

MEGI

Mestrado em Estatística e Gestão de Informação

Master Program in Statistics and Information Management

Equity Research: Santander S.A.

Avaliação do Banco Santander S.A.

Anna Sergiivna Lavrenko

Trabalho de Projeto apresentado como requisito parcial para
obtenção do grau de Mestre em Estatística e Gestão de
Informação

NOVA Information Management School
Instituto Superior de Estatística e Gestão de Informação

Universidade Nova de Lisboa

NOVA Information Management School
Instituto Superior de Estatística e Gestão de Informação
Universidade Nova de Lisboa

EQUITY RESEARCH: SANTANDER S.A.

por

Anna Sergiivna Lavrenko

Trabalho de Projeto apresentado como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Estatística e Gestão de Informação, Especialização em Análise e Gestão de Risco

Orientador/Coorientador: Carlos Branco

Novembro 2020

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha família, amigos e colegas por todo o apoio e motivação que me deram durante este percurso académico. Em especial aos meus pais, ao Ricardo Mendes, ao Francisco Felisberto e ao João Gravito por toda a ajuda e suporte que me deram, tanto a nível pessoal como profissional, para a realização deste projeto.

Agradeço aos meus professores por todo o conhecimento partilhado e pelo contributo que deram para o meu crescimento profissional e pessoal, em especial ao meu professor e orientador deste projeto, Carlos Branco, pelo seu suporte e orientação ao longo destes últimos meses.

Muito obrigada a todos!

RESUMO

Este reporte de investimento apresenta a avaliação do Grupo Santander, preparado no âmbito do Mestrado em Estatística e Gestão de Informação com especialização em Análise e Gestão de Risco da NOVA Information Management School e representa o relatório final do projeto apresentado como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre. Este relatório de avaliação segue a estrutura recomendada pelo CFA *Institute* (Pinto, Henry, Robinson, e Stowe, 2010 e *Equity Research Report Essentials*, 2013). Na avaliação foi considerada informação pública disponível a 21 de agosto de 2020, extraída de diversas fontes, nomeadamente relatórios financeiros anuais do Grupo, *Bloomberg L.P.* e *Thomson Reuters*. Os eventos ocorridos após esta data não são tidos em consideração nesta análise.

Determinar o valor de uma instituição financeira é um processo complexo e extremamente importante para os investidores, dado que permite comparar o preço de mercado com o justo valor intrínseco da instituição. A crise financeira e as subsequentes falências de grandes instituições financeiras aumentaram a preocupação sobre as suas valorizações. O período crítico e excecional que atravessamos, nomeadamente a crise económica resultante da pandemia Covid-19 aumenta também as preocupações sobre a solidez dos Bancos e sua capacidade para ultrapassar esta crise. O Banco Santander é um banco de grande dimensão, presente na lista de 2019 de Instituições Financeiras Sistemáticamente Importantes (G-SIFIs) do Mecanismo Único de Supervisão (MUS) e com uma importância elevada na economia global. Este trabalho permite não só obter um preço indicativo como também um entendimento mais profundo sobre o Banco e os riscos a que está exposto.

Com o objetivo de apresentar uma recomendação, foi utilizado o modelo de Excesso de Retornos para valorizar o capital próprio do Santander. De forma complementar e para suportar as conclusões foi adicionalmente efetuada uma avaliação relativa através de múltiplos de mercado. A recomendação deste reporte é a “Manter”, com um preço indicativo de 1.99€, representando uma potencial valorização de 9% face ao preço atual de mercado de 1.83€.

PALAVRAS-CHAVE

Equity research; Avaliação de Empresas; Investimento; Banco comercial

ABSTRACT

This investment report presents a valuation of the Santander Group, elaborated under of the Master Program in Information Management, with a specialization in Risk Analysis and Management and represents the final report presented as partial requirement for obtaining the master's degree. This report follows the structure recommended by the CFA Institute (Pinto, Henry, Robinson, e Stowe, 2010 and *Equity Research Report Essentials*, 2013). In this project, was considered public data available on August 21, 2020, collected from several sources, namely Group's Annual Financial Reports, Bloomberg L.P and Thomson Reuters. Events after this date are not taken into account in this analysis.

