

## Mismo océano, distintas mareas

La bajada de los tipos en la zona euro implica un máximo de beneficios en el país este año, pero seguimos esperando una sólida rentabilidad de las MT gracias a cierta asimetría en la sensibilidad del NII a la baja. La demanda de crédito seguirá siendo moderada, pero la calidad del crédito será favorable. En Latinoamérica, ya no se trata de seleccionar un país, sino qué bancos tradicionales serán capaces de captar el crecimiento en un entorno cada vez más competitivo. Preferimos BBVA y CABK.

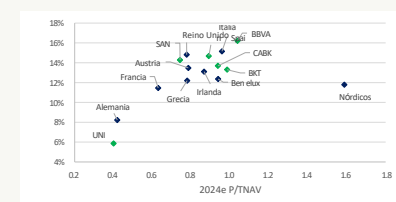
¿Por qué leer este informe? Estamos transfiriendo la cobertura de los bancos españoles a Iñigo Vega y Miruna Chirea. Iñigo se hizo cargo de la cobertura de los bancos latinoamericanos en Jefferies el año pasado tras una inmersión de 12 años en la región ([ver informe de iniciación aquí](#)). Como resultado, nuestra cobertura de los bancos españoles disfrutará de un ángulo Latam distintivo. También profundizamos en el NII nacional hasta 2026, que es una sensibilidad clave. Por último, presentamos lo que creemos que será un debate creciente entre los inversores en el futuro: las estrategias de distribución en un mundo cada vez más digital.

Debate clave 1. Las perspectivas del negocio español son favorables. En nuestro caso base de tipos para 2026 (3%), seguimos viendo que el negocio doméstico de los bancos españoles obtiene unos RoTE decentes, del 13,8% de media. En esta nota ayudamos a los inversores a repasar con gran detalle los principales impulsores del NII (c75% de los ingresos básicos) hasta 2026 (modelos disponibles previa petición). Preveemos que 2025 será el año con mayor presión sobre los ingresos netos por intereses (el NII bajará un 6%), pero vemos estabilidad a partir de entonces. Creemos que el consenso ha sido demasiado agresivo a la hora de revalorizar a la baja el NII de 2025 y ya vemos una subida del 2% en BBVA, BKT y CABK. No habrá un gran apoyo ni de los volúmenes de préstamos ni de las comisiones, pero un coste del riesgo moderado ayudará. El sector se ha consolidado en gran medida y es hora de hacer una pausa, salvo en el caso de posibles operaciones con algunos bancos regionales que podrían ser complementarias para algunos actores al precio adecuado.

Debate clave 2. Latam; ya no se trata de países, sino de seleccionar bancos. Somos selectivamente alcistas en la región, ya que ofrece márgenes ajustados al riesgo superiores a la media y un crecimiento sin explotar. La bajada de los tipos, la mejora de la calidad crediticia y los menores vientos en contra del tipo de cambio ofrecen una ventaja cíclica. Lo que es nuevo y muy relevante es que los inversores deben considerar las implicaciones de la perturbación en mercados clave como Brasil y México. La escala ya no es determinante; la capitalización bursátil de Nubank, que alcanza la de Bradesco y Santander Brasil juntos, es el mejor testimonio del nuevo régimen. BBVA México es el mejor incumbente de Latinoamérica y el mayor motor de valor del grupo. Santander aún debe demostrar que su reciente bajo rendimiento en Brasil es sólo cíclico y no estructural, mientras que Santander México necesita recuperar terreno. Esperamos cierta consolidación en Latinoamérica, principalmente en forma de salidas de bancos extranjeros.

Debate clave 3. Centrarse en las estrategias de distribución. Pasamos algún tiempo sobre el terreno visitando sucursales bancarias en Madrid y reuniéndonos con sus directores y jefes de distribución. La forma en que los bancos están empezando a segmentar y atender a los segmentos de clientes, cada vez más diversos, dará lugar en última instancia a resultados diferentes en cada banco. Los inversores pueden encontrar nuestra investigación y conclusiones sobre este tema, aún ignorado, en un [informe independiente](#).

BBVA y CaixaBank, selecciones clave. El sector cotiza a 0,8 veces el TBV en 2026, con un RoTE medio para el ejercicio 26 del 14% (desde el 15,4% en 2023). BBVA y CaixaBank son nuestras apuestas preferidas, y ambas se mantienen como "Buy". Santander también sigue siendo una opción de compra, pero únicamente por motivos de valoración. Creemos que la prima de valoración sin precedentes de BBVA frente a Santander está aquí para quedarse, dada la superioridad de la franquicia en mercados clave. Rebajamos Unicaja de Comprar a Mantener y mantenemos Bankinter como Mantener.



LOS PRINCIPALES VALORES DESTACADOS SON:

TICKER	CALIFICACION	PRECIO OBJETIVO
SAN SM	COMPRA R	€5.10
BBVA SM	COMPRA R	€12.60
UNI SM	HOLD	€1.10
BKT SM	HOLD	€6.80
CABK SM	COMPRA R	€5.80

Fuente: Estimaciones de Jefferies, consenso de Factset Research

[Inigo Vega \\* | Analista de renta variable](#)

+34 910769995 | ivega@jefferies.com

[Miruna Chirea † | Equity Associate](#)

+44 (0)20 7029 8336 | mchirea@jefferies.com

[Joseph Dickerson | Analista de renta variable](#)

44 (0) 20 7029 8309 | jdickerson@jefferies.com

ENTRADA VALOR PRECIO OBJETIVO

[Marco Nicolai, CFA \\* | Analista de renta variable](#)

+39 02 3601 1946 | mnicolai@jefferies.com

[Alexander Demetriou † | Analista de renta variable](#)

+44 (0)20 7029 8593 | ademetriou@jefferies.com

[Aqil Taiyeb † | Equity Associate](#)

+44 (0)20 7029 8020 | ataiyeb@jefferies.com

[Rafael Baptista \\* | Equity Associate](#)

+34 919498384 | rafael.baptista@jefferies.com

[Theo Massing \\* | Equity Associate](#)

+33 1 8665 6306 | tmassing@jefferies.com

LOS CAMBIOS CLAVE INCLUYEN:

SAN SM	COMPRAR	€5.10 (€5.00)
BBVA SM	COMPRAR	€12.60 (€8.00)
UNI SM	HOLD	€1.10 (€1.75)
BKT SM	HOLD	€6.80 (€6.70)
CABK SM	COMPRAR	€5.80 (€4.60)

Recuadro 1 - Los bancos españoles ofrecen una de las mayores rentabilidades del sector 2025e RoTE vs 2024e P/TNAV

Consulte las certificaciones de los analistas, la información importante sobre divulgación y la información relativa a la situación de los analistas no estadounidenses en las páginas 90 - 95 de este informe.

\* Jefferies GmbH † Jefferies International Limited

2025e RoTE (%)

autorizada.

## Resumen de los cambios

Empresa	Clasificación	Precio <sup>^</sup>	Precio objetivo	Estimaciones del BPA			P/E		
				2024	2025	2026	2024	2025	2026
Banco Santander SAN SM	COMPR AR	€3.87	€5.10 ↑ +2%	€0.76	€0.80	€0.86	5.1x	4.8x	4.5x
<i>Anterior</i>			€5.00	-	-	-			
BBVA BBVA SM	COMPR AR	€9.49	€12.60 ↑ +57%	€1.43	€1.46	€1.62	6.6x	6.5x	5.9x
<i>Anterior</i>			€8.00	-	-	-			
Unicaja UNI SM	↓ HOLD	€0.97	€1.10 ↓ -37%	€0.17	€0.16	€0.16	5.7x	6.3x	5.9x
<i>Anterior</i>			COMPRA R €1.75	-	-	-			
Bankinter BKT SM	HOLD	€6.09	€6.80 ↑ +1%	€0.93	€0.84	€0.87	6.5x	7.2x	7.0x
<i>Anterior</i>			€6.70	-	-	-			
CaixaBank CABK SM	COMPR AR	€4.34	€5.80 ↑ +26%	€0.68	€0.64	€0.66	6.4x	6.7x	6.5x
<i>Anterior</i>			€4.60	-	-	-			

<sup>^</sup>Precio de cierre del día anterior a menos que se indique lo contrario.

## Índice

Resumen ejecutivo	4
Casos de inversión en empresas	5
Vistas de alto nivel por región	9
Valoración del sector	11
Resumen de las orientaciones frente a las estimaciones del JEF	13
Gráficos clave	15
Entorno operativo nacional: En Pausa;	19
Punto de inflexión para los ingresos, pero sin despeñarse	23
Todo gira en torno al margen...	25
Adaptación a una nueva "normalidad" de la rentabilidad	32
El ángulo Latam	34
El sector bancario latinoamericano en pocas palabras	35
La década perdida	39
Disrupción: David contra Goliat	42
Fusiones y adquisiciones en España: Sólo hay sitio para las operaciones pequeñas	61
BBVA	65
Santander	68
CaixaBank	71
Bankinter	74
Unicaja	76

## Resumen ejecutivo

Asumimos la cobertura de cinco bancos españoles con un valor de mercado conjunto de 156.000 millones de euros. Creemos que el negocio doméstico de los bancos españoles demostrará ser resistente al ROE en nuestro escenario base para los tipos EZ. Si bien el crecimiento del volumen va a seguir siendo moderado, incluso después de uno de los procesos de desapalancamiento más intensos de la historia del país, habrá una asimetría del margen neto a la baja, lo que, unido a la ausencia de presiones previstas sobre el coste del riesgo, se traduciría en unos ROTE superiores al 12,5% en la mayoría de los grandes bancos. Creemos que los bancos españoles han destacado en la gestión de las depósitos en niveles bajos. Creemos que esto es consecuencia de una posición de liquidez muy rica del sistema (fondos propios + préstamos mayoristas + excedentes de depósitos y activos fijos por valor de 315.000 millones de euros), la elevada concentración del sector y un nivel aún sorprendentemente alto de complacencia y lealtad de los clientes minoristas hacia la mayoría de los bancos.

Coincidiendo con el traspaso de la cobertura, profundizamos en los principales impulsores del margen de intereses, que representa el 75% del total de los ingresos nacionales. En nuestros modelos, captamos todas las diferentes piezas móviles que van a crear cierta asimetría en la bajada (de tipos). También observamos cómo los bancos están redefiniendo sus estrategias de distribución en una red que se ha reducido un 60% desde el máximo y en un mercado con un número creciente de usuarios digitales nativos que necesitan cada vez más servicios innovadores, pero también mucho más eficientes. Ya hemos detectado algunas estrategias divergentes al respecto, lo que creemos que puede dar lugar a resultados diferentes a largo plazo.

Tal vez, el factor más distintivo de los bancos españoles en relación con sus homólogos europeos siga siendo la exposición a Latinoamérica. La búsqueda de "El Dorado" comenzó en el Banco Santander en 1976 en Puerto Rico (FNB), seguida de la adquisición del Banco Español de Chile por 50 millones de dólares en 1982. Las inversiones en Latinoamérica fueron aumentando con el tiempo y el Santander invirtió unos 20.000 millones de dólares sólo en Brasil, convirtiéndose en el único gran operador minorista extranjero en la mayor economía de Latinoamérica. También se han producido ventas de posiciones subóptimas, la última de las cuales fue la del BBVA, que vendió Chile a Scotia en 2021 por 2.200 millones de dólares (irónicamente, este último se ha convertido ahora en un vendedor neto de activos en la región). Hasta hace muy poco, el posicionamiento de los inversores en los bancos cotizados de Latinoamérica se basaba casi en una selección de países, con varios factores en juego, entre ellos el tipo de cambio, que ha sido especialmente perjudicial para la rentabilidad de los bancos españoles en la región durante la última década (perdida). Pero los tiempos están cambiando a un ritmo acelerado; un mercado que solía ser un juego de márgenes más altos / mayor crecimiento para los inversores de LT, ahora tiene una capa añadida de riesgo para los titulares dada la reciente aparición de disruptores. Los inversores en los 2 bancos españoles geodiversificados deberían sentirse cómodos con algunas de las posiciones de los bancos en los mercados internacionales (como BBVA en México y Santander en Chile), pero deberían abandonar cualquier forma de complacencia en otros. En particular, consideramos que Brasil es el epicentro de la disrupción Fintech en el continente.

Los bancos españoles operan en mercados muy consolidados, con las probables excepciones de Argentina y Estados Unidos. Vemos cierto margen para que los bancos participen en fusiones y adquisiciones en el futuro. La saga Banamex no está cerrada, y seguimos pensando que una operación dentro del mercado tendría más sentido económico que una OPV directa. Scotiabank, uno de los cinco principales inversores extranjeros en la región de Latinoamérica, está cambiando de rumbo y ha anunciado recientemente algunas ventas en la región para concentrarse en las principales franquicias de EE.UU. y Canadá. En España, seguimos observando un considerable ruido de prensa en torno a Unicaja, el único banco regional cotizado. Por último, la reacción muy positiva de los inversores a la venta de BBVA en EE.UU. ha mantenido a los inversores preguntándose si Santander podría seguir su ejemplo, pero en lugar de ello la dirección de Santander ha presentado un plan para optimizar la plataforma, cuyo rendimiento probablemente será examinado de cerca por los inversores.

### Recuadro 2 - Bancos de cobertura - Resumen de lo más destacado

Banco	Clasificación	PT, EUR % al alza	PER ejercicio 24	FY24 FY24 P/TNAV	Cap return	Market cap, EURm	Resumen de la inversión	
Santander	Comprar	5.10	30%	5.1	0.74	10%	60,962	La diversificación tiene sus ventajas, pero también sus inconvenientes. Creemos que deben abordarse algunas cuestiones, en particular en torno a la estrategia para las franquicias de EE.UU. y el Reino Unido. Buena escala en el mercado brasileño, pero la intensificación de la competencia y las perturbaciones pueden enturbiar las perspectivas de rentabilidad. La exposición a México es atractiva, pero se necesita más escala. La acción está barata, tanto en relación con sus homólogos como con la historia, pero vemos riesgos si la dirección no reposiciona las filiales clave como líderes franquicias en cada mercado.
BBVA	Comprar	12.60	30%	6.8	1.07	9%	56,420	La mejor franquicia de su categoría en la mayoría de los mercados en los que opera. Inmejorable posicionamiento de mercado en México, tanto en términos de escala como de rentabilidad. Atractiva rentabilidad estructural en España.
CaixaBank	Comprar	5.80	31%	6.3	0.94	14%	32,518	El mayor banco nacional, con una cuota de mercado del 25% en préstamos y depósitos, es una auténtica referencia para el sector bancario español. El negocio de seguros proporciona diversificación de ingresos en caso de que se produzcan recortes de tipos más rápidos.
Bankinter	Mantenga	6.80	9%	6.5	0.99	8%	5,588	Atractivo perfil RoTE dada una base de clientes más afluentes y un modelo de sucursales ligero, con sólidas perspectivas de seguir ganando cuota de mercado. Sin embargo, Bankinter ha sido un valor relativamente rentable a lo largo del tiempo, por lo que la valoración actual no nos parece tan poco exigente en comparación con sus homólogos.

Unicaja	Mantenga	1.10	12%	5.6	0.40	16%	2,609	Empresa regional, sin cobertura nacional completa y con cierta falta de diversificación en los flujos de ingresos. La acción está barata y puede devolver un exceso de capital considerable, pero vemos problemas estructurales de rentabilidad para Unicaja en términos individuales, dada la falta de escala.
---------	----------	------	-----	-----	------	-----	-------	---

Fuente: Jefferies, Bloomberg.

## Casos de inversión en empresas

### BBVA - Comprar - Una configuración atractiva para los próximos 10 años (PT EUR12.60, 30% al alza)

La poderosa combinación de la salida de BBVA de EE.UU. en 2021 y unos activos bancarios mexicanos que rinden como nunca antes están detrás de la sólida rentabilidad del banco frente a la mayoría de sus homólogos y, en particular, frente a Santander, su par más cercano, en los últimos 3 años.

Nos gusta la configuración actual de BBVA para los próximos 10 años. La idea original de la expansión de los bancos españoles en Latinoamérica (tanto mayores ROEs como mercados de mayor crecimiento) está ahora funcionando a pleno rendimiento para el grupo. BBVA posee en México lo que creemos que es una de las mejores franquicias de banca minorista a gran escala de cualquier mercado emergente, y pensamos que está bien posicionado para capturar un crecimiento rentable, incluso en un entorno de mayor competencia y disrupción. El banco también ofrece una rentabilidad nacional que está al nivel de los mejores bancos de su categoría, a pesar de haber participado mucho menos en la consolidación nacional. BBVA empezó a cerrar sucursales antes que ningún otro banco en España e invirtió más en tecnología y transformación. Turquía está añadiendo opcionalidad a la valoración a LP del grupo; esto es más cierto que nunca, ya que los bancos turcos cotizan en máximos de los últimos 5 años en USD.

Aumentamos nuestra valoración hasta 12,60 euros tras la mejora de las estimaciones para 2024/25 y la ampliación de nuestras estimaciones hasta 2026. Esperamos una TCAC del BPA del 8% en 2023-26.

Gráfico 3 - Rentabilidad total para el accionista (10 años): BBVA vs. Santander



Fuente: Jefferies, Factset.

BBVA	AF24			AÑO FISCAL 25			AF26		
	JEF	Contras.	%	JEF	Contras.	%	JEF	Contras.	%
EPS	1.43	1.42	1%	1.46	1.40	4%	1.62	1.42	14%
RoTE	17.1%	16.0%	7%	16.2%	14.8%	10%	16.4%	14.2%	16%
Ratio CET1	12.8%	12.8%	0%	12.7%	12.7%	1%	12.7%	12.7%	0%

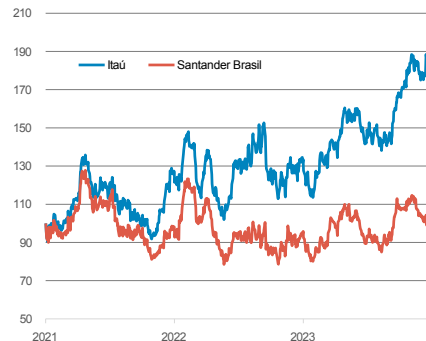
Santander - Comprar - Barato, pero ¿necesita algunas correcciones? (PT EUR5.10, 30% al alza)

Santander cotiza actualmente con un descuento del 26% sobre el libro tangible, el mayor descuento después de Unicaja en nuestro universo de cobertura español. Los factores clave detrás de este descuento relativo incluyen un negocio brasileño (17% de los APR totales) que ha decepcionado a los inversores tanto en 2022 como en 2023, por una excesiva asunción de riesgo de crédito, un negocio mexicano (6% de los APR) que todavía lucha por acercarse a las rentabilidades de BBVA y Banorte y, por último, un negocio estadounidense (SBNA) que está atrapado en una rentabilidad inferior crónica. Santander lleva más de dos años cotizando por debajo del P/TNAV de CaixaBank. Esto es contraintuitivo si se tiene en cuenta que los bancos de alta calidad en algunos de los mercados del Santander, como Brasil y México, cotizan a múltiplos más cercanos a 2x contable.

Los vientos de cola en su negocio español, sin embargo, han apoyado el rendimiento absoluto de Santander, lo que ha llevado a un nivel de rentabilidad que está en el nivel más alto desde 2009, pero que estimamos todavía más de 400 puntos básicos por debajo de BBVA en el ejercicio 2013. La subida de tipos también ha beneficiado a la franquicia británica, que ahora ofrece rentabilidades por encima de su coste de capital; sin embargo, creemos que una dinámica de depósitos peor de la prevista inicialmente (en concreto, en torno a las betas de depósitos y el cambio de mix) probablemente ejercerá una presión adicional sobre los márgenes en 2024 en el Reino Unido.

Nuestra PT se sitúa en 5,10 EUR o un 32% de potencial alcista. El principal riesgo que vemos en las acciones es que se mantenga el descuento actual si la dirección no es capaz de posicionar algunas de sus filiales clave en los primeros puestos de cada zona geográfica. Si comparamos la rentabilidad del Santander en la última década frente a una cesta ponderada compuesta por los mejores actores de cada uno de sus mercados, se observa una infravaloración crónica. Si hipotéticamente añadimos 7ppt en RoTE a tres de las filiales del Santander en el ejercicio 23 (Brasil, México y SBNA), los beneficios en el ejercicio 23 habrían sido 2.400 millones de euros superiores y el RoTE habría sido del 18,4% en lugar del 15,1% declarado.

Gráfico 4 - Rentabilidad total para el accionista en US\$ (3 años): Santander Brasil vs. Itaú Unibanco



Fuente: Jefferies, Bloomberg.

Santander	AF24			AÑO FISCAL 25			AF26		
	JEF	Contras.	%	JEF	Contras.	%	JEF	Contras.	%
EPS	0.76	0.75	1%	0.80	0.80	0%	0.86	0.87	-1%
RoTE	15.0%	15.2%	-1%	14.3%	14.6%	-2%	13.8%	14.5%	-5%
Ratio CET1	12.4%	12.5%	-1%	12.6%	12.6%	0%	12.8%	12.6%	1%



## CaixaBank - Comprar - En la escala correcta ahora (PT EUR5.80, 31% al alza)

CaixaBank ha sido un consolidador en serie en el sector desde el final de la CFG. Esto incluye la absorción de muchas entidades regionales a lo largo de un periodo de 15 años. La cuota de mercado en sucursales y préstamos ha pasado del 13% y el 9% en 2007 al 20% y el 23% en la actualidad. Y lo que es más importante, este gran proceso de consolidación ha permitido a CaixaBank alcanzar la escala adecuada y, en consecuencia, ponerse al día en rentabilidad frente a sus homólogos. Antes de la CFG, veíamos a CaixaBank como un banco minorista de alta calidad que adolecía de falta de escala. Dado su tamaño y falta de diversificación internacional frente a Santander y BBVA, creemos que CaixaBank es ahora un

de la banca española. Además, muestra cierta diferenciación en forma de una mayor exposición relativa a los negocios de comisiones, como la gestión de activos/patrimonio de seguros y los pagos, lo que consideramos una característica positiva, especialmente en periodos de tipos de interés bajos.

Las acciones cotizan a 0,9 veces el TBV para un RoTE estimado en el ejercicio 24 del 15,7%, pero esperamos que caiga al 13,3% en nuestro último año (2026) con niveles de tipos de interés más normalizados. Valoramos el banco en 5,80 EUR por acción.

o un 35% de potencial alcista desde los niveles actuales. CaixaBank cotiza a una Ke implícita del 16%, que consideramos excesiva. Esperamos una remuneración total de 12.300 millones de euros en 2024-26, es decir, el 45% de su capitalización bursátil actual.

CaixaBank	AF24			AÑO FISCAL 25			AF26		
	JEF	Contras.	%	JEF	FISCAL 25	%	JEF	Contras.	%
EPS	0.68	0.68	0%	0.64	0.64	1%	0.66	0.65	1%
RoTE	15.7%	15.7%	0%	13.7%	13.9%	-2%	13.3%	13.6%	-2%
Ratio CET1	12.4%	12.4%	0%	12.5%	12.5%	0%	12.5%	12.6%	-1%

## Bankinter - Mantener - Sigue su propio camino (PT EUR6,80, 9% al alza)

Desde el día de su creación (como empresa conjunta entre Santander y Bank of America en 1965), Bankinter ha jugado un juego bastante diferente al de la mayoría de sus competidores. Esto implicó un modelo mucho más centrado en el cliente desde el primer día, una estrategia de sucursales ligeras y un enfoque en los segmentos más afluentes, además de cierta especialización en PYME. Bankinter cuenta con las mejores rentabilidades de todo el sector español.

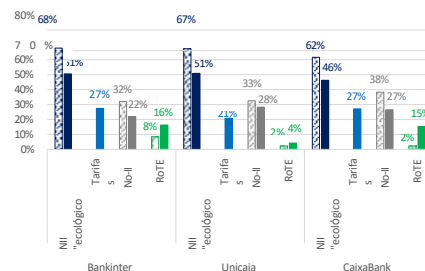
a 20 años, gracias principalmente a una mayor rentabilidad y a un número de acciones mucho más estable que el de sus homólogos, al no haber tenido una exposición considerable a promotores inmobiliarios durante la crisis financiera mundial. El banco se ha embarcado en una estrategia de adquisiciones complementarias diseñada para reemplazar la contribución a los beneficios de Línea Directa, cuya mejor adquisición hasta la fecha ha sido Portugal.

Los recientes malos resultados se han debido principalmente a una dinámica de ingresos básicos trimestrales más débil que la de sus homólogos. Dado que la base de clientes es más acomodada y, por tanto, más sensible a los precios, Bankinter tuvo que actuar con antelación y repercutir una mayor parte de las subidas de tipos en las tasas de ahorro de los clientes, por lo que la expansión de los márgenes de los clientes fue inferior a la de sus homólogos nacionales. Sin embargo, en parte se trata de una cuestión de tiempo, y esperamos ver una mayor convergencia en el coste de los depósitos a partir de ahora. En lo que esperamos que Bankinter se diferencie de sus competidores es en su capacidad para ganar cuota de mercado. Lo que queda por ver es si la estrategia de otros bancos de especializar las sucursales fuera del mercado masivo puede reducir la capacidad de Bankinter de seguir ganando cuota en ese segmento concreto.

Bankinter cotiza a 1,0 veces el TBV, con un RoTE estimado del 15,7% en el año fiscal 2004, que se reducirá al 12,8% en 2026. Calificamos las acciones como "Hold", con un PT de EUR6,80, lo que implica un potencial alcista del 12%.

Bankinter	AF24			AÑO FISCAL 25			AF26		
	JEF	Contras.	%	JEF	FISCAL 25	%	JEF	Contras.	%
EPS	0.68	0.68	0%	0.64	0.64	1%	0.66	0.65	1%
RoTE	15.7%	15.7%	0%	13.7%	13.9%	-2%	13.3%	13.6%	-2%
Ratio CET1	12.4%	12.4%	0%	12.5%	12.5%	0%	12.5%	12.6%	-1%

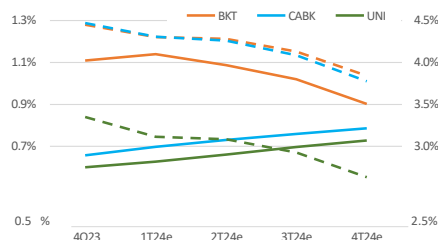
Recuadro 5 - CaixaBank, nuestro banco nacional preferido, tenía la mayor proporción de ingresos básicos como no II antes del ciclo de tipos, y también experimentó el mayor viento de cola de tipos. Resultado neto de explotación orgánico del ejercicio 21 (mejorado) frente al ejercicio 23 (sólido), viento de cola de los tipos e ingresos básicos no procedentes del resultado neto de explotación, junto con el RoTE



Fuente: Informes de las empresas, estudios de Jefferies

Recuadro 6 - Los márgenes de los clientes se reducirán desde el máximo del 4T23, pero seguirán resistiendo

Evolución del coste de los depósitos (línea continua) y del rendimiento de los activos (línea discontinua)



Fuente: Informes de las empresas, estudios de Jefferies

				Contras.					
EPS	0.93	0.94	-1%	0.84	0.86	-2%	0.87	0.87	-1%
RoTE	15.7%	16.2%	-3%	13.3%	13.7%	-3%	12.8%	13.0%	-1%
Ratio CET1	12.8%	12.6%	2%	12.7%	12.7%	0%	13.0%	12.8%	1%

Banco  
s Equity  
Research  
7 de marzo de  
2024

## Unicaja - Mantener - ¿Tan buena como independiente? (PT EUR1.10, 12% al alza)

A pesar de su fusión con Liberbank, Unicaja sigue siendo un actor regional sin cobertura nacional todavía. El fuerte proceso de consolidación experimentado en los últimos 15 años (la entidad es una mezcla de 8 entidades juntas) no ha sido suficiente para producir rentabilidades por encima de su coste de capital. En nuestras estimaciones para 2026, Unicaja estaría produciendo un RoTE del 5,9%, materialmente por debajo de la rentabilidad media esperada de los bancos españoles (CaixaBank en el 13,3%). Los recientes cambios en la dirección proporcionan más estabilidad, lo que generalmente se considera una mejor base para aumentar los niveles de rentabilidad. Esto es más fácil de decir que de hacer, especialmente en un mercado maduro como el español, ante la caída de los tipos, lo que requeriría un alto nivel de éxito sin precedentes en áreas muy competitivas como los préstamos a empresas y al consumo.

Con frecuencia leemos en la prensa comentarios sobre el hipotético interés del Banco Sabadell (restringido) por liderar una operación de combinación con Unicaja (el más reciente en un artículo de El Confidencial en febrero, aunque ambas empresas negaron posteriormente esta especulación). Desde fuera, pensamos que una operación de este tipo tendría sentido estratégico dado el encaje geográfico y las potenciales sinergias de costes.

Calificamos las acciones como "Mantener" (desde "Comprar") con un PT de 1,10 EUR. La acción cotiza al múltiplo P/TB más bajo del sector, 0,4x.

Unicaja	AF24			AÑO FISCAL 25			AF26		
	JEF	Contras.	%	JEF	Contras.	%	JEF	Contras.	%
EPS	0.17	0.18	-4%	0.16	0.16	-2%	0.16	0.16	3%
RoTE	7.1%	7.5%	-5%	5.9%	6.4%	-9%	5.9%	6.2%	-6%
Ratio CET1	14.8%	15.2%	-2%	14.6%	15.6%	-6%	14.3%	15.8%	-10%

## Recuadro 7 - Cuadro de valoración de los bancos españoles

Tabla de valoración Comp	PER adjunto, (x)		P/TBV, (x)	Pago total de ganancias, % '24e	ROTE adj. %	
	'24e	'25e			'24e	'25e
	BBVA	6.6			6.4	1.04
Santander	5.1	4.8	0.74	50%	15.0%	14.3%
Unicaja	5.6	6.1	0.40	87%	7.1%	5.9%
Bankinter	6.5	7.2	0.98	48%	15.7%	13.3%
CaixaBank	6.3	6.7	0.94	84%	15.7%	13.7%
<b>España - Intl.</b>	<b>5.8</b>	<b>5.6</b>	<b>0.88</b>	<b>51%</b>	<b>16.0%</b>	<b>15.2%</b>
<b>España - Nacional</b>	<b>6.3</b>	<b>6.7</b>	<b>0.91</b>	<b>79%</b>	<b>15.2%</b>	<b>13.1%</b>
<b>Europa - media</b>	<b>8.1</b>	<b>7.0</b>	<b>0.92</b>	<b>80%</b>	<b>13.0%</b>	<b>12.9%</b>

Fuente: Estimaciones de Jefferies, consenso de Factset Research

## Vistas de alto nivel por región

### España - ¿Todo sobre las tarifas?

Al igual que en otras zonas geográficas similares, la banca española se ha convertido con el tiempo en un negocio de menor RoTE. Esto se debe estructuralmente a un denominador mucho mayor (capital) y a un proceso de desapalancamiento secular que solo se ve compensado por unos diferenciales de depósito mucho más elevados, cortesía de una concentración mucho mayor (que también se traduce en un menor gasto operativo).

Al operar en un entorno de tipos cercanos a cero y sin crecimiento durante más de una década, los bancos se vieron obligados a encontrar formas de diversificar sus fuentes de ingresos y aumentar los ingresos por comisiones para compensar el crecimiento negativo del margen de intereses. Sin embargo, entrar en el ciclo de tipos con amplios colchones de liquidez (exacerbados por los depósitos de la era Covid) supuso un viento de cola transformador para las líneas superiores de los bancos españoles, con un crecimiento del margen de intereses del sistema cercano al 50% interanual en 2023. Ahora, probablemente al final del ciclo de subidas y ante la perspectiva de una caída de los tipos, creemos que la atención se centra invariablemente en la trayectoria de los ingresos de los bancos a la baja. Nuestra modelización granular presentada más adelante en este informe sugiere que la trayectoria del NII será asimétrica en el

y, aunque el NII va a desviarse del punto máximo alcanzado en el 4T23, no vemos que se vaya a producir ningún precipicio. Anticipándose al punto de inflexión de los tipos, los bancos han establecido importantes coberturas (reposicionando sus carteras ALCO y su financiación mayorista) para reducir su sensibilidad al NII. Estimamos que el NII a nivel del sistema se mantendrá plano en 2024, seguido de una caída del 6% en 2025 y una estabilización posterior.

También somos constructivos sobre las perspectivas a largo plazo de los bancos españoles y, aunque sigue existiendo incertidumbre sobre dónde se asentarán finalmente los tipos, creemos que un entorno operativo con tipos de interés terminales del 2%-3% (modelamos un 3% a finales de 2026), todavía presenta un margen para un perfil RoTE estructuralmente atractivo del negocio doméstico de la mayoría de los bancos bajo nuestra cobertura.

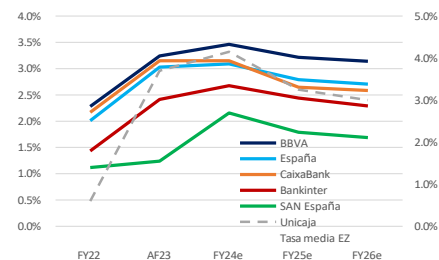
### América Latina - Los tiempos cambian

Creemos que Brasil y México son los dos países que realmente mueven la aguja para las dos potencias españolas de la región. La historia de los últimos tres años ha sido que México ha superado a Brasil en ciclo (posicionamiento de tipos y ciclo crediticio) y competencia (Brasil es el epicentro de la disrupción Fintech). El crecimiento de los beneficios de los bancos mexicanos se va a tomar una pausa, mientras que Brasil disfruta de algunos vientos de cola cíclicos en el futuro (menor Ke, menor morosidad). Pero más que una preferencia por un país u otro, creemos que la calidad y el posicionamiento de cada actor es lo que importa hoy en día. En nuestra opinión, BBVA México es la mejor franquicia minorista incumbente de la región, y esperamos que siga prosperando incluso en un entorno de mayor disrupción. Santander aún tiene trabajo por hacer para alcanzar a BBVA México, pero sigue estando mejor posicionado que la mayoría de los demás bancos extranjeros. Nos preocupa un poco más el posicionamiento del Santander en Brasil. Aunque el ciclo podría ofrecer cierto respiro a ST, seguimos preocupados por la capacidad de muchos incumbentes brasileños para competir con los disruptores y, en particular, con Nu Holdings (Comprar). Creemos que Santander es un tenedor a largo plazo de su franquicia brasileña, pero tiene que mostrar al mercado el camino para converger hacia ROEs del 20% en este nuevo entorno.

### Reino Unido - Sobrevivir, no prosperar

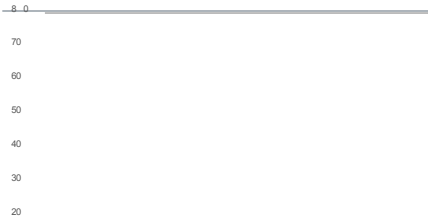
Santander posee el 5º banco del Reino Unido por activos. Los resultados desde su adquisición han sido mediocres, tanto por la rentabilidad de la franquicia (inferior a la del sector) como por el denominador (Santander invirtió unos 10.000 millones de GBP en tres adquisiciones). Aunque creemos que el Reino Unido siempre se ha visto como un acto de equilibrio para la mayor exposición a los mercados

Recuadro 8 - La rentabilidad de los bancos españoles seguirá siendo sólida incluso cuando los tipos empiecen a bajar  
PBT % RWAs para los negocios nacionales y tasa media EZ (RHS)



emergentes, los inversores miran la franquicia británica del Santander a través de la lente de su propia rentabilidad.

Recuadro 9 - Observar la disrupción en Brasil, un tema importante Nubank frente a la capitalización de mercado combinada de Santander Brasil/ Bradesco (miles de millones de dólares)



méritos. Y aunque el viento de cola de los tipos benefició al negocio (13% RoTE en 2023 frente a 10,7% en

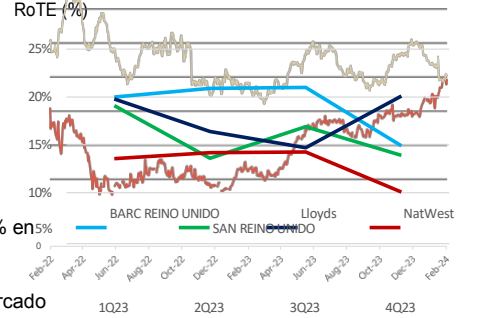
2022) vemos presiones adicionales sobre los márgenes por la persistencia de la competencia en el mercado de depósitos y la moderación de la demanda.

El crecimiento de las hipotecas pesará un poco sobre la rentabilidad en 2024. No obstante, observamos que Santander UK cuenta con una cobertura estructural de 100.000 millones de GBP, lo que supone un viento de cola compuesto plurianual que debería proporcionar cierto apoyo a partir de 2025, incluso ante la caída de los tipos. Aunque Santander UK podrá ofrecer un RoTE más atractivo en el nuevo entorno de tipos "normalizados" que históricamente, seguimos viendo una brecha de rentabilidad estructural frente a sus homólogos nacionales a largo plazo.



Fuente: Jefferies, Bloomberg.

Gráfico 10 - Santander UK ha estado ofreciendo un RoTE por encima del coste de capital en 2023, pero con un rendimiento inferior al de sus homólogos



Fuente: Informes de las empresas, estudios de Jefferies

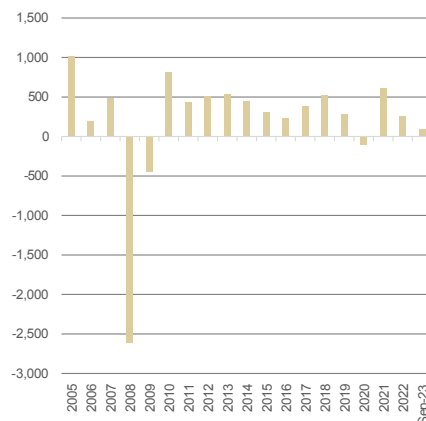
## EE.UU. - Sólo queda el Santander

La salida de BBVA de EE.UU. en 2021 marcó un claro punto de inflexión. La operación no sólo fue beneficiosa para BBVA desde el punto de vista del capital (el capital regulatorio liberado representaba entonces el 40% de su capitalización bursátil), sino que también envió un mensaje claro a los inversores sobre la simplificación y el regreso a los mercados principales con ventajas competitivas. Y ello a pesar de que BBVA vendió por 11.600 millones de dólares lo que había comprado por 13.100 millones mediante cinco adquisiciones muchos años antes. Santander sigue siendo el único banco español expuesto a EE.UU. con dos negocios clave (un banco universal SBNA, antes Sovereign) y un negocio de préstamos para automóviles (antes Drive Financial), además de otras piezas más pequeñas pero en crecimiento (gestión de patrimonios y banca de inversión). Creemos que los rendimientos de SBNA son especialmente problemáticos. A finales de septiembre de 23, las operaciones de Santander en EE.UU., según los principios contables generalmente aceptados en EE.UU., obtuvieron un beneficio antes de impuestos de 1.400 millones de dólares, de los que sólo 97 millones procedían de SBNA, a pesar de que los ingresos de SBNA representaban el 40% de los ingresos totales declarados en EE.UU. y de que los fondos propios tangibles de SBNA ascendían a 10.000 millones de dólares. Aunque la venta del negocio de BBVA en EE.UU. suscitó expectativas entre los inversores en torno a una posible venta del negocio de Santander en EE.UU., el banco ha sido coherente en su opinión de que la plataforma puede optimizarse y que no está prevista una venta.

## Turquía- ¿Cambio de régimen?

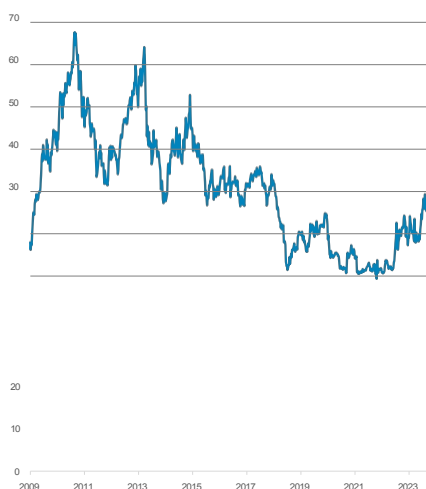
BBVA posee el 86% del segundo banco privado de Turquía, Garanti Bank. En el ejercicio 23, Garanti obtuvo un beneficio neto de 87.000 millones de liras turcas (3.600 millones de euros) en contabilidad local, pero esto se tradujo en una mera contribución de 623 millones de euros antes de minorías para BBVA, dada la adopción de la contabilidad de hiperinflación a nivel de grupo. El mandato de BBVA como propietario de Garanti ha estado marcado esencialmente por la inestabilidad macroeconómica, con la lira turca perdiendo alrededor del 94% de su valor frente al euro desde el día en que BBVA anunció su primera compra de una participación del 25% en Garanti a finales de 2010. Sin embargo, una política monetaria más ortodoxa en Turquía en los últimos tiempos parece haber cambiado la opinión de algunos inversores sobre la exposición de BBVA a Turquía de un área de preocupación a una de opción de valor de LT. La capitalización bursátil combinada de los cuatro mayores bancos cotizados de Turquía (incluido Garanti) ha pasado de un mínimo de 10.000 millones de euros a mediados de 2021 a 30.000 millones de euros en la actualidad.

Anexo 11 - Santander Bank US (SBNA): Beneficios ajustados antes de impuestos en millones de dólares (2005-23 de septiembre)



Fuente: Jefferies, FDIC.

Recuadro 12 - Valor de mercado de los cuatro mayores bancos cotizados de Turquía (en miles de millones de dólares)



Fuente: Jefferies, Bloomberg.

