Equity Deep Dive · BME: SAN.MC · NYSE: SAN

Santander: gana más y gasta menos, pero el precio ya paga un RoTE de entre el 15 % y el 17 %

Santander ganó 7.328 M€ en el primer semestre y ha comprado TSB y Webster. Cotiza a 1,90 veces su valor tangible. Calculamos qué rentabilidad sobre capital descuenta el precio de €12,00 y qué valdría si el banco cumple su plan del 20 % en 2028.

SDN Research · Equity Research · Datos a cierre del 15-10-2026

PUNTOS CLAVE

- El negocio gana más y gasta menos: beneficio subyacente de 7.328 M€ en el primer semestre (+15 %), ingresos +6 %, costes −2 % a tipo de cambio constante y eficiencia del 42,8 % [S001].
- El precio ya paga buena parte de la mejora: a €12,00 cotiza a 1,90 veces su valor tangible, lo que con un coste del capital del 10 % exige un RoTE sostenible de entre **15,3 % y 17,2 %**, frente al 15,6 % actual.
- El plan para 2028 (RoTE superior al 20 %) es la palanca: si se cumple, el escenario bull vale €17,33; si el RoTE cae al 12 %, €8,25. Es una apuesta razonable pero no barata, y tras comprar Webster ya no sobra capital.

Pregunta central. ¿Qué RoTE sostenido paga ya el precio de Santander? A €12,00 (cierre del 15-10-2026 [S012]) el banco cotiza a 1,90x su valor tangible. Con un coste del capital del 10 % y un crecimiento del 2,5 %, eso equivale a un RoTE sostenible de **15,3 % a 17,2 %**, según el método. Santander gana el 15,6 % y promete más del 20 % en 2028 [S001]. El precio paga una mejora parcial: nuestro modelo de reparto da **€8,25 / €14,20 / €17,33** (bear / base / bull).

DATOS CLAVE

Beneficio subyacente 1S26	€7.328 M
+15 % interanual · RoTE 15,6 %	
Precio / valor tangible	1,90x
€11,998 ÷ TNAV €6,32 · 15-10-2026	
CET1	14,0 %
Baja a 12,8–13 % a fin de año por Webster	
Valor base	€14,20
+18 % vs precio · bear €8,25 · bull €17,33	

COTIZACIÓN DE SAN.MC



nov-24 15-oct-26

Documento informativo; no es una recomendación de inversión. Aviso legal al final.

EXHIBIT A SNAPSHOT: LO QUE SE VE Y CÓMO LO LEEMOS

VARIABLE	DATO OBSERVABLE	LECTURA
Precio SAN.MC	€11,998 (15-10-2026) · rango 52 sem. €8,10–13,12 [S012]	Un 9 % bajo el máximo anual; +41 % en 12 meses
Capitalización	~€180 bn (15.020 M acciones [S006])	El grupo citó 178 bn a fin de junio [S001]
Beneficio subyacente 1S26	€7.328 M (+15 %); atribuido €8.973 M con la plusvalía de Polonia [S001]	El atribuido infla la comparación: 1.895 M son la venta de Polonia
RoTE subyacente / objetivo 2028	15,6 % / más del 20 % [S001]	Hay que ganar 4,4 puntos en dos años y medio
Eficiencia · coste del riesgo	42,8 % · 1,15 % [S001]	Eficiencia en mínimos; el coste del riesgo sube por Argentina
CET1 jun-26 → dic-26e	14,0 % → 12,8–13 % [S002]	Webster consume ~150 pb; el exceso se agota
Retribución	Reparto del 50 % del beneficio, mitad dividendo y mitad recompras; 35 % + 15 % desde 2027 [S002]	Rentabilidad total del 4–5 % anual (cálculo SDN)
Próximo dato	Resultados del 3T26: Santander aún no ha comunicado la fecha (consultado el 19-10-2026)	Aún no publicados: usamos el 2T26 (publicado el 22-07-2026)

Fuente: Santander [S001][S002]; Yahoo Finance a 15-10-2026 [S012]; capital social [S006].

01 Santander gana más con menos costes, pero el precio ya descuenta un RoTE de entre el 15 % y el 17 %

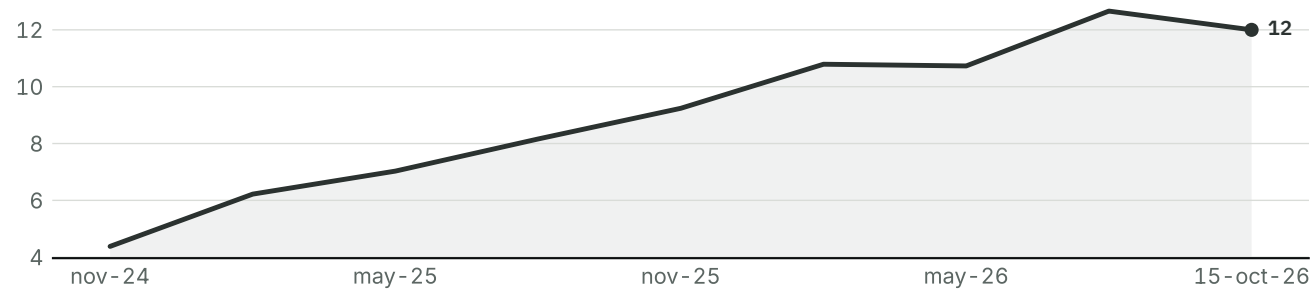
RESUMEN

Banco Santander es el mayor banco de la zona euro por clientes: 182 millones, 185.000 empleados y presencia en España, Reino Unido, Portugal, Estados Unidos, México, Brasil, Chile y Argentina [S001]. En el primer semestre de 2026 ganó **7.328 M€ de beneficio subyacente** (+15 %), con ingresos de 30.847 M€ (+6 %) y costes a la baja gracias a su programa ONE Transformation [S001]. En 2025 el beneficio atribuido fue de 14.101 M€, el cuarto récord consecutivo [S007].