Determining the value of a financial institution is a complex and extremely important process for investors, since it allows compare the market price with the fair value of the company. The financial crisis and the consequent bankruptcy of major financial institutions has increased the concern about their valuation. The critical and exceptional period that we are going through, namely the economic crisis resulting from the Covid-19 pandemic, also raises concerns about the banks' strength and their ability to overcome this crisis. Santander is listed in 2019 list of global systemically important Financial Institutions (G-SIFIs) and is a major financial institution with global systemic importance. This research will contribute not only to obtain the intrinsic value of the Santander and compare to market value, but also to better understand the institution and the risks to which is exposed.

To obtain a conclusion for recommendation, we used an Excess Return Model to value the equity of the bank. In order to complement and support the conclusions, we, also, perform a multiple analysis. The recommendation of this equity research is "Hold", with a price target of 1.99 € representing a potential increase of 9% compared to the current market price of 1.83 €.

KEYWORDS

Equity research; Valuation; Investment; Commercial Bank

ÍNDICE

1. Prospeção da avaliação.....	1
2. Sumário de investimento	2
2.1. Breve descrição do Banco Santander	2
2.2. Desenvolvimentos recentes mais relevantes.....	2
2.3. Evolução da cotação de mercado.....	2
2.4. Avaliação e recomendação.....	3
3. Descrição Geral da empresa.....	4
3.1. Visão global.....	4
3.2. Mercado principal	6
3.3. Estrutura acionista.....	8
3.4. Resposta à Covid-19	9
4. Gestão e governação	10
5. Visão geral do mercado	12
5.1. Condições Macroeconómicas.....	12
• Argentina	13
• Brasil	13
• Chile	14
• México	14
• Estados Unidos	14
• Polónia	14
• Portugal	15
• Espanha	15
• Reino Unido	15
5.2. Setor bancário	15
5.3. Análise competitiva	20
5.3.1. As cinco forças de Porter.....	23
5.3.2. Análise dos concorrentes similares	25
6. Avaliação.....	28
6.1. Avaliação de bancos	28
6.2. Modelos de avaliação.....	29
6.3. Avaliação do Santander	30

6.3.1. Valorização através do modelo de excesso de retornos.....	30
6.3.2. Valorização através de múltiplos de mercado	34
6.3.3. Análise de sensibilidade	35
7. Análise financeira	36
7.1. Demonstração de resultados	36
7.2. Balanço	39
7.2.1. Transações significativas	41
7.3. Capital.....	41
8. Riscos de investimento	43
8.1. Risco Covid-19	43
8.2. Risco de crédito	43
8.3. Risco de mercado	44
8.4. Risco operacional.....	45
8.5. Matérias relevantes de auditoria	46
8.6. Outros riscos – Brexit	47
9. Divulgações.....	48
10. Eventos subsequentes.....	49
11. Bibliografia	51