## Valoración del sector

Región/Banco	Precio de la acción		Estimaciones de mercado			EPER adjunto		TBVps			P/TBV			Rendimiento de los dividendos			Pago de beneficios			Adj. ROTE		Devolución de precios						
	Negociación		Rept. CCY	Rept. CCY	CAGR	(x)	Rept. CCY	CAGR	(x)			(%)			Div	SBB	TSR	(%)		(%)								
	CCYCap	EURbn							'24e	'25e	'22-25e	'24e	'25e	'24e				'25e	'24e	'25e	'24e	'25e	'24e	'25e	1W	1M	3M	12M
Erste	€	37	15	€	6.1	6.1	-3%	3.9x	4.1x	48.6	48.6	52.6	+5%	0.4x	0.4x	0.4x	5.8%	6.5%	23%	23%	10.8%	9.5%	+5%	+4%	+29%	+25%	+6%	
Raiffeisen	€	20	6.5	€	5.1	4.8	-7%	3.9x	4.1x	48.6	48.6	52.6	+5%	0.4x	0.4x	0.4x	5.8%	6.5%	23%	23%	10.8%	9.5%	+5%	+4%	+29%	+25%	+6%	
<b>Austria</b>		<b>25</b>					<b>-3%</b>	<b>5.5x</b>	<b>5.5x</b>				<b>+9%</b>	<b>0.8x</b>	<b>0.8x</b>	<b>0.7x</b>	<b>7.6%</b>	<b>7.8%</b>	<b>43%</b>	<b>5%</b>	<b>48%</b>	<b>14.6%</b>	<b>13.5%</b>	<b>-1%</b>	<b>-3%</b>	<b>+9%</b>	<b>+7%</b>	<b>+4%</b>
KBC	€	66	27	€	7.3	7.6	-1%	9.0x	8.8x	53.5	50.9	53.7	+9%	1.2x	1.3x	1.2x	7.0%	7.1%	66%	18%	84%	14.9%	14.5%	+4%	+12%	+23%	-7%	+13%
ABN	€	15	13	€	2.4	2.4	-8%	6.3x	6.3x	25.3	26.9	28.6	+8%	0.6x	0.6x	0.5x	7.9%	8.2%	52%	27%	80%	9.0%	8.5%	+2%	+12%	+21%	-11%	+10%
ING	€	13	43	€	1.8	2.0	-2%	7.0x	6.5x	15.5	15.9	17.1	+8%	0.8x	0.8x	0.8x	7.4%	8.1%	57%	77%	134%	12.0%	12.1%	+3%	+6%	+0%	-3%	-4%
<b>Benelux</b>		<b>83</b>					<b>-2%</b>	<b>7.6x</b>	<b>7.2x</b>				<b>+9%</b>	<b>0.9x</b>	<b>0.9x</b>	<b>0.9x</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.8%</b>	<b>59%</b>	<b>50%</b>	<b>109%</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.4%</b>	<b>+3%</b>	<b>+9%</b>	<b>+11%</b>	<b>-6%</b>	<b>+4%</b>
Moneta	CZK	102	2.1	CZK	10	11	+2%	9.8x	9.4x	56	58	60	+3%	1.8x	1.8x	1.7x	8.8%	8.8%	86%	86%	18.1%	18.5%	-1%	+0%	+14%	+21%	+9%	
BNP	€	57	65	€	9.6	10.8	+11%	5.9x	5.3x	100.9	94.4	100.8	+8%	0.6x	0.6x	0.6x	8.3%	9.4%	49%	10%	59%	10.9%	11.6%	+3%	+2%	-3%	-11%	-9%
CASA	€	13	35	€	1.8	1.9	+2%	6.9x	6.5x	15.7	15.4	16.3	+7%	0.8x	0.8x	0.8x	7.7%	8.0%	53%	53%	12.1%	12.1%	+1%	-5%	+3%	+10%	-3%	
SocGen	€	23	16	€	5.6	6.5	+4%	4.0x	3.5x	68.3	67.9	74.0	+6%	0.3x	0.3x	0.3x	4.5%	6.9%	18%	18%	36%	8.8%	9.4%	+1%	-2%	-2%	-16%	-6%
<b>Francia - Bancos</b>		<b>117</b>					<b>+7%</b>	<b>6.0x</b>	<b>5.4x</b>				<b>+8%</b>	<b>0.6x</b>	<b>0.6x</b>	<b>0.6x</b>	<b>7.6%</b>	<b>8.6%</b>	<b>46%</b>	<b>8%</b>	<b>54%</b>	<b>10.9%</b>	<b>11.5%</b>	<b>+2%</b>	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>	<b>-6%</b>	<b>-7%</b>
Commerzbank	€	11	13	€	2.0	2.3	+7%	5.4x	4.7x	21.7	24.2	26.7	+10%	0.5x	0.4x	0.4x	5.1%	7.1%	29%	54%	83%	8.6%	9.0%	-0%	+0%	-6%	-8%	-0%
Deutsche Bank	€	13	25	€	2.2	2.5	+8%	5.8x	5.0x	27.3	30.3	33.1	+8%	0.5x	0.4x	0.4x	5.2%	7.4%	30%	29%	59%	7.4%	8.0%	+2%	-2%	+9%	+8%	+2%
<b>Alemania</b>		<b>39</b>					<b>+8%</b>	<b>5.7x</b>	<b>4.9x</b>				<b>+14%</b>	<b>0.5x</b>	<b>0.4x</b>	<b>0.4x</b>	<b>5.2%</b>	<b>7.4%</b>	<b>30%</b>	<b>37%</b>	<b>67%</b>	<b>7.7%</b>	<b>8.2%</b>	<b>+1%</b>	<b>-2%</b>	<b>+3%</b>	<b>+1%</b>	<b>+0%</b>
Alfa	€	176	4.1	€	34	33	+24%	5.2x	5.4x	272	298	319	+9%	0.6x	0.6x	0.6x	6.8%	8.3%	35%	35%	11.9%	10.6%	+4%	+2%	+15%	+23%	+15%	
Eurobank	€	193	7.0	€	30	29	-7%	6.5x	6.7x	196	222	239	+12%	1.0x	0.9x	0.8x	6.2%	6.8%	40%	40%	14.0%	12.5%	+2%	+6%	+17%	+32%	+20%	
NBG	€	7.2	6.6	€	1.2	1.1	-4%	6.1x	6.7x	7.4	8.6	9.2	+12%	1.0x	0.8x	0.8x	5.8%	6.0%	35%	35%	14.7%	12.1%	+1%	+2%	+20%	+35%	+15%	
El Pireo	€	419	5.2	€	79	80	+3%	5.3x	5.2x	536	577	634	+12%	0.8x	0.7x	0.7x	4.7%	9.6%	25%	25%	14.5%	13.2%	+7%	+10%	+29%	+86%	+31%	
<b>Grecia</b>		<b>23</b>					<b>+2%</b>	<b>5.9x</b>	<b>6.1x</b>				<b>+11%</b>	<b>0.9x</b>	<b>0.8x</b>	<b>0.7x</b>	<b>5.8%</b>	<b>7.4%</b>	<b>34%</b>	<b>34%</b>	<b>13.9%</b>	<b>12.2%</b>	<b>+3%</b>	<b>+5%</b>	<b>+20%</b>	<b>+44%</b>	<b>+20%</b>	
AIB	€	442	12	€	68	63	-6%	6.5x	7.0x	419	482	518	+11%	1.1x	0.9x	0.9x	6.9%	7.3%	47%	32%	79%	14.7%	12.6%	+5%	+11%	+2%	+10%	+14%
Banco de Irlanda	€	8.5	8.9	€	1.5	1.5	-0%	5.5x	5.6x	9.7	10.6	11.4	+8%	0.9x	0.8x	0.7x	7.7%	7.8%	44%	47%	91%	15.2%	13.7%	+4%	+2%	-3%	-18%	+3%
<b>Irlanda</b>		<b>20</b>					<b>-3%</b>	<b>6.0x</b>	<b>6.4x</b>				<b>+10%</b>	<b>1.0x</b>	<b>0.9x</b>	<b>0.8x</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.5%</b>	<b>46%</b>	<b>39%</b>	<b>84%</b>	<b>14.9%</b>	<b>13.1%</b>	<b>+4%</b>	<b>+7%</b>	<b>-0%</b>	<b>-2%</b>	<b>+9%</b>
Intesa	EUR	300	55	€	46	49	+28%	6.5x	6.2x	299	264	275	+6%	1.0x	1.1x	1.1x	10.7%	11.4%	68%	20%	88%	18.0%	18.0%	+2%	+7%	+11%	+16%	+13%
UniCredit	EUR	31	52	€	5.1	5.3	+24%	6.1x	5.8x	34.9	36.8	40.1	+12%	0.9x	0.8x	0.8x	6.7%	7.7%	38%	72%	110%	14.5%	13.9%	+1%	+17%	+23%	+65%	+27%
<b>Italia - Gran capitalización</b>		<b>107</b>					<b>+26%</b>	<b>6.3x</b>	<b>6.0x</b>				<b>+9%</b>	<b>1.0x</b>	<b>1.0x</b>	<b>0.9x</b>	<b>8.7%</b>	<b>9.6%</b>	<b>54%</b>	<b>45%</b>	<b>99%</b>	<b>16.3%</b>	<b>16.0%</b>	<b>+1%</b>	<b>+12%</b>	<b>+17%</b>	<b>+40%</b>	<b>+20%</b>
BPER	EUR	381	5.4	€	88	81	+57%	4.3x	4.7x	613	637	675	+10%	0.6x	0.6x	0.6x	10.4%	10.6%	45%	45%	14.4%	12.3%	+0%	+12%	+11%	+41%	+26%	
BAMI	EUR	553	8.3	€	87	81	+20%	6.3x	6.9x	860	807	811	+7%	0.6x	0.7x	0.7x	13.0%	10.2%	82%	82%	11.3%	10.0%	+0%	+10%	+8%	+35%	+16%	
Mediobanca	EUR	13	10	€	1.5	1.5	+2%	8.6x	8.2x	11.7	12.8	13.3	+5%	1.1x	1.0x	0.9x	8.1%	8.6%	71%	17%	87%	11.5%	11.7%	-2%	+3%	+17%	+24%	+12%
<b>Italia - Mediana capitalización</b>		<b>48</b>					<b>+11%</b>	<b>6.6x</b>	<b>6.8x</b>				<b>+6%</b>	<b>1.1x</b>	<b>1.1x</b>	<b>1.1x</b>	<b>6.8%</b>	<b>6.4%</b>	<b>53%</b>	<b>4%</b>	<b>56%</b>	<b>12.4%</b>	<b>11.3%</b>	<b>+0%</b>	<b>+9%</b>	<b>+13%</b>	<b>+29%</b>	<b>+15%</b>

Danske	DKK	207	24	DKK	25	25	+18%	8,4x	8,1x	200	197	208	+3%	1.0x	1.0x	1.0x	7.0%	7.3%	59%	59%	13.1%	12.8%	+6%	+3%	+16%	+26%	+14%		
DNB	NOK	213	28	NOK	15	13	-2%	14,0x	17,0x	156	134	145	+4%	1.4x	1.6x	1.5x	3.9%	4.2%	55%	17%	72%	11.7%	9.0%	+3%	+2%	+3%	+3%	-2%	
Nordea	EUR	11	40	€	1.4	1.4	+13%	8,1x	8,3x	7.6	7.9	8.3	+5%	1.5x	1.4x	1.4x	8.4%	8.4%	67%	0%	67%	18.1%	16.8%	+1%	-0%	+8%	-5%	+1%	
SEB	SEK	153	28	SEK	-	-	-100%	9,4x	9,5x	104	-	-	-100%	1.5x	1.4x	1.4x	-	-	73%	18%	91%	-	-	+1%	+2%	+20%	+18%	+10%	
SHBA	SEK	126	22	SEK	8	10	+5%	15,9x	12,1x	100	81	86	+8%	1.3x	1.5x	1.5x	6.7%	4.0%	52%	52%	10.1%	12.4%	+3%	+12%	+26%	+15%	+15%		
SWED	SEK	229	23	SEK	14	19	-3%	15,9x	12,4x	153	123	128	+6%	1.5x	1.9x	1.8x	2.5%	4.9%	40%	40%	12.5%	14.8%	+3%	+7%	+17%	+7%	+13%		
<b>Nórdicos</b>		<b>177</b>					<b>-11%</b>	<b>11,6x</b>	<b>11,1x</b>				<b>-11%</b>	<b>1.5x</b>	<b>1.6x</b>	<b>1.5x</b>	<b>4.8%</b>	<b>4.9%</b>	<b>57%</b>	<b>8%</b>	<b>65%</b>	<b>12.1%</b>	<b>11.8%</b>	<b>+3%</b>	<b>+4%</b>	<b>+14%</b>	<b>+8%</b>	<b>+8%</b>	
BCP	EUR	27	4.0	€	3.6	3.8	+42%	7.4x	6.9x	39.9	35.5	37.1	+7%	0.7x	0.7x	0.7x	4.1%	7.2%	30%	30%	10.4%	10.6%	-3%	+0%	-20%	+21%	-3%		
<b>Portugal</b>		<b>4.0</b>					<b>+42%</b>	<b>7.4x</b>	<b>6.9x</b>				<b>+7%</b>	<b>0.7x</b>	<b>0.7x</b>	<b>0.7x</b>	<b>4.1%</b>	<b>7.2%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.6%</b>	<b>-3%</b>	<b>+0%</b>	<b>-20%</b>	<b>+21%</b>	<b>-3%</b>		
BBVA	EUR	9.4	55	€	1.4	1.5	+15%	6.6x	6.4x	9.1	9.1	9.9	+10%	1.0x	1.0x	1.0x	6.1%	6.2%	38%	15%	52%	17.1%	16.2%	-1%	+5%	+9%	+28%	+14%	
Santander	EUR	387	60	€	76	80	+12%	5.1x	4.8x	470	521	576	+11%	0.8x	0.7x	0.7x	4.9%	5.2%	25%	25%	50%	15.0%	14.3%	+1%	-0%	+0%	+2%	+2%	
<b>España - Intl.</b>		<b>115</b>					<b>+13%</b>	<b>5.8x</b>	<b>5.6x</b>				<b>+11%</b>	<b>0.9x</b>	<b>0.9x</b>	<b>0.8x</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.7%</b>	<b>31%</b>	<b>20%</b>	<b>51%</b>	<b>16.0%</b>	<b>15.2%</b>	<b>+0%</b>	<b>+2%</b>	<b>+4%</b>	<b>+14%</b>	<b>+8%</b>	
Unicaja	EUR	95	2.5	€	17	16	+14%	5.6x	6.1x	226	238	250	+5%	0.4x	0.4x	0.4x	9.9%	8.9%	53%	34%	87%	7.1%	5.9%	-2%	+8%	-7%	-20%	+7%	
Bankinter	EUR	607	5.5	€	93	84	+12%	6.5x	7.2x	565	616	654	+7%	1.1x	1.0x	0.9x	7.7%	7.0%	48%	48%	15.7%	13.3%	+4%	+8%	-6%	-10%	+5%		
Caixa	EUR	430	32	€	68	64	+21%	6.3x	6.7x	430	459	483	+8%	1.0x	0.9x	0.9x	9.5%	9.0%	59%	26%	84%	15.7%	13.7%	+4%	+10%	+3%	+6%	+15%	
<b>España - Nacional</b>		<b>40</b>					<b>+19%</b>	<b>6.3x</b>	<b>6.7x</b>				<b>+8%</b>	<b>1.0x</b>	<b>0.9x</b>	<b>0.9x</b>	<b>9.3%</b>	<b>8.7%</b>	<b>57%</b>	<b>23%</b>	<b>79%</b>	<b>15.2%</b>	<b>13.1%</b>	<b>+3%</b>	<b>+10%</b>	<b>+1%</b>	<b>+2%</b>	<b>+13%</b>	
UBS	CHF	2,547	86	USD	116	230	+2%	25.0x	12.5x	2,477	2,410	2,526	+16%	1.2x	1.2x	1.1x	2.0%	2.0%	47%	26%	73%	4.8%	9.3%	+2%	-1%	+3%	+23%	-2%	
GAM	CHF	34	0.06	SFr	(28)	(11)	-46%	-1.2x	-3.1x	30	35	24	-37%	1.1x	1.0x	1.4x	-	-	-	-	-	-57.1%	-37.3%	-2%	-9%	-17%	-44%	-13%	
<b>Suiza</b>		<b>0.00</b>																											
HSBC	GBP	6.1	135	USD	1.3	1.4	+17%	6.1x	5.4x	7.9	8.7	9.5	+8%	1.0x	0.9x	0.8x	11.2%	9.5%	67%	34%	101%	15.2%	15.8%	+2%	-1%	+0%	-2%	-5%	
Gráfico Stan	GBP	6.8	21	USD	1.8	2.1	+31%	4.8x	4.1x	13.6	15.7	19.1	+15%	0.6x	0.5x	0.5x	2.8%	3.0%	13%	58%	71%	12.3%	12.0%	+7%	+14%	+4%	-14%	+2%	
<b>Reino Unido - Asia</b>		<b>156</b>					<b>+19%</b>	<b>5.9x</b>	<b>5.3x</b>				<b>+9%</b>	<b>0.9x</b>	<b>0.8x</b>	<b>0.8x</b>	<b>10.1%</b>	<b>8.6%</b>	<b>60%</b>	<b>37%</b>	<b>97%</b>	<b>14.8%</b>	<b>15.3%</b>	<b>+2%</b>	<b>+1%</b>	<b>+1%</b>	<b>-4%</b>	<b>-4%</b>	
Barclays	GBP	169	30	£	36	41	+7%	4.6x	4.1x	330	359	409	+12%	0.5x	0.5x	0.4x	5.6%	6.2%	25%	42%	67%	10.7%	10.7%	+2%	+12%	+18%	-2%	+10%	
Lloyds	GBP	47	35	£	10.2	11.6	+10%	4.1x	3.6x	50.1	56.6	66.4	+10%	0.9x	0.7x	0.6x	7.4%	7.9%	38%	42%	80%	18.8%	18.5%	+3%	+12%	+5%	-9%	-1%	
NatWest	GBP	247	26	£	36	39	+3%	6.8x	6.3x	292	302	332	+8%	0.8x	0.8x	0.7x	6.0%	6.5%	40%	28%	68%	12.6%	12.4%	+7%	+12%	+15%	-16%	+12%	
<b>al por mayor</b>		<b>91</b>					<b>+7%</b>	<b>5.8x</b>	<b>5.1x</b>				<b>+10%</b>	<b>0.8x</b>	<b>0.7x</b>	<b>0.6x</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.6%</b>	<b>34%</b>	<b>42%</b>	<b>77%</b>	<b>12.8%</b>	<b>13.0%</b>	<b>+4%</b>	<b>+12%</b>	<b>+12%</b>	<b>-9%</b>	<b>+6%</b>	
VMUK	GBP	156	2.4	£	36	37	-4%	4.3x	4.2x	353	390	435	+4%	0.4x	0.4x	0.4x	5.3%	6.7%	22%	37%	59%	9.5%	9.0%	-2%	+3%	+7%	-11%	-5%	
<b>REINO UNIDO - SMID</b>		<b>2.4</b>					<b>-4%</b>	<b>4.3x</b>	<b>4.2x</b>				<b>+4%</b>	<b>0.4x</b>	<b>0.4x</b>	<b>0.4x</b>	<b>5.3%</b>	<b>6.7%</b>	<b>22%</b>	<b>37%</b>	<b>59%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.0%</b>	<b>-2%</b>	<b>+3%</b>	<b>+7%</b>	<b>-11%</b>	<b>-5%</b>	

Fuente: \*Las estimaciones se basan en las estimaciones de la JEF cuando están disponibles; de lo contrario, se basan en las estimaciones de Factset Consensus. \*\* Las medias regionales se calculan sobre la base de una media ponderada.



## Resumen de las orientaciones frente a las estimaciones del JEF

Anexo 13 - BBVA

Segmento	Zona	Orientación	Estimaciones de la JEF
Grupo	Beneficios	El beneficio atribuido del ejercicio 24 seguirá creciendo vs 2023 (8.019 millones EUR constantes)	8.669
Grupo	RoTE	RoTE del ejercicio 24 en la franja alta de la adolescencia, por encima del ejercicio 23 (17,0%)	17.1%
Grupo	Eficacia	La eficiencia del ejercicio 24 supera ligeramente el 42	41.5%
España	NII	Crecimiento interanual del NII MSD en FY24	4.8%
España	Tasas	Leve crecimiento interanual de las tasas del ejercicio 24	2.0%
España	Costes	Los costes del ejercicio fiscal de 24 años crecerán cerca del 5% interanual	5.2%
España	CDR	CDR del ejercicio 24 c40bps	0.39%
México	NII	Crecimiento interanual del INII HSD en 24 años (EUR constantes)	9.9%
México	Costes	Los costes del ejercicio fiscal 24 crecerán en HSD (EUR constantes)	8.4%
México	CDR	FY24 CoR c325bp	3.20%
Turquía	CDR	FY24 CoR c110bp	1.10%
Turquía	Beneficios	El beneficio atribuido del ejercicio 24 podría ser similar al del ejercicio anterior Ejercicio 23 (528 millones EUR constantes)	586
América del Sur	CDR	FY24 CoR c280bp	2.56%

Fuente: Orientaciones de la empresa, estimaciones de Jefferies

Anexo 14 - Santander

Segmento	Zona	Orientación	Estimaciones de la JEF
Grupo	Ingresos	Crecimiento interanual de los ingresos de TME en el ejercicio 24	3.2%
Grupo	Eficacia	Eficiencia FY24 < 43%	44.0%
Grupo	Costes	Los costes del ejercicio fiscal de 24 años se mantienen estables	3.0%
Grupo	CDR	FY24 CoR c120bp	1.2%
Grupo	RoTE	RoTE FY24 16	15.0%
Grupo	Ratio CET1	Ratio CET1 FY24 > 12	12.5%
España	Ingresos	Crecimiento interanual de los ingresos en 24 años	1.39%
REINO UNIDO	RoTE	El RoTe del ejercicio 24 sigue siendo de dos dígitos, pero inferior al 13% del ejercicio 23	10.1%

Fuente: Orientaciones de la empresa, estimaciones de Jefferies

Anexo 15 - CaixaBank

Zona	Orientación	Estimaciones	JEF
NII	Resultado neto de explotación del ejercicio 24 en		10,197
Coste	línea con el del ejercicio 23 (10.113 millones de		3.7%
no	euros)		4.8%
incli	Año fiscal 24 Comisiones + resultado del servicio de		0.30%
dos	seguros Crecimiento interanual del LSD Año fiscal 24		3.0%
en II	Crecimiento de los costes recurrentes <5%		15.7%
CoR	interanual		12.0
NPL	FY24 CoR c30bps		
RoTE	FY24 NPL c3%		
Rendimiento	FY24 RoTE > 15%		
del capital	2022-2024 capacidad de distribución 12.000 millones de euros		

Fuente: Orientaciones de la empresa, estimaciones de Jefferies

Exhibit 16 - Bankinter

Área	Orientación	Estimaciones de la JEF
<b>NII</b> mantendrá estable en 24 años	El resultado neto de explotación se	0%
<b>Tasas</b> interanualmente	Las tasas del FY24 crecerán HSD	6.0%
<b>Costes</b>	Costes FY24 LSD-MSD crecimiento interanual	4.5%
<b>CDR</b>	RdC FF24 c35-40bps	0.40%
<b>Beneficio neto</b> Ejercicio 23 (845 millones de euros)	Resultado neto del ejercicio 24 superior al del	871

Source: Orientaciones de la empresa, estimaciones de Jefferies

Exposición 17 - Unicaja

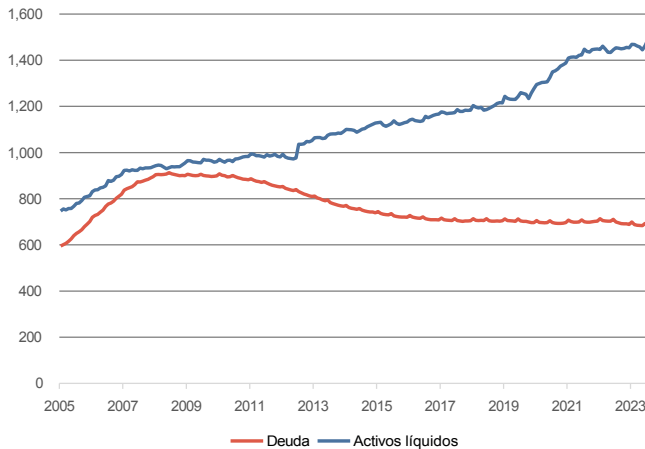
Área	Orientación	Estimaciones de la JEF
<b>NII</b> S crecerán en LSD interanualmente	Los ingresos netos del ejercicio 24	1.4%
<b>Tasas</b> interanualmente	Las tasas del FY24 disminuirán LSD	-1.7%
<b>Costes</b> en el ejercicio de 24 años	Aumento interanual de los costes de los TME	5.0%
<b>CDR</b>	FY24 CoR 30-35bps	0.30%

Source: Orientaciones de la empresa, estimaciones de Jefferies

## Gráficos clave

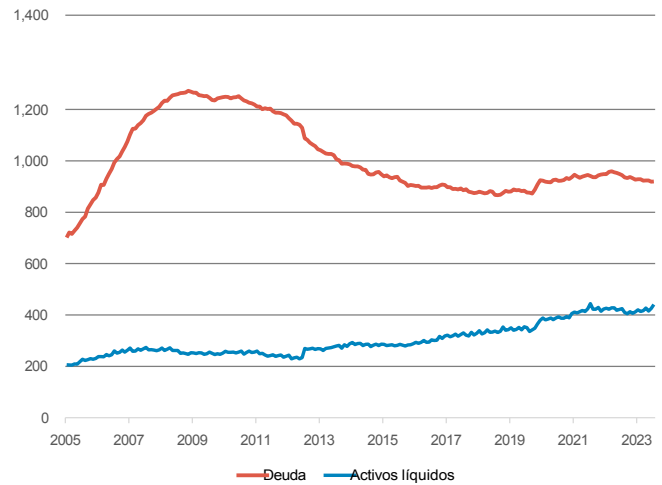
Gráfico 18 - HH españolas con niveles de apalancamiento históricamente bajos

HH españolas: Deuda frente a activos líquidos (miles de millones de euros)



Fuente: Jefferies, Banco de España.

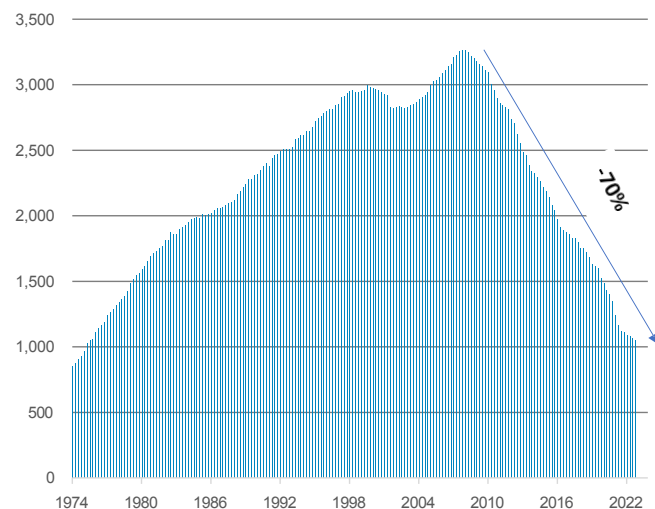
Recuadro 19 - Las CNF españolas también gozan de buena salud  
SONF españolas: Deuda frente a activos líquidos (miles de millones de euros)



Fuente: Jefferies, Banco de España.

Recuadro 20 - España es la zona cero de la consolidación de la banca minorista

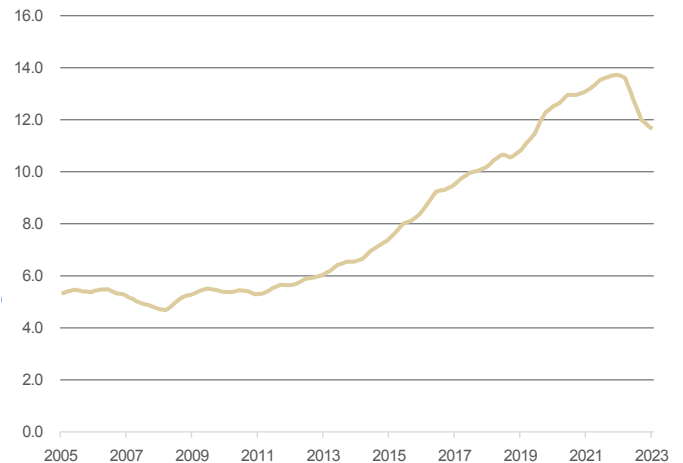
Número de sucursales bancarias en el área metropolitana de Madrid 1974-2023



Fuente: Jefferies, BdE.

Recuadro 21 - La mayor liquidez del HHS se ha mantenido en el depósito de la demanda

España: Depósito de la demanda a la renta bruta disponible HHS (en meses)



Fuente: Jefferies, Banco de España.

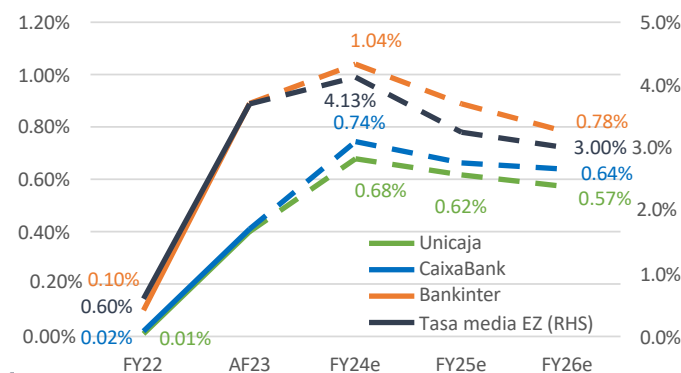
Recuadro 22 - 2025 será el año más difícil para el NII  
Variación interanual del INII

Variación interanual del INI	AÑO FISCAL 22	AÑO FISCAL 23	FY24e	FY25e	FY26e
BBVA España	8%	49%	5%	-6%	-2%
Unicaja	4%	26%	1%	-8%	0%
Caixabank	1%	53%	1%	-5%	0%
Bankinter	21%	44%	0%	-5%	2%
Santander España	14%	46%	-1%	-6%	-3%
<b>Total</b>	<b>7%</b>	<b>48%</b>	<b>1%</b>	<b>-6%</b>	<b>-1%</b>

Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

Recuadro 24 - Los costes de depósito son clave para los MNE

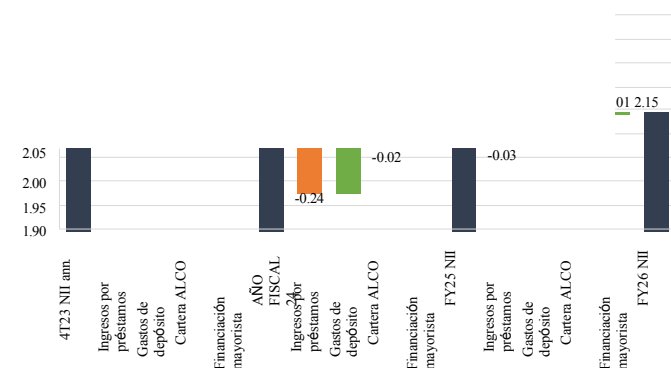
Gastos de depósito previstos



Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

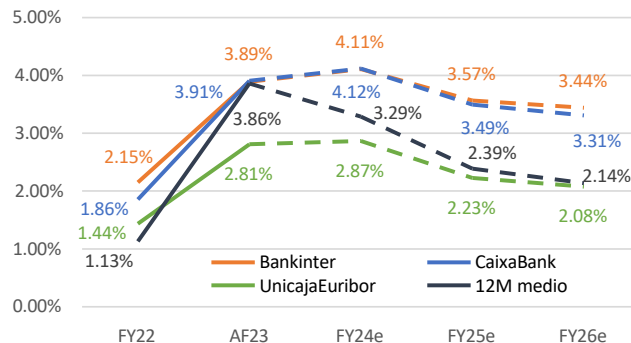
Recuadro 26 - Piezas móviles del NII para Bankinter

Puente NII Bankinter



Fuente: Estimaciones de Jefferies

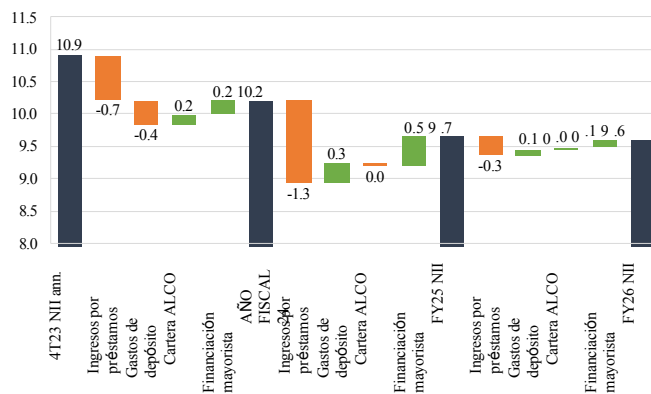
Recuadro 23 - Rendimiento máximo de los activos en 2024  
Rendimiento previsto de los activos



Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

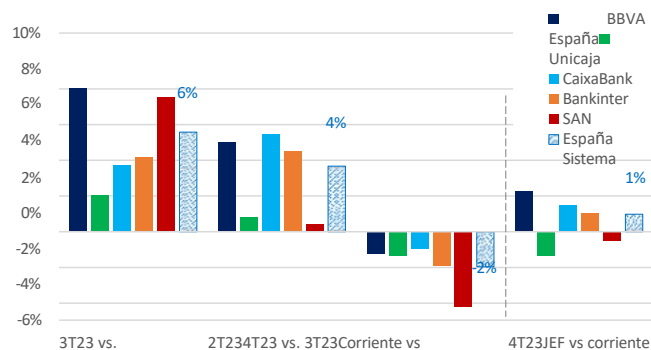
Recuadro 25 - Piezas móviles del INII para CaixaBank

Puente NII CaixaBank



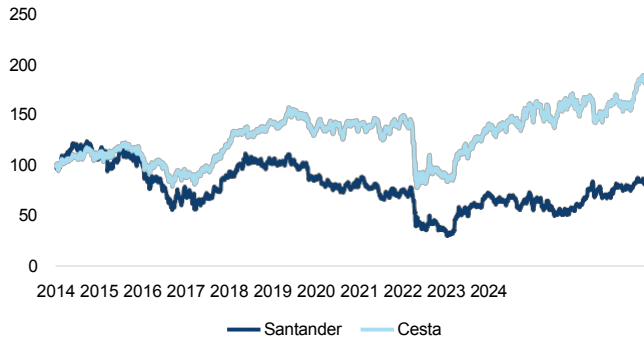
Fuente: Estimaciones de Jefferies

Recuadro 27 - Ya estamos por encima del consenso sobre el INI para el ejercicio 25  
Revisiones del IIN consensuado para 2025



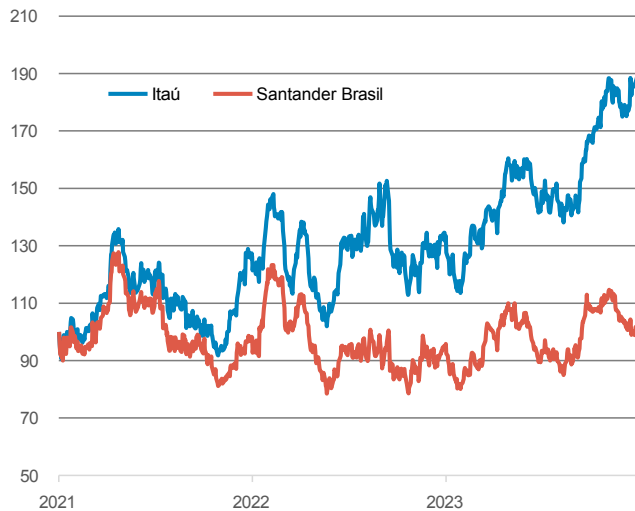
Fuente: Consenso de Visible Alpha, estimaciones de Jefferies

Gráfico 28 - Santander ES frente a la rentabilidad total de la Cesta  
Santander vs Basket- rentabilidad total



Fuente: Estimaciones de Jefferies, Factset

Recuadro 30 - No se trata de países, sino de selección de bancos  
Rentabilidad total para el accionista en US\$ (3YRs): Santander Brasil vs. Itaú Unibanco



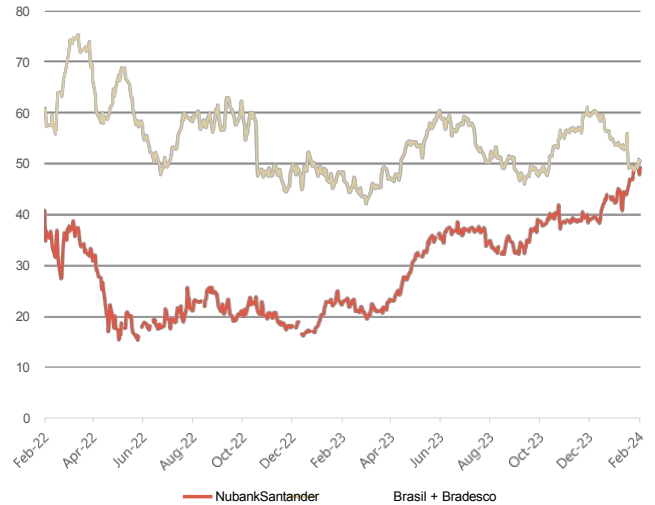
Fuente: Jefferies, Bloomberg.

Gráfico 29 - BBVA ES frente a la rentabilidad total de la Cesta  
BBVA vs Basket- rentabilidad total



Fuente: Estimaciones de Jefferies, Factset

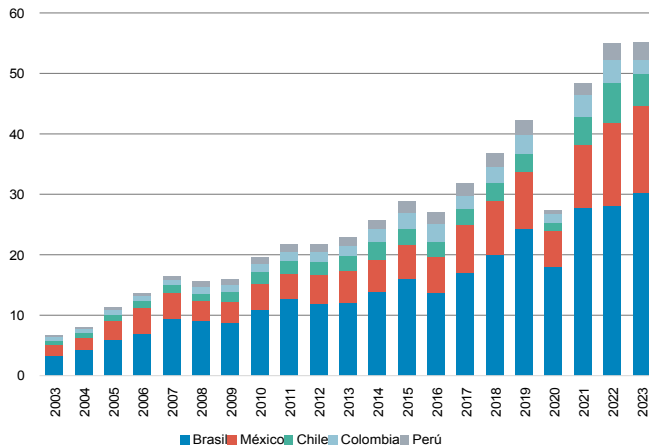
Recuadro 31 - La interrupción de la vigilancia en Brasil, un tema importante  
Nubank frente a la capitalización bursátil combinada de Santander Brasil y Bradesco (miles de millones de USD)



Fuente: Jefferies, Bloomberg.

Cuadro 32 - Los bancos latinoamericanos crecen en moneda local

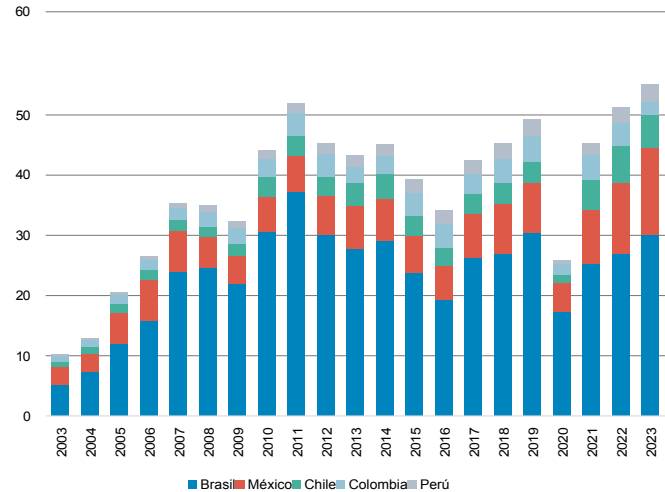
Bancos Latam: Ingresos netos en miles de millones de dólares constantes



Fuente: Estimaciones de Jefferies, Bancos Centrales.

Muestra 33 - ...pero no tanto en US\$...

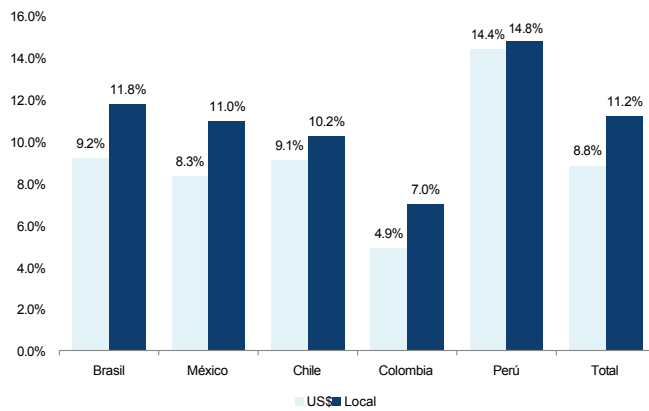
Bancos Latam: Ingresos netos en miles de millones de dólares corrientes



Fuente: Jefferies, Bancos Centrales

Gráfico 34 - Algunos de los principales obstáculos cambiarios para los bancos latinoamericanos en la última década.

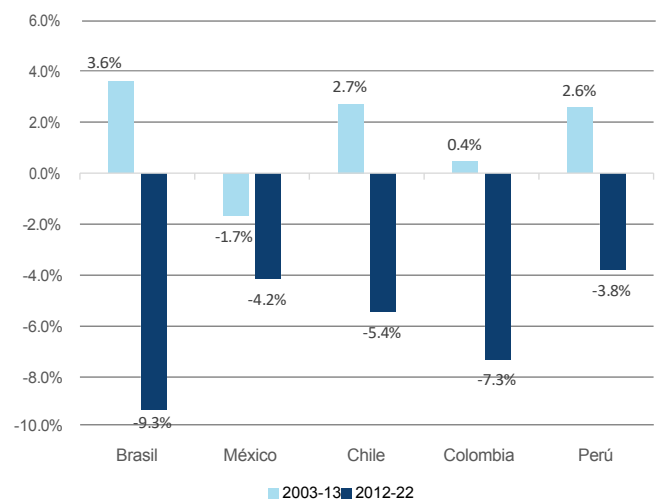
América Latina: CAGR en ingresos netos a nivel de industria, 2003-23E



Fuente: Estimaciones de Jefferies, bancos centrales, reguladores locales, comunicados de las empresas.

Recuadro 35 - ...especialmente en Brasil y Colombia

América Latina: Evolución anual del tipo de cambio (en USD, TCAC)



Fuente: Estimaciones de Jefferies.

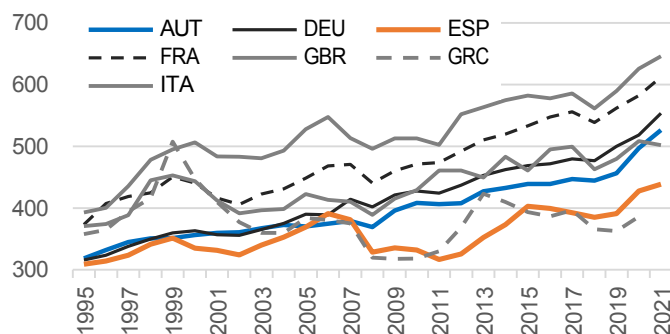
## Entorno operativo nacional: En Pausa;

La solidez del mercado de trabajo español, respaldada tanto por el crecimiento del empleo como por el aumento de los salarios, ha propiciado la acumulación de activos líquidos en los hogares. Y aunque el consumo siguió resistiendo, creció a un ritmo más lento que la renta disponible, lo que se tradujo en un aumento de la base de ahorro acumulado de los hogares españoles.

El mayor ahorro fue utilizado principalmente por los hogares españoles para adquirir activos financieros (depósitos y fondos de inversión principalmente) o para desapalancarse (en forma de amortizaciones hipotecarias aceleradas). Esta dinámica condujo a un crecimiento significativo de la riqueza financiera neta de los hogares. En la actualidad, los activos líquidos de los hogares ascienden a casi 1,5 billones de euros, frente a los 1,2 billones anteriores a la crisis. La deuda total asciende a 681.000 millones de euros, 20.000 millones menos que antes de la crisis.

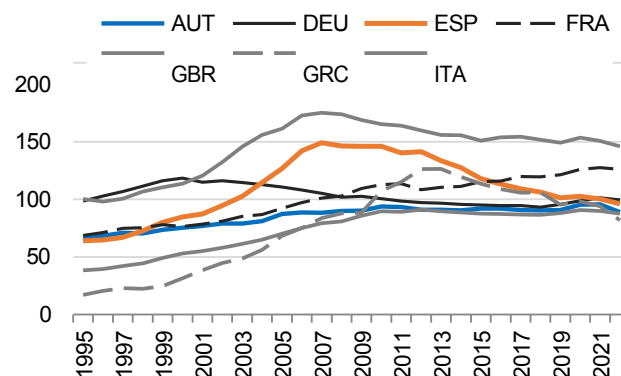
En España, el patrimonio neto de los hogares en porcentaje de la renta disponible sigue siendo bajo en comparación con otras zonas geográficas europeas, pero, como muestra el Gráfico 36, se encuentra actualmente en un máximo histórico. Esto coincide con la deuda de los hogares como el % de renta disponible se mantiene en niveles históricamente bajos.

Gráfico 36 - Patrimonio neto de los hogares % renta disponible en zonas geográficas seleccionadas



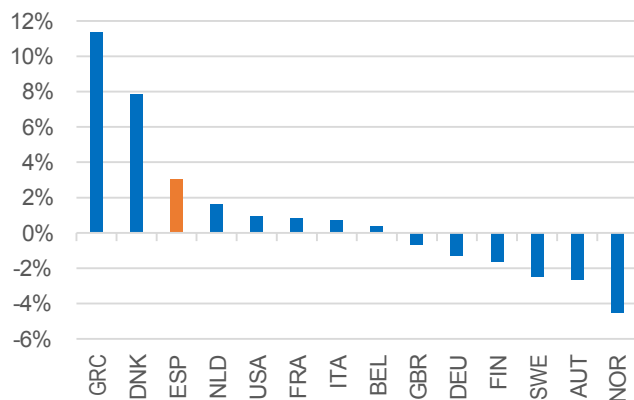
Fuente: OCDE, investigación de Jefferies

Gráfico 37 - Deuda de la vivienda % renta disponible



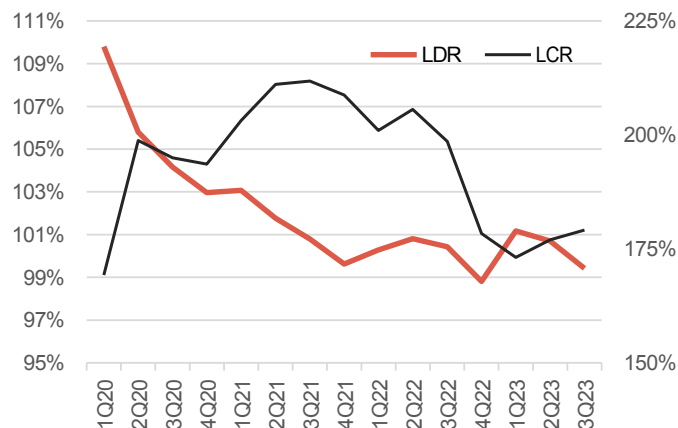
Fuente: OCDE, investigación de Jefferies

Gráfico 38 - Renta disponible per cápita de los hogares, variación porcentual en el 3T23 frente al 4T20



Fuente: OCDE, investigación de Jefferies

Recuadro 39 - LDR y LCR (RHS), %.



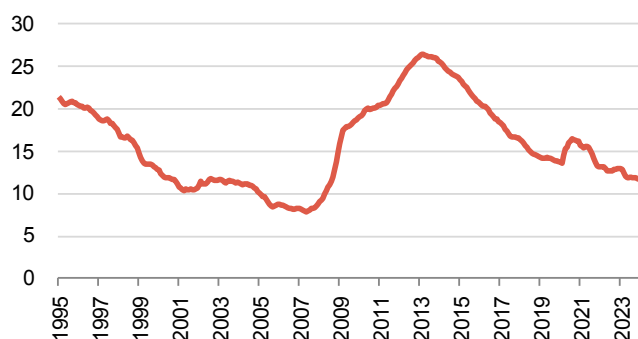
Fuente: Banco de España, investigación de Jefferies

## El bajo apalancamiento y la abundante liquidez son buenos augurios para la calidad del crédito

Los factores antes mencionados han configurado el actual entorno operativo en España como uno con amplios niveles de liquidez y apalancamiento en mínimos de varias décadas. Los niveles de desempleo también son bajos en términos históricos.

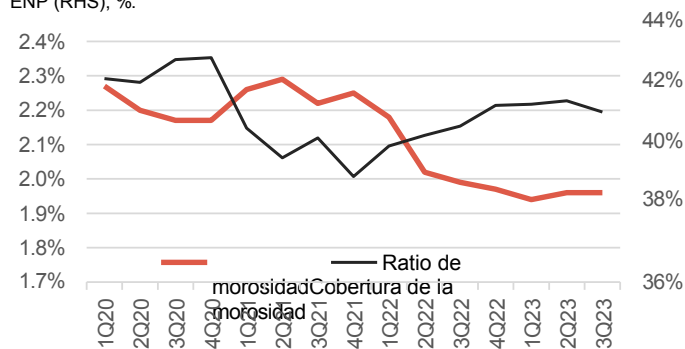
La tasa de morosidad del sistema bancario español se sitúa ahora por debajo del 2%, y muestra una cobertura de la morosidad del 42%, lo que nos parece adecuado dado el alto nivel de colateralización de las carteras. El aumento de los tipos de interés durante más tiempo es un riesgo, pero se ve compensado por el hecho de que una gran parte de las hipotecas más jóvenes se han suscrito a tipos fijos. Además, tanto la exposición a CRE es relativamente limitada (c6% de los préstamos bancarios a nivel de sistema) y los bancos han sido mucho más conservadores en el desarrollo de resi ya que los recuerdos del ciclo de crédito anterior (cuando c20% de los préstamos fueron malos) están todavía frescos. El apalancamiento total de las SONF ha disminuido considerablemente, situándose actualmente en 920 000 millones de euros (todo incluido), y la posición de liquidez de las SONF casi se ha duplicado, alcanzando los 400 000 millones de euros desde los niveles de la CFG.

Gráfico 40 - Tasa de desempleo en España, %.



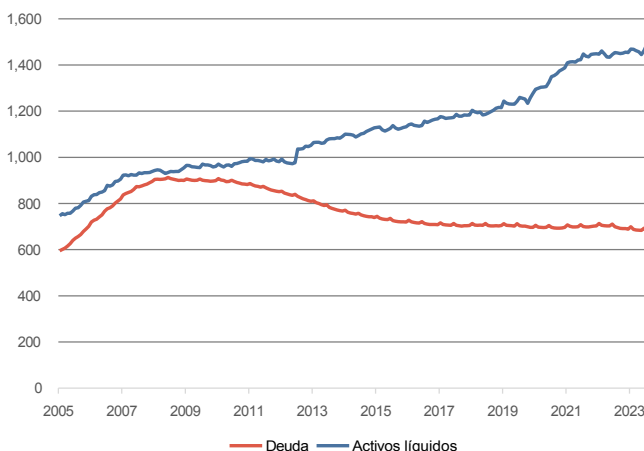
Fuente: OCDE, investigación de Jefferies

Recuadro 41 - Ratio de morosidad y cobertura de las ENP (RHS), %.



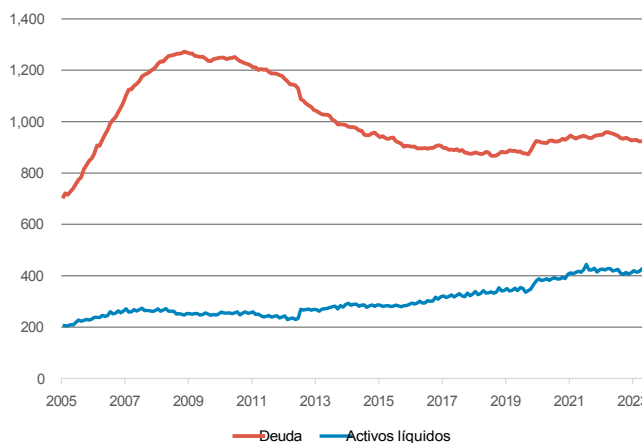
Fuente: Banco de España, investigación de Jefferies

Gráfico 42 - Hogares españoles: Deuda frente a activos líquidos (miles de millones de euros)



Fuente: Jefferies, Banco de España.