Para este informe usamos **los resultados del segundo trimestre de 2026**, publicados el 22-07-2026 [S001] [S002][S003]. Los del tercer trimestre aún no han salido y el banco todavía no ha comunicado la fecha en la CNMV: los tratamos como catalizador sin día fijo.

La pregunta es de precio, no de calidad. Con un coste del capital del 10 % y un crecimiento a largo plazo del 2,5 %, el múltiplo justificado sobre valor tangible es (RoTE − g) / (Ke − g). Hoy el mercado paga 1,90x: eso equivale a un RoTE sostenible del 16,7 % (o del 17,2 % si descontamos el efecto de Webster sobre el valor tangible). Santander gana hoy el 15,6 % y promete más del 20 % en 2028 [S001]. **El precio está entre ambos**: paga una parte del salto, no todo.

EXHIBIT 1 COTIZACIÓN DE SAN.MC (€, CIERRE MENSUAL Y 15-10-2026)



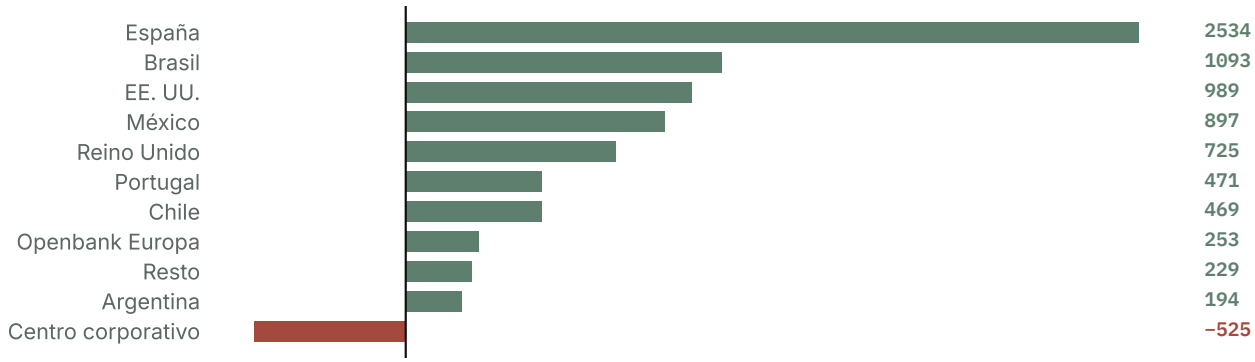
Fuente: Yahoo Finance, cierres mensuales a 15-10-2026 [S014][S012].

02 Un tercio del beneficio es América Latina y el 35 % es España: el grupo está diversificado, pero el RoTE no es homogéneo

MEZCLA DE NEGOCIO

Santander informa en dos ejes. Por **negocio**: Retail & Commercial Banking, Openbank (antes Digital Consumer Bank, que reúne la financiación al consumo del grupo y el banco digital), banca corporativa y de inversión (CIB), gestión de patrimonios y seguros, y pagos [S001][S003]. Por **geografía**: España, Reino Unido, Portugal, Estados Unidos, México, Brasil, Chile y Argentina [S003].

EXHIBIT 2 BENEFICIO SUBYACENTE POR PAÍS, 1S26 (€ M)



Fuente: Santander, informe financiero 1S26, segmentos secundarios [S003]. Reino Unido: la presentación lo da sin TSB (cerrada el 30-04) [S002].

DATO: España aporta 2.534 M€ (el 35 % del beneficio subyacente), Brasil 1.093 M€ (15 %), Estados Unidos 989 M€ (13,5 %), México 897 M€ (12 %) y Reino Unido 725 M€ (10 %). Con Chile (469) y Argentina (194), América Latina suma 2.653 M€, el **36 %** [S003]. Porcentajes: cálculo SDN sobre el total de 7.328 M€, que incluye el centro corporativo (−525 M€).

EXHIBIT B POR NEGOCIO: DÓNDE SE GANA Y A QUÉ RENTABILIDAD (1S26)

NEGOCIO	BENEFICIO SUBYACENTE (M€)	VARIACIÓN	EFICIENCIA	LECTURA
Retail & Commercial	4.124	+12 %	40,5 %	El motor: 56 % del beneficio, RoTE 17,1 %, objetivo >21 % en 2028
CIB (banca corporativa)	1.742	+17 %	40,8 %	RoTE 20,3 %: crece con poco capital
Patrimonios y seguros	1.083	+19 %	35,0 %	Activos gestionados de 581 bn€ (+13 %)
Openbank (consumo y banco digital)	827	−21 %	41,6 %	Penalizado por la financiación de coches en el Reino Unido (~200 M€) y el fin de ventajas fiscales al coche eléctrico en EE. UU. (~160 M€)
Pagos	78	+297 %	85,3 %	Aún pequeño; objetivo de margen EBITDA c.45 %

Fuente: Santander, presentación 1S26 y nota de prensa [S001][S002]. Variación a euros constantes.