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Evolução do preço de ação do Santander SA (SAN) (Fonte: Thomson Reuter).....	1
Figura 2 - Evolução da cotação Santander versus o índice Euro STOXX 50 e DJ STOXX <i>Banks</i> ..	3
Figura 3 - Evolução do n.º de clientes fidelizados, clientes digitais e percentagens de vendas digitais do Santander (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo).....	4
Figura 4 - Evolução do total de ativo, crédito a clientes ³ e depósito de clientes ⁴ (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)	5
Figura 5 - Crescimento homólogo (junho 2020) de crédito de clientes e depósitos a clientes (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo).....	5
Figura 6 – Evolução do resultado subjacente atribuível aos acionistas (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo).....	6
Figura 7– Presença geográfica do Grupo Santander a junho de 2020 (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo).....	6
Figura 8 – Distribuição do resultado subjacente do Grupo Santander a junho de 2020 por geografia (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo).....	7
Figura 9 - Peso por cada geografia na rubrica crédito a clientes ⁶ e depósitos de clientes ⁷ a junho de 2020 (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)	7
Figura 10 - Distribuição do resultado subjacente do Grupo Santander a junho de 2020 por segmento secundário (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo).....	8
Figura 11 - Distribuição histórica de dividendos do Grupo Santander (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo).....	8
Figura 12 - Segmentação da estrutura acionista a 30 de junho de 2020 (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo).....	9
Figura 13– Composição do Conselho de Administração (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)	10
Figura 14 – Variação trimestral do PIB mundial (Fonte: OCDE).....	12
Figura 15 – Evolução do índice Euro STOXX 600 e do Euro STOXX <i>Banks</i>	16
Figura 16 – Rácio médio P/TB dos principais bancos de cada região (Fonte: KPMG)	17
Figura 17 – Previsão das perdas de crédito esperadas e média ponderada percentual dos NPL para os bancos europeus (Fonte: Oliver Wyman)	18
Figura 18 – Previsão de receitas dos bancos europeus (Fonte: Oliver Wyman).....	18

Figura 19– Rácio CET1 dos Bancos Europeus (Fonte: Oliver Wyman e <i>EBF – European Banking Federation</i>)	19
Figura 20 - Rentabilidade da amostra de bancos da zona euro significativamente importantes (Fonte: BCE)	21
Figura 21 - Rácio custo sobre receitas da amostra de bancos da zona euro significativamente importantes (Fonte: BCE)	21
Figura 22 - Comparação do rácio P/B em 2019 da média das GAFAM ¹¹ e do setor bancário ¹² (Fonte: <i>Bloomberg</i>)	22
Figura 23 – Distribuição de receitas por setor de atividade (Fonte: BIS)	22
Figura 24 - Análise das 5 forças de Porter (Fonte: Análise ASL).....	23
Figura 25 – Variação diária do preço da ação do Santander e da média dos bancos similares (Fonte: <i>Bloomberg</i>)	25
Figura 26 - Taxa de crescimento sustentável do Santander e da média dos bancos similares (Fonte: <i>Bloomberg</i>)	26
Figura 27 – Rácio de eficiência do Santander e da média dos bancos similares (Fonte: <i>Bloomberg</i>).....	26
Figura 28 – Rácio de eficiência do Santander e da média dos bancos similares (Fonte: <i>Bloomberg</i>).....	26
Figura 29 – Rácios de alavancagem do Santander e da média dos bancos similares (Fonte: <i>Bloomberg</i>).....	27
Figura 30 – Margem de lucro líquida do Santander e da média dos bancos similares (Fonte: <i>Bloomberg</i>).....	27
Figura 31 – Decomposição das receitas do Grupo (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)..	36
Figura 32 – Decomposição dos custos do Grupo (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)	36
Figura 33 – Decomposição dos resultados do Grupo (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)	37
Figura 34 - Decomposição dos resultados subjacente do Grupo por segmento geográfico e operacional (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo).....	37
Figura 35 – Decomposição dos resultados subjacente do Grupo - Europa (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)	38
Figura 36 – Decomposição dos resultados subjacente do Grupo – América do Norte (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)	38
Figura 37 – Decomposição dos resultados subjacente do Grupo – América do Sul (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)	39
Figura 38 – Decomposição do ativo do Grupo (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo).....	39

Figura 39 – Decomposição dos ativos a custo amortizado do Grupo (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo).....	39
Figura 40 - Decomposição do passivo do Grupo (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo).....	40
Figura 41– Decomposição dos passivos a custo amortizado do Grupo (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo).....	40
Figura 42 – Desvalorização das moedas locais versus euro entre junho 2020 e dezembro 2019 (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo).....	41
Figura 43 – Rácio NPL e de cobertura do Grupo (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo).....	44
Figura 44 - Distribuição geográfica do saldo de imparidade a 30 de junho de 2020 do Grupo (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo).....	44
Figura 45 – Evolução do VaR a 99% a 1 dia dos portfólios de negociação do Grupo ¹⁵ (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)	45