Recuadro 43 - SONF españolas: Deuda y activos líquidos (miles de millones de euros)



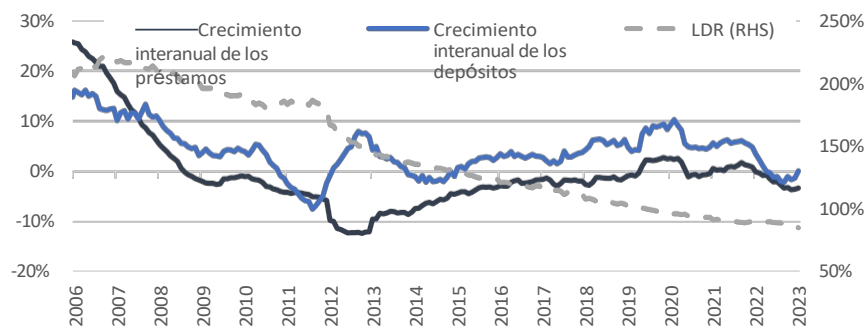
Fuente: Jefferies, Banco de España.



## Pero es probable que España siga sin crecer

2023 fue un año de crecimiento negativo del crédito bancario en España. Los últimos datos disponibles del Banco de España muestran que los préstamos del sistema se contrajeron a un ritmo del 3% interanual en diciembre, con los préstamos a empresas contrayéndose un 4%, las hipotecas un 3% y el crédito al consumo prácticamente plano. Al mismo tiempo, el crecimiento de los depósitos fue prácticamente plano, con una reducción de los depósitos a la vista del 8% interanual en diciembre, pero con un fuerte crecimiento de los depósitos a plazo, ya que los clientes seguían transfiriendo parte de sus ahorros a instrumentos de mayor rentabilidad a pesar de que los bancos no promocionaban activamente los depósitos a plazo entre su base de clientes minoristas.

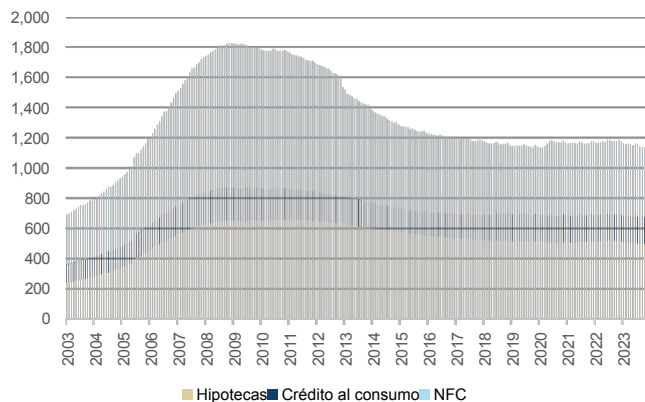
Recuadro 44 - Crecimiento interanual de préstamos y depósitos del sistema español y LDR (RHS), %.



Fuente: Banco de España, investigación de Jefferies

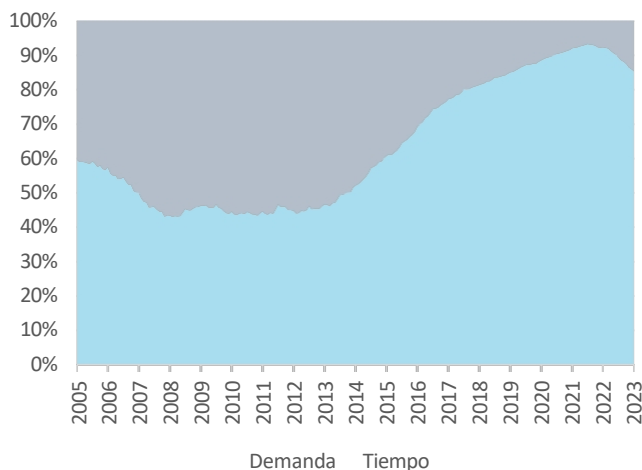
En la actualidad, las hipotecas representan el 44% del total de préstamos bancarios en España, mientras que los préstamos a empresas suponen el 41% y los créditos al consumo solo el 16%. Por el lado de la financiación, los depósitos a la vista representan el 85% del total de depósitos de clientes, por debajo de un máximo del 93% a mediados de 2022, pero muy por encima de los niveles observados antes de 2015, cuando la división estaba prácticamente igualada. Los depósitos a la vista de la HH medidos como renta bruta disponible se sitúan en 11,7 meses, frente a los 6 meses de 2005-13 y un máximo de 15 meses a mediados de 22.

Recuadro 45 - España: Crédito bancario por producto/prestatario ((EURbn)



Fuente: Banco de España, investigación de Jefferies

Recuadro 46 - Mezcla de depósitos a nivel de sistema en España, %.



Fuente: Banco de España, investigación de Jefferies

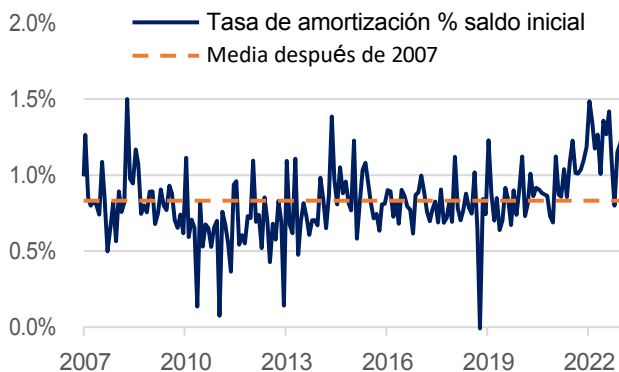
Tradicionalmente, la mayoría de los préstamos hipotecarios en España se han concedido a tipo variable, generalmente tomando como referencia el Euribor a 12 meses. Sin embargo, después de 2015, en previsión de posibles subidas de tipos del BCE, y con el diferencial de precios entre las

hipoteca a tipo fijo y variable en niveles mucho más estrechos (unos 50 puntos básicos frente a una media de 150 puntos básicos antes de 2015), se produjo un claro cambio en el mercado hacia los productos a tipo fijo. En la actualidad, alrededor de un tercio de las hipotecas vivas en España son a tipo fijo, frente a solo el 6% en 2014.

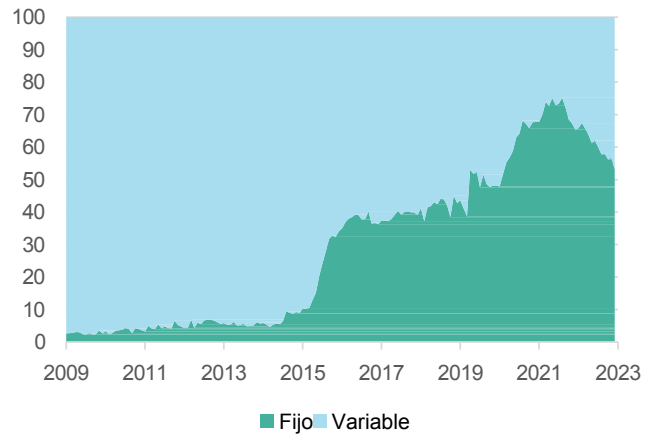


Cuando los tipos empezaron a subir, los tipos de interés de las hipotecas variables en España siguieron el mismo camino, aunque con un pequeño retraso. Una combinación de la rica posición de ahorro de las familias españolas y la estrategia de los bancos de remunerar estos ahorros por debajo de los tipos generales llevó a los clientes a optar por destinar parte de sus ahorros a la amortización anticipada de las hipotecas. El Gráfico 47 muestra cómo el tipo mensual de amortización hipotecaria (% del saldo inicial) ha tendido a niveles elevados durante 2022 y 2023 (actualmente en torno a 130 puntos básicos, frente a una media de 80 puntos básicos después de 2007).

Ilustración 47 - Tasa de amortización mensual de la hipoteca % frente a variable



saldo inicialimagen 48 - España % de nuevos préstamos hipotecarios a tipo fijo



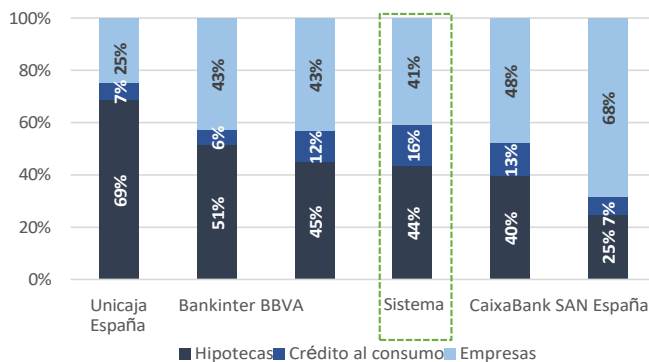
Fuente: Banco de España, investigación de Jefferies

Fuente: Instituto Nacional de Estadística de España, Jefferies research

En los dos gráficos siguientes, comparamos la combinación de préstamos y depósitos de los bancos españoles y su comparación con el sistema. Unicaja es el banco más centrado en el sector minorista, con un 70% de los préstamos hipotecarios. En el otro extremo del espectro, Santander España tiene la mayor proporción de préstamos a empresas en su mix, lo que también se explica por la adquisición del Banco Popular, especializado en PYME.

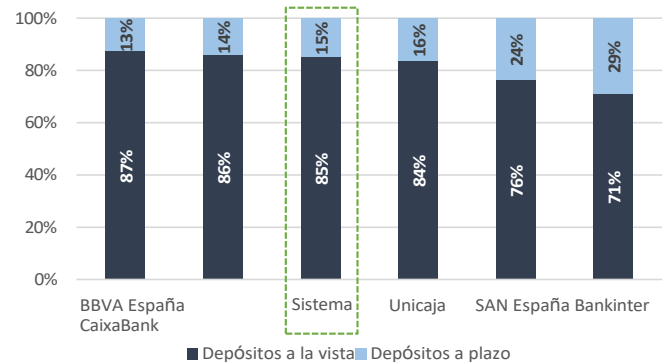
En cuanto a la financiación, los bancos españoles tienen perfiles muy similares. La excepción notable es Bankinter, con un 30% de depósitos a plazo, frente a una media del sector del 15%. Dado que Bankinter capta una clientela más acomodada y sofisticada que sus homólogos, la mayor demanda de depósitos a plazo no es una sorpresa, dados los mayores saldos de depósitos individuales.

Exhibit 49 - FY23 Loan mix by bank,



Fuente: Informes de empresas, estadísticas del Banco de España, investigación de Jefferies.

%Exhibit 50 - FY23 Deposit mix by bank, %



Fuente: Informes de empresas, estadísticas del Banco de España, investigación de Jefferies

## Punto de inflexión para los ingresos, pero sin despeñarse

En nuestra opinión, el periodo 2010-20 se caracterizó por un lento crecimiento de los ingresos del sector bancario español, impulsado por la presión sobre los ingresos netos en un entorno de tipos cero y por el desapalancamiento. El Gráfico 51 muestra cómo los ingresos agregados de los bancos bajo nuestra cobertura crecieron a una TCAC del 1%, con los ingresos netos estables y las comisiones creciendo al 3%. Desde el comienzo del ciclo de subidas, la narrativa se invirtió por completo: el impulso de los ingresos netos por intereses, impulsado por la subida de los tipos, llevó a una TCAC agregada del 12% en los ingresos (16% en los ingresos netos por intereses y 3% en las comisiones), siendo Bankinter el banco que más creció y Unicaja el que más se rezagó entre sus homólogos (una posición larga más pequeña frente a los tipos dada su mayor proporción de activos a tipo fijo).

La proporción de NII % ingresos básicos (NII+comisiones) también aumentó significativamente, del 64% de media en 2022, al 73% en 2023. El banco en el que observamos un mayor aumento fue CaixaBank, del 63% al 73% (Gráfico 52), aunque desde un punto de partida menos exigente que la mayoría de sus homólogos (dado el modelo más diversificado, con una importante contribución de comisiones del negocio de seguros).

### 2024, un año de cambio de mareas...

Con los recortes de tipos en camino, la dinámica del NII está a punto de cambiar, aunque desde los niveles muy elevados alcanzados hacia finales de 2023. Vemos, de media, un aumento del IIN del 1% interanual en 2024 (frente al +48% interanual en 2023). Entre los bancos de nuestra cobertura, vemos la mejor dinámica en BBVA España, donde prevemos un aumento del IIN del 5% interanual en 2024, y en Unicaja, con un aumento del 2% interanual. Creemos que es probable que Santander España obtenga resultados inferiores a los de sus homólogos y prevemos un descenso del IIN del 1% interanual, mientras que para CaixaBank y Bankinter prevemos un IIN prácticamente plano.

Sin embargo, según el Gráfico 54, creemos que 2025 será el año en que el NII caiga más rápidamente, a medida que el apoyo del efecto de promediación y la revalorización positiva en el lado fijo del balance de los bancos se desvanezcan. Vemos un descenso medio del NII del 6% interanual en 2025, y luego una caída del 1% en 2026, basándonos en nuestra hipótesis de que los tipos EZ se mantienen en el 3%.

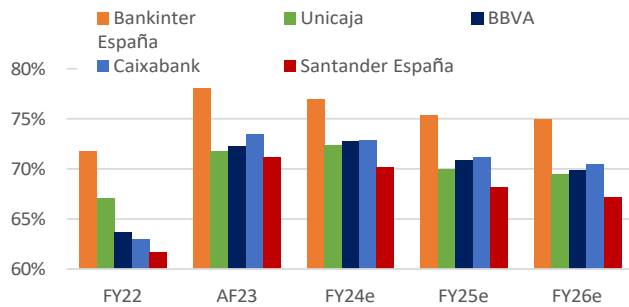
Creemos que es importante destacar la asimetría esperada del NII a la baja. En otras palabras, esperamos que la sensibilidad del NII a la bajada de tipos sea mucho menor que al alza. Como se comenta más adelante en esta sección, esto se debe a las estrategias de cobertura aplicadas por los bancos en los últimos dos años (reposicionamiento de las carteras ALCO, cambio de la financiación mayorista a tipo fijo por flotante, etc.) para bloquear los beneficios de los tipos altos durante el mayor tiempo posible.

Recuadro 51 - CAGR de ingresos por periodo seleccionado

Ingresos básicos TACC, EN %	2010-2020			2020-2023			2023-2026		
	NII	Tarifas	Total	NII	Tarifas	Total	NII	Tarifas	Total
Bankinter	9%	10%	9%	21%	8%	18%	-1%	5%	0%
Santander España	-4%	0%	-3%	19%	5%	14%	-3%	3%	-1%
BBVA España	-3%	1%	-2%	16%	6%	13%	-1%	3%	0%
Caixabank	4%	6%	5%	14%	-1%	9%	-2%	3%	0%
Unicaja	0%	6%	1%	6%	9%	7%	-2%	1%	-1%
<b>Total</b>	<b>0%</b>	<b>3%</b>	<b>1%</b>	<b>16%</b>	<b>3%</b>	<b>12%</b>	<b>-2%</b>	<b>3%</b>	<b>-1%</b>

Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

Recuadro 52 - NII % ingresos básicos (NII + comisiones)



Fuente: Informes de la empresa, estimaciones de Jefferies

Recuadro 54 - Variación interanual del INI

Variación interanual del INII	AÑO22	FY23	FY24e	FY25e
BBVA España	8%	49%	5%-6%	-2%
Unicaja	4%	26%	1%-8%	0%
Caixabank	1%	53%	1%-5%	0%
Bankinter	21%	44%	0%-5%	2%
Santander España	14%	46%	-1%-6%	-3%
<b>Total</b>	<b>7%</b>	<b>48%</b>	<b>1%-6%</b>	<b>-1%</b>

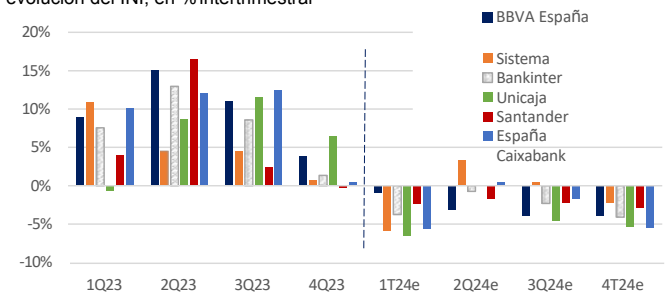
Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

Recuadro 53 - Modelización de la evolución del INI, en % intertrimestral

Variación intertrimestral del INII	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1T24e	2T24e	3Q24e	4Q24e
BBVA España	9%	15%	11%	4%	-1%	-3%	-4%	-4%
Bankinter	11%	5%	4%	1%	-6%	3%	0%	-2%
Sistema	8%	13%	9%	1%	-4%	-1%	-2%	-4%
Unicaja	-1%	9%	11%	6%	-7%	0%	-5%	-5%
Santander España	4%	16%	2%	0%	-2%	-2%	-2%	-3%
Caixabank	10%	12%	12%	0%	-6%	0%	-2%	-5%

Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

Recuadro 55 - Modelización de la evolución del INI, en % intertrimestral



Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

## Todo gira en torno al margen...

El mayor debate para el negocio doméstico de los bancos españoles es la trayectoria del NII cuando los tipos empiecen a bajar. Para abordar esta cuestión, hemos construido un modelo granular de NII para CaixaBank, Bankinter y Unicaja (disponible bajo petición), con el fin de prever la evolución del NII en 2024, 2025 y 2026. Los elementos clave de nuestro modelo son

1) ingresos de activos (sobre hipotecas a tipo fijo y variable y préstamos a empresas), 2) costes de depósitos (impulsados por el mix de la cartera de depósitos y las betas), 3) la contribución de las carteras ALCO y 4) los costes de financiación mayorista. A continuación, presentamos las principales características e hipótesis utilizadas en la modelización de cada uno de estos bloques, que se reúnen en los Anexos 65 a 67 para mostrar el puente entre el NII anualizado del 4T23 y el NII de 2024e, 2025e y 2026e para los tres bancos.

### Los rendimientos de los activos se alejan gradualmente de los máximos del 4T23

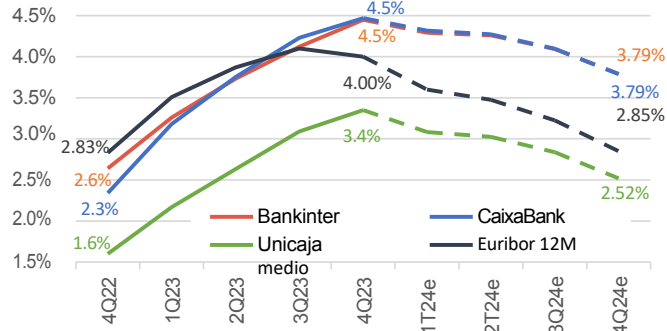
Desde el inicio del ciclo alcista, los bancos han ampliado considerablemente sus márgenes de activo. CaixaBank experimentó un aumento de la rentabilidad de los préstamos de 210 puntos básicos hasta 2023, y Bankinter y Unicaja ampliaron sus márgenes activos en 180 puntos básicos. Con el Euribor 12M medio (el tipo de referencia para las hipotecas a tipo variable) subiendo 120 pb en el 4T22-4T23 y el Euribor 6M medio (el tipo de referencia para los préstamos corporativos a tipo variable) subiendo 170 pb en el mismo periodo, los bancos se beneficiaron mecánicamente, y casi instantáneamente, en la parte variable de su balance. Además, los bancos también pudieron ampliar sus márgenes en sus préstamos a tipo fijo, lo que se produjo de forma más gradual, ya que estimamos que la duración de las carteras de hipotecas a tipo fijo de los bancos se sitúa en torno a los 3 años, y la de las carteras de empresas a tipo fijo en torno a los 4 años (excepto Bankinter, que parece tener una cartera de empresas a tipo fijo de menor duración, en torno a los 2 años).

El Gráfico 59 muestra la proporción de hipotecas a tipo fijo y préstamos a empresas para cada uno de los 3 bancos, así como la proporción de activos que deben repreciarse acumulativamente a finales de 2026. Una observación relevante es que Unicaja tiene una mayor proporción de préstamos a tipo fijo (impulsado por más préstamos corporativos a tipo fijo)

- Esto ayuda a explicar el menor crecimiento interanual del NII en el ejercicio 23 en comparación con sus homólogos (26% frente a un 45%-50% según el Gráfico 54), ya que la dinámica positiva de revalorización de los activos fluyó más gradualmente a través del balance.

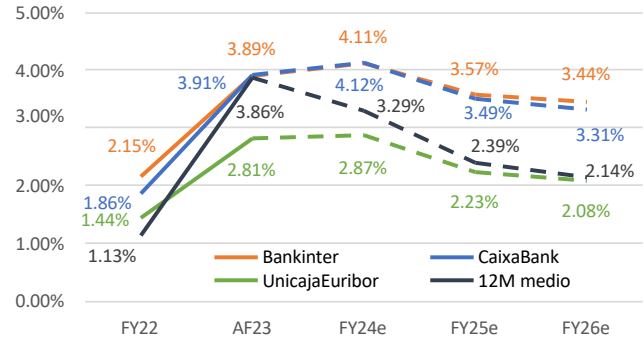
Nuestros modelos muestran que el 4T23 marcará probablemente el punto álgido de los rendimientos de los préstamos. Aunque es probable que los bancos experimenten una nueva revalorización positiva de los préstamos a tipo fijo a lo largo del primer semestre de 24, creemos que la dinámica de revalorización negativa de los préstamos a tipo variable contrarrestará esta tendencia a partir del primer trimestre de 24. En conjunto, esperamos que el rendimiento de los activos caiga entre 70 y 80 puntos básicos hasta 2024 desde el máximo alcanzado en el 4T23. Nuestras previsiones se basan en la hipótesis de recortes de 100 puntos básicos en los tipos de interés oficiales de la zona euro a lo largo del año, con el primer recorte en el 2T24.

Anexo 56 - Modelo de rendimiento trimestral de los préstamos y Euribor 12M



Fuente: Informes de la empresa, estimaciones de Jefferies

Anexo 57 - Modelo de rendimiento anual de los préstamos y Euribor 12M



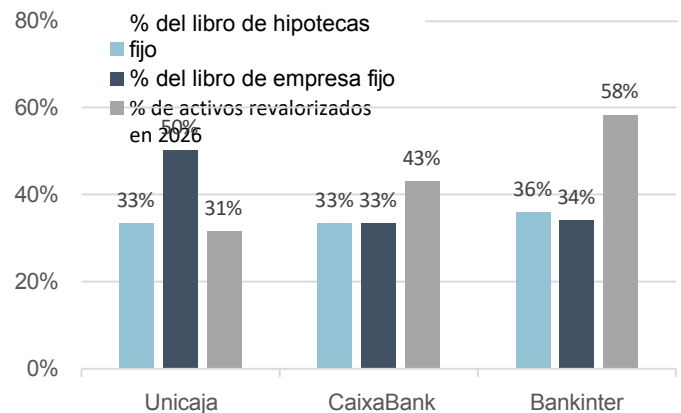
Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

Recuadro 58 - Reevaluación de los saldos de préstamos en cada periodo variable, en %.

Reevaluación de saldos, en millones de euros		4Q24	1Q24	2Q24	3Q24	AF25	AF26
Hipotecas fijas	Unicaja	102	104	107	111	461	481
	Bankinter	126	127	128	127	524	541
	CaixaBank	479	492	504	516	2,131	2,223
Hipotecas variables	Unicaja	19,806	19,344	19,058	18,941	18,824	18,798
	Bankinter	22,433	22,601	22,769	22,602	23,279	24,037
	CaixaBank	85,203	83,697	82,195	80,700	79,910	79,976
Empresa fija	Unicaja	435	431	427	422	1,701	1,743
	Bankinter	1,376	1,386	1,397	1,386	5,711	5,897
	CaixaBank	5,282	5,284	5,285	5,287	21,365	21,792
Empresa variable	Unicaja	5,225	5,173	5,120	5,068	5,104	5,230
	Bankinter	21,368	21,527	21,687	21,528	22,173	22,895
	CaixaBank	107,232	107,271	107,311	107,351	108,444	110,613
Total	Unicaja	25,569	25,052	24,712	24,543	26,090	26,253
	Bankinter	45,303	45,642	45,980	45,644	51,688	53,370
	CaixaBank	198,196	195,296	193,854	191,850	214,605	215,000

Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

Recuadro 59 - Distribución de los activos a tipo fijo frente a los activos a tipo variable



Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

## El coste de los depósitos sigue siendo clave para los NII

Además de la ampliación de los rendimientos de los activos, los bancos españoles han disfrutado de un entorno de depósitos muy favorable. Con una amplia liquidez y un fuerte desapalancamiento a nivel del sistema, la ratio préstamos-depósitos se sitúa actualmente en mínimos históricos. Incluso cuando los tipos subieron, la competencia por los depósitos siguió siendo benigna, lo que permitió a los bancos ser mucho menos sensibles a la subida de los tipos. La repercusión de las subidas de los tipos de interés a los clientes a través del aumento de los tipos de depósito ofrecidos por los bancos - es decir, las betas de depósito - terminó el año por debajo del 20% en España, un nivel similar al de Italia, y muy por debajo de otras zonas geográficas de Europa.

Las bajas betas relativas observadas en España frente a otros mercados también se vieron favorecidas por transferencias relativamente bajas de depósitos a la vista a depósitos a plazo, y no sólo por el tipo relativamente más bajo de estos últimos. En este ciclo de tipos, los bancos españoles han dificultado mucho la contratación de depósitos a plazo en línea, a diferencia de lo que observamos en otras zonas geográficas europeas. Los particulares que desean contratar depósitos a plazo fijo tienen que hacerlo a través de la banca telefónica o en las sucursales. No es casualidad que algunos directivos de bancos españoles sigan hablando del valor comercial y económico de las sucursales en un entorno de tipos más altos.

La sensibilidad clave para el NII de los bancos españoles sigue estando determinada principalmente por las betas de los depósitos, incluido el factor de combinación entre depósitos a la vista y a plazo, el Gráfico 60 resume nuestras estimaciones para ambas variables.

Una observación necesaria es que, hasta el 4T23, las betas de los depósitos del 25% en Bankinter eran materialmente superiores a las de Unicaja y CaixaBank (13% y 15% respectivamente). Esto se debe a que Bankinter cuenta con una base de clientes más acomodada y, por tanto, más sensible a los precios, lo que le ha llevado a remunerar los depósitos más rápidamente que sus competidores. De cara al futuro, esperamos que se mantengan más altos en términos relativos, pero vemos una mayor convergencia. Estimamos que las betas de los depósitos alcanzan un máximo del 26% en Bankinter, frente al 21% de CaixaBank y el 19% de Unicaja. Esto también se explica por una mayor proporción de depósitos a plazo, 34% frente a 16% y 22% respectivamente.

Recuadro 60 - Modelo de betas de depósitos y composición de la cartera de depósitos

Beta media	4Q23	1T24e	2T24e	3Q24e	4Q24e	AÑO FISCAL 22	AÑO FISCAL 23	FY24e	FY25e	FY26e
Unicaja	13%	14%	15%	17%	20%	2%	11%	16%	19%	19%
Caixabank	15%	16%	17%	19%	21%	3%	11%	18%	20%	21%
Bankinter	25%	25%	25%	25%	24%	17%	24%	25%	27%	26%
Depósitos a plazo % depósitos medios	4Q23	1T24e	2T24e	3T24e	4T24e	AÑO FISCAL 22	AÑO FISCAL 23	FY24e	FY25e	FY26e
Caixabank	13%	14%	15%	15%	16%	7%	10%	15%	16%	16%
Unicaja	15%	17%	18%	19%	21%	9%	13%	19%	21%	22%
Bankinter	28%	30%	30%	31%	31%	9%	19%	31%	33%	34%

Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

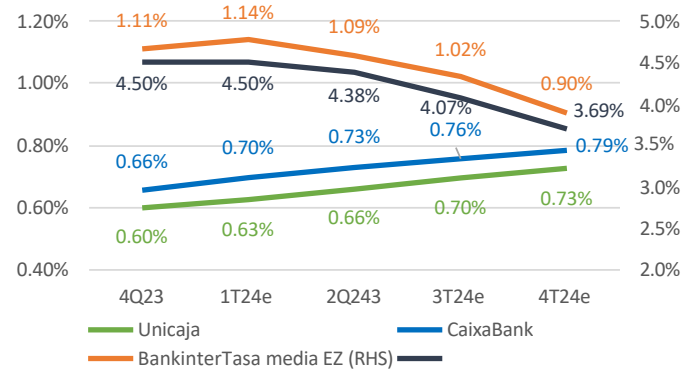
En conjunto, prevemos que los tipos de depósito se estabilizarán entre 60 y 80 puntos básicos al final del ciclo de tipos (el tipo de interés oficial de la zona del euro se situará en el 3% en 2026), lo que equivale a una beta de depósitos del 25% a lo largo del ciclo. Los gráficos 61 y 62 muestran los costes de depósito trimestrales y anuales previstos para cada banco. En CaixaBank y Unicaja estimamos que es probable que los costes de depósito aumenten un poco más hasta 2024 desde el 4T23, antes de



---

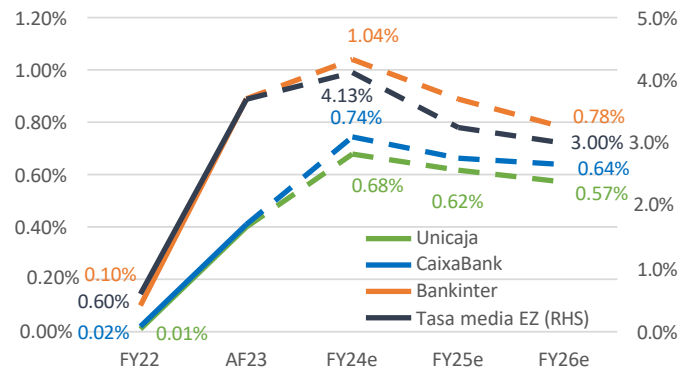
empezar a bajar en 2025 y 2026, mientras que creemos que Bankinter será más rápido en trasladar los tipos más bajos a los clientes (como se ha comentado anteriormente), y por lo tanto ya vemos que los costes de depósito empiezan a bajar en el 2S24.

Recuadro 61 - Proyección del coste medio trimestral de los depósitos y del tipo de interés de la zona del euro (RHS) anual de los depósitos y del tipo de interés de la zona del euro (RHS)



Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

Recuadro 62 - Modelo del coste medio



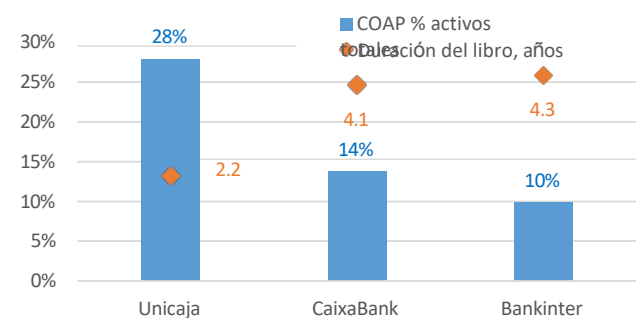
Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

## Pero los bancos cuentan con importantes coberturas para protegerse de las caídas.

Naturalmente, uno de los debates clave para los bancos españoles, después de haber disfrutado de un extraordinario crecimiento del NII en la primera parte del ciclo de tipos, es qué ocurre con el NII cuando se bajan los tipos. Los bancos españoles entraron en el periodo de subida de tipos en una posición ideal: con una elevada proporción del balance a tipos variables, operando en un entorno de gran liquidez, y sin necesidad de luchar agresivamente por esta liquidez, dado el limitado crecimiento de los activos.

Anticipándose al punto de inflexión en el ciclo de tipos, los bancos españoles empezaron a repositionar sus carteras para reducir el riesgo a la baja de la bajada de tipos. Esto se hizo principalmente a través de dos palancas principales: 1) reducir la parte cubierta de la cartera ALCO y, 2) aumentar la parte cubierta de la cartera de financiación mayorista. Un mecanismo de cobertura adicional, aunque surgió más como consecuencia de la dinámica del mercado que de una estrategia intencionada, fue que cuando los tipos empezaron a subir, más clientes optaron por préstamos a tipo fijo -en particular para nuevos préstamos hipotecarios-, lo que provocó un ligero aumento de la proporción de activos a tipo fijo en los balances de los bancos.

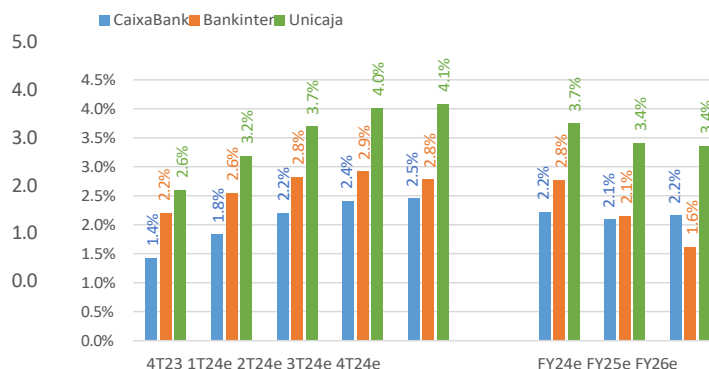
Estimamos que a partir del 4T23 sólo entre el 10% y el 20% de las carteras ALCO de los bancos españoles nacionales es flotante o swap a flotante, y casi el 100% de la financiación mayorista es swap a tipos flotantes. Además, con la duración de las carteras ALCO de CaixaBank y Bankinter justo por encima de los 4 años, según el Gráfico 63, la revalorización de la parte fija de la cartera será sólo gradual. La diferencia notable aquí es Unicaja, que tiene una duración mucho menor de la cartera ALCO, de 2,2 años, según nuestras estimaciones.



Fuente: Informes de las empresas, estudios de Jefferies

CaixaBank incluye 16.800 millones de euros en bonos SAREP

Recuadro 63 - Carteras ALCO, tamaño % activos 4T23 y duración (RHS)  
Recuadro 64 - Rendimiento contable trimestral y anual modelizado ALCO



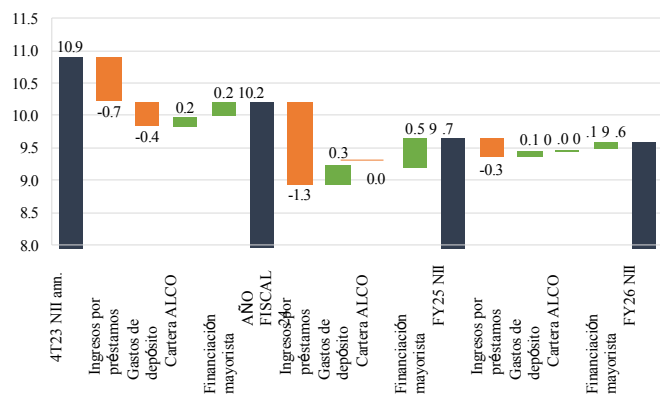
Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

Nuestros modelos sugieren que, si bien el índice de inflación neta va a desviarse del máximo alcanzado en el cuarto trimestre de 23, no se avecina ningún precipicio.

Juntando los componentes individuales del NII comentados anteriormente, presentamos además los puentes del NII para los tres bancos nacionales puros desde el NII anualizado del 4T23 hasta nuestras estimaciones para 2024, 2025 y 2026.

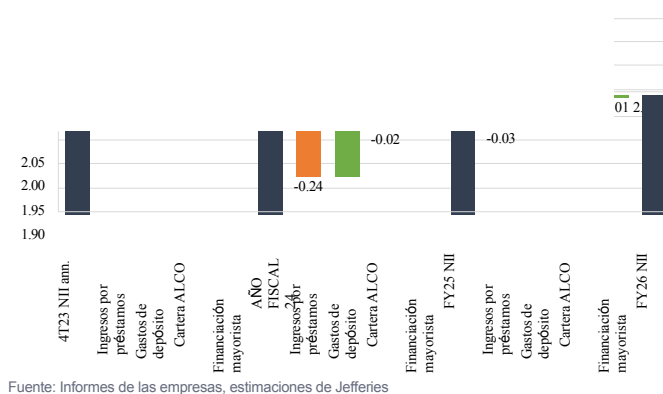
En conjunto, vemos una caída en el ejercicio 24 respecto a la tasa de salida de 2023, y una caída secuencial en 2025, tras lo cual estimamos cierta estabilización en 2026 (a medida que los tipos se aplanan). Los gráficos que figuran a continuación muestran los ingresos por préstamos como el mayor lastre para el NII, con los costes de los depósitos en general estables (o incluso un viento de cola en el caso de Bankinter), mientras que la revalorización de la cartera ALCO y los costes de financiación mayorista como vientos de cola (confirmando nuestra tesis sobre el apoyo de estas coberturas).

Anexo 65 - CaixaBank, puente de tipos de interés a largo plazo, 4T23 anualizado a 26F



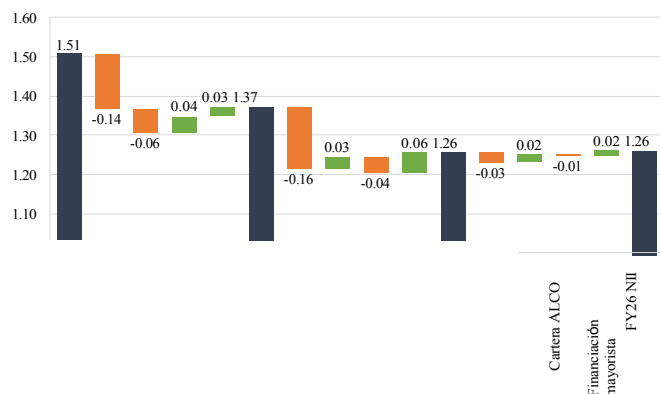
Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

Anexo 66 - Bankinter, puente de tipos de interés a largo plazo, 4T23 anualizado a 26F



Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

Anexo 67 - Unicaja NII Bridge, 4T23 anualised to FY26



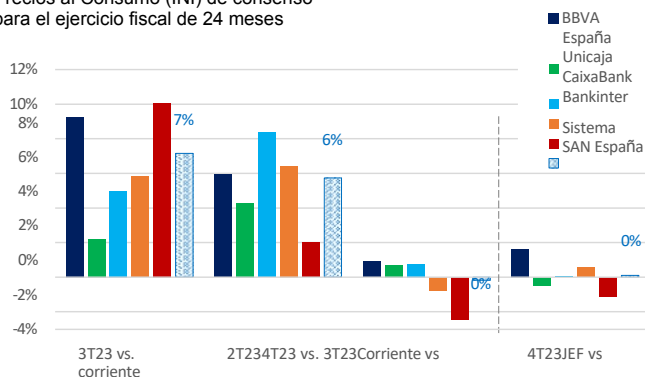
Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

## Creemos que el consenso ha sido demasiado agresivo al revisar a la baja los ingresos netos del ejercicio 25

A continuación se muestra la evolución del consenso sobre el NII para los ejercicios 24 y 25 a lo largo de los últimos trimestres y medio. Durante el segundo semestre de 2013, el consenso ha mejorado considerablemente las estimaciones de NII. En concreto, una mejora total del 13% para el NII de 2024 y del 9% para el NII de 2025 a nivel de sistema. Sin embargo, parece que nos encontramos al final del ciclo de mejora; de hecho, desde finales del 23 de diciembre, el NII con respecto a 2024 se ha mantenido estable, mientras que el NII con respecto a 2025 ha caído un 2%.

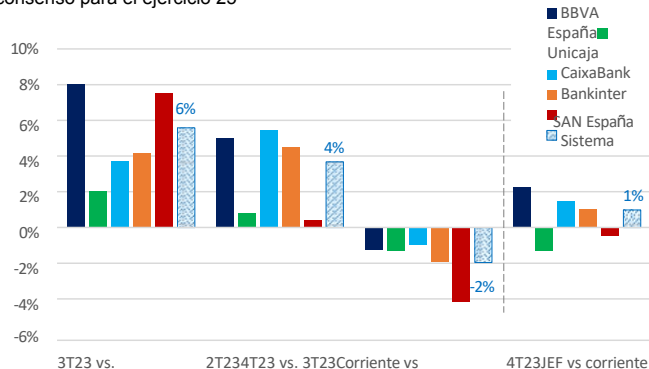
Mientras que las estimaciones de consenso para 2024 están en línea con nuestras expectativas, creemos que el consenso ha sido demasiado agresivo a la hora de revisar a la baja el BDI para 2025, y vemos al alza las estimaciones para BBVA, CaixaBank y Bankinter. Esto enlaza con nuestra tesis de que, si bien creemos que el beneficio neto del ejercicio 2005 se reducirá en términos interanuales, aún lo consideramos bastante resistente, lo que supone cierto riesgo al alza sobre las cifras de consenso.

Recuadro 68 - Revisiones del Índice de Precios al Consumo (INI) de consenso para el ejercicio fiscal de 24 meses



Fuente: Consenso de Visible Alpha, estimaciones de Jefferies

Recuadro 69 - Revisiones del NII de consenso para el ejercicio 25

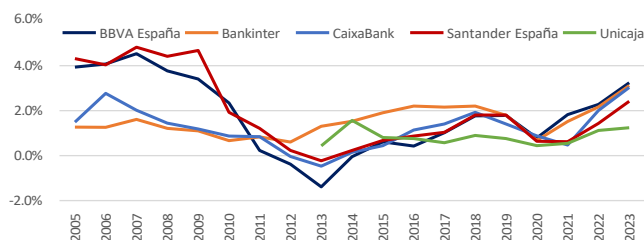


Fuente: Consenso de Visible Alpha, estimaciones de Jefferies

## Adaptación a una nueva "normalidad" de la rentabilidad

Operar en un entorno de tipos negativos resultó, cuando menos, complicado para el perfil de rentabilidad de los bancos españoles. Fue la tormenta perfecta en la que algunos bancos no sólo perdieron toda una fuente de ingresos (los diferenciales de los depósitos), sino que al mismo tiempo tuvieron que hacer frente al desapalancamiento y a la presión regulatoria (más capital regulatorio). El resultado del esfuerzo de los sistemas por optimizar la rentabilidad principalmente mediante la consolidación y la reducción de la red de distribución sólo resurgió cuando empezaron a subir los tipos. En retrospectiva, sin el nivel de consolidación que hemos presenciado (el número de sucursales en algunas áreas metropolitanas vuelve a los niveles de 1975) los bancos españoles seguirían siendo esencialmente no rentables, incluso con el nivel actual de tipos de interés.

Recuadro 70 - Serie temporal PBT % RWAs



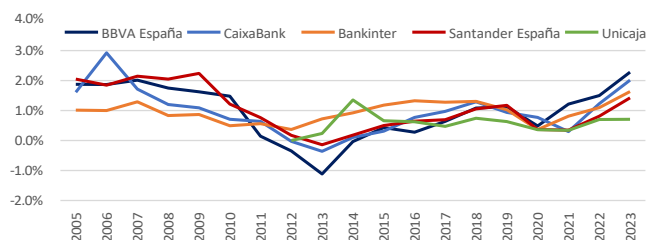
Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

Recuadro 72 - PnL de las operaciones españolas en el ejercicio de 2013

AÑO FISCAL 23	España	Bankinter	CaixaBank	España	Unicaja
NII	5,620	2,213	9,186	6,641	1,353
Tarifas	2,164	624	3,366	2,699	533
Otros ingresos	104	-177	491	792	-111
<b>Ingresos totales</b>	<b>7,888</b>	<b>2,661</b>	<b>13,043</b>	<b>10,132</b>	<b>1,776</b>
Costes totales	-3,145	-993	-5,322	-4,227	-859
<b>Beneficios antes de provisiones</b>	<b>4,743</b>	<b>1,667</b>	<b>7,722</b>	<b>5,905</b>	<b>917</b>
Total depreciaciones	-796	-438	-1,389	-2,506	-546
<b>PBT</b>	<b>3,947</b>	<b>1,229</b>	<b>6,332</b>	<b>3,399</b>	<b>371</b>
Impuesto	-1,190	-384	-1,936	-1,029	-104
Minorías	-2	0	0	0	0
<b>Beneficios netos</b>	<b>2,755</b>	<b>845</b>	<b>4,396</b>	<b>2,371</b>	<b>267</b>

Fuente: Informes de las empresas, investigación de Jefferies

Recuadro 71 - Series temporales de PBT % préstamos a clientes



Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

Recuadro 73 - PnL de las operaciones españolas en el ejercicio de 23 % de APR medios

	España	Bankinter	CaixaBank	España	Unicaja
	4.8%	5.9%	4.5%	4.6%	4.2%
	1.8%	1.7%	1.7%	1.9%	1.7%
	0.1%	-0.5%	0.2%	0.6%	-0.3%
<b>Ingresos totales</b>	<b>6.7%</b>	<b>7.1%</b>	<b>6.4%</b>	<b>7.1%</b>	<b>5.6%</b>
Costes totales	-2.7%	-2.6%	-2.6%	-3.0%	-2.7%
<b>Beneficios antes de provisiones</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.4%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.1%</b>	<b>2.9%</b>
Total depreciaciones	-0.7%	-1.2%	-0.7%	-1.8%	-1.7%
<b>PBT</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.1%</b>	<b>2.4%</b>	<b>1.2%</b>
Impuesto	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-0.7%	-0.3%
Minorías	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Beneficios netos</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.2%</b>	<b>1.7%</b>	<b>0.8%</b>

Fuente: Informes de las empresas, investigación de Jefferies

Una forma alternativa de ilustrar la dinámica del sistema bancario en 2007 frente a la actualidad es desglosar la rentabilidad del negocio nacional de BBVA y comparar la evolución. Esencialmente, en 2007 BBVA obtuvo un beneficio neto de 2.400 millones de euros sobre unos préstamos de 200.000 millones de euros (de los cuales menos de la mitad se financiaron con depósitos de clientes). El resultado fue un ROE superior al 36%.

En 2023, BBVA obtuvo un ROE del 19,7% (o del 23% si se ajusta por el impuesto bancario español y las aportaciones del SRF/DGF) sobre unos préstamos que son un 10% inferiores a los de 2017, pero unos depósitos que son 2,5 veces los de 2017.

Pero aún más ilustrativo, en nuestra opinión, es el hecho de que si pusiéramos a BBVA España 2007 con el mismo capital regulatorio que en 2023, (densidades de APR del 70% frente al 43% y fondos propios sobre APR del 12,2% en lugar del 8% de entonces), el ROE de BBVA en 2007 habría sido un 16,4% ajustado o inferior al de 2023 (23%). Es decir, los bancos han sido capaces de mejorar la rentabilidad subyacente a través de dos canales principales:

1) la eficiencia (el número de sucursales pasó de 3.595 a 1.800 en el mismo periodo, o de 4.500 a 1.800 si se tiene en cuenta la adquisición de dos cajas de ahorros) y 2) el aumento de los diferenciales de los depósitos (que es una combinación de mayor capacidad de fijación de precios y menores restricciones de financiación).

En pocas palabras, el coste de los ingresos de BBVA España no ha variado sustancialmente en los últimos 15 años (en un 39%), pero el ROE ha disminuido a medida que la intensidad del capital regulatorio ha aumentado sustancialmente, lo que ha dado lugar a unos rendimientos globales más bajos, pero en general aceptables en la actualidad.