Tres operaciones han cambiado el perímetro en nueve meses

EXHIBIT C COMPRAS Y VENTAS: POLONIA SALE, ENTRAN TSB Y WEBSTER

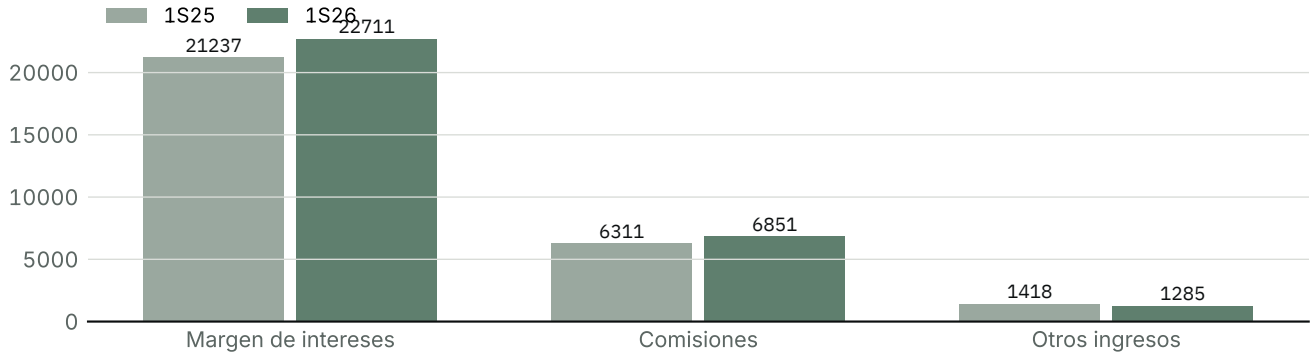
OPERACIÓN	PRECIO	EFECTO EN CAPITAL	QUÉ APORTA / QUÉ QUITA
Venta del 49 % de Santander Bank Polska (y el 50 % de la gestora) a Erste · cierre 09-01-2026	~7.000 M€ en efectivo [S003]	+95 pb de CET1; plusvalía neta de 1.895 M€ [S009]	Sale un negocio que aportaba 456 M€ en el 1S25; el banco reparte la mitad del capital liberado con 3.200 M€ de recompras [S001][S002]
Compra de TSB al Sabadell · cierre 30-04-2026	2.867 M£ (3.318 M€) en efectivo [S003]	−55 pb [S003]	Más de 4 millones de clientes en el Reino Unido; sinergias de costes de al menos 400 M£ [S001]
Compra de Webster Financial (EE. UU.) · cierre 20-08-2026	12.200 M US$: 65 % efectivo, 35 % acciones; 6,8x PER 2028 con sinergias y 2,0x P/VTC [S004][S005][S006]	c.−150 pb estimados [S001]	Banco regional con sede en Connecticut; objetivo de RoTE de EE. UU. del 18 % en 2028 y BPA +7–8 %; sinergias de c.800 M US$ [S004]

Fuente: Santander [S001][S002][S003][S004][S006][S009].

> **DETALLE QUE IMPORTA**
>
> Polonia, TSB y Webster no están en el mismo punto de la cuenta. Polonia ya no suma al subyacente (su plusvalía se trata como extraordinaria). TSB solo entra desde el 30 de abril y la presentación da las cifras del Reino Unido **sin** TSB [S002]. Webster cerró el 20-08-2026, así que **no aparece en ninguna cifra del segundo trimestre**: el CET1 del 14,0 % es previo a esa compra [S001][S006].

03 El margen de intereses es el 74 % de los ingresos y el BCE ha vuelto a subir tipos

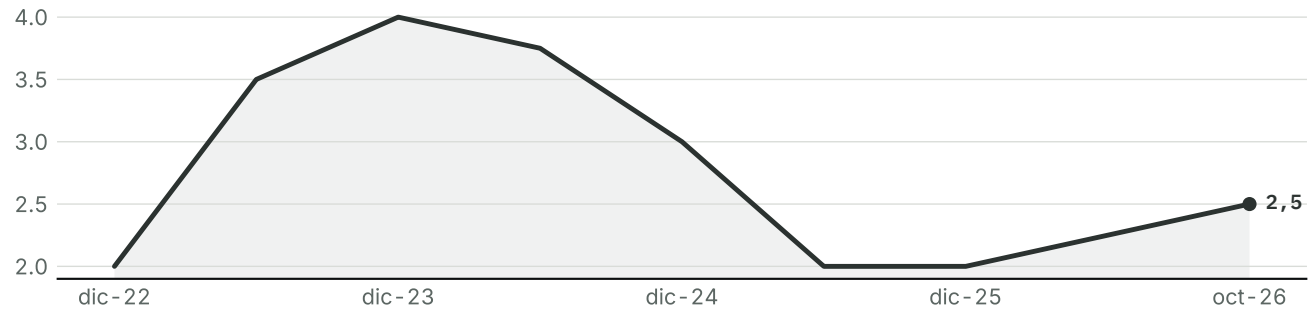
EXHIBIT 4 ESTRUCTURA DE INGRESOS: MARGEN DE INTERESES, COMISIONES Y OTROS (€ M)



Fuente: Santander, cuenta subyacente 1S26 [S002].