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 – Indicadores chave (Fonte: Relatórios e Contas do Banco Santander, Bloomberg, Thomson Reuters, Yahoo Finance).....	1
Tabela 2 – Informação de mercado da ação (Fonte: Thomson Reuters).....	1
Tabela 3 - Taxa de crescimento do PIB (<i>Fonte: OCDE</i>).....	13
Tabela 4 – Custo de capital do Santander.....	31
Tabela 5 – Resultado subjacente 2020	32
Tabela 6 – Cálculo do RoE do Santander.....	32
Tabela 7 – Excesso de retorno	33
Tabela 8 – Preço indicativo da ação do Santander	34
Tabela 9 – Rácios P/E e P/B do Santander e dos similares	35
Tabela 10 – Análise de sensibilidade.....	35
Tabela 11 – Detalhe do VaR a 99% dos portfólios de negociação do Grupo (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo).....	45

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

BCE	Banco Central Europeu
BIS	Bank for International Settlements
CDS	Credit default spread
CFA	Chartered Financial Analyst
CapEx	Capital Expenditure
CET1	Common equity tier 1
F&A	Fusões e Aquisições
FMI	Fundo Monetário Internacional
FSB	Financial Stability Board
GAFAM	Google, Apple, Amazon e Microsoft
IFRS	International Financial Reporting Standards
LCR	Liquidity Coverage Ratio
m€	milhões de euros
Mm€	mil milhões de euros
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
RoA	Return on assets
RoE	Return on equity
RWA	Risk-Weighted Assets

1. PROSPETO DA AVALIAÇÃO

Santander

Um banco sistematicamente importante com origem espanhola

- **Recomendação:** a nossa recomendação é “Manter”, com um preço indicativo de 1.99€ por ação do Grupo Santander e um preço de mercado de 1.83€, representando assim um crescimento potencial de 9%.

- **Crescimento:** apresenta um crescimento homólogo tanto do crédito a clientes como dos depósitos de clientes de 6%¹ e 7%¹, a junho de 2020, respetivamente.

- **Rentabilidade:** a margem financeira do Banco apresentou um decréscimo homólogo de aproximadamente 8% no primeiro semestre de 2020. O resultado líquido do exercício atribuível aos acionistas foi negativo em 10,798 m€ em consequência dos impactos económicos da pandemia COVID-19 que levaram a um registo de imparidade sobre o *goodwill* e a um ajustamento dos impostos diferidos ativos de -12,600 m€. Excluindo este efeito isolado e extraordinário causado pela pandemia, o resultado subjacente² atribuível aos acionistas foi positivo, em 1,908 m€, uma redução de cerca 53% face ao período homólogo.

- **Solidez:** O Grupo mantém um custo de crédito estimado de 1.4-1.5% com uma robusta qualidade de crédito, resultante de medidas de mitigação e do aumento do volume, refletindo numa melhoria de 0.25%, desde junho 2019, do rácio de NPL e um aumento do rácio de cobertura para 72%. Adicionalmente, o Grupo apresenta uma forte geração de capital orgânico atingindo um rácio de Tier1 de 13.38% no 1º semestre de 2020.

¹ Exclui o efeito da variação cambial.

² O resultado subjacente exclui ganhos líquidos de capital e provisões, nomeadamente imparidade sobre *goodwill* e impostos diferidos ativos.

