierre es 12,8–13%, dentro del rango operativo 12–13%. Ese objetivo no está cumplido ni certifica margen libre después de cualquier estrés.

El coste del riesgo de 1,16%, morosidad 2,90% y cobertura 64% deben leerse juntos. Provisiones de nueve meses suben 13%, o 10% en moneda constante; excluir Argentina cambia otra vez la base. TSB se cerró el 30/04 y Webster el 20/08: sinergias futuras no son beneficio ya realizado y sus costes no se eliminan todos como si carecieran de coste económico. La venta de Polonia y el consumo de capital de compras son hechos distintos. Openbank declara un coste del riesgo del 2,10%; las provisiones de financiación de automóviles británica afectan al beneficio ordinario de 1.407 millones. La cifra de beneficio antes de impuestos de 2.544 excluye esas provisiones: no se convierte esa exclusión en capacidad íntegra de reparto. Las metas operativas 2026 excluyen Polonia, TSB y Webster, mientras CET1 sí incorpora efectos inorgánicos; no se mezclan ambos perímetros.

Valoración y exigencias del precio

A 10,50 EUR, BPA de consenso 2026 de 1,15 implica 9,13 veces, 2027 de 1,38 implica 7,61 y 2028 de 1,58 implica 6,65. No se mezclan con los PER del cuadro calculados sobre otro precio. El BPA actual de portada 0,90 daría 11,67 veces y el LTM de 1,07, 9,81. Son bases diferentes; ni el objetivo de analistas ni el fair value del proveedor es valor propio. BBVA, CaixaBank e ING ayudan a comparar mix, tipos y capital, pero no se ha homogeneizado su RoTE y no se impone su múltiplo medio.

Sensibilidad propia de cinco años desde 29/10/2026, sin prometer la meta corporativa de RoTE superior al 20% en 2028: central BPA normalizado inicial 1,00, crecimiento 5% anual durante cinco años y terminal 10 veces da 12,76 EUR; repartos en efectivo hipotéticos acumulados de 1,75 dan riqueza 14,51 y aproximadamente 6,7% anual desde 10,50. Favorable: BPA 1,15, crecimiento 8%, 11 veces y 2,80 de dividendos dan 21,39, aproximadamente 15,3% anual. Adverso: BPA 0,70 sin crecimiento, 8 veces y 1,00 de reparto acumulado dejan 6,60, aproximadamente −8,9% anual. Son escenarios del analista, no probabilidades, TIR ni precios objetivo.

El crecimiento central no se financia gratis. Se modela una distribución económica total del 50% del beneficio y retención del otro 50%: con RoTE normalizado hipotético del 12%, la identidad de retención permite aproximadamente 6% de crecimiento del tangible antes de cambios de RWA, divisas y regulación. El 5% del escenario queda por debajo de esa capacidad ilustrativa. La porción no pagada en efectivo se reserva para capital o recompra, sin añadirla además al precio terminal ni hacer crecer BPA automáticamente por ella. No se certifica que esos recursos sean transferibles entre todas las filiales; si empeora crédito o consumo de RWA, se reduce remuneración antes de asumir nueva financiación.

El pago ordinario busca aproximadamente 50% del beneficio: en 2026 alrededor de 25% en efectivo y 25% recompras; desde 2027 se prevé 35% y 15%, sujeto a decisiones y requisitos. Los 1,75 EUR de efectivo del central son hipótesis de cinco años, no un dividendo declarado. El 0,127 de noviembre no se añade como cobro para una entrada el 29/10: el propio calendario fija exdividendo ese día, después del último día con derecho el 28. No se cuentan recompras realizadas, extraordinarias de Polonia o el mismo beneficio retenido por segunda vez.

Riesgos, contraargumentos y seguimiento

Un adverso conjunto combina más impagos y provisiones en consumo y Brasil, compresión de margen, depreciación latinoamericana y costes de integración. Baja beneficio y capital a la vez, pudiendo suspender recompras o dividendos. No se resta luego una pérdida de crédito ya cargada en el BPA del escenario por segunda vez. CET1 de septiembre no es capital disponible hoy ni el rango operativo sustituye requerimientos legales por entidad.

La mejor objeción a esperar es la combinación de PER de una cifra, rentabilidad ordinaria del 16% y eficiencia creciente: si las metas se cumplen, el favorable es relevante y comprar antes de completar integración puede ser rentable. La contraevidencia a comprar automáticamente es que el crecimiento incluye adquisiciones, la plusvalía no se repite y el colchón de capital disminuye tras Webster. Un 6,7% central sin reinvertir dividendos ofrece una compensación moderada para ese conjunto de riesgos.

Conclusión y justificación de las notas

Empresa 8,5 por diversificación, depósitos y rentabilidad demostrada, limitada por crédito, divisas y ejecución de adquisiciones. Oportunidad 8,0 por valoración moderada y potencial, con retorno central y capital que no dejan un margen amplio de error. Nota Final 8,2 es un juicio global propio, no la media de las otras dos. Esperar para una nueva entrada; no significa vender automáticamente una posición existente.