DATO: el margen de intereses fue de 22.711 M€ (+7 % en euros, +6 % constantes) y las comisiones 6.851 M€ (+9 %). El primero es el **74 %** de los ingresos y las comisiones el 22 % [S001][S002]. La empresa espera que las comisiones crezcan más que el margen en 2026 [S001]. Cerca del 90 % del margen de intereses viene de Retail y Openbank [S002].

EXHIBIT 6 TIPO DE LA FACILIDAD DE DEPÓSITO DEL BCE (%, FIN DE PERIODO)



Fuente: BCE, Data Portal [S010]. Subidas del 17-06-2026 (2,25 %) y del 16-09-2026 (2,50 %).

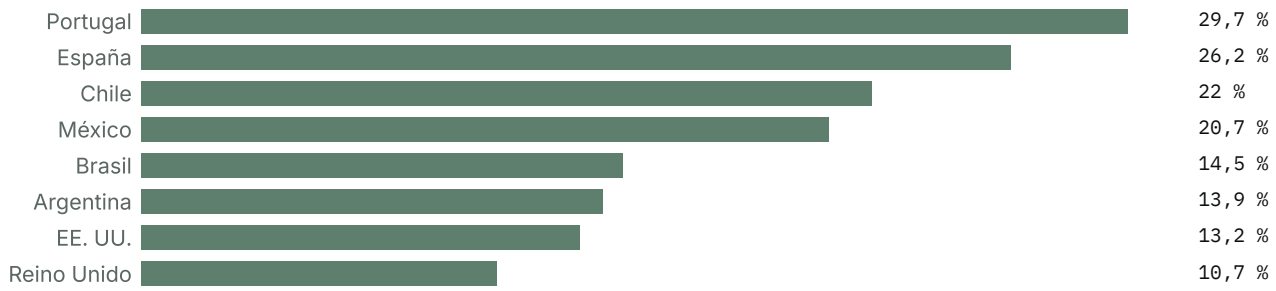
DATO: el BCE bajó la facilidad de depósito del 4,00 % de 2023 al 2,00 % en junio de 2025 y la ha **subido dos veces en 2026**, a 2,25 % el 17 de junio y a 2,50 % el 16 de septiembre [S010]. El Euribor a 12 meses está en el 3,25 % y el bono español a 10 años en el 3,93 % (septiembre) [S011]. Santander indica que su margen de intereses es **sensible al alza** a las subidas de tipos y el valor económico de su capital, a la baja [S003].

CÁLCULO SDN: con un NIM del 2,71 % y 22.711 M€ de margen semestral, los activos rentables son unos 1.676 bn€. Cada **10 puntos básicos de NIM** valen unos 1.676 M€ al año, el 3,7 % del margen. No es una sensibilidad publicada por el banco (el informe trimestral no da la cifra numérica): es una regla de bolsillo. Una parte de la subida del BCE se la queda el cliente en depósitos, y en Brasil y México los tipos dependen de sus propios bancos centrales.

04 Los costes bajan y el crédito aguanta; el capital, en cambio, ya no sobra

CALIDAD Y CAPITAL

EXHIBIT 7 ROTE SUBYACENTE POR PAÍS, 1S26 (%)



Fuente: Santander, presentación 1S26, detalle por país [S002]. Grupo: 15,6 %.

DATO: la rentabilidad se concentra: España (26,2 %), Portugal (29,7 %), Chile (22,0 %) y México (20,7 %) superan con holgura al grupo. Brasil (14,5 %), Estados Unidos (13,2 %) y el Reino Unido (10,7 %) quedan por debajo [S002]. Para llegar al 20 % en 2028 no basta con que los buenos sigan bien: tienen que subir las geografías débiles, y Webster y TSB son los instrumentos para dos de ellas.

EXHIBIT D CALIDAD DEL BALANCE Y EFICIENCIA: 1S26

MÉTRICA	DATO	LECTURA
Coste del riesgo	1,15 % (+2 pb); sin Argentina, 1,07 % [S001][S002]	Argentina 11,12 %; Brasil 4,14 %; México 2,74 %; España 0,41 %
Provisiones por insolvencias	6.574 M€ (+9 %) [S002]	Crecen por Argentina; sin ella, estables
Mora · cobertura	2,93 % (−7 pb en el trimestre) · 64 % [S001]	Mínimos históricos
Eficiencia	42,8 % (−2,9 pp); objetivo c.36 % en 2028 [S001][S002]	Costes: −2 % a constantes sin TSB
Coste por cliente activo	253 € frente a 264 € en 2025; objetivo c.220 € [S002]	Es la métrica de ONE Transformation
Financiación de coches en el Reino Unido	633 M£ provisionados (725 M€); 245 M€ adicionales en 1S26 [S003]	La FCA publicó el esquema final el 30-03-2026; Santander no lo recurre [S003]

Fuente: Santander [S001][S002][S003].

DATO: el CET1 fue del 14,0 % en junio, tras absorber 55 pb de TSB y generar 20 pb orgánicos en el trimestre [S001]. Webster resta c.150 pb. El banco prevé acabar el año entre el **12,8 % y el 13 %**, el techo de su rango operativo del 12–13 % [S001][S002]. **ANÁLISIS:** en marzo había exceso repartible (14,4 % con Polonia [S008]); tras TSB y Webster ya no queda. Desde ahora la retribución sale del beneficio y no de capital sobrante, hasta el posible reparto del exceso al final de 2028 [S002].