Recomendação	Manter
Preço indicativo	1.99
Preço (21-Ago-2020)	1.83

Cotação	BMAD: SAN
Atividade	Serviços financeiros
Variação de 52 semanas	1.77 – 4.04€
Capitalização de mercado	30,365 (Mm €)
Ações em circulação	16,618 (Mm)

Tabela 2 – Informação de mercado da ação (Fonte: Thomson Reuters)



Figura 1 - Evolução do preço de ação do Santander SA (SAN) (Fonte: Thomson Reuters)

Valores em milhões €	Jun – 20	Jun – 19	Dez - 19
Margem financeira	16,202	17,636	35,283
Resultado atribuível aos acionistas	(10,798)	3,231	6,515
Resultado subjacente atribuível aos acionistas ¹	1,908	4,045	8,252
Total do ativo	1,572,881	1,512,096	1,522,695
Crédito a clientes	934,796	908,235	942,218
CET 1	11.84	11.30	11.65
Tier 1	13.38	12.73	13.05
RoE	(9.28)	7.41	6.62
RoE subjacente ¹	3.98	8.24	8.38
P/E	8.02	9.40	9.36
P/B	0.37	0.67	0.62

Tabela 1 – Indicadores chave (Fonte: Relatórios e Contas do Banco Santander, Bloomberg, Thomson Reuters, Yahoo Finance)

2. SUMÁRIO DE INVESTIMENTO

2.1. BREVE DESCRIÇÃO DO BANCO SANTANDER

O Banco Santander tem como foco a banca comercial e de retalho, com sede em Santander, Espanha. Está presente em dez dos maiores mercados e é um dos maiores bancos da zona euro. A nível de capitalização de mercado, entre as instituições financeiras, o Banco ocupa o 2º lugar na zona euro e o 33º a nível mundial.

2.2. DESENVOLVIMENTOS RECENTES MAIS RELEVANTES

A deterioração das condições económicas e das perspetivas futuras resultantes da pandemia Covid-19 levou o Santander a rever o valor dos seus investimentos bem como dos ativos por impostos diferidos, dando lugar a um registo extraordinário de imparidade de 12,600 m€, principalmente relacionado com o negócio do Reino Unido (-6,100 m€) e dos Estados Unidos (-2,300 m€). Esta situação levou ao registo ao pior prejuízo na história do Banco. Este impacto nos resultados do 1º semestre de 2020, representou um efeito extraordinário e isolado, sem o qual os mesmos teriam sido positivos em 1,908 m€. Importa ainda referir que o outro rendimento integral, negativo em 30,637 m€, é representado em 84% (-25,627 m€) por itens que podem ser reclassificados para resultados. A maior parte deste saldo é relativa às diferenças cambiais de ativos não monetários resultantes da conversão dos balanços para euros na consolidação das contas.

O resultado subjacente atribuível aos acionistas, apresenta, contudo, uma diminuição homóloga de cerca de 53%, decorrente, essencialmente, do aumento de provisões para perdas de crédito a clientes resultantes da pandemia Covid-19. Importa salientar que o efeito isolado e extraordinário não teve impacto na liquidez do Banco nem nos rácios de capital, metendo-se o rácio CET1 sólido e apresentando um aumento face ao trimestre anterior para 11.84%, essencialmente justificado pela diminuição dos ativos ponderados pelo risco (RWAs).

Adicionalmente, o Grupo superou o previsto no seu plano de redução de custos, com uma diminuição homóloga de 5% de custos operacionais em termos reais. Por outro lado, é possível também identificar alguns sinais de normalização na concessão de crédito, tendo o crédito hipotecário e o crédito ao consumo aumentando em junho e o crédito a Pequenas e Médias Empresas (PMEs) abrandando face ao máximo em abril.

2.3. EVOLUÇÃO DA COTAÇÃO DE MERCADO

Desde o início da crise económica resultante da Covid-19, o preço de ação do Santander acompanhou a tendência decrescente do mercado, atingindo uma desvalorização cerca de 50% face ao preço observado antes do início da pandemia (fevereiro 2020).



Figura 2 - Evolução da cotação Santander versus o índice Euro STOXX 50 e DJ STOXX *Banks*

Apesar da queda acentuada da cotação de ação ter acompanhado o índice Euro STOXX 50 e o DJ STOXX *Banks*, a recuperação por outro lado foi mais contida, ficando abaixo do observado para ambos índices. Adicionalmente, em final de julho, aquando da apresentação dos resultados semestrais do Grupo, o preço apresentou um decréscimo adicional, a refletir o da pandemia Covid-19 nos resultado do Grupo.