Recuadro 74 - BBVA domestic biz: Rentabilidad 2023 vs. 2007

	2007	en %		2023	en %	
		RWAs		RWAs	RWAs	
NII	4,295	5.0		5,620	4.8	
Tasas netas	1,679	1.9		2,164	1.8	
Otros ingresos	772	0.9		104	0.1	
<b>Ingresos brutos</b>	<b>6,746</b>	<b>7.8</b>		<b>7,888</b>	<b>6.7</b>	
Gastos de explotación	-2,597	-3.0		-3,145	-2.7	
<b>Ingresos de explotación</b>	<b>4,149</b>	<b>4.8</b>		<b>4,743</b>	<b>4.0</b>	
Deterioros	-598	-0.7		-796	-0.7	
<b>Beneficios antes de impuestos</b>	<b>3551</b>	<b>4.1</b>		<b>3,947</b>	<b>3.3</b>	
Impuesto	-1,157	-1.3		-1,190	-1.0	
<b>Ingresos netos</b>	<b>2,394</b>	<b>2.8</b>		<b>2,757</b>	<b>2.3</b>	
RWAs	86,625			121,779		
APR medios	82,903			118,127		
Préstamos	199,320			173,169		
Préstamos medios	188,814			173,570		
RWA/Préstamos	43			70		
Depósitos	87,796			216,198		
LtDx	2.27			0.80		
Equidad	6,930			14,892		
fondos propios sobre APR	8.0			12.2		
Fondos propios medios	6,632			14,008		
<b>Rendimiento de los préstamos</b>	<b>5.2</b>			<b>3.8</b>		
<b>Gastos de depósito</b>	<b>2.1</b>			<b>0.6</b>		
<b>CYS</b>	<b>3.1</b>			<b>3.2</b>		
Tipos medios (12 millones de euros)	4.3			3.4		
Diferencial de préstamos	0.9			0.3		
Depo spread	2.2			2.8		
C/I	38.5			39.9		
Oficinas	3,595			1,882		
ROE	36			19.7		
Tipo impositivo %	32.6			30.1		
<b>ROE ajustado</b>	<b>16.4</b>			<b>19.7</b>		

Fuente: Jefferies, BBVA

## El ángulo Latam

Sobre todo, una gran exposición a Latinoamérica es lo que sigue diferenciando a los bancos españoles de la mayoría de sus homólogos europeos. La exposición a Latinoamérica se concentra principalmente en dos grupos, Santander y BBVA. Aunque los dos grupos empezaron a invertir en el continente americano más o menos al mismo tiempo, la configuración geográfica es bastante diferente debido a la inversión relativamente grande del BBVA en México (7.300 millones de USD frente a los 7.300 millones de USD del Santander en EE.UU.).

2.500 millones de dólares, la nula exposición del BBVA a Brasil y la gran inversión del Santander en Brasil (20.000 millones de dólares). En los países andinos países, Santander se centra en Chile (vendió Perú y Colombia) mientras que BBVA mantiene posiciones de liderazgo en Perú y Colombia y vendió Chile. En 2023, el 74% de los beneficios netos de BBVA procedían de Latinoamérica (o/w 90% de México) mientras que en Santander la contribución era del 42% (o/w 42% en Brasil).

A continuación, ofrecemos una visión general del estado del sector bancario latinoamericano. Examinamos la estructura del sistema bancario, los principales motores y unas palabras sobre la disrupción, que se está convirtiendo en un tema clave en países clave como Brasil o México. Creemos que los inversores en Latinoamérica expuestos a bancos españoles deberían centrarse en estos temas clave:

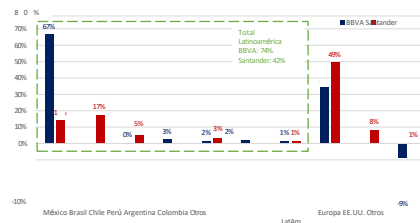
\*En general, los bancos latinoamericanos son rentables y acumulan valor contable por acción a un ritmo atractivo (+13% de media sumando los dividendos de 2012 a 2012 para los bancos cotizados). Sin embargo, esto se ha traducido en una rentabilidad total para el accionista de un solo dígito durante el mismo periodo debido a los efectos negativos del tipo de cambio (una década de fortaleza del dólar) y a la depreciación de la calificación crediticia (principalmente debido al ciclo, a los tipos y a las perturbaciones en algunos países).

\*En promedio, el sector bancario mexicano ha obtenido mejores resultados que el brasileño desde la desaceleración del COVID. Esto se debe a una menor perturbación, a un posicionamiento favorable frente a la subida de tipos y a la ausencia de problemas de calidad crediticia, ya que los bancos se encuentran cómodamente situados en altos diferenciales de depósito y no han sentido la necesidad de conceder préstamos agresivamente tras la crisis COVID. También hay un elemento de viento de cola de la fuerte economía de EE.UU. y las expectativas de que México será uno de los mayores beneficiarios de la aceleración de las tendencias de deslocalización.

\*Los inversores expuestos directa o indirectamente al sector bancario latinoamericano deberían ver la disrupción de los nuevos actores fintech como una nueva fuerza importante en el panorama competitivo. Esto se aplica a Brasil, uno de los mayores epicentros de disrupción del mundo, pero también a México, donde la disrupción cambiará considerablemente la forma en que los operadores tradicionales piensan en las oportunidades de crecimiento.

\*El sector bancario latinoamericano está bastante concentrado, pero hay focos de fusiones y adquisiciones. Esto incluye posibles salidas de bancos extranjeros de bajo rendimiento en países como Colombia o México. En los próximos 2 años, podríamos ver la venta de las franquicias de Scotiabank en la región andina (según lo discutido por la compañía en su Día del Inversor en diciembre de 2023) y la venta de Citi México (según el comunicado de la compañía), por ejemplo. Esto ofrece una oportunidad de consolidación dentro del mercado para los operadores existentes, incluidos BBVA y Santander.

Recuadro 75 - Contribución a los ingresos netos del ejercicio 23 por país



Fuente: Informes de las empresas, estudios de Jefferies



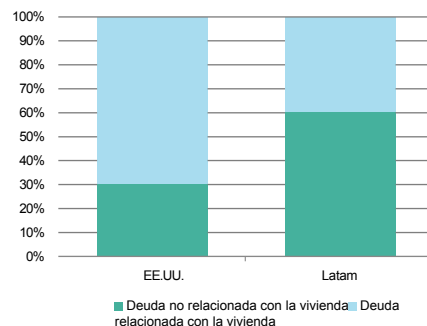
## El sector bancario latinoamericano en pocas palabras

En 2022, el PIB combinado de las cinco principales zonas geográficas de América Latina ascendía a 4,6 billones de dólares, es decir, aproximadamente el 18% del PIB estadounidense.

Cifra del PIB para el año fiscal 22. Los niveles medios de bancarización (medidos como el crédito bancario total al sector privado, en porcentaje del PIB) siguen siendo muy inferiores a los del mundo desarrollado, con un 42%, con un valor atípico positivo (Chile, con un 90%) y un valor atípico negativo (México, con un 19,2%), aunque no se trata de una métrica estrictamente comparable dado el diferente nivel de desintermediación en los préstamos comerciales en las distintas zonas geográficas. Si se incluye el crédito no bancario, la deuda privada en porcentaje del PIB se situó en el 73% en 2022, y sólo Chile mostró indicadores comparables a los de los mercados desarrollados (>155% del PIB). El crédito bancario total en estas geografías se situó en 1,9 billones de dólares en Dic-22. El crédito no bancario al sector privado en las cinco geografías asciende a 1,4 billones de dólares. A finales de 2022, Brasil contaba tanto con la mayor reserva de crédito bancario (1 billón de dólares) como con la mayor reserva de crédito no bancario (700.000 millones de dólares). El PIB per cápita oscila entre los 7-7,5k\$ observados en los países andinos (Perú y Colombia) y los niveles mucho más altos observados en Chile y México (15k\$ y 12k\$ per cápita respectivamente).

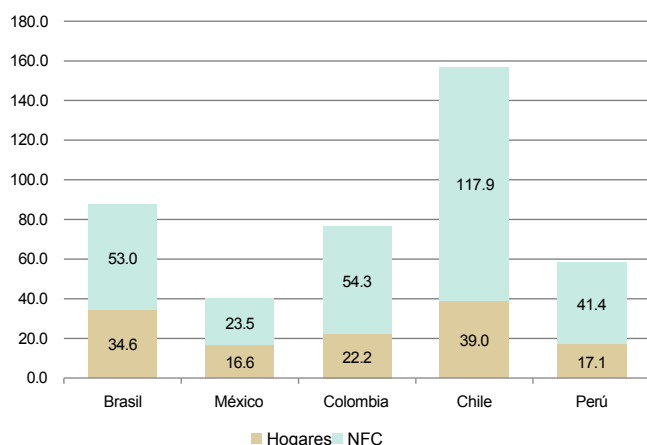
A finales de 2022, la deuda de los hogares en los principales países de América Latina ascendía a 1,2 billones de dólares, es decir, el 26,5% del PIB. Este nivel de apalancamiento de los hogares está muy por debajo de la mayoría de las economías desarrolladas, pero la mayor parte de la brecha se explica por el subdesarrollo del mercado hipotecario. Las carteras hipotecarias de los bancos en las cinco principales zonas geográficas de América Latina ascienden a 391.000 millones de dólares, es decir, el 6,8% del PIB. Para situar la cifra en su contexto, se trata de menos del 4% del stock de hipotecas en EE.UU. a finales de diciembre de 22 (11,2 billones de dólares), a pesar de que la población agregada de los cinco países de América Latina es un 30% mayor que la de EE.UU.. Las diferencias son mucho menores en los préstamos al consumo, que ascienden al 14,4% del PIB en Latinoamérica (y son mayores que la propia cartera hipotecaria). El único país importante de Latinoamérica que muestra una penetración hipotecaria comparable a la de los marcos alemanes es Chile, con un 30% del PIB a finales de 2022. Colombia y Brasil son los dos mercados en los que los préstamos al consumo son desproporcionadamente mayores que las propias carteras hipotecarias. Los bajos tipos de interés constantes y la convergencia del PIB per cápita son los dos factores principales que creemos que impulsarán la penetración de las hipotecas a largo plazo.

Gráfico 76 - Composición de la deuda de los hogares: EE.UU. frente a Latinoamérica (% del total)



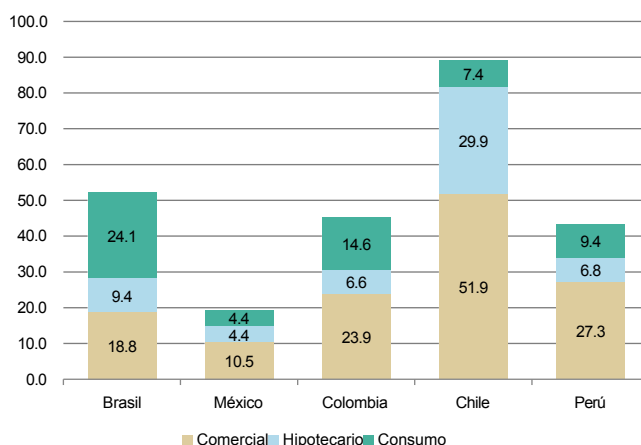
Fuente: Estimaciones de Jefferies, Bancos Centrales, Reserva Federal de Nueva York.

Recuadro 77 - Deuda del sector privado en porcentaje del PIB (2022)



Fuente: Estimaciones de Jefferies, Bancos Centrales.

Recuadro 78 - Crédito bancario local al sector privado en porcentaje del PIB (2022)



Fuente: Estimaciones de Jefferies, Bancos Centrales.

Los sectores bancarios de las 5 geografías seleccionadas obtuvieron 54.000 millones de dólares de beneficios netos en 2022. Esto equivale a una media del 1,2% del PIB, con dos valores atípicos

principales (Chile y México, con un 2,1% y un 0,8% respectivamente), que se explican por la elevada bancarización / alta posición de inflación en Chile y los bajos niveles de bancarización en México. Los ROE en la región se situaron en un rango del 13%-21% en 2022, incluyendo todas las instituciones. En la mayoría de los mercados (excepto Perú y Colombia), existe una alta dispersión de ROEs entre instituciones individuales, con los bancos cotizados generalmente disfrutando de ROEs más altos. Otro factor importante a la hora de medir la rentabilidad son los diferentes niveles del impuesto de sociedades (rango 28-45%).

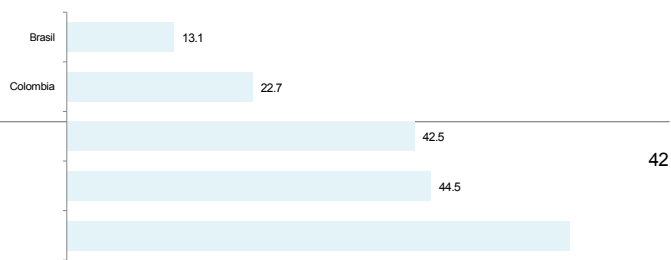
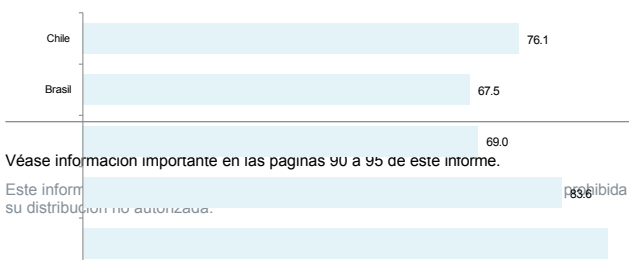
Recuadro 79 - Bancos latinoamericanos - Métricas clave

	Brasil	México	Colombia	Chile	Perú	T o t a l / A v g
	217	132	52	20	34	455
Población (m)	9,904	28,483	1,462,000	262,593	930	
PIB 2022 (miles de millones locales) FX- last (vs. \$)	4.9	17.6	3950	881	3.7	
PIB 2022 (miles de millones de dólares)	2,021	1,618	370	298	251	4,559
PIB por habitante (\$k)	9.3	12.3	7.1	14.9	7.4	10.0
S&P Sov. Rating 5YR	BB-	BBB+	BB+	A	BBB	
CDS (bps)	178	121	243	75	90	
Tarifas ST	12.75	11.25	13.25	9.5	7.25	
Tipos 10YR (local) Última impresión de inflación	11.7	9.8	11.2	6.4	7.5	
Inflación prevista en Dic-24 % (mediana)	5.2	4.5	11.0	5.1	5.0	
Exportaciones/PIB	3.9	4.0	4.9	3.0	3.0	
Índice de apertura de la UNCTAD	20	43	21	36	29	
Exportaciones EE.UU. %	17	39	16	28	26	
Exportaciones China %	11	82	29	14	13	
Exportaciones Asia ex China	27	2	9	40	32	
Exportaciones RoLatam %	21	2	15	19	18	
Exportaciones RoWorld %	15	4	30	13	13	
Deuda privada/PIB % sobre hogares	26	13	17	14	24	
sobre NFC	87.6	40.1	76.5	156.9	58.5	72.8
Total crédito bancario al sector privado %	34.6	16.6	22.2	39.0	17.1	26.5
Bancos comerciales % del PIB Bancos	53.0	23.5	54.3	117.9	41.4	46.2
hipotecarios % del PIB Bancos de consumo % del PIB	52.3	19.2	45.2	89.2	43.4	41.9
Beneficios de los bancos en 2022 (miles de millones de USD) en porcentaje del PIB % del sistema en 2022	18.8	10.5	23.9	51.9	27.3	18.9
ROE del sistema en 2022	9.4	4.4	6.6	29.9	6.8	8.6
Mayor banco (cuota en préstamos %)	24.1	4.4	14.6	7.4	9.4	14.4
2º Mayor banco (cuota en préstamos %)	28.4	12.2	4.1	6.2	2.7	53.6
3º Mayor banco (cuota en préstamos %)	1.4	0.8	1.1	2.1	1.1	1.2
4º Mayor banco (cuota en préstamos %)	14.7	17.6	13.1	20.9	17.3	
5º Mayor banco (cuota en préstamos %)	Caixa (19,5)	BBVA (24,3)	Bancolombia (26,9)	Santander (17,2)	Credicorp (38,1)	
TOP 5 cuota %	BdB (15,4)	Banorte (14,5)	Aval (24,0)	BdC (16,3)	BBVA (20,6)	
Cuota de mercado de los bancos extranjeros	Itaú (14,8)	Santander (13,0)	Daviyenda (16,7)	Scotia (14, .2)	Scotia (16,2)	
	Bradesco (10,1)	Banamex (9,3)	BBVA ( 10,7)	Estado (14,1)	IFS (12,8)	
	Santander (7,7)	HSBC (7,9)	Scotia (5,3)	BCI (14,3)	Interamérica (3,9)	
	67.5	69.0	83.6	76.1	91.6	71.7
	13.1	61.5	22.7	42.5	44.5	27.7

Fuente: Estimaciones de Jefferies, Bancos Centrales, Informes de empresas, Agencias locales de estadística.

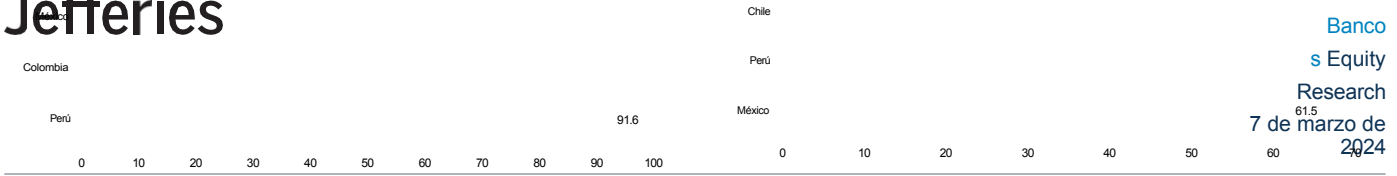
Recuadro 80 - Cuota de los 5 principales bancos en cada país de América Latina, préstamos, % (2022)

Exposición 81 - Participación extranjera; cuota de mercado en préstamos, % (2022)



Véase información importante en las páginas 90 a 95 de este informe.

Este informe y su distribución no autorizada.

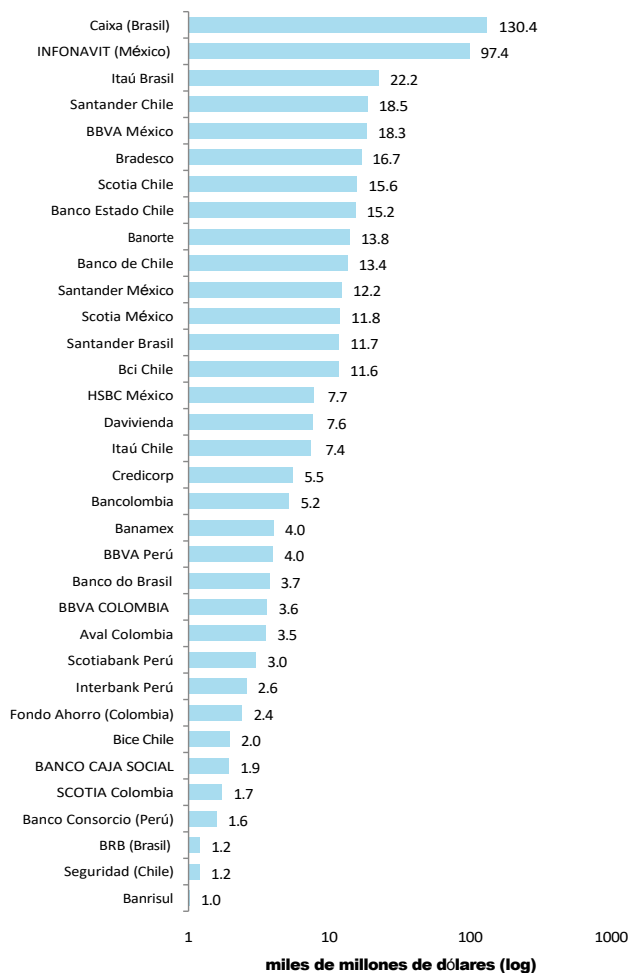


Fuente: Estimaciones de Jefferies, Bancos Centrales.

Fuente: Estimaciones de Jefferies, Bancos Centrales

Recuadro 82 - América Latina: Instituciones con cartera hipotecaria de más de 1.000 millones de dólares

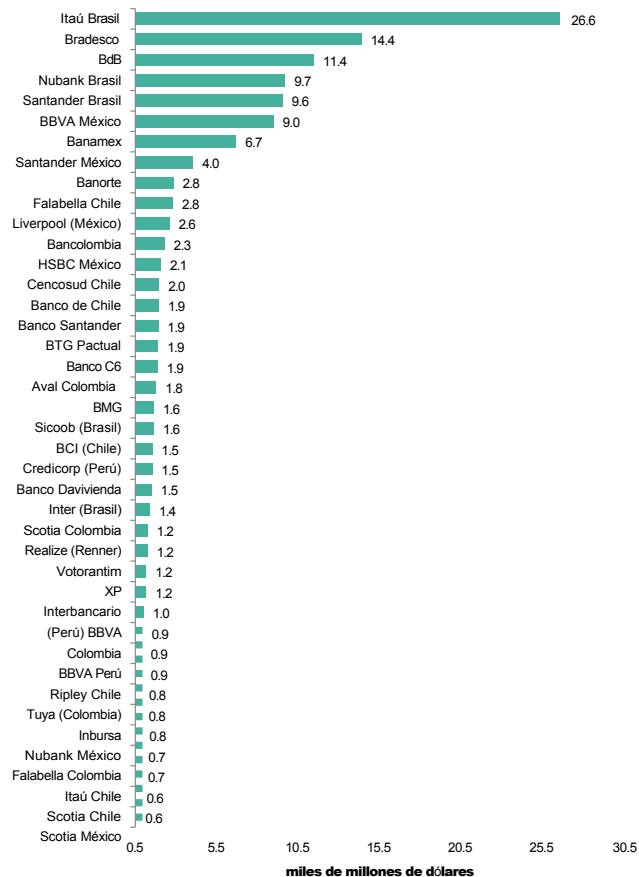
El mercado hipotecario latinoamericano sigue dominado por las entidades públicas



Fuente: Jefferies, bancos centrales, organismos reguladores locales, cuentas de las empresas.

Último disponible (junio-23 o marzo-23)

Recuadro 83 - América Latina: Carteras de tarjetas de crédito > 0,5 billones de dólares



Fuente: Jefferies, Bancos Centrales, reguladores locales.

La concentración del mercado ha ido en aumento en las dos últimas décadas, pero se ha ralentizado en los últimos años, dado el ya alto nivel de concentración. Además, la creciente competencia de los nuevos operadores está empezando a afectar a las cuotas de mercado de algunos segmentos, especialmente en Brasil.

En Brasil, la mayor operación entre mercados fue la fusión entre Itaú y Unibanco en 2008, que coincidió con la adquisición del Banco Real por el grupo Santander al consorcio que se hizo con ABN-AMRO. Posteriormente, Bradesco e Itaú compraron las operaciones minoristas de HSBC y Citibank en el país, dejando al Santander como el único gran banco minorista extranjero que opera en la mayor economía de Latinoamérica.

En México, el mercado sigue dominado por los bancos extranjeros, que tienen una cuota combinada del 61,5% en préstamos. Los esfuerzos de la actual administración por promover un comprador local para las operaciones minoristas de Citigroup se han abandonado, y el acuerdo adopta ahora la forma de una posible oferta pública inicial (en 2025, según comentarios públicos de Citigroup).

La concentración del mercado en los países andinos es particularmente elevada (76-92% para los 5 primeros operadores de cada país). Las operaciones más recientes incluyen la adquisición por Itaú Unibanco de las filiales de Corpbanca en Chile y Colombia. Además, Scotiabank compró los activos chilenos de BBVA para convertirse en el tercer banco chileno por préstamos. Scotia está intentando vender algunos activos en Latinoamérica, incluida Colombia.

Salvo algunas posibles operaciones en algunos países relacionadas principalmente con bancos extranjeros que venden negocios subóptimos en algunas regiones, vemos que los niveles de concentración disminuirán en la próxima década, debido a las ganancias de cuota de mercado de los nuevos operadores. Brasil está a la vanguardia de esta tendencia, con una concentración de mercado ya decreciente en algunos segmentos como las tarjetas de crédito, la adquisición de comercios o la gestión de patrimonios. Por ejemplo, Nubank tiene una cuota superior al 10% en tarjetas de crédito, superior ya a la de los cinco primeros bancos, como Banco do Brasil o Santander Brasil.

También vemos potencial de concentración entre los nuevos operadores debido a una base instalada excesiva y a los retos de monetización en algunos operadores en los que el negocio sigue siendo principalmente transaccional. Por último, los inversores no deberían descartar la entrada de nuevos operadores extranjeros a través de participaciones en nuevos operadores (de forma similar a lo que hizo JPMorgan a través del Banco C6 en Brasil).

## La década perdida

El rendimiento total para el accionista de los bancos latinoamericanos ha sido modesto en los últimos diez años. Calculamos una rentabilidad media simple del 1,4% anual durante la última década, medida en USD. Esta cifra contrasta con una TCAC media del valor contable, incluidos los dividendos (excluido Nubank), del 13% durante el mismo periodo en nuestro universo de cobertura. El crecimiento ajustado del valor contable es nuestro método preferido para filtrar las distorsiones no visibles a través de los ROE declarados, como las reformulaciones contables derivadas de la adopción de nuevas normas contables, los gastos extraordinarios relacionados con requisitos de provisión adicionales, los cupones de instrumentos AT1, la valoración a precios de mercado de valores AFS, los impuestos sobre el patrimonio contabilizados directamente contra el patrimonio neto y las diferencias de tipo de cambio en la consolidación, por citar algunos.

Del 13% CAGR en el crecimiento del valor contable al 1,4% CAGR en TSR, ¿dónde está la brecha? Hay esencialmente dos factores que han convertido la TACC del 13% observada en el valor contable ajustado en una media inferior al 2% en la TMAR anual denominada en USD durante la última década.

Uno es la depreciación de la moneda; estimamos lo siguiente

factor "tasas de fuga" anuales para los países clave durante 2012-22: Brasil (depreciación del 9,3% frente a EE.UU.

\$ al año), México (-4,2% al año), Chile (-5,4% al año), Colombia (-7,3% al año) y Perú (-3,8% al año).

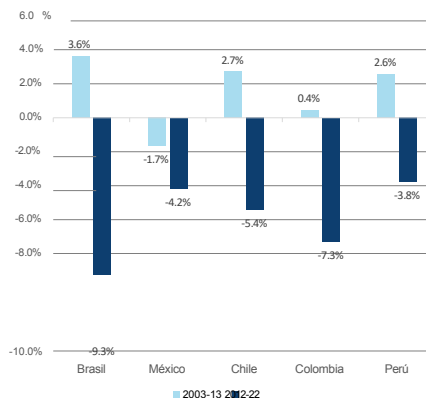
Estas "tasas de fuga de divisas" han sido más elevadas y, por lo tanto, mucho más perjudiciales para la rentabilidad de los inversores de los bancos latinoamericanos que en la década anterior (2003-13):

+3,6% para Brasil, -1,7% para México, +2,7% para Chile,

+0,4% para Colombia y +2,6% para Perú.

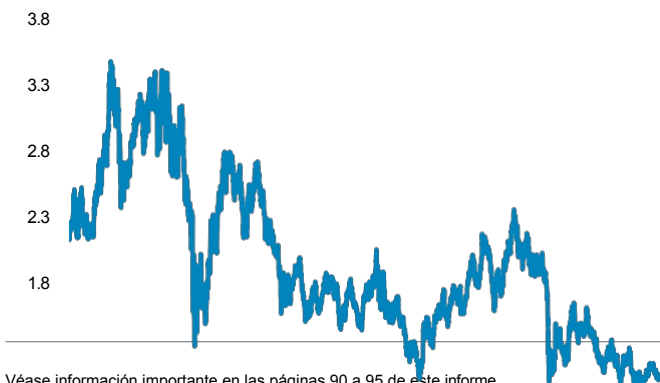
El otro factor principal que afecta a la rentabilidad son los múltiplos de valoración. Un inversor que comprara un valor bancario hace 10 años a un múltiplo contable de 2,5 veces vería diluido su TSR si lo vendiera a 1,5 veces el valor contable, incluso después de sumar los dividendos recibidos durante el periodo. Cuando observamos el P/BV medio ponderado de nuestro universo de cobertura en los últimos 10 años, vemos que se ha producido una depreciación secular, de 1,7 veces el valor contable a 1,1 veces a finales de 2023. Aunque el efecto de esta depreciación probablemente debería analizarse acción por acción, creemos que ha habido varios factores comunes que la han impulsado, entre ellos un ciclo de tipos de interés en fuerte aumento (es decir, que se traduce en un mayor coste de los fondos propios), un ciclo de crédito (vientos en contra en la mayoría de las cinco geografías por cortesía de la inflación y/o la excesiva oferta de crédito antes de que los tipos subieran inesperadamente después de la COVID-19) y un entorno más competitivo a medida que los nuevos actores utilizan la tecnología para perturbar muchos segmentos dentro de la industria. Incluso en los mercados en los que la competencia digital ha sido menor, los bancos tradicionales también se han visto obligados a invertir más para adaptarse al nuevo entorno digital y lanzar nuevos canales de distribución sin poder reducir aún materialmente la red física.

Recuadro 84 - América Latina: Evolución anual del tipo de cambio (frente al USD)



Fuente: Estimaciones de Jefferies.

Recuadro 85 - Bancos latinoamericanos: Múltiplo P/BVx medio ponderado 2004-23



Anexo 86 - Bancos latinoamericanos: CAGR en BVPS ajustado, 2012-22



Véase información importante en las páginas 90 a 95 de este informe.

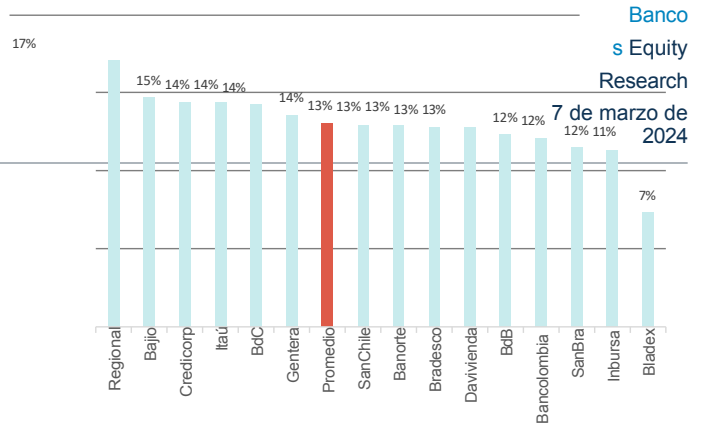
Este informe está destinado exclusivamente a los clientes de Jefferies. Queda prohibida su distribución no autorizada.

0.0%

0.3

2004 2006 2008 2010 2012 2014 2016 2018 2020 2022

Fuente: Jefferies, Factset.



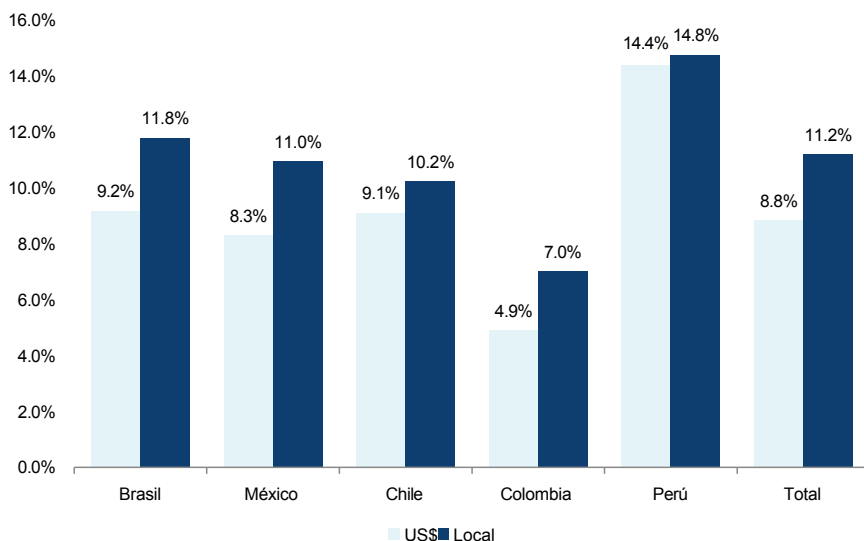
Fuente: Estimaciones de Jefferies, informes anuales de las empresas.



Con el fin de evaluar el impacto de la depreciación de la moneda a nivel nacional, hemos agregado el rendimiento de los ingresos netos por país para el sector bancario durante las dos últimas décadas. Los datos comprenden el historial de ingresos netos de 20 años de más de 200 bancos durante dos décadas.

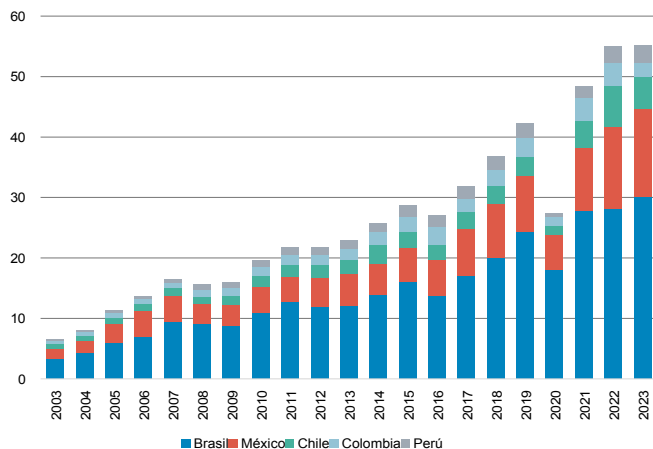
Los beneficios agregados del sector en las cinco geografías clave han pasado de 10.000 millones de dólares en 2003 a los más de 55.000 millones que estimamos para 2023. Esto supone una tasa de crecimiento anual constante del 8,8% a lo largo de 20 años en divisa fuerte (USD). El sector bancario con mejores resultados es el de Perú (14,4% CAGR), mientras que Colombia es el país con peores resultados (+4,9%). Si tomamos las cifras en moneda local, la TCAC del crecimiento de los beneficios netos es un 11,2% superior, lo que sugiere un factor de fuga de divisas del 2,4% anual durante dos décadas. Perú fue de nuevo el sector de mayor crecimiento en moneda local (+14,8% CAGR), siendo Colombia el que registró los peores resultados.

Exposición 87 - América Latina: CAGR en ingresos netos a nivel de industria, 2003-23E



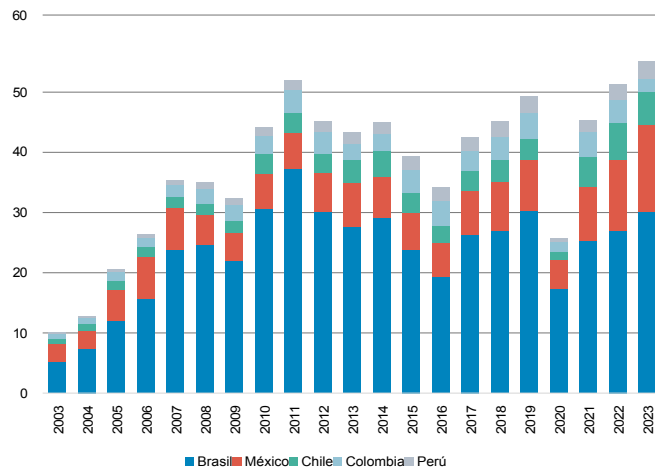
Fuente: Estimaciones de Jefferies, bancos centrales, reguladores locales, comunicados de las empresas.

Anexo 88 - Bancos latinoamericanos: Ingresos netos en miles de millones de dólares constantes



Fuente: Estimaciones de Jefferies, Bancos Centrales.

Anexo 89 - Bancos latinoamericanos: Ingresos netos en miles de millones de dólares reales



Fuente: Jefferies, Bancos Centrales

Dada la importancia de las monedas locales para los rendimientos de los accionistas denominados en

Véase información importante en las páginas 90 a 95 de este informe.

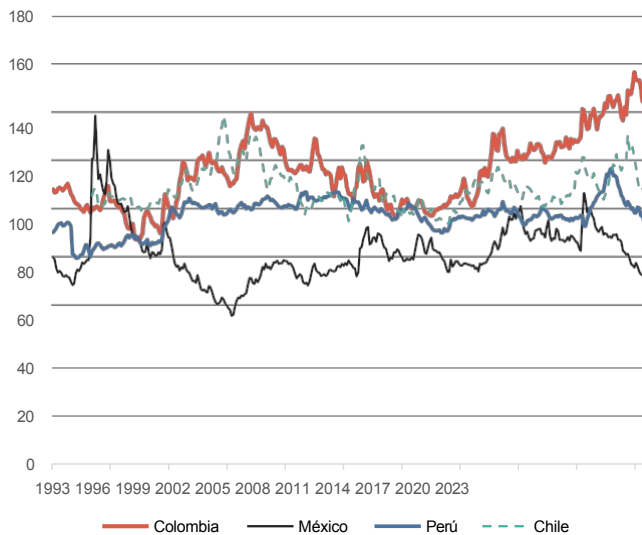
Este informe está destinado exclusivamente a los clientes de Jefferies. Queda prohibida su distribución no autorizada.

USD, de la mayoría de los bancos latinoamericanos, examinamos el rendimiento de las principales monedas latinoamericanas. Para ello, nos basamos en los tipos de cambio efectivos reales (TCER) facilitados por los respectivos bancos centrales. En concreto, utilizamos los tipos de cambio efectivos reales multilaterales, es decir, el tipo de cambio ajustado por el diferencial de inflación frente a una cesta ponderada por el comercio de

divisas. A continuación, mostramos los índices REER por divisa, y también comparamos la última lectura (23-ago) con la última media de 30YRs. Sólo encontramos una divisa con prima respecto a la media de 30 años (el peso mexicano, con un +20%), con el sol peruano con una ligera prima (4%) y tres divisas con descuento respecto a la media de 30 años (el real brasileño, con un descuento del 14%, el peso colombiano, con un descuento del 10,2%, y el peso chileno, con un descuento del 3%).

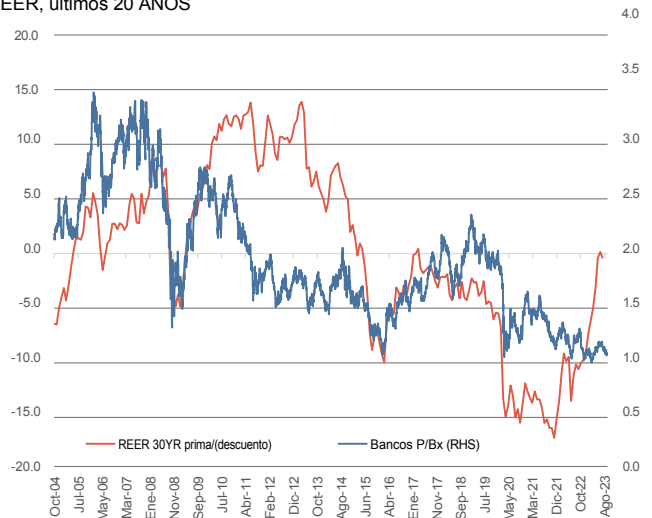
Cuando creamos un índice ponderado por igual para los tipos REER de las cinco divisas, observamos que nuestra cesta cotizaría ahora a la media de 30 años, después de haber estado con un descuento máximo (15%) tan recientemente como a finales de 2021. También comparamos nuestra cesta REER con el múltiplo P/BVx para ilustrar que, a diferencia de 2009 y 2016, el repunte de la mayoría de las divisas latinoamericanas desde el 21 de diciembre no ha ido acompañado de una recalificación de los bancos.

Recuadro 90 - América Latina: Índices REER multilaterales por moneda



Fuente: Estimaciones de Jefferies, Bancos Centrales.

Gráfico 91 - Bancos latinoamericanos P/BVx vs. Índice REER, últimos 20 AÑOS



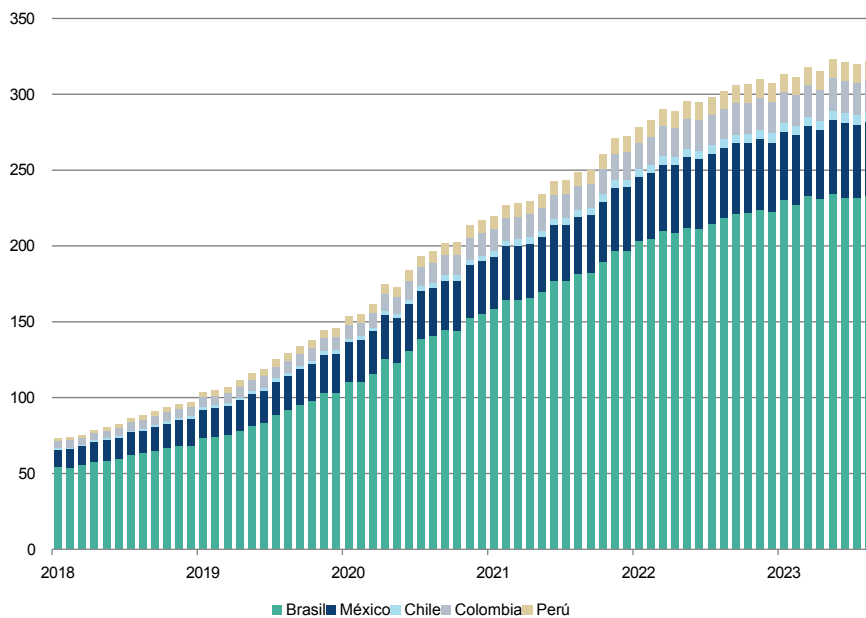
Fuente: Estimaciones de Jefferies, Bancos Centrales, Factset.

## Disrupción: David contra Goliat

La banca digital avanza rápidamente en Latinoamérica: Estimamos que los usuarios activos mensuales (MAU) de las principales aplicaciones financieras se han más que cuadruplicado hasta alcanzar los 320 millones desde principios de 2008 en las cinco geografías clave de Latinoamérica que seguimos. Esto se debe a varios factores, entre los que se incluyen: 1) la elevada adopción de smartphones en la región a pesar de que el PIB per cápita es inferior al de los marcos alemanes; 2) Brasil (que representa más del 70% de los MAU de la región) se ha convertido en un centro de inversiones en tecnología financiera, lo que ha dado lugar a un número sin precedentes de nuevos actores (que ya representan el 60% de los MAU financieros del país); 3) la adopción digital ha cogido desprevenidos a la mayoría de los bancos de Latinoamérica en términos de: 1) una mala experiencia del cliente, 2) altos márgenes y 3) un plazo relativamente corto de los préstamos, exponiéndolos a una rotación potencialmente más alta.

Grandes diferencias por país: Consideramos que Brasil es la zona cero para la disrupción fintech en la región, no sólo por la capacidad de los disruptores para escalar en un mercado con más de 200 millones de consumidores, sino también debido a los márgenes por encima del par y al regulador ultra-innovador (PIX, Open Banking, etc.). Brasil ya cuenta con cuatro empresas multimillonarias en el sector de las fintech (Nu Holdings, Pagseguro, Stone y XP) y alberga muchos otros unicornios si se utiliza la valoración máxima de las cohortes de 2020-22 (Creditas, C6, Ebanx, Neon, Mercado Bitcoin, Dock, Cloudwalk). México sigue ganando impulso rápidamente, con nuevos actores digitales que representan el 25% de los MAU de aplicaciones financieras (43% si excluimos modelos híbridos como Azteca y Coppel) y el rápido desarrollo de algunos modelos interesantes fuera del espacio neobanco/wallet, en particular en PYMES (Konfio y Covalto), crédito al consumo (Kueski) y pagos (Clip). Los bancos de los países andinos y de Chile son los que están experimentando una menor disrupción debido a la menor escala de sus respectivos países y a algunas características regulatorias (topes a las tasas en Chile y Colombia), lo que ha dado a los bancos tradicionales espacio y tiempo para crear sus propias plataformas con el fin de facilitar los pagos y atender a los segmentos más desbancarizados de la población. Es importante señalar que las aplicaciones financieras móviles más utilizadas tanto en Perú como en Colombia (Yape y Nequi) están controladas por los mayores grupos financieros del país (Credicorp y Bancolombia).

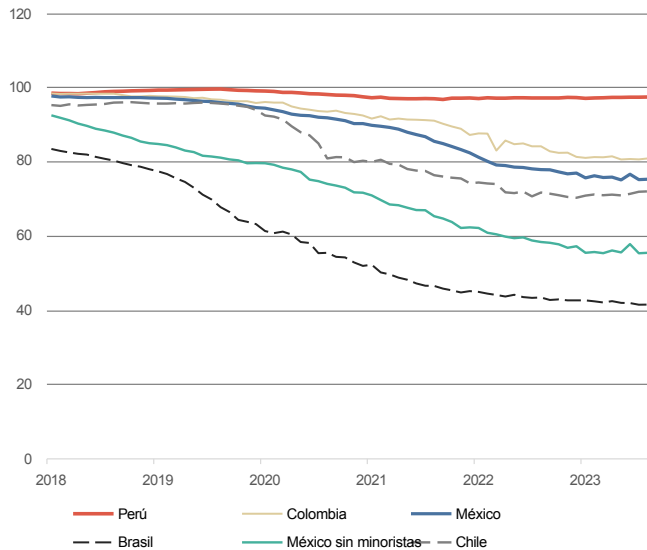
Recuadro 92 - MAUs de aplicaciones financieras clave en países seleccionados de Latinoamérica (m)



---

Fuente: Estimaciones de Jefferies, Sensor Tower.

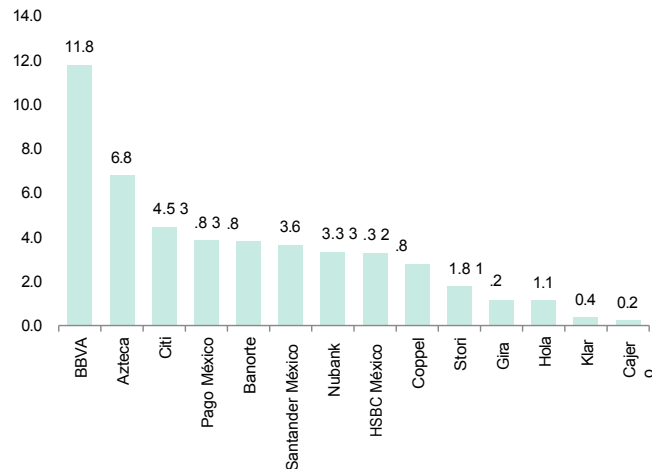
Ilustración 93 - Latam: Cuota de los bancos tradicionales en el total de MAUs de aplicaciones financieras, financieras seleccionadas (Ago-23)



Fuente: Jefferies, Torre de sensores.