Por qué podemos estar equivocados: la eficiencia y nuevas filiales podrían producir un BPA sostenible superior al central y hacer costoso esperar. Qué dato cambiaría la opinión: varios periodos comparables de mejora del resultado ordinario, crédito estable y capital orgánico suficiente después de integración y reparto. Qué parte tiene menos respaldo: el coste del riesgo a ciclo completo, el RoTE normalizado y el capital requerido para crecimiento; la meta 2028 sigue siendo una meta.

Mantener con condiciones: la rentabilidad ordinaria y el capital respaldan conservar Santander, pero integrar dos adquisiciones y asegurar el crédito importa más que un PER bajo.

Mantener mientras el beneficio ordinario después de pérdidas crediticias y costes reales permita financiar activos ponderados por riesgo, capital regulatorio y reparto sin depender de desinversiones.

Considerar reducir si provisiones, integración o presión de márgenes consumen repetidamente la generación orgánica de capital y el retorno normalizado deja de compensar el riesgo.

Considerar vender si el deterioro persistente del crédito o de la solvencia obliga a recapitalizar en condiciones destructivas y rompe la capacidad de generar rentabilidad sobre capital ordinario.

Conservar podría ignorar una cartera de crédito peor de lo que muestran los impagos actuales; vender sólo por no ser una compra clara podría perder una mejora sostenible de eficiencia y remuneración.

No se conoce el coste crediticio de un ciclo completo ni toda la evolución futura de activos ponderados por riesgo y capital de Webster.

Qué vigilamos

• Mantener mientras el beneficio ordinario después de pérdidas crediticias y costes reales permita financiar activos ponderados por riesgo, capital regulatorio y reparto sin depender de desinversiones.

• Considerar reducir si provisiones, integración o presión de márgenes consumen repetidamente la generación orgánica de capital y el retorno normalizado deja de compensar el riesgo.

Fuentes y alcance

www.santander.com · resultados banco santander 3t 2026 | 2026-10-28 | Full official release text displayed; dynamic live quote excluded. Ordinary/attributed bridge, CET1, acquisitions, credit, payouts and forecast perimeter reviewed.

Banco Santander SA

SAN · v4 · Report 29/10/2026 · Reference 10.50 EUR

Company 8.50/10 | Opportunity 8.00/10 | Overall 8.20/10

Wait

Risk: Medium-high — credit, currency and integration

Ordinary profitability and efficiency improve, but integration, credit and CET1 constrain the meaning of a low P/E. Wait for new entries; holding requires capital and sustainable earnings.

Business, developments and cash

Santander is a deposit, lending, payments and wealth franchise across Europe and the Americas. Scale and customer relationships support distribution and funding, but credit can destroy many years of spread income. The reference is the BME:SAN ordinary share, rather than the US ADR: report dated 29/10/2026 at EUR 10.50. The 28 October release is inside the cutoff; vendor financial tables still include Q2 and are not described as a current balance sheet.

Nine-month ordinary profit is EUR 11,176 million, up 16%; attributed profit of 12,405 includes a 1,895 Poland disposal gain and 666 of integration charges and other adjustments. 11,176 + 1,895 − 666 = 12,405: the entire attributed result is not recurring, and the Poland gain is not added twice. Quarterly ordinary profit of 3,848 grows 19%. Ordinary tangible return of 16.0% is a published outcome, rather than a guarantee of future returns. The 189 million customers include eight million from TSB and Webster; the 171 million in the summary are outdated. The ordinary comparison also excludes EUR 713 million from the sold Polish business in nine months of 2025; the 16% growth must retain that basis. Accounting EPS grows 25%, a different measure from aggregate ordinary profit.

Nine-month revenue is EUR 46,807 million, net interest income 34,614 and fees 10,349. Interest income growth of 10% falls to 7% excluding acquisitions; lending and resources grow 16% at constant currency including deals, against 6% and 8% excluding them. The 42.6% efficiency ratio and lower comparable costs support transformation, but do not replace integration, technology, payroll, taxes or credit losses. SBC and digital investment are not added as free cash.

Owner cash means distributable capital after credit, growth and regulation, rather than industrial CFO less capex. Negative vendor FCF and a weak cash label do not independently diagnose a bank: deposits fund loans and carry repayment rights. The 12.7% CET1 ratio includes a 147-basis-point Webster impact. Net quarterly organic generation was 19 basis points; the year-end target is 12.8–13%, within the 12–13% operating range. That target is not achieved and does not certify spare capital after every stress.