> QUÉ PUEDE ROMPER LA TESIS
>
> Que el **coste del riesgo suba más allá del 1,15 %**. La cifra del grupo esconde un mix muy heterogéneo: Brasil 4,14 %, Argentina 11,12 %, Openbank 2,09 % [S002]. Los objetivos de 2028 asumen un coste del riesgo estable [S001]; si sube en el consumo, se lleva el RoTE de 2028.

05 Se reparte la mitad del beneficio y desde 2027 sube el dividendo en efectivo

RETRIBUCIÓN

DATO: la política para los resultados de 2026 a 2028 es repartir c.el **50 % del beneficio subyacente**, a partes iguales en dividendo y recompras en 2026. A partir de los resultados de 2027 el dividendo en efectivo sube a c.el **35 %** y las recompras bajan a c.el 15 %. Además, el banco repartirá cualquier exceso de capital sobre el 13 % al final de 2028 [S002]. El dividendo en efectivo con cargo a 2025 fue de **24 céntimos** por acción (11,5 en noviembre de 2025 y 12,5 en mayo de 2026), un 14 % más [S001][S002]. Las recompras ligadas a 2025 y 2026 suman 8.500 M€ en cuatro tramos (1.700 + 1.800 + 3.200 de Polonia + 1.800 contra el 1S26, ya aprobada por el BCE), frente a c.9.000 M€ que cita la empresa y un compromiso de al menos 10.000 M€ [S001] [S002].

CÁLCULO SDN: si el caso base se cumple, el reparto total de 2027 sería de unos €0,56 por acción actual (dividendo más recompras), el 4,6 % del precio. El dividendo en efectivo de 2025 (24 c.) rinde el 2 %; el resto del 4–5 % es recompra. Las recompras solo crean valor por acción si se compran por debajo del valor intrínseco, y a 1,90x valor tangible esa condición depende justamente de que se cumpla el plan.

06 Un banco no se valora con flujos de caja libres: se valora con la rentabilidad sobre su capital

VALORACIÓN (1)

Un DCF de flujo de caja libre no tiene sentido para un banco, porque los depósitos y la deuda son su materia prima. Valoramos con dos métodos: el **múltiplo justificado sobre valor tangible** y un **modelo de reparto de dividendos y recompras** a cinco años.

P/VTC justificado = (RoTE − g) / (Ke − g), con Ke = coste del capital y g = crecimiento a largo plazo. Parámetros base: **Ke = 10 %** (bono español a 10 años 3,93 % [S011] + beta 0,94 × prima de riesgo del 5,5 % + ~0,9 pp por Brasil, México, Argentina y Estados Unidos) y **g = 2,5 %**. Son juicios de SDN, no datos observados; una sensibilidad de ±1 pp de Ke mueve el valor base en torno a ±€2 por acción (cálculo SDN).

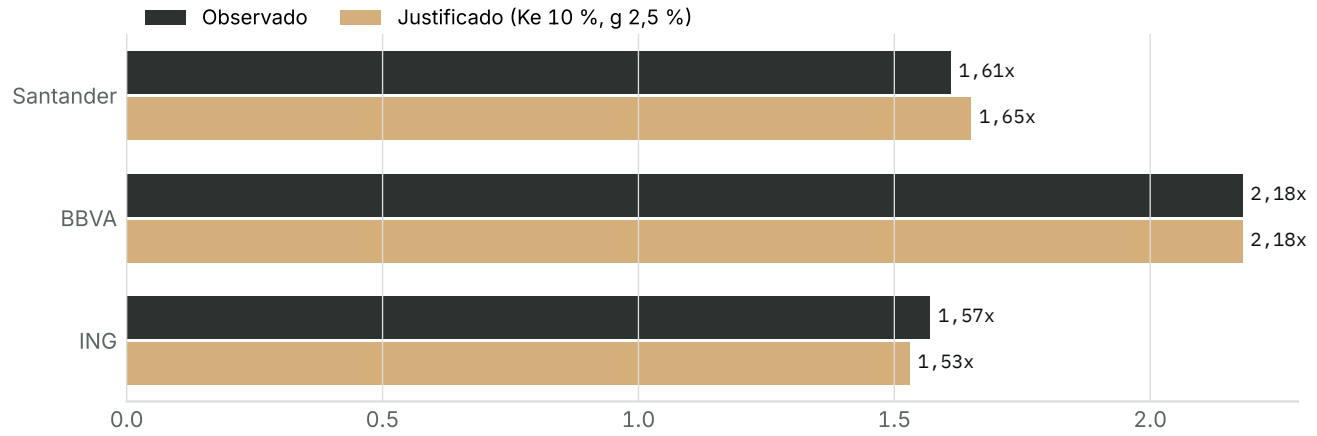
EXHIBIT F **P/VTC JUSTIFICADO SEGÚN EL ROTE QUE SE SOSTENGA (KE 10 %, G 2,5 %)**

ROTE SOSTENIBLE	P/VTC JUSTIFICADO	VALOR POR ACCIÓN (TNAV €6,32)	FRENTE AL PRECIO ACTUAL
15,6 % (actual)	1,75	€11,06	-8 %
17,0 %	1,93	€12,20	+2 %
18,5 %	2,13	€13,46	+12 %
20,0 % (objetivo 2028)	2,33	€14,73	+23 %

Fuente: Cálculo SDN con TNAV de 6,32 € a 30-06-2026 [S002] y precio de 15-10-2026 [S012].