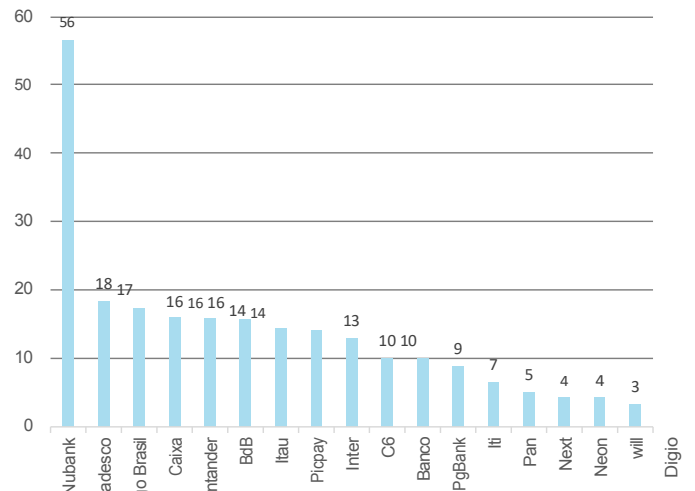
### Los operadores tradicionales incluyen sus subsistemas Fintech controlados

Anexo 95 - México: MAUs (m) de aplicaciones financieras seleccionadas (Ago-23)



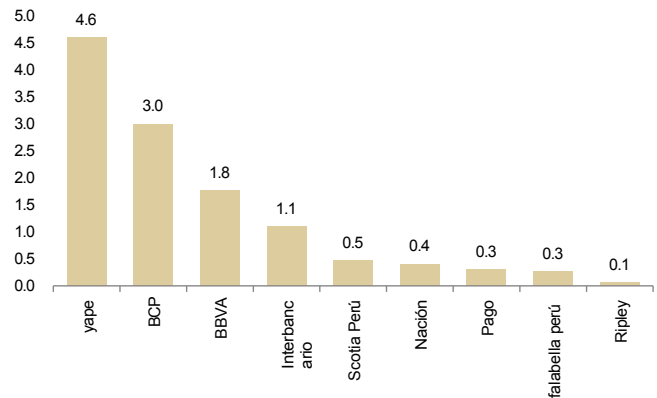
Fuente: Jefferies, Sensor Tower.

%Exhibit 94 - Brasil: MAUs (m) de aplicaciones



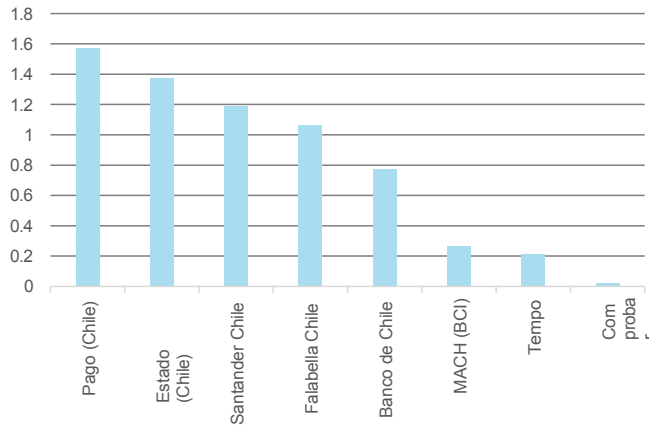
Fuente: Jefferies, Sensor Tower.

Anexo 96 - Perú: MAUs (m) de aplicaciones financieras seleccionadas (Ago-23)



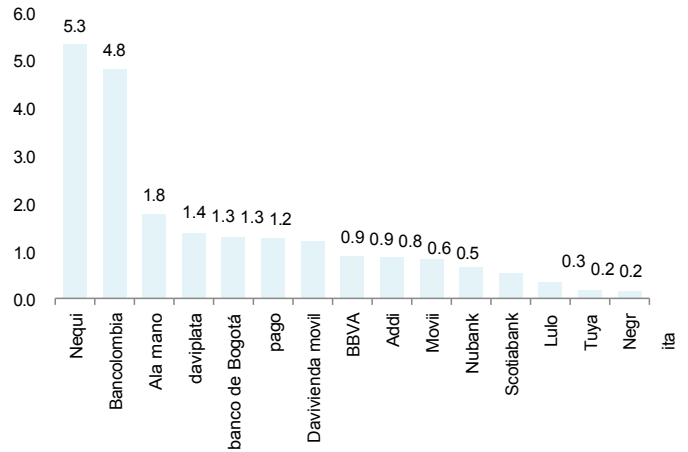
Fuente: Jefferies, Sensor Tower.

Anexo 97 - Chile: MAUs (m) de aplicaciones financieras seleccionadas (Ago-23)



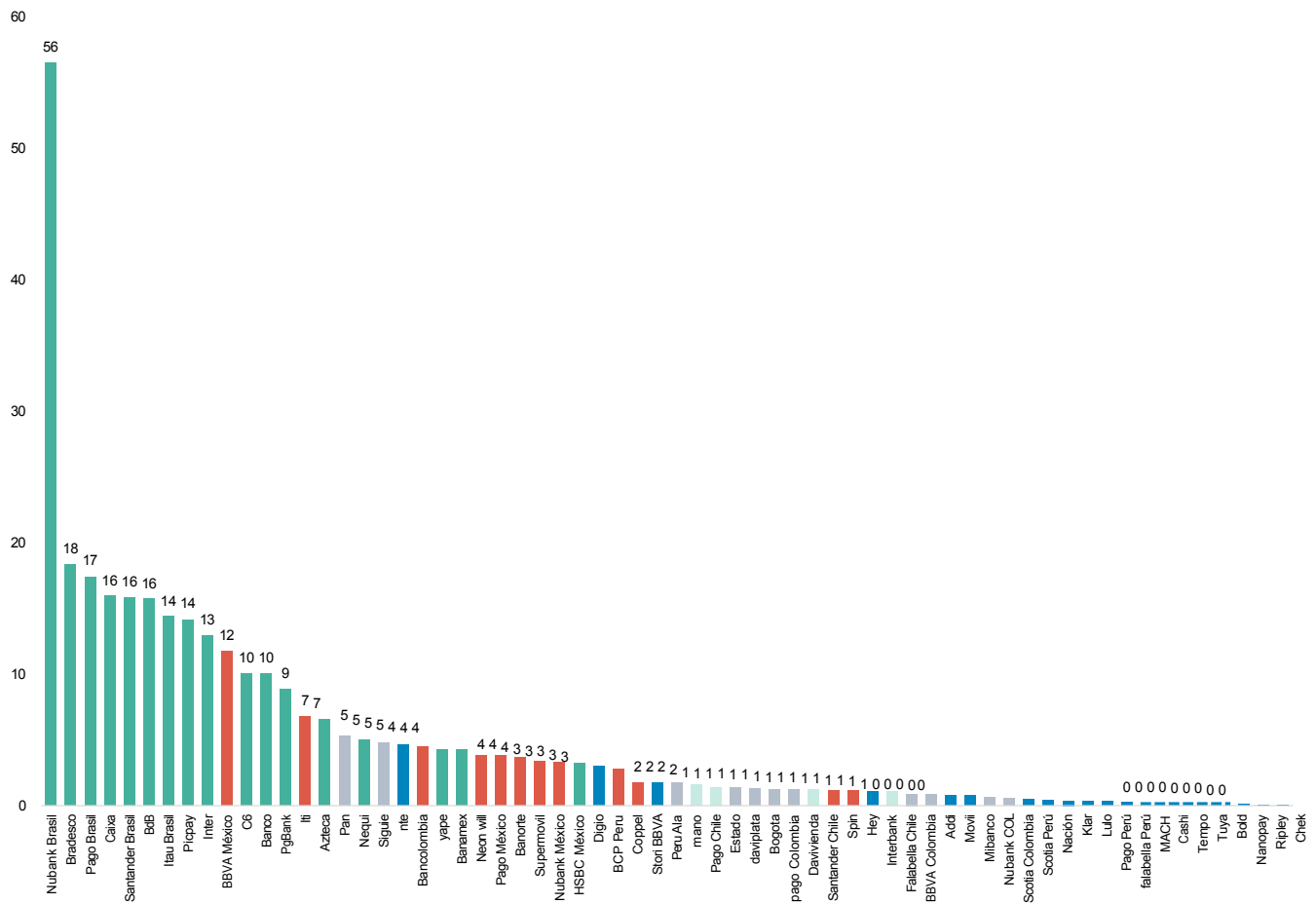
Fuente: Jefferies, Sensor Tower.

Exposición 98 - Colombia: MAUs (m) de aplicaciones financieras seleccionadas



Fuente: Jefferies, Sensor Tower.

Ilustración 99 - Aplicaciones bancarias en Latinoamérica, clasificadas por MAUs (m)- Agosto 2023



Fuente: Jefferies, Sensor Tower.

Verde: Brasil, Rojo: México, Gris: Colombia, Azul: Perú y Chile

## Reflexiones de alto nivel sobre Latam Fintech:

- Estamos a favor de las fintech, que llevan el crédito en su ADN. En la mayoría de los mercados bancarios, el crédito es, con diferencia, la mayor fuente de beneficios en el sector minorista (hasta el 70% en Brasil, por ejemplo), por lo que la concesión de préstamos es clave, especialmente en los países en desarrollo.

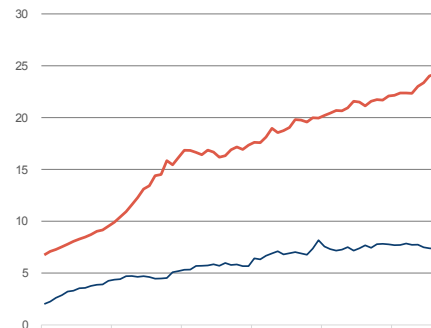
en un contexto en el que esperamos que la disrupción siga erosionando la economía unitaria en los negocios más transaccionales y menos intensivos en capital. La transición de un modelo transaccional a otro prestamista es una tarea compleja, si no casi imposible para la mayoría.

- La principalidad de la cuenta es clave para la suscripción de créditos. No se trata sólo del puro proceso de suscripción, sino que la principalidad de la cuenta reduce materialmente la frecuencia de impago. Es difícil lograr una baja frecuencia de impago como monolínea en el espacio de préstamos no garantizados, al menos en Latam, donde los datos crediticios están por debajo del par.
- Bancos rápidos, sólo viables en mercados pequeños. Varios bancos de la región han lanzado

plataformas digitales autónomas ("lanchas rápidas") para competir cara a cara con los nuevos operadores. Aunque creemos que esto podría tener sentido en mercados más pequeños, en general no son viables en mercados grandes en los que se está construyendo un ecosistema fintech completo. Ya observamos signos de fatiga en algunas de las "lanchas rápidas" de los operadores tradicionales brasileños (MAU agregados estancados desde hace casi dos años, junto con una baja monetización a través del crédito).

- La escala no es alcanzable para la mayoría de los operadores. Dada la naturaleza de muchos de los nuevos operadores (disruptivos en precios y negocios de bajo coste), la escala es crucial. Creemos que hay demasiados neobank/ en México y Brasil. A medio plazo, cabe esperar cierta consolidación o la desaparición de algunos operadores.
- La financiación estable es imprescindible para los modelos de préstamo sin garantía. Si bien los fondos propios y la financiación mayorista desempeñan un papel importante en las fases de crecimiento de muchos nuevos operadores, creemos que el paso a una financiación estable es fundamental para los modelos de préstamo sin garantía. marco de financiación, sobre todo si se trata de préstamos sin garantía, es clave. La financiación minorista permite la resiliencia del modelo, puede ser una fuente de beneficios y permite más principado y más apalancamiento. La titulización es una opción disponible sólo en Brasil y sobre todo para préstamos garantizados.
- La concesión óptima de licencias varía según el mercado. La regulación de Brasil es la mejor para los operadores que no tienen que optar por una licencia bancaria completa, mientras que México, por ejemplo, se sitúa en el otro lado del espectro y donde una licencia bancaria es la más óptima tanto desde el punto de vista normativo como de financiación.
- Lecciones de Brasil. El éxito de Brasil en la creación de campeones fintech no es sólo una cuestión de escala. El desarrollo del PIX (pagos instantáneos), por ejemplo, ha sido crucial para la La fragmentación del mercado, dada la fricción anterior a la hora de mover dinero entre diferentes cuentas. El gran crecimiento de nuevos adquirentes comerciales que atienden a la cola larga también ha sido importante para digitalizar los pagos e incentivar la adopción de nuevos bancos digitales. Brasil ha desarrollado su propia industria BaaS/FaaS, que no solo ha acortado el tiempo de comercialización de muchas empresas disruptivas, sino que también ha reducido la inversión inicial necesaria para los actores más pequeños. Esto ha dado lugar a muchos casos de usuarios de finanzas integradas en Brasil que complementan el ecosistema.
- Finanzas Abiertas. Brasil va muy por delante en la adopción de las Finanzas Abiertas, con cifras que empiezan a ser alentadoras. En septiembre, el número de llamadas ascendía a

Anexo 100 - Brasil: Cuota de mercado en MAUs en Fintechs seleccionadas, %.



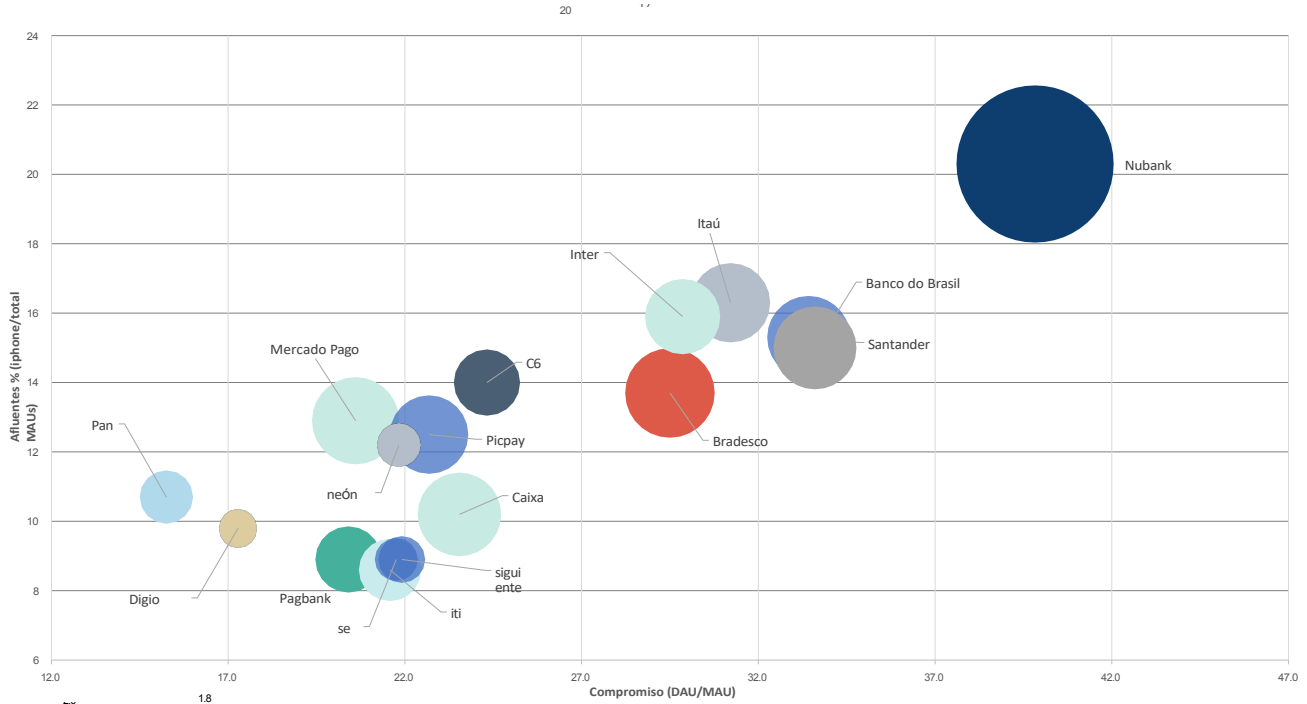
1.300 millones, sólo 24 meses después del lanzamiento de Open Finance.

de la Fase 2. Esperamos que Open Finance aumente la competencia, ya que se dirige a uno de los fosos más importantes de los bancos tradicionales (la riqueza de datos sobre su base de clientes existente). No es sorprendente que la mayor cuota de mercado en llamadas de Open Banking sea Nubank, con una cuota de mercado de casi el 50% medida en número de llamadas API. Esperamos la adopción de Open Finance en el resto de los países de Latam en los próximos cinco años.





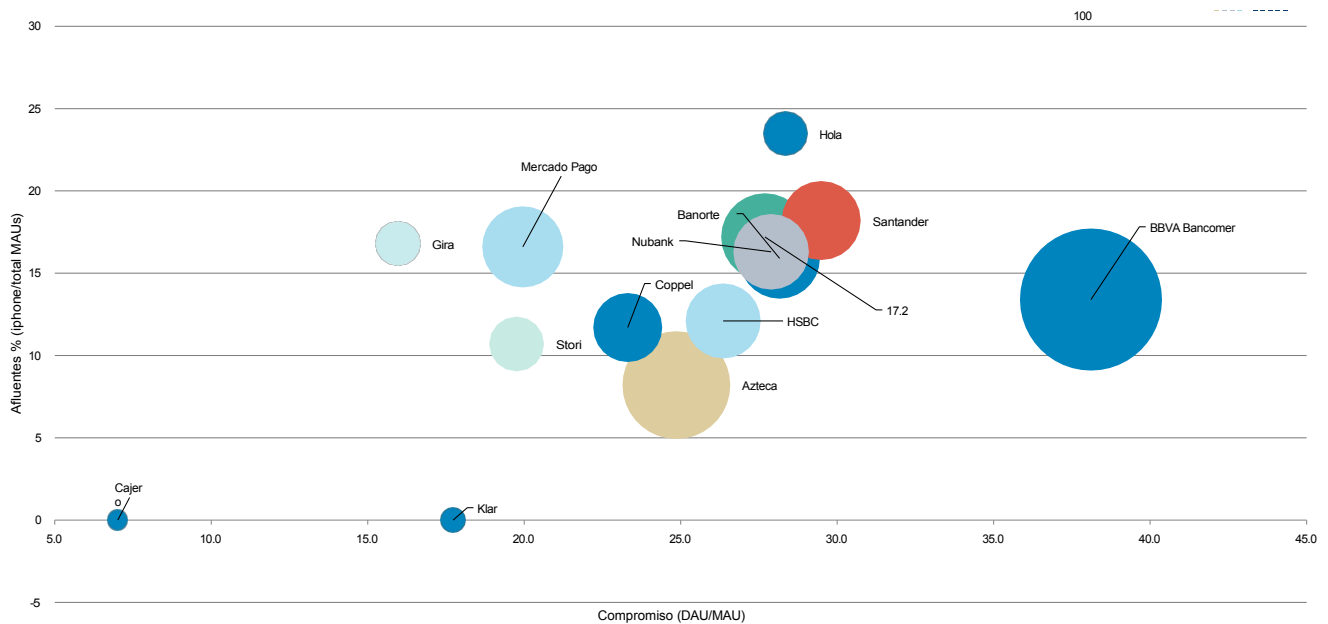
## Anexo 101 - Brasil: Engagement y peso del segmento afluente en las principales apps de aletas



Fuente: Estimaciones de Jefferies, Sensor Tower.

El tamaño de la burbuja indica MAU (m) en Ago-23

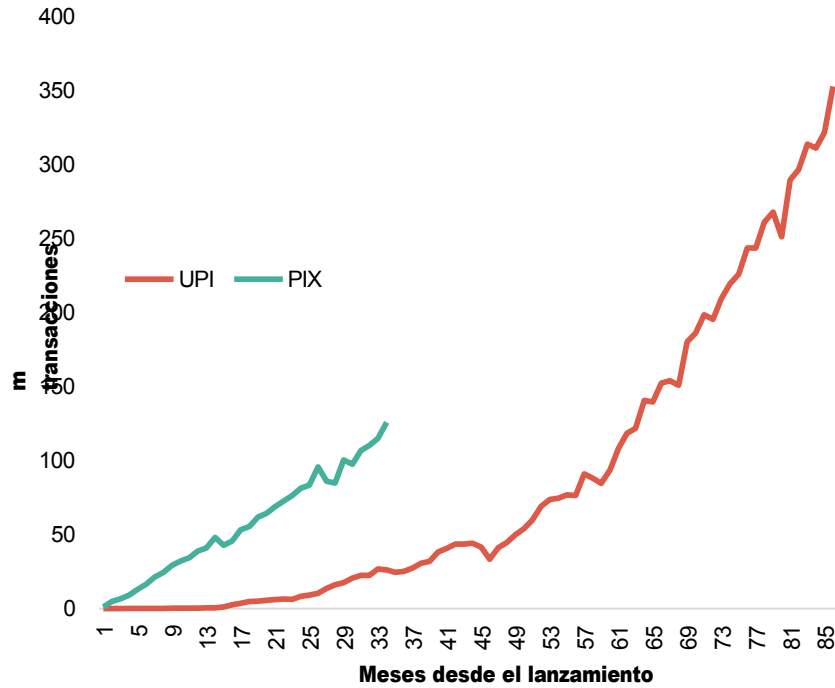
## Anexo 102 - México: Engagement y peso del segmento afluente en las principales apps de aletas



Fuente: Estimaciones de Jefferies, Sensor Tower.

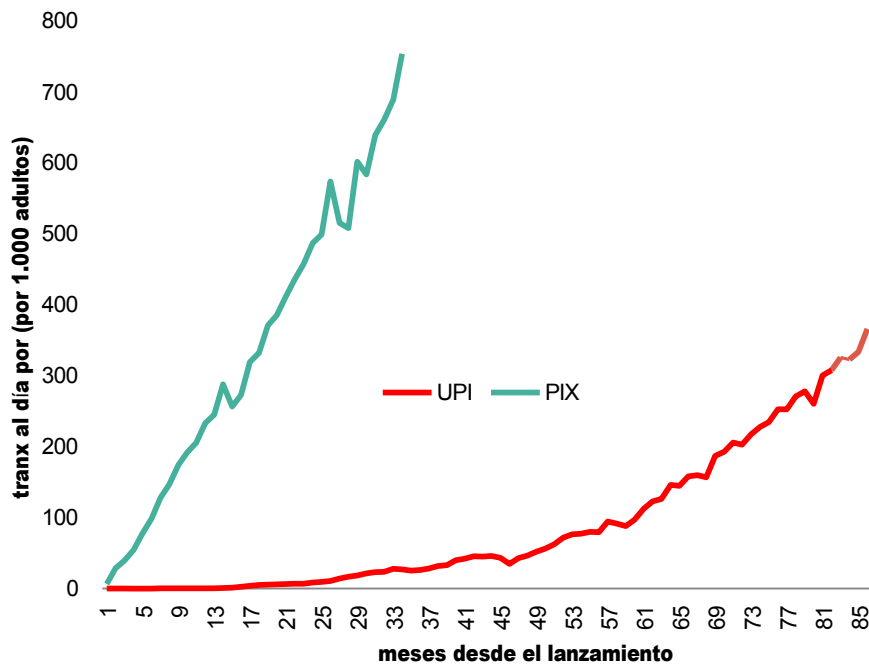
El tamaño de la burbuja indica MAU (m) en Ago-23

Anexo 103 - Pagos instantáneos: India frente a Brasil, transacciones por día desde el lanzamiento



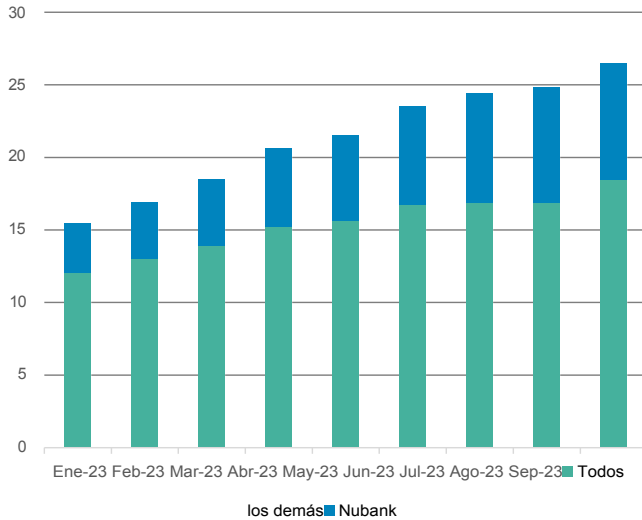
Fuente: BACEN, npc

Ilustración 104 - Pagos instantáneos: India frente a Brasil, transacciones diarias por cada 1.000 adultos



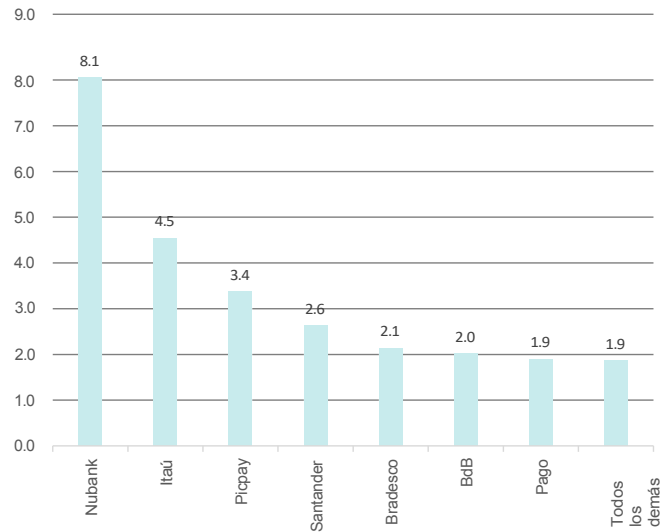
Fuente: BACEN, npc

Anexo 105 - Brasil: Consentimientos únicos en Open Finance, Sep-23 (m)



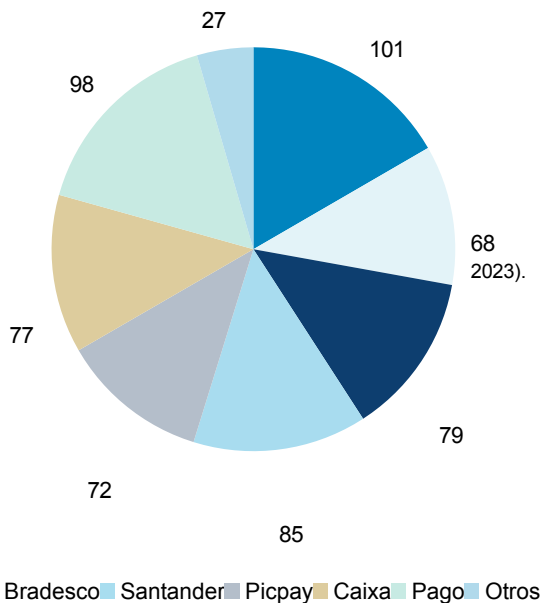
Fuente: Estimaciones de Jefferies, openfinancebrasil.org

Anexo 106 - Brasil: Open Finance consentimientos únicos por jugador, m (Sep23)



Fuente: Estimaciones de Jefferies, openfinancebrasil.org

Anexo 107 - Brasil: Llamadas API de Nubank por banco receptor, 1ª semana de sep-23, m



Nubank tiene una cuota del 48% en el total de llamadas salientes a la API en el entorno de Open Finance (último datos disponibles, 1ª semana de septiembre de 2023).

Fuente: Estimaciones de Jefferies, openfinancebrasil.org

## Panorama de la diversificación en BBVA

Algo menos de la mitad de los ingresos de BBVA en el ejercicio 2013 se generaron en México, una cuarta parte en España y la cuarta parte restante se repartió a partes iguales entre Turquía y otros países sudamericanos. Sin embargo, existe un grado importante de variación en la rentabilidad por mercados, con México contribuyendo con un 55% a los beneficios del grupo (frente al 47% de los ingresos), España con un 30% (frente al 29% de los ingresos), Turquía con un 5% y América del Sur con un 25%.

(frente al 10% de los ingresos) y el resto de la empresa sólo representa el 10% de los beneficios (frente al 18% de los ingresos).

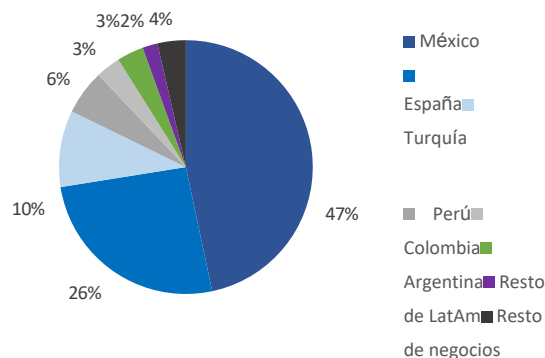
Si se considera la rentabilidad de los activos ponderados por riesgo, el negocio de México parece especialmente atractivo, con un RoRWA del 5,8% en 2023. España ocupa el segundo lugar, con un 2,3%, y el resto de los negocios se sitúan en torno al 1%.

Recuadro 108 - Rentabilidad por mercado

RoRWAs	2022	2023	2024e	2025e	2026e
México	5.8%	5.8%	5.7%	5.2%	4.9%
España	1.6%	2.3%	2.4%	2.2%	2.1%
LatAm	1.6%	1.3%	1.1%	0.7%	0.6%
Resto de empresas	0.7%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%
Turquía	0.9%	1.0%	1.0%	1.2%	1.2%
<b>Grupo</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.0%</b>

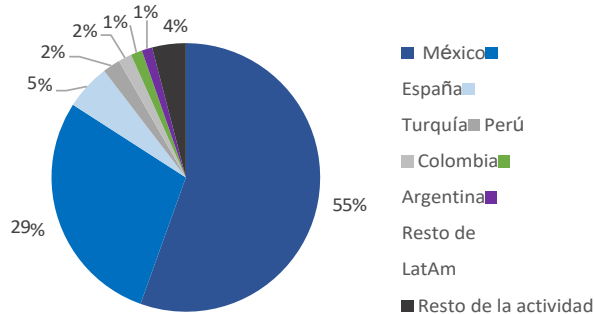
Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

Anexo 109 - Grupo BBVA - Año fiscal 23 Desglose geográfico de los ingresos



Fuente: Informes de las empresas, estudios de Jefferies

Recuadro 110 - Grupo BBVA - Ejercicio 2013 Desglose geográfico de los beneficios



Fuente: Informes de las empresas, estudios de Jefferies

## BBVA | El empleo mexicano

La posición de BBVA en México merece un capítulo aparte, pues creemos que sigue siendo una joya de la corona. BBVA invirtió unos 7.300 millones de dólares en la compra del banco mexicano (en cinco tramos, entre 2000 y 2004). La compra formaba parte del proceso de recapitalización del atribulado sistema bancario mexicano de entonces. BBVA adquirió una de las dos franquicias fuertes disponibles (Bancomer y Banamex) mientras que los otros bancos extranjeros (Scotia, Santander y HSBC) adquirieron franquicias más débiles aunque a múltiplos relativamente poco exigentes. La inversión total de los bancos extranjeros en el sistema bancario mexicano ascendió a 24.600 millones de dólares.

BBVA México no es sólo el mayor banco de México en la actualidad, sino también el más rentable de los grandes bancos que operan en México y en la región. En 2023, BBVA México obtuvo un beneficio neto de 100.000 millones de pesos mexicanos. Utilizando los datos disponibles del sector para el 3T 23, BBVA obtiene el 32% de los beneficios del sistema (sólo bancos, excluyendo seguros y otros negocios no bancarios). Más ilustrativo es el hecho de que BBVA México es capaz de obtener el 32% de los beneficios del sistema con sólo el 25% de la cartera de préstamos, que es una mezcla de una participación del 25% en los ingresos y del 17% en los gastos generales. BBVA ha alcanzado un nivel de productividad sin precedentes para cualquier gran banco que opere en la región, con la excepción quizás del BCP en Perú (50% de los beneficios del sistema en 2023),

Estos impresionantes resultados se deben a una combinación de activos muy equilibrada (fuerte posición en todos los segmentos, incluidos cooperativas, consumidores y PYME), una sólida franquicia de depósitos (el coste de financiación más barato de México) y unas inversiones en tecnología muy por encima de la media. El principal debate en México no es si BBVA México está adelantado con respecto a sus competidores en términos de transformación tecnológica y cultural, sino cuántos años lo está. Esto sitúa a BBVA México en una posición muy fuerte para competir en lo que creemos que va a ser un entorno más competitivo liderado por disruptores como Nubank (Comprar). Vemos a BBVA en una posición de liderazgo no sólo para capturar el crecimiento procedente de los crecientes niveles de bancarización en el país, sino también bien preparado para competir con los nuevos disruptores en términos de precios, distribución e innovación. Mientras que otros bancos del país necesitan reconfigurar su posición -lo que implica la necesidad de una mayor consolidación- BBVA sólo tiene que seguir haciendo más de lo mismo, lo que implicaría efectivamente algunos beneficios de apalancamiento operativo.

En nuestro modelo para BBVA México, suponemos una TACC de los préstamos del 11% en 2023-26, lo que se traduce en una TACC del 6% y del 6% en ingresos netos y comisiones, respectivamente, que a su vez generarán una TACC del 4% en el beneficio neto. En 2026, BBVA México aportará el 58% del beneficio neto del grupo BBVA (excluida la contribución del Centro Corporativo), según nuestras estimaciones.

Anexo 111 - Adquisición de Bancomer por BBVA

	Nota	Participación	millones de dólares
2000	Recapitulemos	36.3%	1,725
2001	Minorías	12.4%	823
2002	Minorías	5.9%	415
2003	Monoridades	4.8%	275
2004	Oferta exprés	40.3%	4,030
<b>Total</b>		<b>100%</b>	<b>7,268</b>

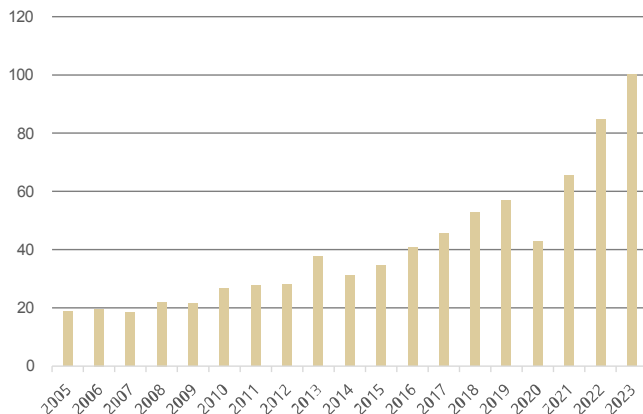
Fuente: Jefferies.

## Anexo 112 - BBVA México: Datos financieros seleccionados en PCGA mexicanos.

MXNm	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
NII	62,102	67,240	67,053	71,264	77,333	83,236	92,496	100,997	113,335	122,627	132,536	136,994	135,483	142,470	186,319	219,000
Tarifas	20,596	20,840	20,612	20,408	18,212	20,175	20,483	21,280	22,666	24,826	26,727	27,316	25,866	28,140	32,421	38,695
Comercio	381	9,116	7,427	6,112	5,463	3,961	3,955	4,182	5,026	7,064	5,958	13,110	12,716	12,999	15,419	25,068
Otros	28	-4,612	-1,578	253	705	653	-2,191	795	790	200	1,476	1,143	-481	1,605	-12,368	-15,625
Equidad	130	318	311	321	173	169	155	78	24	58	117	53	69	208	254	323
<b>Ingresos</b>	<b>83,237</b>	<b>92,902</b>	<b>93,825</b>	<b>98,358</b>	<b>101,886</b>	<b>108,194</b>	<b>114,898</b>	<b>127,332</b>	<b>141,841</b>	<b>154,775</b>	<b>166,814</b>	<b>178,616</b>	<b>173,653</b>	<b>185,422</b>	<b>222,045</b>	<b>267,461</b>
Opex	-31,550	-35,771	-37,163	-40,383	-42,869	-45,444	-48,806	-53,270	-55,920	-58,524	-61,621	-64,839	-66,090	-67,990	-71,110	-84,354
<b>APP</b>	<b>51,687</b>	<b>57,131</b>	<b>56,662</b>	<b>57,975</b>	<b>59,017</b>	<b>62,750</b>	<b>66,092</b>	<b>74,062</b>	<b>85,921</b>	<b>96,251</b>	<b>105,193</b>	<b>113,777</b>	<b>107,563</b>	<b>117,432</b>	<b>150,935</b>	<b>183,107</b>
LLC	-23,994	-27,251	-19,621	-20,011	-22,260	-23,699	-25,526	-28,482	-32,434	-34,079	-32,310	-35,716	-47,128	-26,401	-35,640	-44,995
Antes de impuestos	27,693	29,880	37,041	37,964	36,757	39,051	40,566	45,580	53,487	62,172	72,883	78,061	60,435	91,031	115,295	138,112
Descatalogado	0	0	0	0	1,291	8,085	0	0	872	0	0	0	0	0	0	0
Impuesto	-5,563	-7,463	-9,367	-9,130	-8,994	-9,265	-9,559	-11,094	-13,572	-16,568	-20,243	-21,058	-17,576	-25,516	-30,455	-37,866
Minorías	-172	-805	-979	-1,124	-937	-90	-2	-1	0	-1	-2	-2	1	-13		
<b>Red</b>	<b>21,958</b>	<b>21,612</b>	<b>26,695</b>	<b>27,710</b>	<b>28,123</b>	<b>37,781</b>	<b>31,005</b>	<b>34,485</b>	<b>40,787</b>	<b>45,603</b>	<b>52,638</b>	<b>57,001</b>	<b>42,860</b>	<b>65,502</b>	<b>84,840</b>	<b>100,246</b>
Equidad	107,431	114,016	125,430	133,392	142,029	156,953	166,835	178,236	189,828	197,286	216,856	238,212	271,525	318,715	339,512	396,460
Dividendos	18,691	16,231	16,209	18,633	19,399	20,568	20,568	21,475	23,531	34,586	31,922	36,846	10,919	11,080	53,945	45,400
RWAs	774,637	847,460	935,256	1,045,271	1,083,980	1,096,071	1,175,293	1,291,410	1,392,051	1,455,055	1,549,712	1,665,915	1,634,681	1,627,385	1,683,874	1,959,090
o/w crédito	521,611	509,323	554,562	620,875	633,462	703,354	747,208	863,291	967,882	1,001,807	1,095,804	1,100,878	1,085,281	1,032,394	1,129,471	1,245,702
o/w otros	253,026	338,137	380,694	424,396	450,518	392,717	428,085	428,119	424,169	453,248	453,908	565,037	549,400	594,991	554,403	713,388
CET1	81,721	101,074	113,589	118,540	119,628	130,504	136,451	144,463	158,728	176,789	192,852	207,988	235,404	271,234	283,355	306,808
CET 1%	10.5	11.9	12.1	11.3	11.0	11.9	11.6	11.2	11.4	12.1	12.4	12.5	14.4	16.7	16.8	15.7
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Préstamos productivos	502,000	504,564	565,302	610,216	642,171	697,749	786,432	882,663	1,001,269	1,058,117	1,142,174	1,218,088	1,211,829	1,291,449	1,487,229	1,645,559
Morosidad	16,429	19,844	14,242	19,681	21,686	22,675	21,952	21,405	22,759	22,745	23,274	27,455	37,484	22,699	23,848	28,104
Total	518,429	524,408	579,544	629,897	663,857	720,424	808,384	904,068	1,024,028	1,080,862	1,165,448	1,245,543	1,249,313	1,314,148	1,511,077	1,673,663
Ex Gobierno	474,093	474,045	498,869	537,953	576,737	631,279	680,396	766,553	881,388	956,598	1,036,270	1,074,363	1,087,698	1,141,540	1,325,341	1,482,364
RoRWAs	2.83	2.55	2.85	2.65	2.59	2.71	2.64	2.67	2.93	3.13	3.40	3.42	2.62	4.02	5.04	5.12
ROE	21.1	19.5	22.3	21.4	20.4	25.3	19.2	20.0	22.2	23.6	25.4	25.1	16.8	22.2	25.8	27.2
Fondos propios/RWAs	13.9	13.5	13.4	12.8	13.1	14.3	14.2	13.8	13.6	13.6	14.0	14.3	16.6	19.6	20.2	20.2
Crédito APR/Crédito	100.6	97.1	95.7	98.6	95.4	97.6	92.4	95.5	94.5	92.7	94.0	88.4	86.9	78.6	74.7	74.4
Total APR/Crédito	149	162	161	166	163	152	145	143	136	135	133	134	131	124	111	117
Fondos propios sobre préstamos	22.7	24.1	25.1	24.8	24.6	24.9	24.5	23.3	21.5	20.6	20.9	22.2	25.0	27.9	25.6	26.7
Coste del riesgo	5.1	5.7	4.0	3.9	4.0	3.9	3.9	3.9	3.9	3.7	3.2	3.4	4.4	2.4	2.9	3.2
Beneficio neto sobre préstamos %	4.6	4.6	5.4	5.2	4.9	6.0	4.6	4.5	4.6	4.8	5.1	5.3	3.9	5.7	6.4	6.8
Oficinas	1,862	1,797	1,797	1,811	1,797	1,794	1,831	1,818	1,836	1,840	1,833	1,860	1,746	1,716	1,733	1,706
Empleados	35,470	32,568	34,082	35,337	38,868	37,440	37,674	38,102	36,681	36,315	35,392	36,771	36,111	39,400	42,739	45,836
Cajeros automáticos	5,777	6,200	6,720	7,710	7,733	7,749	8,996	10,772	11,434	11,724	12,477	13,170	12,950	13,400	14,019	14,500

Fuente: Jefferies, BBVA México.

## Anexo 113 - BBVA México: Beneficio neto (miles de millones de MXN)



Fuente: Jefferies, BBVA México.

## Anexo 114 - BBVA México: Beneficio neto



Fuente: Jefferies, BBVA México.

Recuadro 115 - Bancos mexicanos: Datos clave en el 3T 23

MXnbn	BBVA	Banamex	Santander	Banorte	HSBC	Scotia	Otros	Total
NII	52,361	22,940	22,025	25,827	10,020	6,704	61,174	201,052
Tarifas	10,770	7,528	5,705	4,054	2,120	1,028	7,452	38,658
Comercio	135	750	1,586	789	700	416	9,891	14,268
Otros	-2,086	-967	-1,415	-1,117	-238	255	-6,244	-11,813
Ingresos	61,180	30,252	27,901	29,553	12,602	8,403	72,273	242,165
Opex	-19,982	-20,228	-12,237	-10,372	-7,603	-4,128	-40,644	-115,195
APP	41,198	10,023	15,665	19,181	4,999	4,276	31,629	126,970
LLC	-12,198	-2,231	-6,471	-4,461	-2,850	-574	-7,567	-36,353
Otros	75	311	127	83	131	97	485	1,310
Antes de impuestos	29,075	8,103	9,321	14,803	2,280	3,799	24,547	91,927
Impuestos	-7,426	-2,173	-2,570	-3,782	-287	-863	-7,982	-25,083
<b>Red</b>	<b>21,649</b>	<b>5,930</b>	<b>6,751</b>	<b>11,020</b>	<b>1,993</b>	<b>2,936</b>	<b>16,565</b>	<b>66,844</b>
Préstamos comerciales	889,645	346,399	450,384	572,093	210,691	249,550	1,258,100	3,976,863
o/w empresas	670,154	243,678	356,667	371,657	182,835	209,663	1,074,135	3,108,790
o/w público	184,670	48,252	81,352	163,553	18,903	14,900	116,517	628,147
o/w Fis	34,821	54,470	12,365	36,883	8,953	24,988	67,447	239,926
Préstamos al consumo	415,122	193,632	177,653	171,771	98,881	35,268	286,913	1,379,240
o/w Tarjetas	167,605	120,554	77,306	52,884	38,574	10,221	65,732	532,877
o/w Nómina	138,143	55,857	51,361	76,991	33,509	1,760	7,505	365,126
o/w Personal	59,707	17,209	16,613	1,035	12,163	5,437	110,539	222,704
o/w Autos	49,653	11	31,183	40,837	13,779	17,839	30,843	184,145
o/w Otros	14	0	1,190	25	855	11	72,293	74,389
Hipotecas	329,198	69,236	219,278	250,953	141,092	214,660	77,745	1,302,162
<b>Total préstamos</b>	<b>1,633,966</b>	<b>609,267</b>	<b>847,315</b>	<b>994,817</b>	<b>450,664</b>	<b>499,478</b>	<b>1,622,757</b>	<b>6,658,265</b>
o/w Tiempo	270,850	228,429	319,001	321,094	153,449	248,760	708,088	2,249,671
o/w Demanda	1,319,135	697,973	558,425	682,570	342,561	269,988	1,104,850	4,975,502
Depósitos totales	1,589,985	926,403	877,426	1,003,665	496,009	518,748	1,812,938	7,225,173
Activos	<b>2,915,060</b>	<b>1,461,823</b>	<b>1,939,153</b>	<b>1,717,965</b>	<b>803,322</b>	<b>807,087</b>	<b>3,681,982</b>	<b>13,326,392</b>
Equidad	326,779	206,183	174,637	155,552	77,670	81,123	477,527	1,499,471
NIM/Préstamos	13.0	15.3	10.6	10.6	9.0	5.4	15.1	12.3
ROE	26	12	15	28	10	15		18
C/I	32.7	66.9	43.9	35.1	60.3	49.1	56.2	47.6
LLC	206.2							
LTDx	1.0	0.7	1.0	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9
Fondos propios /Préstamos	20.0	33.8	20.6	15.6	17.2	16.2	29	22.5
Fondos propios/activos %.	11.2	14.1	9.0	9.1	9.7	10.1	13.0	11.3

fuente: Jefferies, CNBV.



Anexo 116 - Bancos mexicanos: Cuota de mercado en todas las líneas, % (3T 23)

%	BBVA	Banamex	Santander	Banorte	HSBC	Scotia	Otros	Total
NII	26.0	11.4	11.0	12.8	5.0	3.3	30.4	100
Tasas	27.9	19.5	14.8	10.5	5.5	2.7	19.3	100
Comercio	0.9	5.3	11.1	5.5	4.9	2.9	69.3	100
Otros	17.7	8.2	12.0	9.5	2.0	-2.2	52.9	100
Ingresos	25.3	12.5	11.5	12.2	5.2	3.5	29.8	100
Opex	17.3	17.6	10.6	9.0	6.6	3.6	35.3	100
APP	32.4	7.9	12.3	15.1	3.9	3.4	24.9	100
LLC	33.6	6.1	17.8	12.3	7.8	1.6	20.8	100
Otros	5.7	23.8	9.7	6.3	10.0	7.4	37.0	100
Antes de impuestos	31.6	8.8	10.1	16.1	2.5	4.1	26.7	100
Impuestos	29.6	8.7	10.2	15.1	1.1	3.4	31.8	100
Red	32.4	8.9	10.1	16.5	3.0	4.4	24.8	100
Préstamos comerciales	22.4	8.7	11.3	14.4	5.3	6.3	31.6	100
o/w empresas	21.6	7.8	11.5	12.0	5.9	6.7	34.6	100
o/w público	29.4	7.7	13.0	26.0	3.0	2.4	18.5	100
o/w Fis	14.5	22.7	5.2	15.4	3.7	10.4	28.1	100
Préstamos al consumo	30.1	14.0	12.9	12.5	7.2	2.6	20.8	100
o/w Tarjetas	31.5	22.6	14.5	9.9	7.2	1.9	12.3	100
o/w Nómina	37.8	15.3	14.1	21.1	9.2	0.5	2.1	100
o/w Personal	26.8	7.7	7.5	0.5	5.5	2.4	49.6	100
o/w Autos	27.0	0.0	16.9	22.2	7.5	9.7	16.7	100
o/w Otros	0.0	0.0	1.6	0.0	1.1	0.0	97.2	100
Hipotecas	25.3	5.3	16.8	19.3	10.8	16.5	6.0	100
Total préstamos	24.5	9.2	12.7	14.9	6.8	7.5	24.4	100
o/w Tiempo	12.0	10.2	14.2	14.3	6.8	11.1	31.5	100
o/w Demanda	26.5	14.0	11.2	13.7	6.9	5.4	22.2	100
Depósitos totales	22.0	12.8	12.1	13.9	6.9	7.2	25.1	100
Activos	21.9	11.0	14.6	12.9	6.0	6.1	27.6	100
Equidad	21.8	13.8	11.6	10.4	5.2	5.4	31.8	100

fuente: Jefferies, CNBV,

## Panorama de la diversificación del Santander

Brasil y España fueron los principales contribuyentes a los ingresos de Santander en el ejercicio 2013, representando alrededor del 40% de la cifra de ingresos - el 60% restante de los ingresos se repartió entre EE.UU. (12%), Reino Unido, México y otra Europa (10% cada uno), el Digital Consumer Bank (9%) y otros negocios (9%). Sin embargo, el nivel de rentabilidad de los mercados varió, con un 20% de los beneficios en España, un 16% en Brasil, seguido de México (13%), el Reino Unido y otra Europa (13% cada uno), el Digital Consumer Bank (10%) y EE.UU. (8%).