The 1.16% cost of risk, 2.90% non-performing loan ratio and 64% coverage belong together. Nine-month provisions rise 13%, or 10% at constant currency; excluding Argentina changes the basis again. TSB completed on 30 April and Webster on 20 August: future synergies are not realized profit, and their costs are not all removed as though economically free. The Poland disposal and acquisition capital consumption are distinct events. Openbank reports a 2.10% cost of risk; UK motor-finance provisions affect its EUR 1,407 million ordinary profit. Pretax earnings of 2,544 exclude those provisions: that exclusion is not converted into full distribution capacity. The 2026 operating targets exclude Poland, TSB and Webster, while CET1 includes inorganic impacts; those perimeters are not mixed.

Valuation and price expectations

At EUR 10.50, consensus EPS of 1.15 for 2026 implies 9.13 times earnings, 1.38 for 2027 implies 7.61 and 1.58 for 2028 implies 6.65. These are not mixed with table P/Es calculated at a different price. Cover actual EPS of 0.90 would imply 11.67 times and LTM EPS of 1.07 implies 9.81. The bases differ; analyst targets and vendor fair value are not an own valuation. BBVA, CaixaBank and ING help compare business mix, rates and capital, but their RoTE is not harmonized and their average multiple is not imposed.

Own five-year sensitivity from 29 October 2026, without promising the corporate goal of more than 20% RoTE in 2028: central initial normalized EPS of 1.00, 5% annual growth for five years and a 10-times terminal multiple produce EUR 12.76; assumed cumulative cash distributions of 1.75 produce wealth of 14.51, approximately 6.7% annualized from 10.50. Favorable: EPS 1.15, 8% growth, 11 times and 2.80 dividends produce 21.39, approximately 15.3% annually. Adverse: EPS 0.70 without growth, 8 times and 1.00 cumulative distributions leave 6.60, approximately −8.9% annually. These are analyst scenarios, rather than probabilities, IRRs or targets.

Central growth is funded. The scenario assumes total economic distributions of 50% of profit and retention of the remaining half: at an assumed normalized RoTE of 12%, retention permits approximately 6% growth of tangible capital before RWA, currency and regulatory changes. The scenario's 5% is below that illustrative capacity. The portion not paid in cash is reserved for capital or buybacks, without adding it again to terminal value or automatically increasing EPS for it. Resources are not certified transferable among every subsidiary; deteriorating credit or RWA consumption requires lower distributions before assuming new financing.

Ordinary remuneration targets approximately 50% of profit: around 25% cash and 25% buybacks for 2026; from 2027, 35% and 15% are envisaged, subject to decisions and requirements. Central cash of EUR 1.75 is a five-year assumption, rather than a declared dividend. November's 0.127 is not added as a receipt for a new entry on 29 October: the schedule makes that the ex-dividend day, after the last entitled trading day on the 28th. Completed buybacks, extraordinary Poland distributions and the same retained earnings are not counted a second time.

Risks and monitoring

A joint adverse case combines higher consumer and Brazilian defaults and provisions, margin compression, Latin American depreciation and integration costs. Profit and capital fall together, potentially suspending buybacks or dividends. A credit loss already charged to scenario EPS is not deducted a second time. September CET1 is not cash available today, and the operating range does not replace each entity's legal requirements.

The strongest objection to waiting is a single-digit P/E combined with 16% ordinary returns and increasing efficiency: if targets are achieved, the favorable case matters, and buying before integration finishes may pay. Counterevidence against an automatic purchase is acquisition-inclusive growth, a non-recurring disposal gain and a smaller post-Webster capital cushion. A central 6.7% without dividend reinvestment provides moderate compensation for that combined risk.

Conclusion and independent score judgments

Company 8.5 reflects diversification, deposits and demonstrated profitability, constrained by credit, currency and acquisition execution. Opportunity 8.0 reflects moderate valuation and potential, with central returns and capital leaving no broad margin for error. Overall 8.2 is a separate own judgment, rather than the average of the other two. Wait for a new entry; this does not automatically mean selling an existing position.

Why we could be wrong: efficiency and new subsidiaries might generate sustainable EPS above the central case and make waiting costly. What would change the view: several comparable periods of improving ordinary earnings, stable credit and sufficient organic capital after integration and distributions. What has least support: full-cycle credit costs, normalized RoTE and capital needed for growth; the 2028 objective remains a target.

Hold with conditions: ordinary profitability and capital support retaining Santander, but integrating two acquisitions and protecting credit quality matter more than a low P/E.

Hold while ordinary profit after credit losses and real costs funds risk-weighted assets, regulatory capital and distributions without relying on disposals.

Consider reducing if provisions, integration or margin pressure repeatedly consume organic capital generation and normalized returns cease to compensate for risk.

Consider selling if persistent credit or solvency deterioration requires a value-destructive recapitalization and breaks the ability to earn returns on ordinary capital.

Holding might overlook a loan book weaker than current defaults imply; selling merely because a new purchase is not clearly attractive could forgo sustainable efficiency and distribution gains.

Full-cycle credit costs and the future development of Webster risk-weighted assets and capital are not known.

The original ProResearch is retained in the private case file; this PDF is TLT's own editorial analysis. Internal review by the same system is not an independent audit and does not guarantee returns. This is not personalized advice.