El cuadro dice lo esencial: **con el RoTE actual el valor justificado (€11,06) queda un 8 % por debajo del precio**; con un 17 % sostenido (€12,20) estaría en línea; con el 20 % prometido sería de €14,73, un 23 % por encima. El mercado ya está pagando un RoTE de alrededor del 17 %.

EXHIBIT 9 **P/VALOR CONTABLE OBSERVADO FRENTE AL JUSTIFICADO POR ROE (CÁLCULO SDN, 15-10-2026)**



Fuente: Cálculo SDN: P/VC = precio de cierre del 15-10-2026 [S012][S013] × acciones / patrimonio atribuido a 30-06-2026; ROE = beneficio atribuido de doce meses / ese patrimonio; justificado = (ROE − 2,5 %) / (10 % − 2,5 %). Cuentas: Santander [S003], BBVA [S015], ING [S016]. CaixaBank, Sabadell, BNP, UniCredit e Intesa quedan fuera, sin verificar. Es valor contable, no tangible.

ANÁLISIS: Santander cotiza a 1,61 veces su valor contable, en línea con lo que justifica su ROE contable de doce meses (14,9 %: 1,65x) [S003]. Pero ese ROE incluye extraordinarios del semestre; con el beneficio subyacente (ROE del 12,9 %) el justificado baja a 1,39x y la prima sube al 16 % [S001][S003]. BBVA e ING cotizan en torno a su valor justificado (2,18x y 1,57x frente a 2,18x y 1,53x) [S015][S016]. El mercado trata a Santander, por tanto, **como a un banco que ya está cerca de su objetivo**, no como uno que aún tiene que demostrarlo. CaixaBank, Sabadell, BNP, UniCredit e Intesa quedan fuera: no tenemos su número de acciones o sus cuentas en una fuente gratuita y actual.

07 A €12 el mercado paga un RoTE sostenido de entre el 15 % y el 17 %, no el 20 %

LO QUE PIDE EL PRECIO

DCF inverso, versión 1 (fórmula cerrada). Despejamos el RoTE del P/VTC con el precio actual, Ke 10 % y g 2,5 %: RoTE = g + P/VTC × (Ke − g). Con el TNAV de junio (6,32 €) sale un **16,7 %**; con el TNAV tras Webster que estimamos (€6,10) sale un **17,2 %**.

DCF inverso, versión 2 (modelo a cinco años). Si fijamos un reparto del 50 % y un RoTE constante de 2027 a 2031 (también como RoTE terminal), el que iguala el precio de €12,00 es **15,3 %**. Es casi el RoTE actual: el mercado no necesita el 20 %, pero sí que el 15,6 % se mantenga cinco años y que Webster no diluya.

> **LEYENDO AL MERCADO**
>
> Entre el 15,3 % y el 17,2 % hay menos de dos puntos de margen. En el modelo a cinco años, **cada dos puntos de RoTE sostenido valen unos 2,5 € por acción**: €8,43 con un 12 %, €10,53 con un 14 %, €12,82 con un 16 %, €15,29 con un 18 % y €17,96 con un 20 % (reparto del 50 %, Ke 10 %, g 2,5 %). El precio incorpora una mejora parcial del plan.

08 Tres futuros: €8,25 si el RoTE cae al 12 %, €14,20 si llega al 19 %, €17,33 si cumple el plan

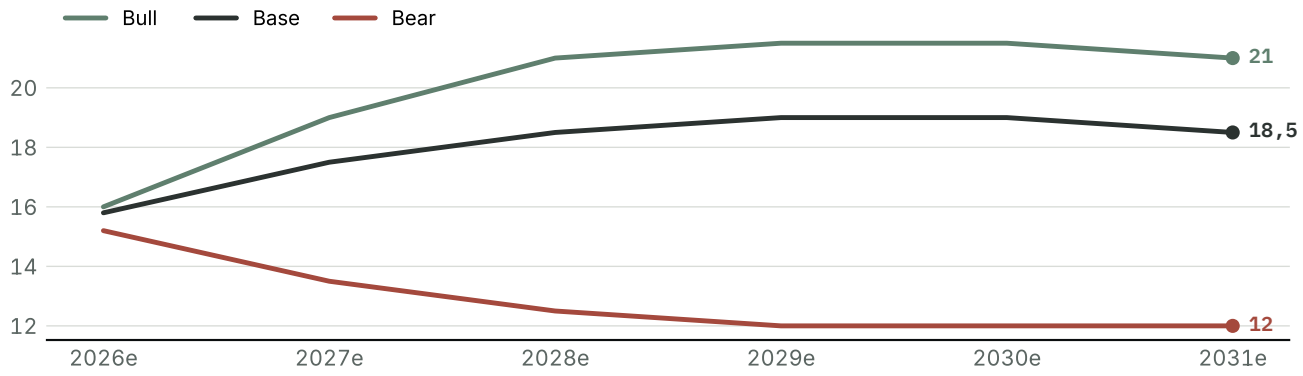
Mecánica del modelo de reparto. (1) Partimos del TNAV por acción tras Webster: 6,32 € menos un 3,5 % (estimación SDN) = €6,10. (2) BPA de cada año = RoTE × TNAV del año anterior. (3) Se reparte payout × BPA (dividendo más recompras, tratado como efectivo por acción actual) y el resto aumenta el TNAV. (4) Descontamos al Ke desde el 15-10-2026: el dividendo a cuenta de 12,7 céntimos [S017] y 0,12 € por la recompra de 1.800 M€ [S001], más el reparto del 2S26 y los de 2027 a 2031. (5) Valor terminal en 2031 = TNAV × (RoTE terminal − g)/(Ke − g).