El cuadro siguiente presenta la rentabilidad de los activos ponderados en función de las principales zonas geográficas: México presenta los niveles de rentabilidad más atractivos, seguido de Europa (impulsada por Portugal)

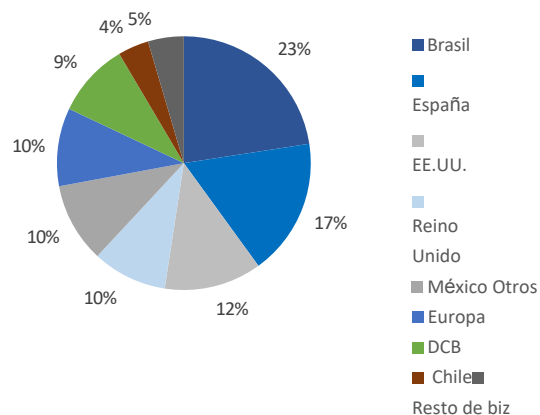
y el Reino Unido. Creemos que merece la pena señalar que incluso el mercado de mayor rentabilidad para Santander, México, sigue siendo inferior a BBVA (4,5% RoRWAs en SAN frente a 5,8% en BBVA). Aunque vemos que la rentabilidad está empezando a disminuir en la mayoría de los mercados, observamos un aumento en Brasil (+110 puntos básicos en 2026e frente a 2023), con una rentabilidad global del grupo estable en 2026 frente a 2023.

Recuadro 117 - Rentabilidad de los APR por mercados clave

RoRWAs	2022	2023	2024e	2025e	2026e
México	4.0%	4.5%	4.0%	3.8%	3.5%
Otros países europeos	2.1%	3.2%	3.3%	3.1%	2.8%
REINO UNIDO	1.9%	2.6%	2.0%	1.9%	2.0%
Resto del negocio	1.9%	2.5%	1.9%	1.0%	1.1%
Chile	2.5%	2.1%	2.2%	2.3%	2.1%
Brasil	2.7%	1.8%	2.6%	2.9%	3.0%
España	1.1%	1.7%	1.8%	1.7%	1.6%
DCB	1.6%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%
US	2.1%	1.1%	0.5%	0.5%	0.6%
<b>Total</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>

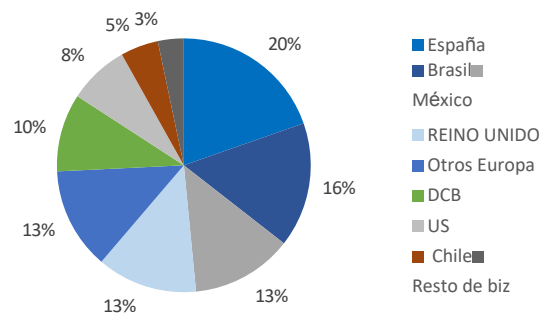
Fuente: Informes de las empresas, estudios de Jefferies

## Anexo 118 - Grupo Santander - Año fiscal 23 Desglose geográfico de los ingresos



Fuente: Informes de las empresas. Investigación de Jefferies

## Anexo 119 - Grupo Santander - Beneficios en el ejercicio 23 desglosados por áreas geográficas



Fuente: Informes de las empresas, estudios de Jefferies

## Santander | Cómo solucionarlo

La diversificación geográfica ha estado en el centro de la estrategia del Santander desde hace más de dos décadas. Los inversores pueden remontarse a las primeras cartas anuales del anterior Presidente, Emilio Botín, para comprobar que la diversificación era ya una prioridad absoluta para el grupo. Esto ha llevado a la configuración del grupo, que hoy consiste en fuertes posiciones en los principales mercados desarrollados (España, Portugal, Reino Unido y Polonia) y exposición a tres de los principales mercados emergentes (Brasil, Chile y México). Además, Santander posee varios negocios en EE.UU., principalmente un banco comercial (Santander Bank), un negocio de préstamos para automóviles y algunos negocios de WM/IBs. También hay algunas especializaciones de negocio transfronterizas, como los préstamos para automóviles, que la dirección está intentando replicar ahora en los pagos. La creación de algunas de las mayores participaciones del Santander en estas zonas geográficas ha requerido una fuerte actividad de adquisición. La cuota de mercado del Santander en España se ha disparado hasta el 18% tras realizar algunas de las mayores adquisiciones de la historia del banco español (BCH y Banesto, que en su día fueron los principales bancos españoles). En Brasil, por ejemplo, el Santander tuvo que invertir 20.000 millones de dólares en cinco operaciones diferentes para convertirse en el banco extranjero más importante, y el único, que opera actualmente en el mayor mercado bancario de Latinoamérica.

La diversificación tiene sus ventajas, pero también sus inconvenientes. El mayor problema es que adquirir la franquicia adecuada en el momento adecuado y al precio adecuado en el extranjero suele ser una tarea bastante difícil. Las franquicias sólidas en un ciclo descendente no suelen estar a la venta, pero las franquicias más débiles que requieren un arreglo estructural suelen estar más disponibles. No cabe duda de que el Santander ha realizado algunos movimientos audaces a lo largo del tiempo. Esto incluye la compleja adquisición en varias fases de lo que hoy es Santander Chile (en nuestra opinión, el mejor banco del país junto con el Banco de Chile), Drive Financial en EE.UU. (compró el 90% por 640 millones de dólares en 2006 y dejó de cotizar por un valor de 12.000 millones de dólares en 2022) y, en cierta medida, México y Portugal.

Las adiciones quizás más controvertidas a la cartera de bancos del Santander son casualmente algunas de las más grandes. El Santander gastó 7.000 millones de dólares en hacerse con el control y recapitalizar el Sovereign Bank en EE.UU. (ahora Santander US, o SBNA), con unos resultados decepcionantes durante casi 20 años (el rendimiento de la inversión sólo ha sido de dos dígitos en el único año). El rendimiento del negocio en el Reino Unido ha sido ciertamente mucho mejor que el de EE.UU., pero nunca llegó a ser el mejor de su clase en el Reino Unido. El Santander invirtió unos 10.000 millones de libras en adquisiciones en el país. Luego Brasil; solíamos referirnos coloquialmente a Santander Brasil como el banco 20-20-20 (20.000 millones de dólares y veinte años para alcanzar un ROE del 20%). Pero en retrospectiva, el logro de un ROE del 20% en 2019, en línea con la mayoría de sus homólogos, parece haber implicado una exposición excesiva al riesgo de crédito al consumo en un entorno cada vez más perturbador. Hoy, Santander tiene que demostrar que el banco puede volver a niveles de ROE más alineados con los de Itaú Unibanco y Banco do Brasil (ambos en c20%), y así convencer a los inversores de que la reciente debilidad del ROE es solo cíclica y no estructural. En México; muestra buenos ROIs pero esto es más resultado de un bajo precio de adquisición que del rendimiento de la franquicia. En 2023, Santander México obtuvo un ROE de c17% bajo contabilidad local que está 8ppt por debajo de bancos altamente rentables como BBVA México o Banorte.

En nuestra opinión, el bajo rendimiento de los activos de los bancos diversificados geográficamente tiene dos efectos adversos clave: por un lado, crea la percepción entre los inversores de que no hay beneficios por poseer bancos en diferentes geografías y que la diversificación podría reducir cíclicamente pero no conducir a resultados de rentabilidad estructuralmente más altos. La diversificación también puede llevar a la complacencia, a no sentir la necesidad o la urgencia de arreglar algunas unidades, ya que ninguna es tan determinante para el resultado de todo el grupo. La otra es que los activos de bajo rendimiento podrían alejar a los inversores de la compra de una suma de las partes con descuento y, en su lugar, comprar los mejores bancos de su clase en cada región. El atractivo de las historias de SOTP con descuento dentro del sector bancario es limitado, ya que a menudo se consideran trampas de valor sin un catalizador definitivo a la vista.

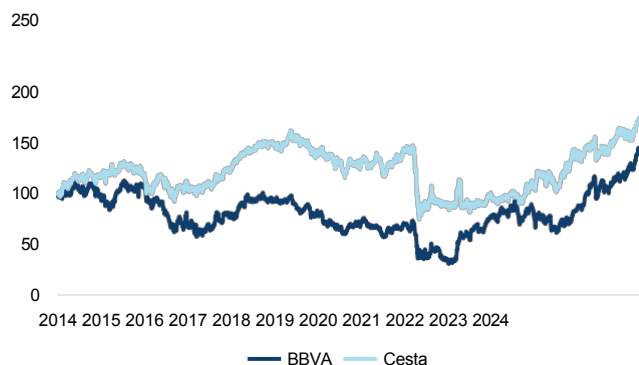
En el siguiente gráfico, mostramos la rentabilidad total para el accionista de Santander frente a una cesta de bancos que consideramos de buena rentabilidad en cada una de las geografías clave en las que opera Santander. La ponderación de cada banco en la cesta se basa en la ponderación de los APR geográficos de Santander. Hacemos el mismo ejercicio para BBVA utilizando la misma metodología. Esencialmente, un inversor en Santander habría obtenido un TSR de -15% desde 2014 o muy por debajo del TSR ponderado de c90% si el mismo inversor hubiera elegido los pares de Santander en cada país (CaixaBank en España, Itaú Unibanco en Brasil, NatWest en el Reino Unido o Banorte en México, por ejemplo). La diferencia para el mismo ejercicio en BBVA es mucho menor debido a un mejor posicionamiento en países relevantes para el grupo como México. Obsérvese que el ejercicio se ajusta en función del rendimiento de las distintas geografías de mercado a lo largo del tiempo (la mayor ponderación de BBVA en México se compensa con el rendimiento de Banorte durante el mismo periodo, por lo que el rendimiento geográfico no es estrictamente determinante de las diferencias de rendimiento).

Gráfico 120 - Santander ES frente a la rentabilidad total de la cesta



Fuente: Estimaciones de Jefferies, Factset

Gráfico 121 - BBVA ES frente a la rentabilidad total de la cesta



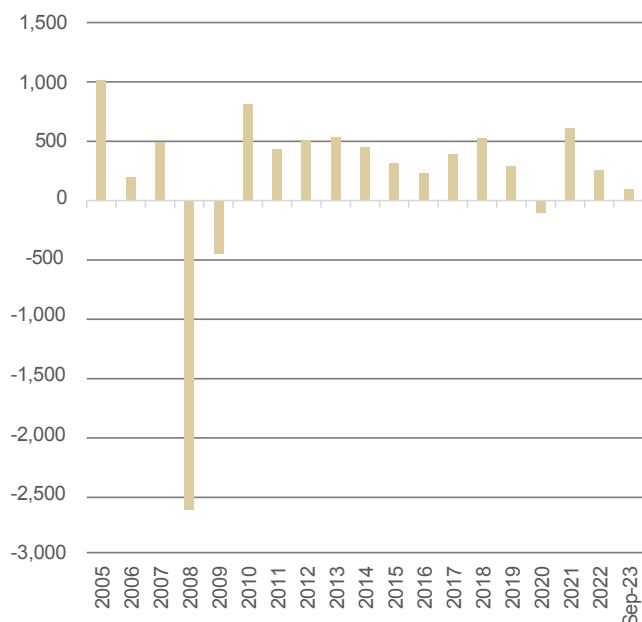
Fuente: Estimaciones de Jefferies, Factset

Creemos que esto nos lleva al debate más interesante, sobre cómo puede el Santander cerrar esa brecha. La respuesta más obvia es recuperar rentabilidad en los países en los que está por debajo de los mejores de su clase. La otra solución es salir de aquellas geografías en las que no hay una solución fácil, de modo que el banco pueda liberar capital para invertirlo en otras áreas o, en última instancia, devolverlo a los accionistas, como hizo BBVA con su salida de EE.UU..

Santander US | Creemos que, en general, los inversores están a favor de una venta directa de Santander Bank US (SBNA), ya que lleva demasiado tiempo obteniendo malos resultados. Sin embargo, Santander ha puesto en marcha un plan para mejorar los rendimientos mediante: 1) la mejora de la captación de depósitos mediante el lanzamiento de una plataforma digital de captación de depósitos en EE.UU. (Open Bank), 2) una mayor simplificación de la oferta donde no hay potencial de escalabilidad y, 3) aprovechar la red para aumentar los negocios de IB y WM.

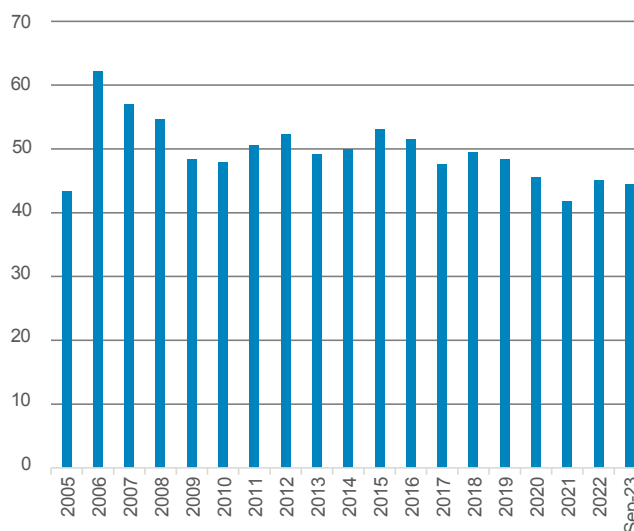
Un factor importante a la hora de analizar el papel de SBNA dentro de la plataforma estadounidense es también el creciente papel en la financiación de parte del negocio de préstamos para automóviles de Santander Consumer US (SC). Estimamos que SBNA tiene unos 12.000 millones de dólares en préstamos gestionados por SC que figuran en el balance de SBSA para optimizar los costes de financiación de la plataforma de préstamos para automóviles. Estos 12.000 millones de dólares representan casi el 30% (un poco menos si suponemos que algunos préstamos para automóviles son genuinos de SBSA) de la cartera de préstamos de SC. Esta es una de las razones detrás de las afirmaciones públicas de Santander de que SBSA es el núcleo de la plataforma y no está en venta eventualmente. Sólo nos preguntamos si podría haber formas de buscar financiación alternativa en un escenario en el que los beneficios de una venta de SBNA superasen una solución con mayores costes de financiación para SC. Santander tiene alrededor de 10.000 millones de dólares en capital tangible invertido en SBSA, con una rentabilidad muy baja (215 millones de dólares de ingresos netos hasta Sep-23).

Anexo 122 - Santander Bank US (SBNA): Beneficios antes de impuestos ajustados en millones de dólares (2005- Sep.23)



Fuente: Jefferies, FDIC.

Recuadro 123 - Santander Bank US (SBNA): Préstamos ex auto/RICs (US\$bn) 2005- Sep-23



Fuente: Jefferies, EE.UU.

## Anexo 124 - Santander Bank US (SBNA): Datos clave 2005-Sep-23 (millones US\$)

millones de dólares	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Sep-23
NII	1,663	1,849	2,027	2,026	1,505	1,807	1,849	1,844	1,680	1,650	1,674	1,739	1,959	2,088	2,148	2,039	2,014	2,239	1,735
Ingresos no financieros	580	547	456	581	492	589	574	607	634	963	1,028	920	743	557	594	557	589	984	1,084
<b>Ingresos</b>	<b>2,243</b>	<b>2,396</b>	<b>2,483</b>	<b>2,607</b>	<b>1,997</b>	<b>2,396</b>	<b>2,423</b>	<b>2,451</b>	<b>2,314</b>	<b>2,613</b>	<b>2,702</b>	<b>2,659</b>	<b>2,702</b>	<b>2,645</b>	<b>2,742</b>	<b>2,596</b>	<b>2,603</b>	<b>3,223</b>	<b>2,819</b>
Opex	-1,195	-1,429	-3,157	-2,988	-981	-1,043	-1,521	-1,649	-1,749	-2,101	-2,286	-2,327	-2,156	-2,010	-2,251	-3,992	-2,148	-2,543	-2,121
o/w fondo de comercio	0	-1,703	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1,848	0	0	0
<b>APP</b>	<b>1,048</b>	<b>967</b>	<b>-674</b>	<b>-381</b>	<b>1,016</b>	<b>1,353</b>	<b>902</b>	<b>802</b>	<b>565</b>	<b>512</b>	<b>416</b>	<b>332</b>	<b>546</b>	<b>635</b>	<b>491</b>	<b>-1,396</b>	<b>455</b>	<b>680</b>	<b>698</b>
LLC	-90	-472	-588	-1,693	-1,264	-739	-540	-393	-37	-80	-120	-157	-155	-103	-207	-591	141	-393	-599
Otros	61	-296	52	-537	-205	201	75	101	9	23	18	58	0	-6	7	33	16	-30	-2
<b>Antes de impuestos</b>	<b>1,019</b>	<b>199</b>	<b>-1,210</b>	<b>-2,611</b>	<b>-453</b>	<b>815</b>	<b>437</b>	<b>510</b>	<b>537</b>	<b>455</b>	<b>314</b>	<b>233</b>	<b>391</b>	<b>526</b>	<b>291</b>	<b>-1,954</b>	<b>612</b>	<b>257</b>	<b>97</b>
Impuesto	-292	38	-29	522	523	-73	-98	-73	-110	-79	-139	-81	-170	-131	-45	182	-109	39	118
Minorías					-20	-21	-21	0	0	0	0								
<b>Red</b>	<b>728</b>	<b>237</b>	<b>-1,239</b>	<b>-2,089</b>	<b>50</b>	<b>721</b>	<b>318</b>	<b>437</b>	<b>427</b>	<b>376</b>	<b>175</b>	<b>152</b>	<b>221</b>	<b>395</b>	<b>246</b>	<b>-1,772</b>	<b>503</b>	<b>296</b>	<b>215</b>
<b>Antes de impuestos</b>	<b>1,019</b>	<b>199</b>	<b>493</b>	<b>-2,611</b>	<b>-453</b>	<b>815</b>	<b>437</b>	<b>510</b>	<b>537</b>	<b>455</b>	<b>314</b>	<b>233</b>	<b>391</b>	<b>526</b>	<b>291</b>	<b>-106</b>	<b>612</b>	<b>257</b>	<b>97</b>
Dividendos	750	600	240	30	0	0	150	184	0	0	0	0	100	450	250	0	0	0	0

millones de dólares	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Sep-23
Equidad	6,756	10,525	8,724	6,945	9,487	12,139	12,494	12,849	12,789	13,192	13,326	13,418	13,522	13,408	13,681	11,922	12,051	11,186	11,475
Fondo de comercio/intangibles	3,015	5,626	3,942	3,806	3,741	3,708	3,914	3,982	4,003	3,873	3,879	3,811	3,748	3,785	3,774	1,865	1,896	1,554	1,554
Patrimonio neto	3,741	4,899	4,782	3,139	5,746	8,431	8,580	8,867	8,786	9,319	9,447	9,607	9,774	9,623	9,907	10,057	10,155	9,632	9,921
Préstamos	43,397	62,196	57,024	54,651	48,417	47,854	50,604	52,219	49,216	49,958	53,084	51,558	47,590	51,152	54,845	54,046	52,766	57,082	56,920
Depósitos	37,667	51,245	48,993	48,239	43,798	42,458	48,043	50,934	49,628	54,647	59,329	60,242	56,887	57,034	61,586	73,722	80,558	76,009	74,786
Préstamos al depósito x			1.16	1.13	1.11	1.13	1.05	1.03	0.99	0.91	0.89	0.86	0.84	0.90	0.89	0.73	0.66	0.75	0.76
Coste del riesgo		0.9	1.0	3.0	2.5	1.5	1.1	0.8	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.4	1.1	-0.4	1.0	1.4

millones de dólares	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Sep-23
Empezar Equidad	5864	6,756	10,525	8,724	6,945	9,487	12,139	12,494	12,849	12,789	13,192	13,326	13,418	13,522	13,408	13,681	11,922	12,051	11,186
Beneficio neto	728	237	-1,239	-2,089	50	721	318	437	427	376	175	152	221	395	246	-1,772	503	296	215
Dividendos	-750	-600	-240	-30	0	0	-150	-184	0	0	0	0	-100	-450	-250	0	0	0	0
Capital call	977	3,986	0	800	1,799	1,831													
Otros	-63	146	-322	-460	693	101	187	102	-487	27	-41	-60	-17	-59	277	13	-374	-1,161	74
<b>Saldo final</b>	<b>6,756</b>	<b>10,525</b>	<b>8,724</b>	<b>6,945</b>	<b>9,487</b>	<b>12,139</b>	<b>12,494</b>	<b>12,849</b>	<b>12,789</b>	<b>13,192</b>	<b>13,326</b>	<b>13,418</b>	<b>13,522</b>	<b>13,408</b>	<b>13,681</b>	<b>11,922</b>	<b>12,051</b>	<b>11,186</b>	<b>11,475</b>

Fuente: JEfferies, FDIC.

## Anexo 125 - SCHUSA: Beneficio antes de impuestos por segmento/subdivisión (millones de USD)

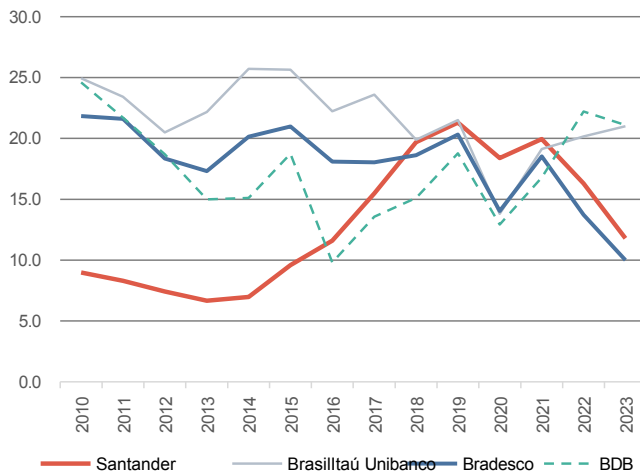
millones de dólares	Consumidores		Comercial		CIB	W&M				2022	
	Auto	CBB	C&I	CRE	CIB	Subtotal	Otros	Total	SBNA	Otros	
Ingresos	6,820	1,705	381	395	415	437	10,153-250	9,903	3,193	6,960	
Opex	-3,295	-1,548	-258	-121	-459	-245	-5,926-211	-6,137	-2,	543-3,383	
<b>APP</b>	<b>3,525</b>	<b>157</b>	<b>123</b>	<b>274</b>	<b>-44</b>	<b>192</b>	<b>4,227-461</b>	<b>3,766</b>	<b>650</b>	<b>3,577</b>	
LLC	-1,730	-217	-48	-7	-19	0	-2,021	3	-2,018	-393-1,628	
<b>Antes de impuestos</b>	<b>1,795</b>	<b>-60</b>	<b>75</b>	<b>267</b>	<b>-63</b>	<b>192</b>	<b>2,206-458</b>	<b>1,748</b>	<b>257</b>	<b>1,949</b>	

millones de dólares	Consumidores		Comercial		CIB	W&M				Sep-23	
	Auto	CBB	C&I	CRE	CIB	WM	Subtotal	Otros	Total	SBNA	Otros
Ingresos	4,680	1,408	281	359	439	398	7,564	-356	7,208	2,817	4,747
Opex	-2,465	-1,091	-178	-100	-393	-209	-4,436	-229	-4,664	-2,121	-2,315
<b>APP</b>	<b>2,215</b>	<b>317</b>	<b>102</b>	<b>259</b>	<b>46</b>	<b>189</b>	<b>3,128</b>	<b>-585</b>	<b>2,544</b>	<b>696</b>	<b>2,432</b>
LLC	-1,296	-239	13	-112	19	0	-1,615	7	-1,609	-599	-1,016
<b>Antes de impuestos</b>	<b>919</b>	<b>78</b>	<b>115</b>	<b>147</b>	<b>65</b>	<b>189</b>	<b>1,513</b>	<b>-578</b>	<b>935</b>	<b>97</b>	<b>1,416</b>

Fuente: Jefferies, Santander.

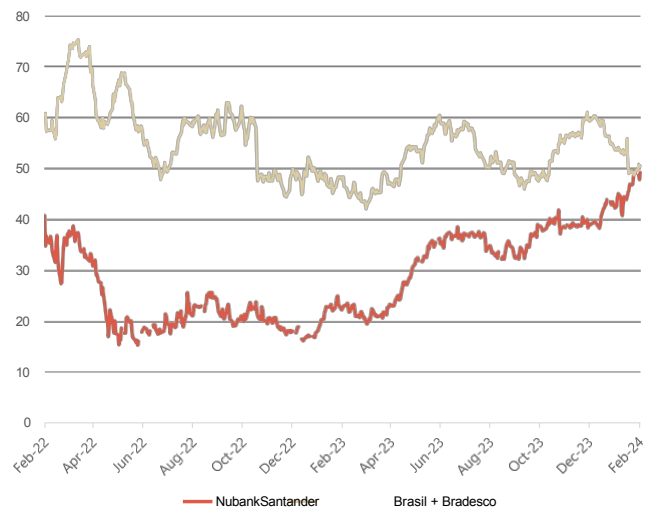
Santander Brasil | El banco ha pasado por diferentes periodos. El primero fue entre las adquisiciones y 2014, que implicó complejos procesos de integración. Este período terminó con problemas de calidad crediticia, ya que el banco trató de apalancar los retornos asumiendo demasiado riesgo de crédito en consumo. Luego está la fase de recuperación, entre 2014 y 2019, en la que el banco acabó alcanzando la rentabilidad de otros bancos de primera clase, como Itaú Unibanco. Sin embargo, los dos últimos años (2022-23) han sido relativamente decepcionantes con el banco de vuelta a cerca del 10-12% de ROE a pesar de que otros bancos mantuvieron un ROE cercano al 20%. El gran debate es si Santander Brasil puede recuperar esos c20% ROE bajo contabilidad local en un mercado que está resultando cada vez más difícil para los bancos con una exposición relativamente alta a la banca minorista. Esto no sólo se aplica a Santander Brasil, sino también a otros bancos como Bradesco, cuyos rendimientos, casualmente o no, han caído en sincronía con los de Santander Brasil. Hasta ahora, los datos de calidad crediticia son alentadores, pero tienen que traducirse en mayores rentabilidades en 2024-26. Estimamos que el beneficio neto de Santander Brasil aumentará de EUR1.900 millones en 2023 a EUR3.500 millones en 2026, lo que representa el 64% del delta del beneficio consolidado en el mismo periodo.

Recuadro 126 - Bancos brasileños; ROE de bancos seleccionados (2010-23)



Fuente: Estimaciones de Jefferies.

Recuadro 127 - Watch disruption in Brazil, a major theme Nubank frente a la capitalización bursátil combinada de Santander Brasil y Bradesco (miles de millones de USD)

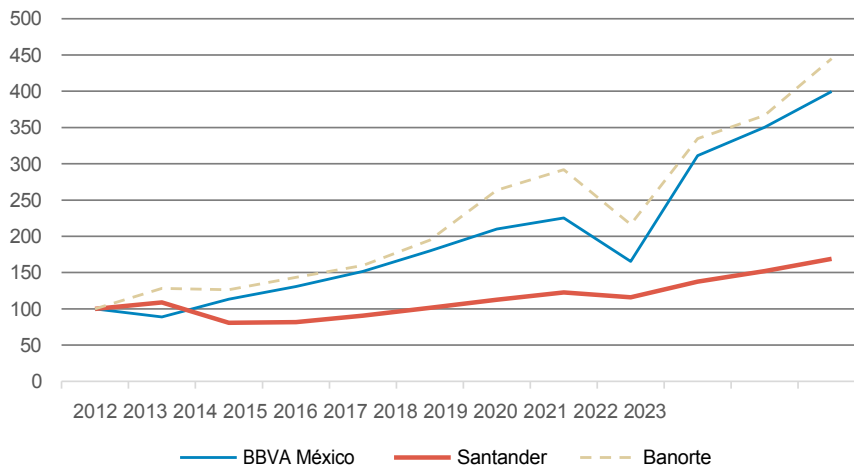


Fuente: Jefferies, Bloomberg.

Santander México | Nos gusta México a largo plazo. Ofrece una economía unitaria atractiva, particularmente en los diferenciales de depósitos y también en los niveles de bancarización, que siguen siendo los más bajos de la región, sólo después de Argentina. Estos bajos niveles son el resultado de problemas tanto estructurales (alto nivel de informalidad) como de oferta (los operadores tradicionales no tienen demasiado apetito por poner precio al riesgo de crédito).

Creemos que la plataforma de Santander en el país ha mejorado a lo largo de los años, pero sigue estando por detrás de los bancos que obtienen ROEs superiores al 20% en el entorno actual. Esto se debe a una combinación de una franquicia de depósitos más débil, aunque en mejora, y una adopción digital que aún está rezagada. Creemos que el sector bancario mexicano será más competitivo a medio plazo, dada la (atractiva) escalabilidad del país y la entrada de varios nuevos competidores digitales, incluido Nubank. Santander México ha mostrado un interés inicial en adquirir las operaciones minoristas de Banamex de Citi, pero se retiró del proceso tras presentar una oferta no vinculante, según reveló la empresa. Queda por ver si Santander podría ver renovado su interés en el hipotético caso de que se abandone la vía de la OPV de Banamex y el banco vuelva a salir al mercado para una venta directa. Creemos que al mercado le gustaría ver una franquicia más fuerte y ampliada en México al precio adecuado como algo positivo neto, siempre y cuando no requiera una petición de capital a nivel de grupo.

Gráfico 128 - Bancos mexicanos seleccionados: Beneficio neto, sólo bancos, reabsorbido a 100.



Fuente: Jefferies, CNBV.



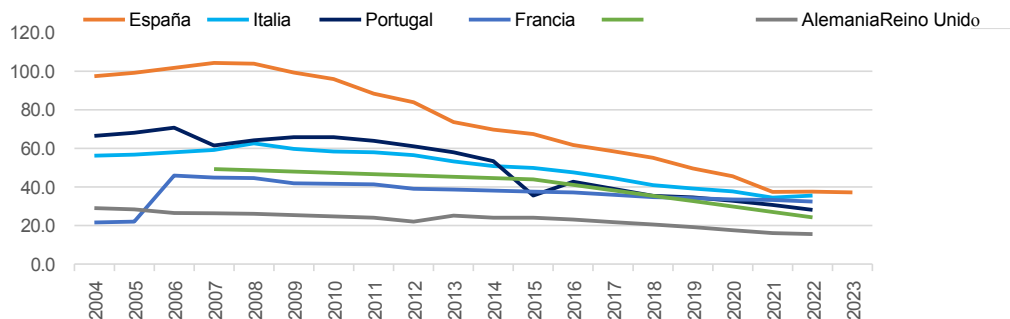
## Fusiones y adquisiciones en España: Sólo hay espacio para operaciones pequeñas

Los sistemas bancarios de toda Europa han experimentado un fuerte proceso de consolidación dentro del mercado en las dos últimas décadas, lo que ha dado lugar a una importante reducción de las redes de distribución. Como se muestra en el Gráfico 129, el número de sucursales de bancos comerciales por cada 100.000 adultos pasó de una media de 34 en 2004 a sólo 17 en 2021 a escala de la zona del euro.

No es sorprendente que España experimentara la mayor reducción, de 97 sucursales por cada 100.000 adultos en 2004 a unas 37 en el primer semestre de 2013, pero sigue estando por encima de sus pares, con Italia cerca en segundo lugar con 36 y Francia con 33 (a partir del ejercicio de 22). La intensa consolidación en España se vio impulsada por una serie de factores especiales, como el gran número de cajas de ahorros con problemas debido a su excesiva exposición inmobiliaria y el consiguiente proceso de desapalancamiento. Además, la mayoría de los consolidadores hicieron un mayor esfuerzo en el cierre de sucursales, ya que la rentabilidad se vio sometida a presión en un mundo de tipos de interés cero. En algunas áreas metropolitanas como Madrid o Barcelona, el número de sucursales se ha reducido hasta un 70% desde el máximo, dejando la red en niveles de 1975.

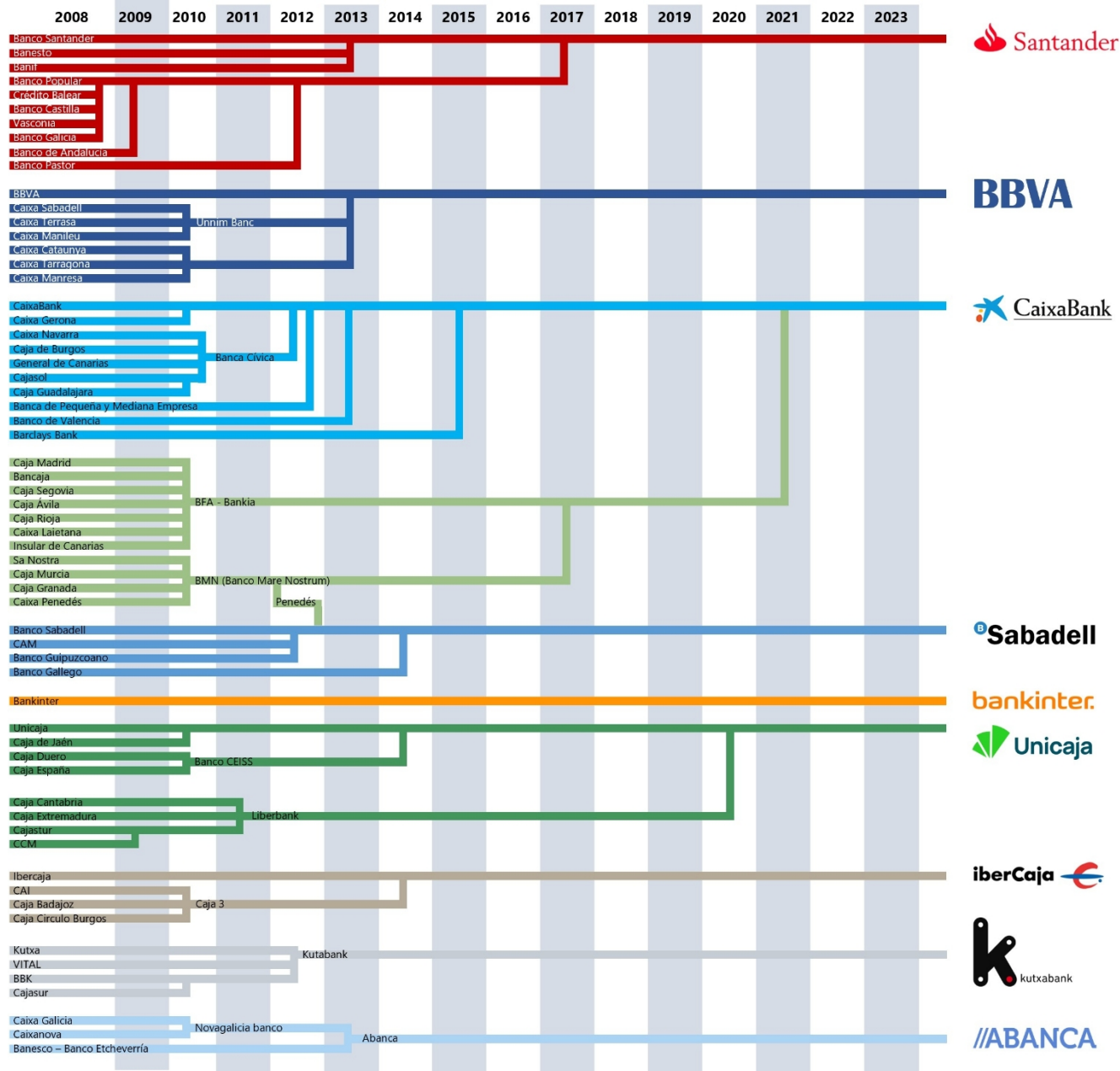
En la actualidad, existen seis grupos principales que operan en redes de ámbito nacional, además de cuatro entidades de tamaño medio que operan en unas pocas regiones. Unicaja es el único banco que cotiza en bolsa entre las entidades regionales, mientras que las otras tres (Abanca, Kutxa e Ibercaja) siguen siendo entidades privadas.

Ilustración 129 - Número de sucursales de bancos comerciales por cada 100.000 adultos



Fuente: Banco Mundial, investigación de Jefferies

Recuadro 130 - Cronología de la consolidación del sistema bancario en España



Fuente: Investigación de Jefferies

## Sabadell + Unicaja - nunca está fuera de la mesa

Una posible combinación de Sabadell (restringida) y Unicaja ha sido un tema recurrente en la prensa local en los últimos dos años, más recientemente tras la publicación de los resultados del 4T23 de Unicaja. Unicaja ya ha declarado que no hay conversaciones en curso entre las dos partes y que no hay ningún acuerdo corporativo sobre la mesa.

Sin pronunciarnos sobre la viabilidad de tal combinación, no nos sorprendería que se produjeran operaciones que implicaran cierta complementariedad geográfica y sinergias de costes. A este respecto, y observando la huella de las dos entidades, lo primero que se nos ocurre es la complementariedad de las dos redes.

Tomemos Andalucía, que representa el 18% del total de sucursales bancarias en España. Sabadell tiene una presencia muy débil allí (sólo un 3% de cuota de mercado), mientras que Unicaja tiene una fuerte presencia (12% de cuota), lo que puede dar lugar a una cuota de mercado muy representativa en una región clave. Lo mismo ocurre en Castilla León (Sabadell 3% pero Unicaja 11%), Murcia (1% Unicaja y 13% Sabadell), Cataluña (nula presencia de Unicaja pero 16% de cuota de mercado de Sabadell).

En las regiones donde hay solapamiento (es decir, donde ambos bancos tienen una fuerte presencia), hay margen para el cierre de sucursales. Sería el caso, por ejemplo, de Asturias, donde la entidad combinada poseería más de un tercio de las sucursales de la región.

En las regiones relevantes (definidas como aquellas que captan más del 5% de los depósitos del sistema), la nueva entidad lograría una mayor escalabilidad. El mejor ejemplo es Madrid (28% de los depósitos), donde la nueva entidad alcanzaría una cuota del 11% en la distribución.

Otras entidades de tamaño medio que carecen de cobertura nacional son KutxaBank, Unicaja y Abanca, pero ninguna de las tres instituciones son entidades cotizadas y, en consecuencia, no tienen tanta presión en los rendimientos a corto plazo como Unicaja.

## Anexo 131 - Distribución de sucursales por comunidades autónomas

% autónomo comunidad	Unicaja	Sabadell	Combinado	Comunidad sistema
Andalucía	12%	3%	16%	18%
Aragón	0%	3%	3%	5%
Asturias	19%	15%	34%	3%
Cantabria	22%	2%	24%	1%
Castilla y León	11%	3%	14%	7%
Castilla la Manca	12%	2%	13%	6%
Cataluña	0%	16%	17%	12%
Ceuta	17%	9%	26%	0%
Comunidad Valenciana	1%	13%	14%	9%
Extremadura	10%	1%	11%	4%
Galicia	1%	6%	7%	6%
la Rioja	0%	3%	4%	1%
Madrid	5%	6%	10%	11%
Murcia	1%	13%	14%	3%
Navarra	0%	2%	2%	2%
País Vasco	0%	5%	6%	6%
Baleares	0%	9%	9%	2%
Canarias	0%	4%	4%	3%

Fuente: Asociación Española de Banca, estudio de Jefferies

## Cuadro 132 - % de créditos y depósitos del sistema y sucursales por comunidades autónomas

	de crédito del sistema y depósitos	% de sucursales del sistema
Andalucía	12%	18%
Aragón	3%	5%
Asturias	2%	3%
Cantabria	1%	1%
Castilla y León	5%	7%
Castilla la Manca	3%	6%
Cataluña	16%	12%
Ceuta	0%	0%
Comunidad Valenciana	9%	9%
Extremadura	1%	4%
Galicia	5%	6%
la Rioja	1%	1%
Madrid	28%	11%
Murcia	2%	3%
Navarra	1%	2%
País Vasco	6%	6%
Baleares	2%	2%
Canarias	3%	3%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Datos de la Asociación Española de Banca, estudio de Jefferies

## BBVA

Anexo 133 - Estimaciones anuales del Grupo BBVA

	2022	2023	2024e	2025e	2026e	a/a			
						2023	2024e	2025e	2026e
<i>Cuenta de resultados</i>									
Ingresos netos por intereses	19,124	23,089	24,873	24,604	25,283	21%	8%	-1%	3%
Ingresos por tasas	5,372	6,288	6,657	7,043	7,403	17%	6%	6%	5%
Otros ingresos	247	165	215	748	1,039	-33%	30%	248%	39%
<b>Ingresos de explotación</b>	<b>24,743</b>	<b>29,542</b>	<b>31,745</b>	<b>32,395</b>	<b>33,726</b>	19%	7%	2%	4%
Gastos totales	-10,701	-12,308	-13,163	-13,670	-14,096	15%	7%	4%	3%
<b>Ingresos de explotación</b>	<b>14,042</b>	<b>17,233</b>	<b>18,582</b>	<b>18,726</b>	<b>19,630</b>	23%	8%	1%	5%
Total depreciaciones	-3,640	-4,814	-5,752	-5,974	-6,014	32%	19%	4%	1%
<b>Beneficios antes de impuestos</b>	<b>10,402</b>	<b>12,419</b>	<b>12,830</b>	<b>12,752</b>	<b>13,616</b>	19%	3%	-1%	7%
Impuesto sobre la renta	-3,438	-4,003	-3,718	-3,667	-3,877	16%	-7%	-1%	6%
Intereses minoritarios	-405	-397	-441	-445	-457	-2%	11%	1%	3%
<b>Ingresos netos</b>	<b>6,559</b>	<b>8,019</b>	<b>8,671</b>	<b>8,641</b>	<b>9,281</b>	22%	8%	0%	7%
<i>Principales indicadores del balance</i>									
Préstamos a la clientela	357,351	377,643	394,918	416,884	439,990	6%	5%	6%	6%
Activo total	712,092	775,558	800,863	831,023	862,489	9%	3%	4%	4%
Depósitos de clientes	394,404	413,487	434,682	458,530	482,986	5%	5%	5%	5%
Total pasivo	661,575	720,293	743,182	770,035	798,200	9%	3%	4%	4%
Total fondos propios	50,517	55,265	57,681	60,988	64,290	9%	4%	6%	5%
<i>Métricas clave</i>									
NII % préstamos medios	5.55%	6.26%	6.44%	6.06%	5.90%	13%	3%	-6%	-3%
Coste del riesgo	0.96%	1.17%	1.36%	1.35%	1.30%	21%	17%	0%	-4%
Ratio préstamos/depositos	91%	91%	91%	91%	91%	1%	-1%	0%	0%
Ratio CET1	12.7%	12.7%	12.8%	12.8%	12.8%	0%	1%	-1%	0%
RoTE	14.8%	17.0%	17.1%	16.2%	16.5%	15%	1%	-5%	1%
TNAV / acción	7.42	8.45	9.07	9.87	10.75	14%	7%	9%	9%
EPS	0.97	1.29	1.43	1.46	1.62	32%	11%	2%	11%
DPS	0.43	0.55	0.57	0.59	0.65	28%	4%	2%	11%

Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

Gráfico 134 - Estimaciones anuales de BBVA frente al consenso

BBVA	AF24				AÑO FISCAL L 25				AF26			
	JEF	Contras de VA.	JEF vs contras.		JEF	Contras de VA.	JEF vs contras.		JEF	Contras de VA.	JEF vs contras.	
<b>Ingresos netos por intereses</b>	<b>24,873</b>	<b>24,541</b>	<b>332</b>	<b>1%</b>	<b>24,604</b>	<b>24,423</b>	<b>181</b>	<b>1%</b>	<b>25,283</b>	<b>24,624</b>	<b>659</b>	<b>3%</b>
Ingresos por tasas	6,657	6,728	-71	-1%	7,043	6,960	84	1%	7,403	7,179	225	3%
Otros ingresos	-1,705	-1,636	-70	4%	-1,202	-1,270	67	-5%	-941	-979	38	-4%
<b>Ingresos totales</b>	<b>31,745</b>	<b>31,600</b>	<b>145</b>	<b>0%</b>	<b>32,395</b>	<b>31,900</b>	<b>496</b>	<b>2%</b>	<b>33,726</b>	<b>32,520</b>	<b>1,206</b>	<b>4%</b>
<b>Costes totales</b>	<b>-13,163</b>	<b>-13,368</b>	<b>205</b>	<b>-2%</b>	<b>-13,670</b>	<b>-13,977</b>	<b>307</b>	<b>-2%</b>	<b>-14,096</b>	<b>-14,402</b>	<b>306</b>	<b>-2%</b>
<b>Beneficios antes de provisiones</b>	<b>18,582</b>	<b>18,232</b>	<b>350</b>	<b>2%</b>	<b>18,726</b>	<b>17,923</b>	<b>803</b>	<b>4%</b>	<b>19,630</b>	<b>18,119</b>	<b>1,511</b>	<b>8%</b>
<b>Total depreciaciones</b>	<b>-5,752</b>	<b>-5,157</b>	<b>-595</b>	<b>12%</b>	<b>-5,974</b>	<b>-5,364</b>	<b>-610</b>	<b>11%</b>	<b>-6,014</b>	<b>-5,529</b>	<b>-485</b>	<b>9%</b>
<b>Beneficios antes de impuestos</b>	<b>12,830</b>	<b>13,075</b>	<b>-245</b>	<b>-2%</b>	<b>12,752</b>	<b>12,559</b>	<b>193</b>	<b>2%</b>	<b>13,616</b>	<b>12,589</b>	<b>1,027</b>	<b>8%</b>
<i>de los cuales España</i>	4,115	4,018	97	2%	3,859	3,668	191	5%	3,792	3,591	201	6%
<i>de los cuales México</i>	7,627	7,458	169	2%	7,721	7,430	291	4%	8,393	7,466	927	12%
<i>de los cuales Argentina</i>	272	258	13	5%	105	152	-47	-31%	92	149	-56	-38%
<i>de los cuales Chile</i>	32	27	5	19%	34	31	3	9%	33	35	-2	-6%
<i>de los cuales Colombia</i>	212	182	30	16%	221	202	19	9%	236	203	33	16%
<i>de los cuales Perú</i>	587	544	42	8%	604	551	53	10%	598	531	67	13%
<i>de los cuales Resto de LatAm</i>	156	134	22	17%	167	128	38	30%	179	126	52	42%
<i>de los cuales Turquía</i>	976	1,126	-150	-13%	1,210	1,077	133	12%	1,363	1,134	228	20%
<i>de los cuales Resto de biz</i>	479	987	40	-85%	-7	1,007	40	-85%	-7	1,065	47	-86%
<i>de los cuales Centro Corporativo</i>	-1,625	-1,660	35	-2%	-1,590	-1,687	97	-6%	-1,520	-1,710	190	-11%
<b>Impuesto</b>	<b>-3,718</b>	<b>-3,962</b>	<b>244</b>	<b>-6%</b>	<b>-3,667</b>	<b>-3,780</b>	<b>113</b>	<b>-3%</b>	<b>-3,877</b>	<b>-3,721</b>	<b>-156</b>	<b>4%</b>
<b>Beneficio después de impuestos</b>	<b>9,112</b>	<b>9,113</b>	<b>-1</b>	<b>0%</b>	<b>9,085</b>	<b>8,779</b>	<b>306</b>	<b>3%</b>	<b>9,738</b>	<b>8,868</b>	<b>871</b>	<b>10%</b>
Préstamos a clientes	394,918	404,148	-9,229	-2%	416,884	418,793	-1,908	0%	439,990	433,936	6,054	1%
Depósitos de clientes	434,682	410,381	24,302	6%	458,530	410,381	48,149	12%	482,986	410,381	72,606	18%
<b>Ratio CET1</b>	<b>12.8%</b>	<b>12.8%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>12.8%</b>	<b>12.7%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>12.8%</b>	<b>12.8%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>

Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

Anexo 135 - Resumen de valoración de BBVA

<b>BBVA</b>	<b>AF26</b>		
<i>Capital</i>	<i>Caso base</i>	<i>Caso del toro</i>	<i>Caso del oso</i>
Activos ponderados por riesgo	408,324	411,829	394,306
Ratio CET1 objetivo	11.9%	11.9%	11.9%
<b>CET1 asignado</b>	<b>48,634</b>	<b>49,051</b>	<b>46,964</b>
<b>Rentabilidad</b>			
Beneficio neto atribuible	8,873	10,036	5,150
Rendimiento de los fondos propios asignados	18.2%	20.5%	11.0%
Coste de los fondos propios	14.3%	14.3%	14.5%
Crecimiento terminal	2.0%	1.0%	1.0%
P/BV justificado	1.32	1.46	0.74
<b>Valor fundamental de la franquicia</b>	<b>71,852</b>	<b>80,279</b>	<b>39,037</b>
<b>Valoración</b>			
Valor fundamental de la franquicia	71,852	80,279	39,037
Superávit / déficit de capital	3,441	3,024	5,111
Valor de la franquicia básica descontada	58,997	65,273	34,592
Dividendos acumulados	8,861	8,861	8,861
<b>Valor total de la franquicia</b>	<b>67,858</b>	<b>74,134</b>	<b>43,454</b>
Valoración por acción	12.58	13.74	8.05
<b>Precio objetivo</b>	<b>12.60</b>	<b>13.70</b>	<b>8.10</b>
<i>Ventajas / desventajas</i>	<i>30%</i>	<i>42%</i>	<i>-16%</i>

Fuente: Informes de las empresas, estudios de Jefferies

## Santander

Cuenta de resultados	2022	2023	2024e	2025e	2026e	a/a	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Ingresos netos por intereses</b>	38,619	43,261	44,741	45,402	46,299	12%	3%	1%	2%	
Ingresos por tasas	11,790	12,057	12,629	13,180	13,678	2%	5%	4%	4%	
Otros ingresos	1,745	2,329	2,252	2,480	2,664	33%	-3%	10%	7%	
<b>Ingresos de explotación</b>	<b>52,154</b>	<b>57,647</b>	<b>59,621</b>	<b>61,063</b>	<b>62,641</b>	11%	3%	2%	3%	
Gastos totales	-23,903	-25,425	-26,249	-27,039	-27,850	6%	3%	3%	3%	
<b>Ingresos de explotación</b>	<b>28,251</b>	<b>32,222</b>	<b>33,372</b>	<b>34,023</b>	<b>34,791</b>	14%	4%	2%	2%	
Total depreciaciones	-13,001	-15,524	-15,208	-15,503	-15,966	19%	-2%	2%	3%	
<b>Beneficios antes de impuestos</b>	<b>15,250</b>	<b>16,698</b>	<b>18,163</b>	<b>18,521</b>	<b>18,824</b>	9%	9%	2%	2%	
Impuesto sobre la renta	-4,486	-4,489	-5,239	-5,351	-5,446	0%	17%	2%	2%	
Intereses minoritarios	-1,159	-1,133	-1,264	-1,370	-1,392	-2%	12%	8%	2%	
<b>Ingresos netos</b>	<b>9,605</b>	<b>11,076</b>	<b>11,660</b>	<b>11,800</b>	<b>11,986</b>	15%	5%	1%	2%	
<b>Principales indicadores del balance</b>										
Préstamos a la clientela	1,011,597	1,009,845	1,051,408	1,083,539	1,115,692	0%	4%	3%	3%	
Activos totales	1,734,659	1,797,062	1,624,746	1,663,654	1,702,714	4%	-10%	2%	2%	
Depósitos de clientes	966,353	995,280	1,046,413	1,082,490	1,115,604	3%	5%	3%	3%	
Total pasivo	1,637,074	1,692,821	1,514,827	1,548,158	1,581,202	3%	-11%	2%	2%	
Total fondos propios	124,732	130,443	136,121	141,698	147,715	5%	4%	4%	4%	
TNAV	70,459	75,552	80,237	84,562	89,251	7%	6%	5%	6%	
<b>Métricas clave</b>										
NII % préstamos medios	3.90%	4.25%	4.32%	4.23%	4.19%	9%	2%	-2%	-1%	
Coste del riesgo	1.06%	1.22%	1.20%	1.22%	1.25%	15%	-2%	1%	2%	
Tipo impositivo	29%	27%	28.85%	28.89%	28.93%	-9%	7%	0%	0%	
Ratio préstamos/depositos	105%	101%	100%	100%	100%	-3%	-1%	0%	0%	
CET1	74,202	76,741	80,910	85,225	89,568	3%	5%	5%	5%	
RWAs	609,266	623,731	651,100	676,498	700,671	2%	4%	4%	4%	
Ratio CET1	12.2%	12.3%	12.4%	12.6%	12.8%	1%	1%	1%	1%	
RoTE	13.6%	15.2%	15.0%	14.3%	13.8%	11%	-1%	-4%	-4%	
TNAV / acción	4.20	4.67	5.21	5.76	6.41	11%	12%	11%	11%	
EPS	0.57	0.68	0.76	0.80	0.86	20%	11%	6%	7%	
DPS	0.12	0.17	0.19	0.20	0.22	45%	11%	6%	7%	



Anexo 136 - Estimaciones del Santander frente al consenso

Santander	AF24				AÑO FISCAL 25				AF26			
	JEFVA cons.		JEF contra cons.		JEFVA cons.		JEF contra cons.		JEF	Contras de VA.	JEF vs contras.	
<b>Intereses netos</b>												
<b>Comisiones</b>	44,741	45,059	-318	-1%	45,402	45,782	-380	-1%	46,299	46,982	-683	-1%
Otros ingresos	2,252	2,362	-110	-5%	2,480	2,488	-8	0%	2,664	2,543	121	5%
<b>Ingresos totales</b>	<b>59,621</b>	<b>60,140</b>	<b>-519</b>	<b>-1%</b>	<b>61,063</b>	<b>61,518</b>	<b>-456</b>	<b>-1%</b>	<b>62,641</b>	<b>63,361</b>	<b>-720</b>	<b>-1%</b>
Costes totales	-26,249	-26,204	-45	0%	-27,039	-26,921	-119	0%	-27,850	-27,681	-169	1%
<b>Beneficios antes de provisiones</b>	<b>33,372</b>	<b>33,935</b>	<b>-564</b>	<b>-2%</b>	<b>34,023</b>	<b>34,598</b>	<b>-575</b>	<b>-2%</b>	<b>34,791</b>	<b>35,680</b>	<b>-889</b>	<b>-2%</b>
Total depreciaciones	-15,208	-15,496	288	-2%	-15,503	-15,578	76	0%	-15,966	-15,885	-81	1%
<b>Beneficios antes de impuestos</b>	<b>18,163</b>	<b>18,439</b>	<b>-276</b>	<b>-1%</b>	<b>18,521</b>	<b>19,019</b>	<b>-499</b>	<b>-3%</b>	<b>18,824</b>	<b>19,794</b>	<b>-970</b>	<b>-5%</b>
<i>de los cuales</i>												
<i>España de los</i>	3,806	3,753	54	1%	3,507	3,451	57	2%	3,344	3,359	-15	0%
<i>cuales Reino</i>	1,667	1,699	-32	-2%	1,640	1,669	-29	-2%	1,756	1,749	7	0%
<i>Unido</i>	1,389	1,427	-38	-3%	1,254	1,279	-25	-2%	1,179	1,212	-33	-3%
<i>de los cuales</i>	1,434	1,493	-59	-4%	1,496	1,480	15	1%	1,412	1,461	-49	-3%
<i>Portugal d e</i>	543	680	-138	-20%	632	850	-218	-26%	712	947	-235	-25%
<i>l o s cuales</i>	2,202	2,144	58	3%	2,226	2,133	92	4%	2,236	2,184	52	2%
<i>Polonia de los</i>	5,853	6,043	-120	-3%	6,463	6,859	-392	-6%	6,770	7,424	-697	-9%
<i>cuales EE.UU.</i>	2,191	2,158	33	2%	2,369	2,377	-9	0%	2,631	2,609	22	1%
<i>de los cuales México</i>	-921	-959	38	-4%	-1,067	-1,080	13	-1%	-1,215	-1,150	-65	6%
<i>de los cuales Resto del</i>	-5,239	-5,458	219	-4%	-5,351	-5,724	373	-7%	-5,446	-5,993	547	-9%
<i>biz de los cuales DCB</i>	-1,264	-1,255	-9	1%	-1,370	-1,342	-28	2%	-1,392	-1,406	15	-1%
<i>de los cuales Centro Corporativo</i>	<b>11,660</b>	<b>11,726</b>	<b>-66</b>	<b>-1%</b>	<b>11,800</b>	<b>11,953</b>	<b>-154</b>	<b>-1%</b>	<b>11,986</b>	<b>12,395</b>	<b>-409</b>	<b>-3%</b>
Impuesto	0.76	0.75	0	1%	0.80	0.80	0	0%	0.86	0.87	0	-1%
Intereses minoritarios	1,056,514	1,079,766	-23,252	-2%	1,088,645	1,117,162	-28,517	-3%	1,120,798	1,155,175	-34,376	-3%
<b>Beneficio atribuible</b>	<b>1,017,971</b>	<b>1,082,294</b>	<b>-64,323</b>	<b>-6%</b>	<b>1,054,048</b>	<b>1,111,268</b>	<b>-57,220</b>	<b>-5%</b>	<b>1,087,163</b>	<b>1,145,963</b>	<b>-58,801</b>	<b>-5%</b>
<b>EPS</b>	<b>12.4%</b>	<b>12.5%</b>	<b>0</b>	<b>-1%</b>	<b>12.6%</b>	<b>12.6%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>12.8%</b>	<b>12.6%</b>	<b>0</b>	<b>1%</b>
Préstamos a la clientela												
Depósitos de la clientela												
<b>Ratio CET1</b>												

Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

Anexo 137 - Resumen de valoración del Santander

<b>Santander</b>	<b>AF26</b>		
<i>Capital</i>	<i>Caso base</i>	<i>Caso del toro</i>	<i>Caso del oso</i>
Activos ponderados por riesgo	699,276	705,613	686,603
Ratio CET1 objetivo	12.6%	12.6%	12.6%
<b>CET1 asignado</b>	<b>88,232</b>	<b>89,032</b>	<b>86,633</b>
<b>Rentabilidad</b>			
Beneficio neto atribuible	11,618	13,366	6,457
Rendimiento de los fondos propios asignados	13.2%	15.0%	7.5%
Coste de los fondos propios	14.4%	14.4%	14.5%
Crecimiento terminal	1.8%	1.0%	1.0%
P/BV justificado	0.90	1.05	0.48
<b>Valor fundamental de la franquicia</b>	<b>79,380</b>	<b>92,849</b>	<b>41,256</b>
<b>Valoración</b>			
Valor fundamental de la franquicia	79,380	92,849	41,256
Superávit / déficit de capital	1,306	506	2,905
Valor de la franquicia básica descontada	63,159	73,076	34,568
Dividendos acumulados	7,889	7,889	7,889
<b>Valor total de la franquicia</b>	<b>71,048</b>	<b>80,965</b>	<b>42,457</b>
Valoración por acción	5.10	5.81	3.05
<b>Precio objetivo</b>	<b>5.10</b>	<b>5.80</b>	<b>3.00</b>
<i>Ventajas / desventajas</i>	<i>30%</i>	<i>48%</i>	<i>-24%</i>

Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

## CaixaBank

Anexo 138 - Estimaciones anuales de CaixaBank

	2022	2023	2024e	2025e	2026e	a/a				
						2023	2024e	2025e	2026e	
<i>Cuenta de resultados</i>										
Ingresos netos por intereses	6,552	10,113	10,197	9,650	9,598	54%	1%	-5%	-1%	
Ingresos por tasas	3,855	3,658	3,801	3,912	4,026	-5%	4%	3%	3%	
Otros ingresos	686	460	787	929	980	-33%	71%	18%	5%	
<b>Ingresos de explotación</b>	<b>11,093</b>	<b>14,231</b>	<b>14,784</b>	<b>14,491</b>	<b>14,603</b>	28%	4%	-2%	1%	
Gastos totales	-5,574	-5,822	-6,090	-6,329	-6,525	4%	5%	4%	3%	
<b>Ingresos de explotación</b>	<b>5,519</b>	<b>8,409</b>	<b>8,694</b>	<b>8,162</b>	<b>8,078</b>	52%	3%	-6%	-1%	
Total depreciaciones	-1,110	-1,344	-1,249	-1,425	-1,482	21%	-7%	14%	4%	
<b>Beneficios antes de impuestos</b>	<b>4,409</b>	<b>7,065</b>	<b>7,445</b>	<b>6,737</b>	<b>6,596</b>	60%	5%	-10%	-2%	
Ganancias/pérdidas por cesiones	-87	-141	-110	-110	-110					
Impuesto sobre la renta	-1,190	-2,109	-2,198	-1,956	-1,902	77%	4%	-11%	-3%	
<b>Ingresos netos</b>	<b>3,132</b>	<b>4,815</b>	<b>5,137</b>	<b>4,671</b>	<b>4,584</b>	54%	7%	-9%	-2%	
<i>Principales indicadores del balance</i>										
Préstamos y anticipos a clientes	352,834	344,384	343,308	350,368	357,570	-2%	0%	2%	2%	
Activo total	598,850	607,167	604,784	610,551	616,471	1%	0%	1%	1%	
Depósitos de clientes	393,634	397,499	406,354	404,788	403,285	1%	2%	0%	0%	
Total pasivo	565,142	570,828	567,720	573,469	579,181	1%	-1%	1%	1%	
Total fondos propios	33,708	36,339	37,064	37,081	37,290	8%	2%	0%	1%	
<i>Métricas clave</i>										
NII % préstamos medios	1.87%	2.89%	2.97%	2.78%	2.71%	55%	3%	-6%	-3%	
Coste del riesgo	0.28%	0.31%	0.30%	0.35%	0.36%	12%	-5%	17%	3%	
Ratio préstamos/depositos	90%	87%	84%	87%	89%	-3%	-2%	2%	2%	
Ratio CET1	12.8%	12.4%	12.4%	12.5%	12.5%	-3%	0%	1%	0%	
RoTE	9.7%	15.3%	15.7%	13.7%	13.3%	58%	3%	-13%	-2%	
TNAV / acción	3.82	4.29	4.59	4.83	5.11	12%	7%	5%	6%	
EPS	0.37	0.61	0.68	0.64	0.66	67%	11%	-5%	3%	
DPS	0.23	0.39	0.41	0.39	0.40	69%	4%	-5%	3%	

Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

Recuadro 139 - Estimaciones de CaixaBank frente al consenso

CaixaBank	AF24				AÑO				AF26			
	JEF	Contras	JEF vs		JEF	Contras	JEF vs		JEF	Contras	JEF vs	
Intereses netos	10,197	de VA.	27	0%	9,650	de VA.	12	1%	9,598	de VA.	17	2%
Comisiones	3,801	10,170	4	0%	3,912	10,170	-1	0%	4,026	9,424	0	0%
Otros ingresos	554	3,797	-10	-2%	698	3,797	2	0%	754	4,026	-43	-5%
Ingresos totales	14,784	564	34	0%	14,491	9,523	137	1%	14,603	798	132	1%
Costes totales	-6,090	14,751	-10	0%	-6,329	3,913	-34	1%	-6,525	14,472	-38	1%
Beneficios antes de provisiones	8,694	-6,080	23	0%	8,162	696	102	1%	8,078	-6,487	94	1%
Total depreciaciones	-1,359	8,671	169	-11%	-1,535	14,354	17	-1%	-1,592	7,984	-23	1%
Beneficios antes de impuestos	7,335	-1,529	193	3%	6,627	6,295	119	2%	6,486	-1,569	70	1%
Impuesto	-2,198	7,142	-19	1%	-1,956	8,060	14	-1%	-1,902	6,415	42	-2%
Beneficio después de impuestos	5,137	-2,180	174	4%	4,671	-1,552	133	3%	4,584	-1,944	113	3%
EPS	0.68	4,962	0	0%	0.64	0.68	0	1%	0.66	4,471	0	1%
Préstamos a la clientela	343,308	343,988	-680	0%	350,368	348,658	2,288	1%	357,570	352,837	4,733	1%
Depósitos de la clientela	406,354	397,537	8,817	2%	404,788	401,498	3,289	1%	403,285	405,579	-2,294	-1%
<b>Ratio CET1</b>	<b>12.4%</b>	<b>12.5%</b>	<b>0</b>	<b>-1%</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.5%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.5%</b>	<b>0</b>	<b>-1%</b>

Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

Anexo 140 - Resumen de valoración de CaixaBank

<b>CaixaBank</b>	<b>AF26</b>		
<i>Capital</i>	<i>Caso base</i>	<i>Caso del toro</i>	<i>Caso del oso</i>
Activos ponderados por riesgo	237,234	239,521	232,659
Ratio CET1 objetivo	12.0%	12.0%	12.0%
<b>CET1 asignado</b>	<b>28,468</b>	<b>28,742</b>	<b>27,919</b>
<b>Rentabilidad</b>			
Beneficio neto atribuible	4,312	4,881	2,320
Rendimiento de los fondos propios asignados	15.1%	17.0%	8.3%
Coste de los fondos propios	13.5%	13.5%	14.5%
Crecimiento terminal	1.0%	1.0%	1.0%
P/BV justificado	1.13	1.28	0.54
<b>Valor fundamental de la franquicia</b>	<b>35,462</b>	<b>40,419</b>	<b>16,671</b>
<b>Valoración</b>			
Valor fundamental de la franquicia	35,462	40,419	16,671
Superávit / déficit de capital	860	642	1,296
Valor de la franquicia básica descontada	28,155	32,091	13,236
Dividendos acumulados	7,791	7,791	7,791
<b>Valor total de la franquicia</b>	<b>36,806</b>	<b>40,524</b>	<b>22,323</b>
Valoración por acción	5.81	6.39	3.52
<b>Precio objetivo</b>	<b>5.80</b>	<b>6.40</b>	<b>3.50</b>
<i>Ventajas / desventajas</i>	<i>31%</i>	<i>45%</i>	<i>-21%</i>

Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

## Bankinter

Anexo 141 - Estimaciones anuales de Bankinter

	2022	2023	2024e	2025e	2026e	a/a			
						2023	2024e	2025e	2026e
<i>Cuenta de resultados</i>									
Ingresos netos por intereses	1,537	2,213	2,208	2,102	2,144	44%	0%	-5%	2%
Ingresos por tasas	606	624	662	688	716	3%	6%	4%	4%
Otros ingresos	-59	-177	-107	-87	-83	203%	-40%	-18%	-4%
<b>Ingresos de explotación</b>	<b>2,084</b>	<b>2,661</b>	<b>2,763</b>	<b>2,703</b>	<b>2,777</b>	<b>28%</b>	<b>4%</b>	<b>-2%</b>	<b>3%</b>
Gastos totales	-918	-993	-1,038	-1,080	-1,112	8%	4%	4%	3%
<b>Ingresos de explotación</b>	<b>1,166</b>	<b>1,667</b>	<b>1,725</b>	<b>1,623</b>	<b>1,665</b>	<b>43%</b>	<b>3%</b>	<b>-6%</b>	<b>3%</b>
Total depreciaciones	-360	-418	-441	-451	-462	16%	6%	2%	2%
<b>Beneficios antes de impuestos</b>	<b>806</b>	<b>1,249</b>	<b>1,284</b>	<b>1,172</b>	<b>1,203</b>	<b>55%</b>	<b>3%</b>	<b>-9%</b>	<b>3%</b>
Ganancias/pérdidas por cesiones	-21	-20	-15	-15	-15	-3%	-27%	0%	0%
Impuesto sobre la renta	-225	-384	-398	-365	-373	71%	4%	-8%	2%
<b>Ingresos netos</b>	<b>560</b>	<b>845</b>	<b>871</b>	<b>793</b>	<b>815</b>	<b>51%</b>	<b>3%</b>	<b>-9%</b>	<b>3%</b>
<i>Principales indicadores del balance</i>									
Préstamos a la clientela	71,752	74,199	76,239	78,337	80,870	3%	3%	3%	3%
Activos totales	107,507	113,012	115,087	117,222	119,797	5%	2%	2%	2%
Depósitos de clientes	72,902	78,989	79,655	79,373	79,966	8%	1%	0%	1%
Total pasivo	102,602	107,689	109,366	111,161	113,335	5%	2%	2%	2%
Total fondos propios	4,905	5,323	5,720	6,061	6,462	9%	7%	6%	7%
<i>Métricas clave</i>									
NII % préstamos medios	2.22%	3.06%	2.94%	2.72%	2.69%	38%	-4%	-7%	-1%
Coste del riesgo	0.37%	0.47%	0.48%	0.48%	0.48%	28%	3%	0%	0%
Ratio préstamos/depósitos	98%	94%	96%	99%	101%	-5%	2%	3%	2%
Ratio CET1	12.0%	12.3%	12.8%	12.7%	13.0%	2%	4%	-1%	2%
RoTE	11.8%	16.3%	15.7%	13.3%	12.8%	38%	-3%	-16%	-3%
TNAV / acción	5.29	5.72	6.16	6.54	6.99	8%	8%	6%	7%
EPS	0.61	0.90	0.93	0.84	0.87	49%	3%	-9%	3%
DPS	0.31	0.45	0.47	0.42	0.43	44%	4%	-9%	3%

Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

Anexo 142 - Estimaciones de Bankinter frente al consenso

Bankinter	AF24				AÑO FISCAL 25				AF26			
	JEF	Contras de VA.	JEF vs contras.		JEF	Contras de VA.	JEF vs contras.		JEF	Contras de VA.	JEF vs contras.	
Ingresos netos por intereses	2,208	2,196	13	1%	2,102	2,080	21	1%	2,144	2,082	62	3%
Ingresos por tasas	662	658	3	1%	688	685	3	0%	716	712	3	0%
Otros ingresos	-149	-141	-9	6%	-130	-129	-1	1%	-128	-122	-6	5%
<b>Ingresos totales</b>	<b>2,763</b>	<b>2,762</b>	<b>2</b>	<b>0%</b>	<b>2,703</b>	<b>2,688</b>	<b>15</b>	<b>1%</b>	<b>2,777</b>	<b>2,724</b>	<b>53</b>	<b>2%</b>
Costes totales	-1,038	-1,044	5	-1%	-1,080	-1,081	2	0%	-1,112	-1,119	7	-1%
<b>Beneficios antes de provisiones</b>	<b>1,725</b>	<b>1,718</b>	<b>7</b>	<b>0%</b>	<b>1,623</b>	<b>1,606</b>	<b>17</b>	<b>1%</b>	<b>1,665</b>	<b>1,605</b>	<b>60</b>	<b>4%</b>
Total depreciaciones	-456	-459	3	-1%	-466	-455	-11	2%	-477	-454	-23	5%
<b>Beneficios antes de impuestos</b>	<b>1,269</b>	<b>1,259</b>	<b>10</b>	<b>1%</b>	<b>1,157</b>	<b>1,152</b>	<b>6</b>	<b>0%</b>	<b>1,188</b>	<b>1,151</b>	<b>37</b>	<b>3%</b>
Impuesto	-398	-400	2	0%	-365	-362	-3	1%	-373	-359	-13	4%
<b>Beneficio después de impuestos</b>	<b>871</b>	<b>860</b>	<b>12</b>	<b>1%</b>	<b>793</b>	<b>790</b>	<b>3</b>	<b>0%</b>	<b>815</b>	<b>792</b>	<b>23</b>	<b>3%</b>
EPS	0.93	0.94	0	-1%	0.84	0.86	0	-2%	0.87	0.87	0	-1%
Préstamos a clientes	76,239	76,957	-718	-1%	78,337	79,472	-1,135	-1%	80,870	81,995	-1,125	-1%
Depósitos de clientes	79,655	78,989	666	1%	79,373	78,989	384	0%	79,966	78,989	977	1%
Ratio CET1	12.84%	12.61%	0	2%	12.67%	12.69%	0	0%	12.98%	12.84%	0	1%

Véase información importante en las páginas 90 a 95 de este informe.

Este informe está destinado exclusivamente a los clientes de Jefferies. Queda prohibida su distribución no autorizada.

---

Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

Anexo 143 - Resumen de valoración de Bankinter

<b>Bankinter</b>	<b>AF26</b>		
<i>Capital</i>	<i>Caso base</i>	<i>Caso del toro</i>	<i>Caso del oso</i>
Activos ponderados por riesgo	45,981	46,403	45,559
Ratio CET1 objetivo	12.5%	12.5%	12.5%
<b>CET1 asignado</b>	<b>5,748</b>	<b>5,800</b>	<b>5,695</b>
<b>Rentabilidad</b>			
Beneficio neto atribuible	781	906	510
Rendimiento de los fondos propios asignados	13.6%	15.6%	9.0%
Coste de los fondos propios	13.5%	13.5%	13.5%
Crecimiento terminal	2.0%	1.0%	1.0%
P/BV justificado	1.01	1.17	0.64
<b>Valor de la franquicia principal</b>	<b>6,114</b>	<b>7,152</b>	<b>3,830</b>
<b>Valoración</b>			
Valor de la franquicia principal	6,114	7,152	3,830
Superávit / déficit de capital	219	166	272
Valor franco básico actualizado	5,028	5,811	3,256
Dividendos acumulados	1,120	1,120	1,120
<b>Valor total de la franquicia</b>	<b>6,148</b>	<b>6,930</b>	<b>4,376</b>
Valoración por acción	6.84	7.71	4.87
<b>Precio objetivo</b>	<b>6.80</b>	<b>7.70</b>	<b>4.90</b>
<i>Ventajas / desventajas</i>	<i>9%</i>	<i>23%</i>	<i>-21%</i>

Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies



## Unicaja

Anexo 144 - Estimaciones anuales de Unicaja

	2022	2023	2024e	2025e	2026e	a/a	2023	2024e	2025e	2026e
<i>Cuenta de resultados</i>										
Ingresos netos por intereses	1,070	1,353	1,372	1,257	1,261	26%	1%	-8%	0%	
Ingresos por tasas	525	533	525	540	556	2%	-2%	3%	3%	
Otros ingresos	9	-111	-40	-4	-4	-1368%	-64%	-89%	-9%	
<b>Ingresos de explotación</b>	<b>1,604</b>	<b>1,776</b>	<b>1,857</b>	<b>1,792</b>	<b>1,813</b>	11%	5%	-3%	1%	
Gastos totales	-862	-859	-901	-938	-975	0%	5%	4%	4%	
<b>Ingresos de explotación</b>	<b>742</b>	<b>917</b>	<b>955</b>	<b>855</b>	<b>838</b>	24%	4%	-11%	-2%	
Total depreciaciones	-362	-546	-319	-310	-293	51%	-42%	-3%	-6%	
<b>Beneficios antes de impuestos</b>	<b>380</b>	<b>371</b>	<b>637</b>	<b>545</b>	<b>545</b>	-2%	72%	-14%	0%	
Impuesto sobre la renta	-104	-104	-192	-166	-167	0%	85%	-13%	0%	
<b>Ingresos netos</b>	<b>276</b>	<b>267</b>	<b>444</b>	<b>378</b>	<b>379</b>	-3%	67%	-15%	0%	
<i>Principales indicadores del balance</i>										
Préstamos a la clientela	54,326	50,062	49,848	50,529	51,618	-8%	0%	1%	2%	
Activo total	98,987	97,153	94,222	93,613	93,465	-2%	-3%	-1%	0%	
Depósitos de clientes	74,386	73,475	75,458	76,237	77,025	-1%	3%	1%	1%	
Total pasivo	92,510	90,507	87,443	86,881	86,742	-2%	-3%	-1%	0%	
Total fondos propios	6,477	6,646	6,778	6,732	6,723	3%	2%	-1%	0%	
<i>Métricas clave</i>										
NII % préstamos medios	1.93%	2.58%	2.77%	2.51%	2.48%	34%	7%	-9%	-1%	
Coste del riesgo	0.39%	0.28%	0.30%	0.33%	0.30%	-28%	8%	10%	-9%	
Ratio préstamos/depósitos	79%	72%	70%	70%	71%	-8%	-3%	0%	1%	
Ratio CET1	13.0%	14.7%	14.8%	14.6%	14.3%	13%	1%	-2%	-2%	
RoTE	4.4%	4.2%	7.1%	5.9%	5.9%	-4%	68%	-17%	1%	
TNAV / acción	2.19	2.20	2.38	2.50	2.64	0%	8%	5%	5%	
EPS	0.10	0.10	0.17	0.16	0.16	-3%	71%	-10%	6%	
DPS	0.05	0.05	0.09	0.09	0.09	4%	90%	-10%	6%	

Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

## Anexo 145 - Estimaciones de Unicaja frente al consenso

Unicaja	AF24				AÑO				AF26			
	JEF	Contras	JEF vs		JEF	FISC	JEF vs		JEF	Contras	JEF vs	
Intereses netos	1,372	de VA.	-8	-1%	1,257	1,257	-18	-1%	1,261	de VA.	-7	-1%
Comisiones	525	1,380	1	0%	540	Contras	9	2%	556	1,267	12	2%
Otros ingresos	-70	524	-18	35%	-35	1,275	3	-9%	-35	544	-1	2%
Ingresos totales	1,857	-51	-17	-1%	1,792	532	-2	0%	1,813	-34	10	1%
Costes totales	-901	1,874	-3	0%	-938	-38	-9	1%	-975	1,803	-18	2%
Beneficios antes de provisiones	955	-898	-20	-2%	855	1,794	-10	-1%	838	-957	-8	-1%
Total depreciaciones	-319	975	-19	6%	-310	-929	-43	16%	-293	846	-36	14%
Beneficios antes de impuestos	637	-300	-38	-6%	545	865	-54	-9%	545	-257	-44	-7%
Impuesto	-192	675	14	-7%	-166	-267	11	-6%	-167	589	4	-3%
Beneficio después de impuestos	444	-207	-24	-5%	378	598	-42	-10%	379	-171	-39	-9%
EPS	0.17	468	0	-3%	0.16	0.17	0	-2%	0.16	0.16	0	4%
Préstamos a la clientela	49,848	48,955	893	2%	50,529	49,809	1,020	2%	51,618	50,031	1,587	3%
Depósitos de la clientela	75,458	73,069	2,389	3%	76,237	73,745	2,492	3%	77,025	74,731	2,294	3%
Ratio CET1	14.8%	15.2%	0	-2%	14.6%	15.5%	0	-6%	14.3%	15.8%	0	-10%

Fuente: Informes de las empresas frente al consenso

Anexo 146 - Resumen de valoración de Unicaja

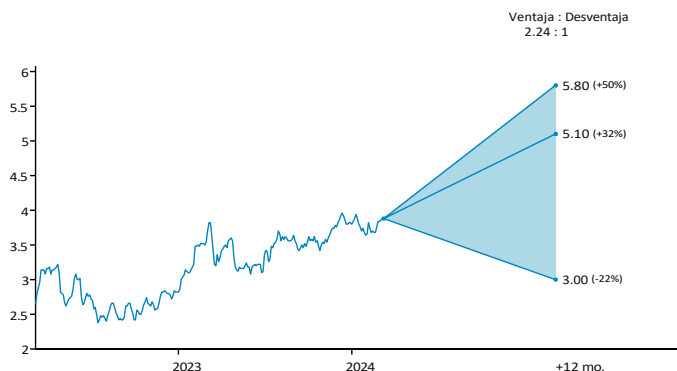
<b>Unicaja</b>	<b>AF26</b>		
<i>Capital</i>	<i>Caso base</i>	<i>Caso del toro</i>	<i>Caso del oso</i>
Activos ponderados por riesgo	30,785	31,084	30,485
Ratio CET1 objetivo	14.0%	14.0%	14.0%
<b>CET1 asignado</b>	<b>4,310</b>	<b>4,352</b>	<b>4,268</b>
<b>Rentabilidad</b>			
Beneficio neto atribuible	349	422	201
Rendimiento de los fondos propios asignados	8.1%	9.7%	4.7%
Coste de los fondos propios	15.0%	15.0%	15.5%
Crecimiento terminal	2.0%	2.0%	1.0%
P/BV justificado	0.47	0.59	0.26
<b>Valor básico de la franquicia</b>	<b>2723.75</b>	<b>3476.11</b>	<b>1479.04</b>
<b>Valoración</b>			
Valor básico de la franquicia	2,724	3,476	1,479
Superávit / déficit de capital	81	39	123
Valor franco núcleo actualizado	2,173	2,723	1,241
Dividendos acumulados	591	591	591
Valor total de la franquicia	2,764	3,314	1,832
Valoración por acción	1.23	1.48	0.82
<b>Precio objetivo</b>	<b>1.10</b>	<b>1.50</b>	<b>0.80</b>
<b>Ventajas / desventajas</b>	<b>12%</b>	<b>52%</b>	<b>-19%</b>

Fuente: Informes de las empresas, estimaciones de Jefferies

### Tesis de inversión / Nuestras diferencias

- Banco bien diversificado, pero con falta de escala en algunos de sus mercados clave;
- Es preciso abordar algunas cuestiones, especialmente en torno a la estrategia para las franquicias de EE.UU. y el Reino Unido. Buena escala en el mercado brasileño, pero la intensificación de la competencia y las perturbaciones pueden enturbiar las perspectivas de rentabilidad. La exposición a México es atractiva, pero se necesita más escala;
- La valoración es muy poco exigente, tanto en comparación con sus homólogos como con la historia.

### Riesgo/Recompensa - Visión a 12 meses



### Caso base, €5.10, +32%

- Nuestras previsiones de base para 2026 suponen un impulso económico limitado hasta 2024 y más allá en Europa, EE.UU. y Brasil, junto con una perspectiva positiva para México. La tasa EZ terminal prevista es del 3%.
- Principales hipótesis 2026
- NII/préstamos medios 4,19
- Coste/ingresos 44
- CDR 125 pb
- RoTE 13,2% (sobre un nivel de capital normalizado)

### Escenario alcista, €5.80, +50%

- Nuestro caso alcista en 2026 supone un repunte económico más fuerte, con tipos más altos durante más tiempo en la zona euro y un ciclo de provisiones aún más benigno que en nuestro caso base.
- Principales hipótesis 2026
- NII/préstamos medios 4,29
- Coste/ingresos 43
- CDR 120 pb
- RoTE 15,0% (sobre un nivel de capital normalizado)

### Escenario negativo, €3.00, -22%

- Nuestro escenario bajista para 2026 asume un crecimiento más débil en los principales mercados del Santander, así como un deterioro de la calidad de los activos y una reducción más rápida de los tipos.
- Principales hipótesis 2026
- NII/préstamos medios 3,99
- Coste/ingresos 49
- CDR 155 pb
- RoTE 7,5% (sobre un nivel de capital normalizado)

### Cuestiones de sostenibilidad

Principales cuestiones materiales: 1) Tras la CFG, los reguladores (en colaboración con los gobiernos) crearon requisitos de capital y liquidez más rigurosos y en constante evolución. La forma en que los reguladores integrarán los factores ASG en estos requisitos será una preocupación fundamental; 2) La eficacia con que los bancos adopten prácticas responsables en materia de ASG, en particular la protección de los consumidores, determinará probablemente su grado de exposición a otras posibles medidas reguladoras (por ejemplo, multas) en el futuro.

Objetivos de la empresa: 1) Reducción de las emisiones financiadas (2030 frente a 2019): Generación de electricidad -46% (intensidad de las emisiones); Aviación -33%; Acero -32%; Energía -29%, (emisiones absolutas); eliminación completa de la energía y la minería relacionadas con el carbón térmico 2) Financiación verde de 120.000 millones de euros para 2025 3) AuM de 100.000 millones de euros en inversiones socialmente responsables 4) Incorporación de métricas ASG en la incentivación de la gestión.

Preguntas para la dirección: 1) ¿Estrategia para reducir la exposición al carbono frente a la oportunidad de financiar la transición?

2) Importancia de la inclusión financiera en la estrategia y cómo la supervisa. 3) ¿Qué medidas han adoptado recientemente para mejorar la gobernanza empresarial?

Profundización en el sector ESG: [Bancos](#)

- Próximas reuniones del BCE
- Cualquier anuncio sobre posibles fusiones y adquisiciones

## Finanzas: Banco Santander

### Estimación de los cambios

€	2024E	2025E	2026E
Rev. (MM)	59,620.8 ↑ +8%	61,062.6 ↑ +9%	62,640.6
<i>Anterior</i>	55,371.0	56,160.0	
EPS	0.76	0.80	0.86
DPS	0.19 ↓ -37%	0.20 ↓ -39%	0.22
<i>Anterior</i>	0.30	0.33	

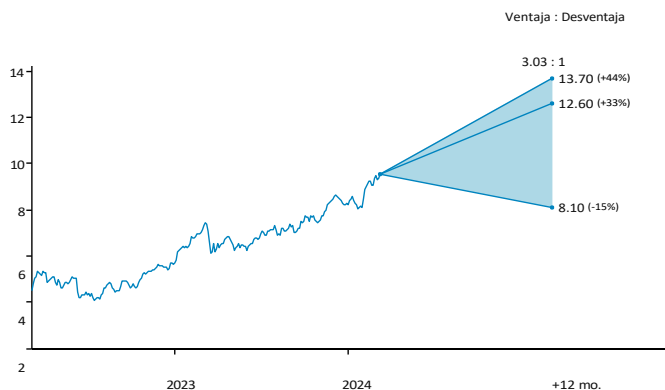
### Métricas de valoración

	2024E	2025E	2026E
FY P/E	5.1x	4.8x	4.5x

### Tesis de inversión / Nuestras diferencias

- La mejor franquicia de su categoría en la mayoría de los mercados en los que opera.
- Inmejorable posicionamiento de mercado en México, tanto en términos de escala como de rentabilidad
- Atractiva rentabilidad estructural en España.
- Ventaja competitiva en términos de nivel de digitalización del negocio; creemos que el banco es capaz de competir con fintechs/disruptores en ME.

### Riesgo/Recompensa - Visión a 12 meses



### Caso base, €12.60, +33%

- Nuestras previsiones de base para 2026 suponen un impulso económico limitado hasta 2024 y más allá en Europa, junto con una perspectiva positiva para México y la mejora de las perspectivas para Turquía. La tasa EZ terminal prevista es del 3%.
- Principales hipótesis 2026
- NII/préstamos medios 5,89
- Coste/ingresos 42
- CDR 129 pb
- RoTE 18,3% (sobre un nivel de capital normalizado)

### Escenario alcista, €13.70, +44%

- Nuestro caso alcista en 2026 supone un repunte económico más fuerte, con tipos más altos durante más tiempo en la zona euro y un ciclo de provisiones aún más benigno que en nuestro caso base.
- Principales hipótesis 2026
- NII/préstamos medios 6,09%.
- Coste/ingreso 40
- CDR 124 pb
- RoTE 20,5% (sobre un nivel de capital normalizado)

### Escenario negativo, €8.10, -15%

- Nuestro escenario bajista para 2026 asume un crecimiento más débil en los principales mercados del Santander, así como un deterioro de la calidad de los activos y una reducción más rápida de los tipos.
- Principales hipótesis 2026
- NII/préstamos medios 5,49
- Coste/ingresos 48
- CDR 169 pb
- RoTE 11% (sobre un nivel de capital normalizado)

### Cuestiones de sostenibilidad

Principales cuestiones materiales: 1) Tras la CFG, los reguladores (en colaboración con los gobiernos) crearon requisitos de capital y liquidez más rigurosos y en constante evolución. La forma en que los reguladores integrarán los factores ASG en estos requisitos será una preocupación fundamental; 2) La eficacia con que los bancos adopten prácticas responsables en materia de ASG, en particular la protección de los consumidores, determinará probablemente su grado de exposición a otras posibles medidas regulatoras (por ejemplo, multas) en el futuro.

Objetivos de la empresa: 1) Compromiso de que los préstamos y las carteras de préstamos tengan emisiones netas nulas para 2050, Reducción de las emisiones financiadas para 2030 (frente a 2020): Energía -52%, Auto - 46%, Acero -23%, Cemento -17%, Upstream Oil & Gas -30%, Eliminación progresiva de la financiación relacionada con el carbón para 2030 en los países desarrollados y 2040 en los países en desarrollo 2) Canalización de 300.000 millones de euros en financiación sostenible para 2025 (2018 como base) 3) Objetivo de que las mujeres ocupen el 35% de los puestos directivos para 2024.

Preguntas para la dirección: 1) ¿Cuál es la estrategia para reducir las exposiciones intensivas en carbono frente a la oportunidad de financiación verde/de transición? 2) ¿Qué importancia tiene la inclusión financiera en su estrategia y cómo la supervisan?

Profundización en el sector ESG: [Bancos](#)

- Próximas reuniones del BCE
- Cualquier anuncio sobre posibles fusiones y adquisiciones



## Finanzas: BBVA

### Estimación de los cambios

€	2024E	2025E	2026E
DPS	0.57 ↑ +17%	0.59 ↑ +22%	0.65
<i>Anterior</i>	0.49	0.48	
Rev. (MM)	31,744.7 ↑ +21%	32,395.4 ↑ +26%	33,725.6
<i>Anterior</i>	26,309.0	25,652.0	
EPS	1.43	1.46	1.62
Contras. EPS	1.42	1.40	1.42
Cons. Rev.	31,599.7	31,899.7	32,520.0

### Métricas de valoración

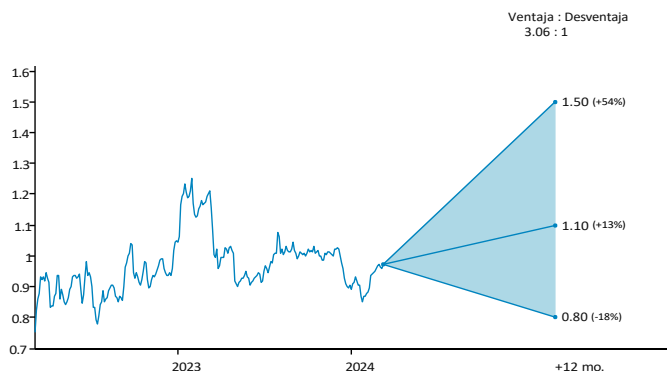
	2024E	2025E	2026E
FY P/E	6.6x	6.5x	5.9x

## La visión a largo plazo: Unicaja

### Tesis de inversión / Nuestras diferencias

- Operador regional, sin cobertura nacional completa y algo falto de diversificación en las fuentes de ingresos;
- La acción está barata y puede devolver un considerable exceso de capital, pero vemos problemas estructurales de rentabilidad para Unicaja sobre una base individual dada la falta de escala.

### Riesgo/Recompensa - Visión a 12 meses



#### Caso base, €1.10, +13%

- Nuestras previsiones de base para 2026 suponen un impulso económico limitado hasta 2024 y más allá en España. La tasa EZ terminal es del 3%.
- Principales hipótesis 2026
- NII/préstamos medios 2,48
- Coste/ingresos 54
- CDR 30 pb
- RoTE 8,1% (sobre un nivel de capital normalizado)

#### Escenario alcista, €1.50, +54%

- Nuestro caso alcista en 2026 supone un repunte económico más fuerte, con tipos más altos durante más tiempo en la zona euro y un ciclo de provisiones aún más benigno que en nuestro caso base.
- Principales hipótesis 2026
- NII/préstamos medios 2,58
- Coste/ingresos 51
- CDR 27 pb
- RoTE 9,7% (sobre un nivel de capital normalizado)

#### Escenario negativo, €0.80, -18%

- Nuestro escenario bajista para 2026 asume una dinámica de crecimiento más débil, así como un deterioro de la calidad de los activos y recortes de tipos más rápidos.
- Principales hipótesis 2026
- NII/préstamos medios 2,28
- Coste/ingresos 59
- CDR 45 pb
- RoTE 4,7% (sobre un nivel de capital normalizado)

### Cuestiones de sostenibilidad

Principales cuestiones materiales: 1) Tras la CFG, los reguladores (en colaboración con los gobiernos) crearon requisitos de capital y liquidez más rigurosos y en constante evolución. La forma en que los reguladores integrarán los factores ASG en estos requisitos será una preocupación fundamental; 2) La eficacia con que los bancos adopten prácticas responsables en materia de ASG, en particular la protección de los consumidores, determinará probablemente su grado de exposición a otras posibles medidas reguladoras (por ejemplo, multas) en el futuro.

Objetivos de la empresa: 1) Compromiso con el desarrollo sostenible y los ODS, compromiso con las finanzas sostenibles y desarrollo y distribución de productos y servicios financieros sostenibles 2) Gestión de activos: Distribución >75% fondos ESG para 2024.

Preguntas para la dirección: 1) ¿Estrategia para gestionar los riesgos de los préstamos intensivos en carbono? 2) ¿Qué oportunidades de financiación ASG está emprendiendo el banco (financiación verde y de transición, financiación de impacto, programas de movilidad socioeconómica), y hasta qué punto pueden ser significativas para los resultados del banco?