2.4. AVALIAÇÃO E RECOMENDAÇÃO

Com um preço indicativo de 1.99€ para 31 de dezembro de 2020 e um crescimento potencial de 9% face ao preço atual de 1.83€ (a 21 de agosto de 2020), a nossa recomendação é “manter”.

O preço indicativo resulta da aplicação do modelo Excesso de Retorno para valorização do Capital Próprio do Santander. De forma a complementar e suportar as conclusões obtidas com este modelo, foi adicionalmente efetuada uma avaliação através de múltiplos de mercado. Um conjunto de critérios, apresentado nas secções seguintes, foi aplicado para a seleção de Instituições Financeiras semelhantes, para garantir que esta análise fosse suficientemente sólida e robusta, de forma a suportar os resultados obtidos através do modelo de avaliação dos capitais próprios. Os resultados obtidos através da avaliação relativa de múltiplos suportam as conclusões apresentadas, sendo o preço médio estimado de 1.97€ e o intervalo de variação entre 0.96€ e 3.37€. Adicionalmente, foi efetuada uma análise de sensibilidade às variáveis com maior impacto no preço, apresentada nos capítulos seguintes.

3. DESCRIÇÃO GERAL DA EMPRESA

3.1. VISÃO GLOBAL

O Banco Santander S.A. foi fundado em 1857. Durante o período compreendido entre 1900 e 1919 foram integrados três dos maiores bancos espanhóis no Banco Santander (Banco Hispanoamericano (1900), Banco Español de Crédito (1902) and Banco Central (1919)). Em 1947, começou a primeira expansão geográfica do Banco com a abertura de escritórios de representação na América Latina (Cuba, Argentina, México e Venezuela) bem como de um escritório no Reino Unido. Com a aquisição do Banco Espanhol de Crédito (Banesto), em 1994, o Santander tornou-se o Banco líder do mercado espanhol. O Banco continuou ao longo dos anos a expandir-se para os maiores mercados tornando-se um dos bancos de maior referência na América Latina. Em junho de 2017, o Santander comprou o Banco Popular, fortalecendo assim a sua presença em diversos mercados.

O modelo de negócio do Banco assenta em três pilares:

- i. **Dimensão:** o Banco Santander está presente em três grandes áreas geográficas, Europa, América do Norte e América do Sul, onde mantém uma posição de liderança nos 10 principais mercados onde está presente. O Banco está no Top 3 relativamente à componente de prestação de crédito em 9 dos mercados onde opera.
- ii. **Foco no cliente:** o Banco tem mais de 146 milhões de clientes e atingiu, em 5 mercados onde está presente, o Top 3 na métrica de satisfação de cliente (NPS – *Net Promoter Score* auditado pela Stiga/Deloitte).
- iii. **Diversificação:** o Banco Santander apresenta um bom equilíbrio entre mercados desenvolvidos e em desenvolvimento pela diversificação geográfica das três áreas onde está presente.

O foco do Banco tem sido nas operações de vertente comercial e tem mantido um crescimento sustentável. A taxa de fidelização dos clientes tem crescido, tendo o número de clientes fidelizados aumentado cerca de 1 milhão, em junho de 2020 quando comparado com 2019. O Banco atingiu quase 40 milhões de clientes digitais, com um aumento homólogo de 15% (ver figura 3).