EXHIBIT G ESCENARIOS: SUPUESTOS, MECÁNICA Y VALOR POR ACCIÓN

	BEAR	BASE	BULL
RoTE 2026 → 2031	15,2 % → 12,0 %	15,8 % → 18,5 % (pico 19,0 %)	16,0 % → 21,0 % (pico 21,5 %)
Beneficio 2028 implícito (15.020 M acciones)	€12,7 bn	€19,2 bn	€21,9 bn
Reparto (dividendo + recompras)	50 %	50 %	50 % hasta 2028; 60 % desde 2029 (exceso)
Ke · g · RoTE terminal	10 % · 2,0 % · 11,5 %	10 % · 2,5 % · 16,5 %	10 % · 3,0 % · 19,0 %
TNAV por acción en 2031	€8,55	€9,87	€9,81
P/VTC terminal justificado	1,19x	1,87x	2,29x
Valor actual de los repartos	€2,09	€3,03	€3,73
Valor actual del terminal	€6,16	€11,17	€13,60
Valor por acción	€8,25	€14,20	€17,33
Frente a €11,998	-31 %	+18 %	+44 %
Qué lo invalidaría	Un RoTE sostenido por encima del 15 % tras 2028 sin que Brasil ni el Reino Unido se hundan	RoTE por debajo del 17 % en 2027 o CET1 por debajo de 12,5 % tras Webster	RoTE por debajo del 19 % en 2028 o un reparto del exceso de capital aplazado

Fuente: Cálculo SDN con modelo de reparto a cinco años; datos de partida de [S001][S002][S012]. No son precios objetivo.

EXHIBIT 11 TRAYECTORIA DE ROTE POR ESCENARIO (%)



Fuente: Escenarios SDN. Referencia: 15,6 % en 1S26 y más del 20 % como objetivo de 2028 [S001].

Por qué en el bear cae el 31 %. El RoTE baja al 12 % cuando se combinan un real brasileño más débil, tipos del BCE que vuelven a bajar y un coste del riesgo del consumo por encima del 1,5 %. A un RoTE terminal del 11,5 % el P/VTC justificado es de 1,19x: hoy el mercado paga 1,90x. **Por qué en el bull sube el 44 %.** Si el 20 % de RoTE llega en 2028 y se sostiene, el múltiplo terminal justificado es de 2,29x y el banco habrá repartido además el exceso de capital.

CONCLUSIÓN DE VALORACIÓN

El caso base (€14,20, +18 %) supone un RoTE del 18,5–19 % hacia 2028–2030, algo menos que el objetivo del banco. El 79 % del valor es el valor terminal: depende de lo que se pague por el banco en 2031. **Es una acción que vale lo que valga su RoTE; no hay colchón de valoración.**

ASIMETRÍA

Con pesos del 25 %, 50 % y 25 % para bear, base y bull, el valor esperado sería de unos €13,50 (+12 %). El bear cae €3,75 y el bull sube €5,33: el balance es favorable pero depende de que el bear no pese más de un cuarto. Los pesos son juicio de SDN y no una probabilidad calculada.

09 Los resultados del 3T26 y la integración de Webster marcan los próximos seis meses

CATALIZADORES

EXHIBIT I CALENDARIO DE CATALIZADORES

FECHA	EVENTO	QUÉ MIRAR
29-10-2026	Fecha ex del dividendo a cuenta de 12,7 céntimos [S017]	Último día con derecho: 28-10-2026; pago desde el 02-11-2026; unos 1.800 M€ en efectivo
Por anunciar	Resultados del 3T26	Consenso de BPA ~0,24 € e ingresos ~16.200 M€ [S012]; primer trimestre con TSB completo y primeras semanas de Webster; margen de intereses frente a los 11.619 M€ del 2T
Pendiente	Condiciones de la recompra de 1.800 M€ del 1S26	Ya aprobada por el BCE [S001]; falta el acuerdo societario
Febrero de 2027 (sin fecha)	Resultados anuales de 2026	¿CET1 entre 12,8 % y 13 %? Reparto del exceso, guía de 2027 y sinergias de TSB y Webster
2026–2027	Aplicación del esquema de compensaciones del Reino Unido [S003]	Si exige más provisión que los 633 M£

Fuente: Santander [S001][S003][S017]; Yahoo Finance [S012]; BCE [S010].

10 Brasil, el capital y la financiación de coches pesan más que el ciclo de tipos

RIESGOS

EXHIBIT J MAPA DE RIESGOS

RIESGO	MECÁNICA	DATO / ORDEN DE MAGNITUD
Brasil y el real	El real baja frente al euro y el coste del riesgo (4,14 %) es de los más altos entre las grandes filiales	El beneficio de Brasil fue +4,8 % en euros y +9,7 % a constantes [S003]: la divisa se llevó ~5 pp. Un 10 % menos de real quitaría ~0,2 bn€ al año (1,5 % del beneficio) y de toda América Latina ~0,5 bn€ (3,6 %). Cálculo SDN con beneficio anualizado.
Ciclo de tipos	El BCE ha empezado a subir; si lo revierte, el margen se estrecha	10 pb de NIM ≈ 1.700 M€ al año (3,7 % del margen). La sensibilidad numérica publicada no está en las fuentes leídas: SIN VERIFICAR
Capital	Tras TSB y Webster no hay exceso: el rango operativo es 12–13 % y el cierre previsto es 12,8–13 %	Colchón de 80–100 pb sobre el suelo [S001][S002]; un shock de activos ponderados o de divisa lo consumiría
Reino Unido: financiación de coches	El esquema de compensaciones de la FCA obliga a devolver comisiones de dealers	633 M£ provisionados (725 M€), en el extremo alto del rango estimado [S003]; riesgo de que acabe siendo mayor
Regulatorio y fiscal	Exigencias de capital, gravámenes a la banca o cambios en la política de dividendos del supervisor	Sin cifra verificada en las fuentes leídas: SIN VERIFICAR