Profundización en el sector ESG: [Bancos](#)

### Catalizadores

- Próximas reuniones del BCE
- Cualquier anuncio sobre posibles fusiones y adquisiciones

## Finanzas: Unicaja

### Estimación de los cambios

€	2024E	2025E	2026E
Rev. (MM)	1,856.9 <1%	1,792.3 ↓ -4%	1,812.9
<i>Anterior</i>	1,849.0	1,870.0	
Contras. EPS	0.18	0.16	0.16
Cons. Rev.	1,872.1	1,793.0	1,802.4
EPS	0.17	0.16	0.16
DPS	0.09	0.09 ↓ -15%	0.09
<i>Anterior</i>		0.10	

### Métricas de valoración

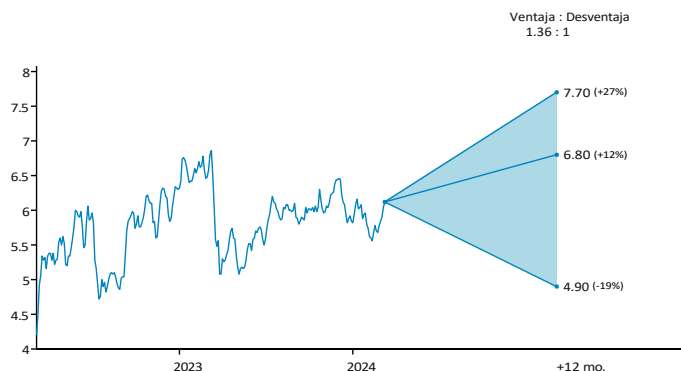
	2024E	2025E	2026E
FY P/E	5.7x	6.3x	5.9x

## La visión a largo plazo: Bankinter

### Tesis de inversión / Nuestras diferencias

- Atractivo perfil RoTE dada una base de clientes más afluentes y un modelo de sucursales ligero, con sólidas perspectivas de seguir ganando cuota de mercado;
- Mejores resultados relativos a lo largo del tiempo; la valoración actual no es tan poco exigente en comparación con sus homólogos.

### Riesgo/Recompensa - Visión a 12 meses



### Caso base, €6.80, +12%

- Nuestras previsiones de base para 2026 suponen un impulso económico limitado hasta 2024 y más allá en España. La tasa EZ terminal es del 3%.
- Principales hipótesis 2026
- NII/préstamos medios 2,69
- Coste/ingreso 40
- CDR 48 pb
- RoTE 13,6% (sobre un nivel de capital normalizado)

### Escenario alcista, €7.70, +27%

- Nuestro caso alcista en 2026 supone un repunte económico más fuerte, con tipos más altos durante más tiempo en la zona euro y un ciclo de provisiones aún más benigno que en nuestro caso base.
- Principales hipótesis 2026
- NII/préstamos medios 2,79
- Coste/ingresos 39
- CDR 43 pb
- RoTE 15,6% (sobre un nivel de capital normalizado)

### Escenario negativo, €4.90, -19%

- Nuestro escenario bajista para 2026 asume una dinámica de crecimiento más débil, así como un deterioro de la calidad de los activos y recortes de tipos más rápidos.
- Principales hipótesis 2026
- NII/préstamos medios 2,29
- Coste/ingresos 46
- CDR 58 pb
- RoTE 9,0% (sobre un nivel de capital normalizado)

### Cuestiones de sostenibilidad

Principales cuestiones materiales: 1) Después de la CFG, los reguladores (en concierto con los gobiernos) crearon requisitos de capital y liquidez más rigurosos y en constante evolución. La forma en que los reguladores integren los factores ASG en estos requisitos será una preocupación fundamental. 2) La eficacia con que los bancos adopten prácticas responsables en materia de ASG, en particular la protección de los consumidores, determinará probablemente su grado de exposición a otras posibles medidas reguladoras (por ejemplo, multas) en el futuro.

Objetivos de la empresa: 1) Firma de la Alianza Bancaria Net Zero: Compromiso para que los préstamos y las carteras de préstamos tengan emisiones netas cero en 2050, estableciendo un objetivo intermedio para 2030. 2) Desarrollo de una hoja de ruta para la descarbonización de las carteras con objetivos para 2025 y 2030.

Preguntas para la dirección: 1) ¿Estrategia para gestionar los riesgos de los préstamos intensivos en carbono? 2) ¿Qué oportunidades de financiación ASG está emprendiendo el banco (financiación verde y de transición, financiación de impacto, programas de movilidad socioeconómica), y hasta qué punto pueden ser significativas para los resultados del banco?

Profundización en el sector ESG: [Bancos](#)

### Catalizadores

- Próximas reuniones del BCE

## Finanzas: Bankinter

### Estimación de los cambios

€	2024E	2025E	2026E
Rev. (MM)	2,763.2 ↑ +16%	2,703.0 ↑ +15%	2,776.6
<i>Anterior</i>	2,378.0	2,344.0	
EPS	0.93	0.84	0.87
Contras. EPS	0.94	0.86	0.87
Cons. Rev.	2,761.5	2,687.8	2,723.7
DPS	0.47 ↑ +26%	0.42 ↑ +14%	0.43
<i>Anterior</i>	0.37	0.37	

### Métricas de valoración

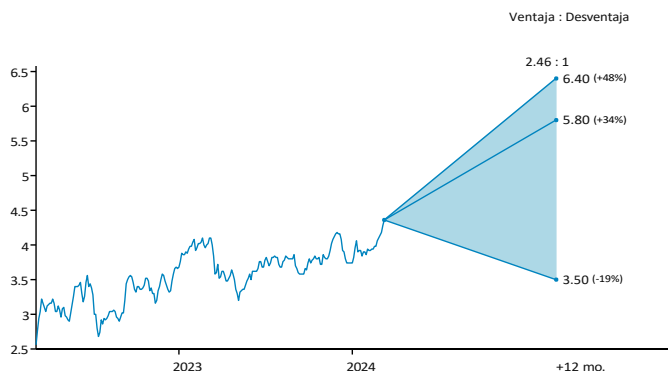
	2024E	2025E	2026E
FY P/E	6.5x	7.2x	7.0x

## La visión a largo plazo: CaixaBank

### Tesis de inversión / Nuestras diferencias

- El mayor banco nacional, con una cuota de mercado del 25% en préstamos y depósitos, es una auténtica referencia para el sector bancario español;
- El negocio de seguros proporciona diversificación de ingresos en caso de que se produzcan recortes de tipos más rápidos;
- Ventaja competitiva en términos de estrategia digital, al tiempo que se preserva la huella física en regiones poco bancarizadas de España.

### Riesgo/Recompensa - Visión a 12 meses



### Caso base, €5.80, +34%

- Nuestras previsiones de base para 2026 suponen un impulso económico limitado hasta 2024 y más allá en España. La tasa EZ terminal es del 3%.
- Principales hipótesis 2026
- NII/préstamos medios 2,71
- Coste/ingresos 45
- CDR 36 pb
- RoTE 15,1% (sobre un nivel de capital normalizado)

### Escenario alcista, €6.40, +48%

- Nuestro caso alcista en 2026 supone un repunte económico más fuerte, con tipos más altos durante más tiempo en la zona euro y un ciclo de provisiones aún más benigno que en nuestro caso base.
- Principales hipótesis 2026
- NII/préstamos medios 2,81
- Coste/ingresos 42
- CDR 31 pb
- RoTE 17,0% (sobre un nivel de capital normalizado)

### Escenario negativo, €3.50, -19%

- Nuestro escenario bajista para 2026 asume una dinámica de crecimiento más débil, así como un deterioro de la calidad de los activos y recortes de tipos más rápidos.
- Principales hipótesis 2026
- NII/préstamos medios 2,31
- Coste/ingresos 53
- CDR 61 pb
- RoTE 8,3% (sobre un nivel de capital normalizado)

### Cuestiones de sostenibilidad

Principales cuestiones materiales: 1) Tras la CFG, los reguladores (en colaboración con los gobiernos) crearon requisitos de capital y liquidez más rigurosos y en constante evolución. La forma en que los reguladores integrarán los factores ASG en estos requisitos será una preocupación fundamental; 2) La eficacia con que los bancos adopten prácticas responsables en materia de ASG, en particular la protección de los consumidores, determinará probablemente su grado de exposición a otras posibles medidas reguladoras (por ejemplo, multas) en el futuro.

Objetivos de la empresa: 1) Compromiso de cero emisiones netas de carbono para 2050 2) Reducción de las emisiones financiadas (2030 frente a 2020): Generación de energía -30% (intensidad de emisiones), Petróleo y Gas -23% (emisiones absolutas) 3) 64.000 millones de euros de nueva financiación sostenible para el EJ24, +3.500 millones de microcréditos 2022-24 4) +5.000 voluntarios activos para proyectos sociales para el EJ24.

Preguntas para la dirección: 1) ¿Estrategia para gestionar los riesgos de los préstamos intensivos en carbono? 2) ¿Qué oportunidades de financiación ASG está emprendiendo el banco (financiación verde y de transición, financiación de impacto, programas de movilidad socioeconómica), y en qué medida pueden ser significativas para los resultados del banco?

Profundización en el sector ESG: [Bancos](#)

- Próximas reuniones del BCE
- Cualquier anuncio sobre posibles fusiones y adquisiciones

## Finanzas: CaixaBank

### Estimación de los cambios

€	2024E	2025E	2026E
Rev. (MM)	14,784.4 ↑ +10%	14,490.9 ↑ +6%	14,603.1
<i>Anterior</i>	13,417.0	13,608.0	
Contras. EPS	0.68 ↑ +34%	0.64 ↑ +14%	0.65
<i>Anterior</i>	0.51	0.56	
EPS	0.68	0.64	0.66
Cons. Rev.	14,769.0	14,327.6	14,449.7
DPS	0.41 ↑ +20%	0.39 ↑ +14%	0.40
<i>Anterior</i>	0.34	0.34	

### Métricas de valoración

	2024E	2025E	2026E
FY P/E	6.4x	6.7x	6.5x



## Descripción de la empresa

### BBVA

Fundado en 1857, BBVA es un banco comercial global con más de 9.000 sucursales y unos 140.000 empleados. Además de las operaciones nacionales en España, BBVA opera el mayor banco de México (Bancomer) y tiene franquicias líderes en Sudamérica (incluyendo Perú, Colombia y Argentina) y Turquía (Garanti). En los últimos años, el banco se ha centrado en la tecnología y la digitalización como claves para proteger e impulsar la competitividad.

### Bankinter

Bankinter se fundó en 1965 como empresa conjunta de Santander y Bank of America. El banco se hizo totalmente independiente en 1972. El banco se enorgullece de ser más ágil e innovador que sus homólogos e históricamente se ha inclinado hacia los segmentos de clientes minoristas y de mayor patrimonio neto. El banco también mantiene una participación del 17% en Línea Directa, una de las principales aseguradoras de automóviles de España. Recientemente, el banco se ha diversificado de su enfoque hipotecario tradicional, con un mayor crecimiento de los préstamos a PYME y al consumo. El banco también completó la compra de las operaciones bancarias portuguesas de Barclays en 2016 (que representan <10% de los préstamos del Grupo) y EvoBanco en 2019.

### CaixaBank

CaixaBank es el mayor banco nacional de España, con cuotas de mercado líderes en préstamos, seguros y gestión de activos. El accionista de referencia del banco es la matriz, la Fundación Bancaria La Caixa (30% de participación), fruto de sus orígenes como caja de ahorros en Cataluña (La Caixa es la mayor fundación benéfica de Europa continental). El banco ha aprovechado la consolidación nacional para crecer durante la crisis, adquiriendo Banca Cívica, Banco de Valencia; las operaciones bancarias españolas de Barclays y, más recientemente, Bankia. El banco también tiene una división de inversiones que posee una participación en Telefónica (<5%).

### Banco Santander

Con más de 10.000 sucursales y cerca de 200.000 empleados, el Santander es un banco comercial líder mundial que creció sustancialmente (tanto a escala nacional como internacional) a finales de los 90 y principios de los 00. Además de la franquicia española, el banco también tiene cuotas de mercado superiores al 10% en el Reino Unido, Brasil, México, Chile y Portugal. Además de la franquicia española, el banco tiene cuotas de mercado superiores al 10% en el Reino Unido, Brasil, México, Chile y Portugal. El banco también opera una banca de consumo paneuropea, así como franquicias comerciales y de consumo en EE.UU., con filiales adicionales en Latinoamérica y Polonia.

### Unicaja

Unicaja Banco es un banco minorista y comercial español con sede en Málaga y fundado en 2011. La mayor parte de la cartera de préstamos de Unicaja está representada por hipotecas minoristas (c.70%) y a pesar de tener una importante cuota (c.35%) de la cartera de préstamos en Madrid, el Banco mantiene una gran presencia en las regiones "de origen" de Andalucía y Castilla y León (c.50% en total) legado de las cinco cajas de ahorros que se fusionaron en Unicaja (Monte de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga, Antequera). Más recientemente, el banco se fusionó con Liberbank.

## Valoración de la empresa/Riesgos

### BBVA

Utilizamos un modelo de valoración RoTE/CoE (ajustado al capital normalizado). Los riesgos a la baja incluyen una crisis monetaria en Turquía y una mayor incertidumbre política en México.

### Bankinter

Utilizamos un modelo de valoración RoTE/CoE (ajustado al capital normalizado). El riesgo al alza sería unos tipos más altos durante más tiempo o unas ganancias de cuota de mercado mayores de lo previsto. El riesgo a la baja sería un deterioro de la calidad crediticia.

### CaixaBank

Utilizamos un modelo de valoración RoTE/CoE (ajustado al capital normalizado). Los principales riesgos a la baja incluyen unas perspectivas de tipos más débiles y/o una mayor competencia de depósitos (NII), mercados más débiles (ingresos por comisiones) y regulación (por ejemplo, eliminación del compromiso danés, requisitos LCR más estrictos).

### Banco Santander

---

Utilizamos un modelo de valoración RoTE/CoE (ajustado al capital normalizado). Los riesgos al alza incluyen un crecimiento más rápido de lo previsto en Brasil y tipos más altos en Europa. Los riesgos a la baja incluyen una peor calidad de los activos.

Unicaja

Utilizamos una metodología de valoración RoTE/CoE "normalizada". Los riesgos para nuestra hipótesis de inversión incluyen: el retraso o la reducción de las reducciones de capital relacionadas con la adopción de modelos internos y una política monetaria más pesimista que ejerza aún más presión a la baja sobre los tipos de interés y los ingresos.

Para obtener información importante sobre las empresas recomendadas en este informe, visite nuestro sitio web <https://javatar.bluematrix.com/sellside/> Disclosures.action o llame al 212.284.2300.

## Certificación de analista:

Yo, Iñigo Vega, certifico que todas las opiniones expresadas en este informe de investigación reflejan fielmente mis opiniones personales sobre el/los valor(es) y la(s) empresa(s) en cuestión. También certifico que ninguna parte de mi remuneración ha estado, está o estará, directa o indirectamente, relacionada con las recomendaciones u opiniones específicas expresadas en este informe de investigación.

Yo, Miruna Chirea, certifico que todas las opiniones expresadas en este informe de investigación reflejan fielmente mis opiniones personales sobre el valor o valores en cuestión y la empresa o empresas en cuestión. También certifico que ninguna parte de mi remuneración ha estado, está o estará, directa o indirectamente, relacionada con las recomendaciones u opiniones específicas expresadas en este informe de investigación.

Yo, Joseph Dickerson, certifico que todas las opiniones expresadas en este informe de investigación reflejan fielmente mis opiniones personales sobre el valor o valores en cuestión y la empresa o empresas en cuestión. También certifico que ninguna parte de mi remuneración ha estado, está o estará, directa o indirectamente, relacionada con las recomendaciones u opiniones específicas expresadas en este informe de investigación.

Yo, Marco Nicolai, CFA, certifico que todas las opiniones expresadas en este informe de investigación reflejan fielmente mis opiniones personales sobre el/los valor(es) en cuestión y la(s) empresa(s) en cuestión. También certifico que ninguna parte de mi remuneración ha estado, está o estará, directa o indirectamente, relacionada con las recomendaciones u opiniones específicas expresadas en este informe de investigación.

Yo, Alexander Demetriou, certifico que todas las opiniones expresadas en este informe de investigación reflejan fielmente mis opiniones personales sobre el valor o valores en cuestión y la empresa o empresas en cuestión. También certifico que ninguna parte de mi remuneración ha estado, está o estará, directa o indirectamente, relacionada con las recomendaciones u opiniones específicas expresadas en este informe de investigación.

Yo, Aqil Taiyeb, certifico que todas las opiniones expresadas en este informe de investigación reflejan fielmente mis opiniones personales sobre el valor o valores en cuestión y la empresa o empresas en cuestión. También certifico que ninguna parte de mi remuneración ha estado, está o estará, directa o indirectamente, relacionada con las recomendaciones u opiniones específicas expresadas en este informe de investigación.

Yo, Rafael Baptista, certifico que todas las opiniones expresadas en este informe de investigación reflejan fielmente mis opiniones personales sobre el/los valor(es) en cuestión y la(s) empresa(s) en cuestión. También certifico que ninguna parte de mi remuneración ha estado, está o estará, directa o indirectamente, relacionada con las recomendaciones u opiniones específicas expresadas en este informe de investigación.

Yo, Theo Massing, certifico que todas las opiniones expresadas en este informe de investigación reflejan fielmente mis opiniones personales sobre el valor o valores en cuestión y la empresa o empresas en cuestión. También certifico que ninguna parte de mi remuneración ha estado, está o estará, directa o indirectamente, relacionada con las recomendaciones u opiniones específicas expresadas en este informe de investigación.

Registro de analistas no estadounidenses: Inigo Vega es empleado de Jefferies GmbH, una filial no estadounidense de Jefferies LLC y no está registrado/cualificado como analista de investigación en FINRA. Este analista no puede ser una persona asociada de Jefferies LLC, una empresa miembro de FINRA, y por lo tanto no puede estar sujeto a la Regla 2241 de FINRA y a las restricciones sobre comunicaciones con una empresa sujeta, apariciones públicas y negociación de valores en poder de un analista de investigación.

Registro de analistas no estadounidenses: Miruna Chirea es empleada de Jefferies International Limited, una filial no estadounidense de Jefferies LLC y no está registrada/cualificada como analista de investigación en FINRA. Este(os) analista(s) puede(n) no ser una persona asociada de Jefferies LLC, una empresa miembro de FINRA, y por lo tanto puede(n) no estar sujeta(s) a la Regla 2241 de FINRA y a las restricciones sobre comunicaciones con una empresa sujeta, apariciones públicas y negociación de valores en poder de un analista de investigación. Registro de analistas no estadounidenses: Joseph Dickerson es empleado de Jefferies International Limited, una filial no estadounidense de Jefferies LLC y no está registrado/calificado como analista de investigación en FINRA. Este(os) analista(s) puede(n) no ser una persona asociada a Jefferies LLC, una empresa miembro de FINRA, y por lo tanto puede(n) no estar sujeto(s) a la Regla 2241 de FINRA y a las restricciones sobre comunicaciones con una empresa sujeta, apariciones públicas y negociación de valores en poder de un analista de investigación.

Registro de analistas no estadounidenses: Marco Nicolai, CFA es empleado de Jefferies GmbH, una filial no estadounidense de Jefferies LLC y no está registrado/cualificado como analista de investigación en FINRA. Este(os) analista(s) puede(n) no ser una persona asociada de Jefferies LLC, una empresa miembro de FINRA, y por lo tanto puede(n) no estar sujeto(s) a la Regla 2241 de FINRA y a las restricciones sobre comunicaciones con una empresa sujeta, apariciones públicas y negociación de valores en poder de un analista de investigación.

Registro de analistas no estadounidenses: Alexander Demetriou es empleado de Jefferies International Limited, una filial no estadounidense de Jefferies LLC y no está registrado/calificado como analista de investigación en FINRA. Este(os) analista(s) no puede(n) ser una persona asociada a Jefferies LLC, una empresa miembro de FINRA, y por lo tanto puede(n) no estar sujeto(s) a la Regla 2241 de FINRA y a las restricciones sobre comunicaciones con una empresa sujeta, apariciones públicas y negociación de valores en poder de un analista de investigación.

Registro de analistas no estadounidenses: Aqil Taiyeb es empleado de Jefferies International Limited, una filial no estadounidense de Jefferies LLC y no está registrado/cualificado como analista de investigación en FINRA. Este analista no puede ser una persona asociada de Jefferies LLC, una empresa miembro de FINRA, y por lo tanto no puede estar sujeto a la Regla 2241 de FINRA y las restricciones sobre las comunicaciones con una empresa sujeta, las apariciones públicas y la negociación de valores en poder de un analista de investigación. Registro de analistas no estadounidenses: Rafael Baptista es

---

empleado de Jefferies GmbH, una filial no estadounidense de Jefferies LLC y no está registrado/cualificado como analista de investigación en FINRA. Este(os) analista(s) puede(n) no ser una persona asociada a Jefferies LLC, una empresa miembro de FINRA, y por lo tanto puede(n) no estar sujeto(s) a la Regla 2241 de FINRA y a las restricciones sobre comunicaciones con una empresa sujeta, apariciones públicas y negociación de valores en poder de un analista de investigación.

Registro de analistas no estadounidenses: Theo Massing es empleado de Jefferies GmbH, una filial no estadounidense de Jefferies LLC y no está registrado/cualificado como analista de investigación en FINRA. Este analista no puede ser una persona asociada de Jefferies LLC, una empresa miembro de FINRA, y por lo tanto no puede estar sujeto a la Regla 2241 de FINRA y a las restricciones sobre comunicaciones con una empresa sujeta, apariciones públicas y negociación de valores en poder de un analista de investigación.

Como ocurre con todos los empleados de Jefferies, el analista o analistas responsables de la cobertura de los instrumentos financieros comentados en este informe reciben una remuneración basada en parte en los resultados generales de la empresa, incluidos los ingresos de banca de inversión. Intentamos actualizar nuestros estudios según proceda, pero diversas normativas pueden impedirlo. Aparte de algunos informes sectoriales publicados periódicamente, la gran mayoría de los informes se publican a intervalos irregulares, según el criterio del analista.

## Registro de recomendaciones de inversión

(Artículo 3(1)e y Artículo 7 del SAM)

Recomendación publicada 6 de marzo de 2024 , 12:49 ET.  
Recomendación distribuida 6 de marzo de 2024 , 19:05 ET.

## Información específica de la empresa

Jefferies International Limited es asesor financiero de Nexi SpA en la adquisición y participación en el negocio de merchant acquiring de Banco de Sabadell, SA. Jefferies Financial Group Inc., sus filiales o subsidiarias esperan recibir o tienen la intención de solicitar una compensación por los servicios de banca de inversión prestados por Unicaja Banco, S.A. en los próximos tres meses.

Jefferies Financial Group Inc., sus filiales o subsidiarias actúan como director o cogestor en la suscripción o colocación de valores para Unicaja Banco, S.A. o una de sus filiales.

Jefferies International Ltd, sus filiales o subsidiarias tienen, o han tenido, en los últimos 12 meses un acuerdo para prestar servicios de inversión a Unicaja Banco, S.A..

Para obtener información importante sobre las empresas recomendadas en este informe, visite nuestro sitio web

<https://javatar.bluematrix.com/sellside/ Disclosures.action> o llame al 212.284.2300.

## Explicación de las calificaciones de Jefferies

Compra - Describe valores que esperamos que proporcionen una rentabilidad total (revalorización del precio más rendimiento) del 15% o más en un periodo de 12 meses.

Mantener - Describe valores que esperamos que proporcionen una rentabilidad total (revalorización del precio más rendimiento) de más del 15% o menos del 10% en un periodo de 12 meses. Insuficiente - Describe valores que esperamos que proporcionen una rentabilidad total (revalorización del precio más rendimiento) de menos del 10% o menos en un periodo de 12 meses.

La rentabilidad total esperada (revalorización del precio más rendimiento) de los valores con calificación "Comprar" cuyo precio medio sea sistemáticamente inferior a 10 \$ es del 20% o más en un periodo de 12 meses, ya que estas empresas suelen ser más volátiles que el mercado bursátil en general. En el caso de los valores con calificación "Mantener" cuyo precio medio se sitúe sistemáticamente por debajo de 10 \$, la rentabilidad total esperada (revalorización del precio más rendimiento) será superior o inferior al 20% en un periodo de 12 meses. En el caso de los valores con una calificación "Underperform", cuyo precio medio se sitúa sistemáticamente por debajo de 10 \$, la rentabilidad total esperada (revalorización del precio más rendimiento) es inferior o igual al 20% en un periodo de 12 meses.

NR - La calificación de la inversión y el precio objetivo se han suspendido temporalmente. Dichas suspensiones cumplen la normativa aplicable y/o las políticas de Jefferies.

CS - Cobertura suspendida. Jefferies ha suspendido la cobertura de esta empresa. NC - Sin cobertura. Jefferies no cubre esta empresa.

Restringido - Describe emisores en los que, en relación con la participación de Jefferies en determinadas operaciones, la política de la empresa o la normativa aplicable en materia de valores prohíbe determinados tipos de comunicaciones, incluidas las recomendaciones de inversión.

Monitor - Describe valores cuyos fundamentos y datos financieros de la empresa son objeto de seguimiento, y para los que no se facilitan proyecciones financieras ni opiniones sobre los méritos de inversión de la empresa.

## Metodología de valoración

La metodología de Jefferies para asignar calificaciones puede incluir lo siguiente: capitalización bursátil, vencimiento, crecimiento/valor, volatilidad y rentabilidad total prevista para los próximos 12 meses. Los objetivos de precios se basan en varias metodologías, que pueden incluir, entre otras, análisis de riesgo de mercado, tasa de crecimiento, flujo de ingresos, flujo de caja descontado (DCF), EBITDA, BPA, flujo de caja (CF), flujo de caja libre (FCF), EV/EBITDA, PER, PE/crecimiento, P/CF, P/FCF, prima (descuento)/EV/EBITDA medio del grupo, prima (descuento)/P/E medio del grupo, suma de las partes, valor liquidativo, rentabilidad por dividendos y rentabilidad sobre recursos propios (ROE) durante los próximos 12 meses.

Selecciones de franquicias de Jefferies

Los Jefferies Franchise Picks incluyen selecciones de valores entre las mejores ideas de valores de nuestros analistas de renta variable durante un periodo de

---

12 meses. La selección de valores se basa en el análisis fundamental y puede tener en cuenta otros factores como la convicción de los analistas, el análisis diferenciado, una relación riesgo/rentabilidad favorable y los temas de inversión que recomiendan los analistas de Jefferies. Jefferies Franchise Picks incluirá únicamente valores con calificación Buy y el número puede variar en función de las recomendaciones de los analistas para su inclusión. Los valores se añadirán a medida que surjan nuevas oportunidades y se eliminarán cuando cambie el motivo de su inclusión, el valor haya alcanzado la rentabilidad deseada, si deja de estar calificado como Comprar y/o si se activa un stop loss. Los valores cuya volatilidad a 120 días se sitúe en el cuartil inferior de los valores del S&P seguirán teniendo un stop loss del 15%, y el resto tendrá un stop del 20%. Las selecciones de franquicia no pretenden representar una cartera recomendada de valores y no se basan en sectores, pero podemos señalar dónde creemos que una selección se ajusta a un estilo de inversión como el crecimiento o el valor.

## Riesgos que pueden impedir la consecución de nuestro objetivo de precio

Este informe se ha elaborado para su difusión general y no ofrece recomendaciones de inversión específicas para inversores particulares. Como tal, los instrumentos financieros tratados en este informe pueden no ser adecuados para todos los inversores y los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión en función de sus objetivos de inversión específicos y su situación financiera, recurriendo a sus propios asesores financieros si lo consideran necesario. La rentabilidad pasada de los instrumentos financieros recomendados en este informe no debe tomarse como indicación o garantía de resultados futuros. El precio, el valor y los ingresos de cualquiera de los instrumentos financieros mencionados en este informe pueden subir o bajar y pueden verse afectados por cambios en los factores económicos, financieros y políticos. Si un instrumento financiero está denominados en una moneda distinta de la moneda nacional del inversor, una variación de los tipos de cambio puede afectar negativamente al precio, al valor o a los ingresos derivados del instrumento financiero descrito en este informe. Además, los inversores en valores como los ADR, cuyo valor se ve afectado por la divisa del valor subyacente, asumen efectivamente el riesgo de cambio.

## Otras empresas mencionadas en este informe

- Banco Sabadell (SAB SM: 1,28 euros, RESTRINGIDO)
- Nu Holdings (NU: 11,25 \$, COMPRAR)
- Santander Brasil (SANb11 BZ: 28,10 reales, MANTENER)
- Santander Brasil (BSBR: 5,70 \$, MANTENER)
- Santander Chile (BSAN CI: CLP47.01, HOLD)
- Santander Chile (BSAC: 19,22 \$, MANTENER)

## Distribución de las calificaciones

	Distribución de las calificaciones		IB Serv./Últimos12 meses		JIL Mkt Serv./Últimos12 meses	
	Cuenta	Porcentaje	Cuenta	Porcentaje	Cuenta	Porcentaje
COMPRAR	1990	58.95%	349	17.54%	118	5.93%
HOLD	1215	35.99%	117	9.63%	20	1.65%
RENDIMIENTO INFERIOR	171	5.07%	5	2.92%	3	1.75%

## Otras informaciones importantes

### Otras informaciones importantes

Jefferies hace negocios y trata de hacer negocios con empresas incluidas en sus informes de análisis, y espera recibir o pretende recibir de dichas empresas una remuneración por servicios de banca de inversión, entre otras actividades. En consecuencia, los inversores deben ser conscientes de que Jefferies puede tener un conflicto de intereses que podría afectar a la objetividad de este informe. Los inversores deben considerar este informe como un único factor a la hora de tomar su decisión de inversión.

Jefferies Equity Research hace referencia a informes de investigación elaborados por analistas empleados por una de las siguientes empresas de Jefferies Financial Group Inc. ("Jefferies"):

Estados Unidos: Jefferies LLC, que es un agente de bolsa registrado ante la SEC y miembro de FINRA (y distribuido por Jefferies Research Services, LLC, un asesor de inversiones registrado ante la SEC, a clientes que pagan por separado por dicha investigación).

Canadá: Jefferies Securities Inc., que es un agente de inversiones registrado en cada una de las trece jurisdicciones canadienses y un agente miembro de la Canadian Investment Regulatory Organization, incluidos los informes de investigación elaborados conjuntamente por Jefferies Securities Inc. y otra entidad de Jefferies (y distribuidos por Jefferies Securities Inc.).

Cuando Jefferies Securities Inc. distribuya informes de análisis elaborados por Jefferies LLC, Jefferies International Limited, Jefferies (Japan) Limited, Tokyo Branch o Jefferies India Private Limited, le informamos de que Jefferies LLC, Jefferies International Limited, Jefferies (Japan) Limited, Tokyo Branch y Jefferies India Private Limited operan como intermediarios en su jurisdicción en virtud de una exención de los requisitos de registro de intermediarios contenidos en el Instrumento Nacional 31-103 Requisitos de Registro, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations and, as such, each of Jefferies LLC, Jefferies International Limited, Jefferies (Japan) Limited, Tokyo Branch and Jefferies India Private Limited is not required to be and is not a registered dealer or adviser in your jurisdiction. Le informamos de que, en los casos en que Jefferies LLC o Jefferies International Limited hayan elaborado este informe de investigación, el mismo no ha sido elaborado de conformidad con los requisitos canadienses de divulgación relativos a los informes de investigación en Canadá.

Reino Unido: Jefferies International Limited, autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority; registrada en Inglaterra y Gales con el n° 1978621; domicilio social: 100 Bishopsgate, Londres EC2N 4JL; teléfono +44 (0)20 7029 8000; fax +44 (0)20 7029 8010.

Alemania: Jefferies GmbH, autorizada y regulada por el Bundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin-ID: 10150151; domicilio social: Bockenheimer Landstr. 24, 60232 Frankfurt a.M., Alemania; teléfono: +49 (0) 69 719 1870

Hong Kong: Jefferies Hong Kong Limited, autorizada por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong con el número CE ATS546; situada en Level 26, Two International Finance Center, 8 Finance Street, Central, Hong Kong; teléfono: +852 3743 8000.

Singapur: Jefferies Singapore Limited, que está autorizada por la Autoridad Monetaria de Singapur; situada en 80 Raffles Place #15-20, UOB Plaza 2, Singapur 048624, teléfono: +65 6551 3950.

Japón: Jefferies (Japan) Limited, sucursal de Tokio, que es una sociedad de valores registrada por la Agencia de Servicios Financieros de Japón y miembro de la Asociación de Agentes de Valores de Japón; situada en Tokyo Midtown Hibiya 30F Hibiya Mitsui Tower, 1-1-2 Yurakucho, Chiyoda-ku, Tokio 100-0006; teléfono

+813 5251 6100; fax +813 5251 6101.

India: Jefferies India Private Limited (CIN - U74140MH2007PTC200509), autorizada por la Securities and Exchange Board of India para: Agente de Bolsa (NSE & BSE) INZ000243033, Analista de Investigación INH000000701 y Banquero Mercantil INM000011443, con sede en Level 16, Express Towers, Nariman Point, Mumbai 400 021, India; Tel +91 22 4356 6000. Nombre del Responsable de Cumplimiento: Sanjay Pai, Tel No: +91 22 42246150, Email: spai@jefferies.com, Oficial de quejas nombre: Sanjay Pai, Tel no. +91 22 42246150, Correo electrónico: compliance\_india@jefferies.com. El registro concedido por la SEBI y la certificación de la NISM no garantizan en modo alguno el rendimiento del intermediario ni proporcionan ninguna seguridad de rendimiento a los inversores.

Australia: Jefferies (Australia) Pty Limited (ACN 623 059 898), que posee una licencia australiana de servicios financieros (AFSL 504712) y está situada en Level 22, 60 Martin Place, Sydney NSW 2000; teléfono +61 2 9364 2800.

Dubai: Jefferies International Limited, sucursal de Dubai, autorizada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubai (número de referencia DFSA F007325); domicilio social Unit L31-06, L31-07, Level 31, ICD Brookfield Pace, DIFC, PO Box 121208, Dubai, EAU.

Este informe ha sido elaborado por personal asociado a Jefferies (Jefferies Securities Inc., Jefferies International Limited, Jefferies GmbH, Jefferies Hong Kong Limited, Jefferies Singapore Limited, Jefferies (Japan) Limited, Tokyo Branch, Jefferies India Private Limited) y Jefferies (Australia) Pty Ltd; o por personal asociado tanto a Jefferies LLC como a Jefferies Research Services LLC ("JRS"). Jefferies LLC es un agente de bolsa registrado en EE.UU. y está afiliado a JRS, que es un asesor de inversiones registrado en EE.UU.. JRS no elabora estudios a medida ni personalizados, y todos los estudios proporcionados por JRS son impersonales. Si usted está pagando por separado por esta investigación, se le está proporcionando JRS. En caso contrario, se lo proporciona Jefferies LLC. Jefferies LLC, JRS y sus filiales se denominan colectivamente en lo sucesivo "Jefferies". Jefferies puede tratar de hacer negocios con empresas incluidas en este informe de investigación. En consecuencia, los inversores deben ser conscientes de que Jefferies puede tener un conflicto de intereses que podría afectar a la objetividad de este informe. Los inversores deben considerar este informe sólo como uno de los muchos factores a la hora de tomar sus decisiones de inversión. En esta sección de divulgación de información se exponen los conflictos de intereses específicos y otras divulgaciones exigidas por FINRA, la Organización Canadiense de Regulación de Inversiones y otras normas.

\* \* \*

Si está recibiendo este informe de una entidad Jefferies no estadounidense, tenga en cuenta lo siguiente: A menos que esté prohibido por las disposiciones de la Regulación S de la Ley de Valores de 1933 de EE.UU., en su versión modificada, este material es distribuido en los Estados Unidos por Jefferies LLC, que acepta la responsabilidad de su contenido de conformidad con las disposiciones de la Regla 15a-6 de la Ley de Intercambio de Valores de 1934 de



---

EE.UU., en su versión modificada. Las transacciones realizadas por o en nombre de cualquier persona estadounidense sólo podrán efectuarse a través de Jefferies LLC. En el Reino Unido y en el Espacio Económico Europeo, este informe ha sido emitido y/o aprobado para su distribución por Jefferies International Limited ("JIL") y/o Jefferies GmbH y está destinado a ser utilizado exclusivamente por personas que posean o hayan sido consideradas poseedoras de la experiencia y los conocimientos profesionales adecuados, o por personas a las que pueda ser distribuido legalmente de otro modo. Jefferies LLC, JIL, Jefferies GmbH y sus filiales, pueden hacer un mercado o

proporcionan liquidez en los instrumentos financieros a los que se hace referencia en este informe; y en caso de que realicen un mercado, dicha actividad se indica específicamente en este informe en el apartado "información específica de la empresa".

Para los inversores canadienses, este material está destinado exclusivamente a inversores profesionales o institucionales. Ninguna de las inversiones o servicios de inversión mencionados o descritos en el presente documento está disponible para otras personas o para cualquier persona en Canadá que no sea un "cliente autorizado", tal como se define en el Instrumento Nacional 31-103 Requisitos de registro, exenciones y obligaciones continuas del registrante, según corresponda. Este informe de investigación es únicamente un análisis general de los méritos y riesgos de un valor o valores, y no pretende en modo alguno adaptarse a las necesidades y circunstancias de ningún destinatario. La información aquí contenida no es, y bajo ninguna circunstancia debe interpretarse como, una oferta de venta de los valores aquí descritos, o una solicitud de oferta de compra de los valores aquí descritos, en Canadá o en cualquier provincia o territorio del mismo. Toda oferta o venta de los valores descritos en el presente documento en Canadá se realizará únicamente en virtud de una exención de los requisitos de presentación de un folleto ante los organismos reguladores de valores canadienses pertinentes, si procede, y únicamente por parte de un intermediario debidamente registrado en virtud de la legislación aplicable en materia de valores o, alternativamente, en virtud de una exención del requisito de registro de intermediarios en la provincia o territorio de Canadá pertinente en el que se realice dicha oferta o venta. La información aquí contenida no debe interpretarse en ningún caso como asesoramiento en materia de inversión en ninguna provincia o territorio de Canadá y no está adaptada a las necesidades del destinatario. En la medida en que la información aquí contenida haga referencia a valores de un emisor constituido, formado o creado en virtud de las leyes de Canadá o de una provincia o territorio de Canadá, cualquier operación con dichos valores deberá realizarse a través de un agente registrado en Canadá. Ninguna comisión de valores o autoridad reguladora similar de Canadá ha revisado o emitido juicio alguno sobre este informe de investigación, la información contenida en el mismo o los méritos de los valores descritos en él, y cualquier declaración en sentido contrario constituye un delito.

En Singapur, Jefferies Singapore Limited ("JSL") está regulada por la Autoridad Monetaria de Singapur. Para los inversores de la República de Singapur, cuando este material haya sido preparado y emitido por una filial de Jefferies fuera de Singapur, será distribuido por JSL de conformidad con la Regulación 32C del Reglamento de Asesores Financieros. El material contenido en este documento está dirigido exclusivamente a inversores acreditados, expertos o institucionales, tal y como se definen en la Securities and Futures Act 2001 (Singapur). Para cualquier cuestión derivada de este material o relacionada con el mismo, póngase en contacto con JSL, sita en 80 Raffles Place #15-20, UOB Plaza 2, Singapur 048624, teléfono: +65 6551 3950. En Dubai, este material es emitido y distribuido por Jefferies International Limited, sucursal de Dubai, y está destinado exclusivamente a Clientes Profesionales y no debe ser distribuido a Clientes Minoristas (tal y como los define la DFSA) ni ser utilizado por éstos. Puede solicitar a su representante de ventas una distribución de las calificaciones en términos porcentuales en cada sector cubierto. En Japón, este material es emitido y distribuido por Jefferies (Japan) Limited únicamente a inversores institucionales. En Hong Kong, este informe ha sido emitido y aprobado por Jefferies Hong Kong Limited y está destinado exclusivamente a inversores profesionales, tal y como se definen en la Ordenanza de Valores y Futuros de Hong Kong y su legislación subsidiaria. En la República de China (Taiwán), este informe no debe ser distribuido. La investigación relacionada con este informe se lleva a cabo fuera de la República Popular China ("RPC"). Este informe no constituye una oferta de venta ni una solicitud de oferta de compra de valores en la RPC. Los inversores de la RPC deberán contar con las cualificaciones pertinentes para invertir en dichos valores y serán responsables de obtener todas las aprobaciones, licencias, verificaciones y/o registros pertinentes de las propias autoridades gubernamentales competentes. En la India, este informe es facilitado por Jefferies India Private Limited. En Australia, este informe ha sido emitido y/o aprobado para su distribución por, o en nombre de, Jefferies (Australia) Securities Pty Ltd (ACN 610 977 074), que posee una licencia australiana de servicios financieros (AFSL 487263). Está dirigido exclusivamente a clientes mayoristas en el sentido de la Ley de Sociedades Anónimas de 2001 (Cth) de Australia (la "Ley de Sociedades Anónimas"), en relación con su consideración de cualquier inversión o servicio de inversión objeto de este informe. Este informe puede contener consejos generales sobre productos financieros. Cuando este informe haga referencia a un producto financiero concreto, deberá obtener una copia de la correspondiente declaración de divulgación del producto o del documento de oferta antes de tomar cualquier decisión en relación con el producto. Los destinatarios de este documento en cualquier otra jurisdicción deberán informarse y observar los requisitos legales aplicables en relación con la recepción de este documento.

El presente informe no constituye una oferta ni una solicitud de oferta para comprar o vender valores o instrumentos derivados, ni para realizar inversiones. Cualquier opinión o estimación constituye la mejor opinión del autor en la fecha de preparación y está sujeta a cambios sin previo aviso. Jefferies no asume obligación alguna de mantener o actualizar este informe en base a información y acontecimientos posteriores. Jefferies, y sus respectivos directivos, consejeros y empleados, pueden tener posiciones largas o cortas en, o pueden comprar o vender cualquiera de los valores, instrumentos derivados u otras inversiones mencionadas o descritas en este documento, ya sea como agente o como principal por cuenta propia. Este material se facilita únicamente con fines informativos y no está adaptado a ningún destinatario, ni se basa en, ni tiene en cuenta, los objetivos particulares de inversión, las tenencias de cartera, la estrategia, la situación financiera o las necesidades de ningún destinatario. Por lo tanto, cualquier consejo o recomendación contenidos en este informe pueden no ser adecuados para un destinatario concreto. Jefferies asume que los destinatarios de este informe son capaces de evaluar la información contenida en el mismo y de ejercer un juicio independiente. El destinatario de este informe no debe tomar ninguna decisión de inversión sin antes considerar si cualquier consejo o recomendación de este informe es adecuado para el destinatario en función de sus circunstancias particulares y, si procede o es necesario, solicitar asesoramiento profesional, incluido asesoramiento fiscal. Jefferies no realiza ningún análisis de idoneidad o de otro tipo para comprobar si una decisión de inversión tomada por el destinatario sobre la base de este informe es coherente con los objetivos de inversión, las tenencias de cartera, la estrategia, la situación financiera o las necesidades del destinatario.

Al proporcionar este informe, ni el JRS ni ninguna otra entidad de Jefferies acepta ninguna autoridad, discreción o control sobre la gestión de los activos del destinatario. Cualquier acción tomada por el destinatario de este informe, basada en la información contenida en el mismo, es bajo su propio juicio y riesgo. El beneficiario debe realizar su propia revisión independiente de cualquier posible inversión. Si el destinatario utiliza los servicios de Jefferies LLC (u otros agentes de bolsa afiliados) en relación con la compra o venta de un valor objeto de estos materiales, dicho agente de bolsa puede actuar como principal para sus propias cuentas o como agente para otra persona. Sólo JRS está registrado en la SEC como asesor de inversiones y, por lo tanto, ni Jefferies LLC ni ninguna otra filial de Jefferies tiene ninguna obligación fiduciaria en relación con la distribución de estos informes.

---

El precio y el valor de las inversiones a las que se hace referencia en el presente documento, así como los ingresos procedentes de las mismas, pueden fluctuar. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras, los rendimientos futuros no están garantizados y puede producirse una pérdida del capital original. Las fluctuaciones de los tipos de cambio podrían tener efectos adversos sobre el valor o el precio de determinadas inversiones, o sobre los ingresos derivados de las mismas.

Este informe puede contener declaraciones prospectivas que pueden verse afectadas por suposiciones inexactas o por riesgos conocidos o desconocidos, incertidumbres y otros factores importantes. En consecuencia, los resultados, acontecimientos, rendimiento o logros reales del producto financiero pueden ser materialmente diferentes de los expresados o implícitos en tales declaraciones.

El presente informe se ha elaborado con independencia de cualquier emisor de valores mencionado en el mismo y no como agente de ningún emisor de valores. Ningún miembro del personal de Equity Research está facultado para realizar declaración o garantía alguna en nombre del emisor o emisores. Cualquier comentario o afirmación que se haga en el presente informe corresponde a la entidad de Jefferies que lo elabora y puede diferir de las opiniones de otras entidades de Jefferies.

Este informe puede contener información obtenida de terceros, incluidas calificaciones de agencias de calificación crediticia como Standard & Poor's. Queda prohibida la reproducción y distribución del contenido de terceros en cualquier forma, salvo previa autorización por escrito del tercero en cuestión. Jefferies no garantiza la exactitud, integridad, actualidad o disponibilidad de ninguna información, incluidas las calificaciones, y no se hace responsable de ningún error u omisión (negligente o de otro tipo), independientemente de la causa, ni de los resultados obtenidos del uso de dicho contenido. Los terceros proveedores de contenidos no ofrecen garantías expresas ni implícitas, incluidas, a título meramente enunciativo y no limitativo, las garantías de comerciabilidad o idoneidad para un fin o uso determinado. Ni Jefferies ni ningún tercero proveedor de contenidos será responsable de ningún daño directo, indirecto, incidental, ejemplar, compensatorio, punitivo, especial o consecuente, costes, gastos, honorarios de abogados o pérdidas (incluyendo la pérdida de ingresos o beneficios y los costes de oportunidad) en relación con cualquier uso de sus contenidos, incluyendo las calificaciones. Las calificaciones crediticias son opiniones y no hechos ni recomendaciones de compra, tenencia o venta de valores. No se refieren a la idoneidad de los valores ni a la conveniencia de los valores a efectos de inversión, y no deben considerarse asesoramiento en materia de inversión.

Los informes de investigación de Jefferies se difunden y están disponibles electrónicamente y, en algunos casos, también en forma impresa. La investigación electrónica se pone simultáneamente a disposición de todos los clientes. Este informe o cualquier parte del mismo no podrá ser copiado, reimpresso, vendido o redistribuido o divulgado por el destinatario o cualquier tercero, mediante raspado o extracción de contenidos, procesamiento automatizado o cualquier otra forma o medio, sin el consentimiento previo por escrito de Jefferies. Queda prohibido cualquier uso no autorizado. Ni Jefferies ni ninguno de sus respectivos consejeros, directivos o empleados se responsabilizan de garantizar el éxito financiero de ninguna inversión, ni aceptan responsabilidad alguna por daños o pérdidas directos, indirectos o consecuentes derivados del uso de este informe o de su contenido. Nada de lo aquí expuesto se interpretará como una exención de cualquier responsabilidad que Jefferies tenga en virtud de las leyes de valores federales o estatales de EE.UU. aplicables.

Para obtener información importante sobre el JRS, consulte [https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd\\_iapd\\_Brochure.aspx?BRCHR\\_VRSN\\_ID=483878](https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd_iapd_Brochure.aspx?BRCHR_VRSN_ID=483878) y <https://adviserinfo.sec.gov/Firm/292142> o visite nuestro sitio web en <https://javatar.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action>, o [www.jefferies.com](http://www.jefferies.com), o llame al 1.888.JEFFERIES.

© 2024 Jefferies