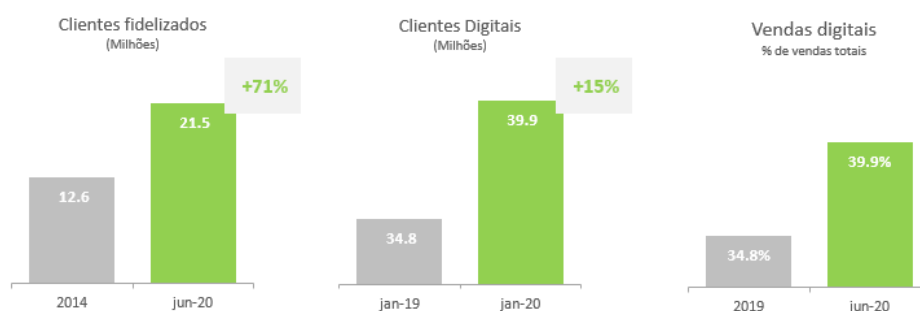


Figura 3 - Evolução do n.º de clientes fidelizados, clientes digitais e percentagens de vendas digitais do Santander (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

O Banco conta com 194,284 colaboradores, representando um aumento de 3% face a dezembro de 2016. Em relação à sua presença comercial, o Grupo dispõe de mais de 11,947 de agências nos diversos mercados onde está presente.

A nível do total do ativo, o Santander é um dos maiores bancos da zona euro e da América Latina apresentando um constante crescimento anual. A 30 de junho de 2020 registava um total de ativo de 1,572,881 m€, representando um aumento de 17%, face a dezembro de 2016. A nível do crédito e adiantamentos a clientes³ e dos depósitos de cliente⁴, o impacto significativo da desvalorização cambial das moedas dos mercados onde o Banco está presente levou a uma variação homóloga pouco expressiva de 1% e 0%, respetivamente. Retirando o efeito de variação cambial, tanto o crédito a clientes como os depósitos de cliente, registaram um crescimento de 6% e 7%, respetivamente refletindo assim o crescimento sólido do Banco (ver figura 4 e figura 5).

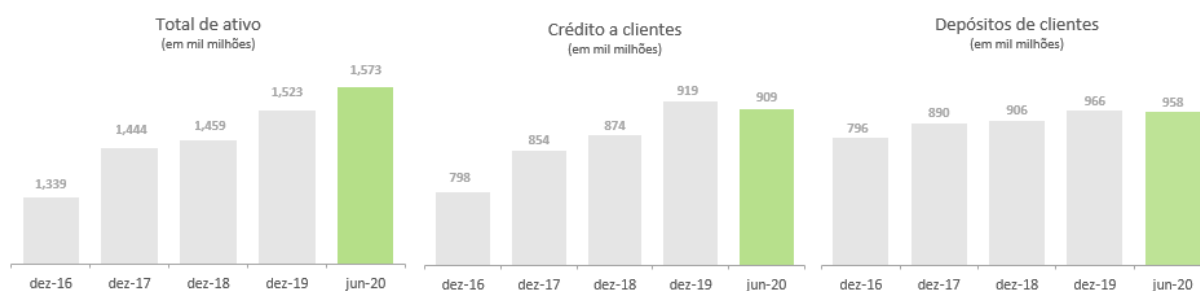


Figura 4 - Evolução do total de ativo, crédito a clientes³ e depósito de clientes⁴ (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

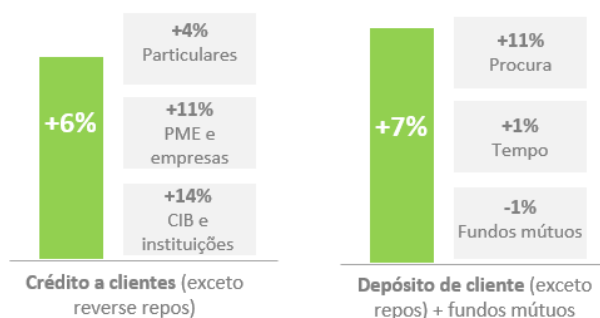


Figura 5 - Crescimento homólogo (junho 2020) de crédito de clientes e depósitos a clientes⁵ (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

As receitas do Santander são na sua essência provenientes de juros de crédito de clientes e comissões. A margem financeira foi positiva em 16,202 m€ no primeiro semestre, contudo com uma diminuição homóloga cerca de 8%. O maior peso positivo na margem é proveniente dos juros de crédito a clientes que, face a junho de 2019, apresentaram uma quebra de 13%. Por outro lado, as despesas com juros, relacionados essencialmente com os depósitos de clientes, apresentaram também uma diminuição 25%. O total de receitas no primeiro semestre teve uma diminuição homóloga de 9%, justificada pela quebra de rendimentos com os juros e comissões.