Fuente: Santander [S001][S002][S003]; cálculos SDN sobre las cifras de [S003].

11 Seis señales para saber en qué escenario estamos

QUÉ VIGILAMOS

- **RoTE subyacente trimestral.** Por encima del 17 % en el 4T26 acerca el base; por debajo del 15 % lo aleja.
- **CET1 a fin de año.** Por debajo del 12,8 % comprime las recompras; por encima del 13 % adelanta el reparto del exceso.
- **Coste del riesgo.** Más de 1,25 % sin Argentina indicaría deterioro del consumo.
- **Real brasileño.** Una caída sostenida de más del 10 % afecta a ~1,5 % del beneficio del grupo.
- **Margen de intereses trimestral.** Debe mantenerse por encima de los 11.600 M€ a constantes del 2T26.
- **Provisiones del Reino Unido.** Cualquier ampliación sobre los 633 M£.

12 Cómo se ha calculado y qué no está verificado

METODOLOGÍA Y LÍMITES

Fuentes y fechas. Cifras de la empresa: nota de prensa, presentación e informe financiero del primer semestre de 2026, publicados el 22–24 de julio de 2026 [S001][S002][S003]. El dividendo a cuenta procede del aviso del banco del 29-09-2026 [S017]. Precios de Yahoo Finance, con datos retrasados 15 minutos, al cierre del 15-10-2026 [S012][S013]; la comparación con BBVA e ING usa sus cuentas semestrales en la SEC [S015] [S016]. Tipos del BCE y bono español, del Data Portal del BCE, consultados el 16-10-2026 [S010][S011]. No usamos directamente el 20-F de 2025: las cifras anuales proceden de la nota de resultados de 2025 [S007] y del informe del primer semestre que Santander presenta a la SEC [S003].

Método. (1) P/VTC justificado = (RoTE − g)/(Ke − g). (2) Modelo de reparto: BPA = RoTE × TNAV del año anterior; reparto = payout × BPA; el TNAV crece con la parte retenida; valor terminal = TNAV de 2031 × múltiplo justificado; todo descontado al Ke desde el 15-10-2026, con pagos a mitad de año. (3) DCF inverso: despeje del RoTE que iguala el precio. (4) Comparables: P/valor contable y ROE de los últimos doce meses con la misma fórmula (Ke 10 %, g 2,5 %).

Decisiones de criterio. Ke = 10 % (juicio de SDN: bono español 3,93 % + beta 0,94 × 5,5 % + 0,9 pp por Latinoamérica y EE. UU.). TNAV tras Webster = 6,32 € × (1 − 3,5 %) = €6,10: **estimación SDN** con un precio de 12.200 M US$ y 2,0x P/VTC (fondo de comercio de ~5.100 M€), 35 % pagado en acciones (~330 M de acciones nuevas) y 15.020 M de acciones al cierre [S004][S006]; el banco aún no ha publicado un TNAV posterior a Webster. El BPA del caso base (€1,11 en 2027) está por debajo del consenso de Yahoo (1,25 € a doce meses) [S012] porque no asume el objetivo de 2028.

Corrección del 23 de octubre de 2026. Los tres escenarios descuentan ahora con el mismo coste del capital, el 10 % del caso base; antes el bear usaba el 11 % y el bull el 9,5 %. El valor por acción del bear pasa de €7,27 a €8,25 y el del bull, de €18,78 a €17,33. El caso base no cambia.

LIMITACIÓN: (1) SIN VERIFICAR y fuera de la valoración: sensibilidad numérica del margen a tipos, cifra de gravámenes a la banca y efecto del real en 2026. (2) Santander aún no ha comunicado la fecha de los resultados del 3T26 (consultado el 19-10-2026): no la damos. El dividendo a cuenta y sus fechas son los que el banco comunicó el 29-09-2026 [S017]. (3) El Reino Unido se presenta sin TSB en la presentación; no sabemos cuánto aporta TSB desde el 30-04. (4) Las recompras listadas suman 8.500 M€ frente a c.9.000 M€ de la empresa. (5) El ROE de Yahoo es estatutario y el P/VC no es tangible: la comparativa con otros bancos ordena, no valora. (6) Más del 70 % del valor de cada escenario es valor terminal. Los escenarios no son precios objetivo.

AVISO LEGAL

Este documento ha sido elaborado por SDN Research con fines informativos y educativos. No constituye asesoramiento de inversión, ni oferta o recomendación de compra o venta de ningún instrumento financiero. Los escenarios de valoración no son precios objetivo. Las opiniones reflejan el criterio del autor a la fecha de publicación y pueden cambiar sin previo aviso. Las cifras proceden de fuentes públicas consideradas fiables, pero no se garantiza su exactitud. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.