³ Crédito e adiantamentos a clientes excluindo operações de *reverse repos*

⁴ Depósitos de clientes, excluindo operações de *repos* e considerando fundos mútuos

⁵ Excluindo o efeito da variação cambial

Os custos do Banco são essencialmente relacionados com os encargos com juros dos depósitos, imparidade de crédito a clientes e despesas administrativas, nomeadamente custos com pessoal. Se por um lado no primeiro semestre de 2020, os encargos com os juros e as despesas administrativas tiveram uma diminuição homóloga de 25% e 8%, respetivamente, as consequências económicas da pandemia do Covid-19, levaram a um aumento de custos extraordinário, nomeadamente via aumento imparidade de crédito de clientes e de *goodwill*. O registo cerca de -10 Mm€ de imparidade de *goodwill* resultou de uma combinação de fatores, incluindo os diretamente relacionados com a COVID-19, principalmente pela atualização da perspetiva macroeconómica que levou o Grupo a projetar menores ganhos em algumas unidades, mas também reduzir os princípios da taxa de crescimento e aumentar as taxas de desconto usadas.

Retirando, este efeito extraordinário e isolado, o resultado subjacente atribuível aos acionistas do Grupo foi de 1,908 m€, representado uma diminuição homóloga cerca de 53%, essencialmente justificada pelo aumento de imparidade de crédito a clientes em consequência da deterioração das condições económicas provocadas pela pandemia (ver figura 6).

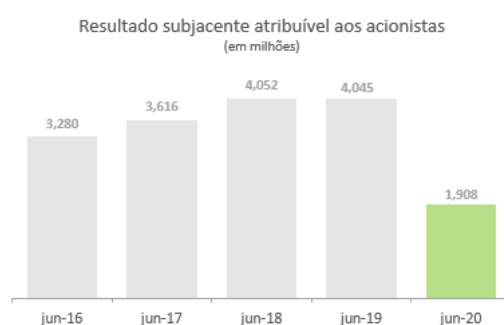


Figura 6 – Evolução do resultado subjacente atribuível aos acionistas (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

3.2. MERCADO PRINCIPAL

O Grupo está presente em dez principais mercados localizadas em três áreas geográficas: Europa, América do Norte e América do Sul (ver figura 7):



Figura 7– Presença geográfica do Grupo Santander a junho de 2020 (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

A nível de distribuição do resultado subjacente com referência ao primeiro semestre de 2020, o Brasil é o país com maior participação (32%), seguido do segmento de Santander Consumer Finance (SCF) com 15% e México com 13%. O país da casa mãe apresenta um impacto de 8% no resultado subjacente, tendo diminuído 7% face a 2019. A nível de áreas geográficas a contribuição da América do Sul face a 2019 aumentou 8%, da América do Norte 4% (via México) e da Europa diminuiu 12% (ver figura 8). Os países em desenvolvimento são os que mais contribuíram para o resultado subjacente, tendo uma quota aproximadamente de 58%.

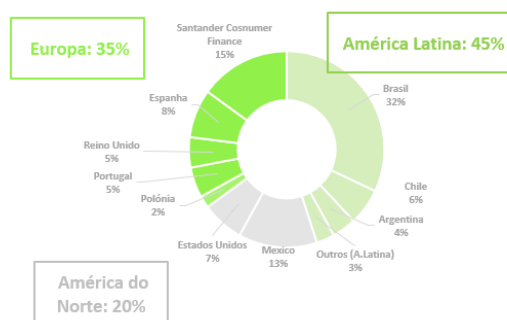


Figura 8 – Distribuição do resultado subjacente do Grupo Santander a junho de 2020 por geografia (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

A nível de balanço, tanto em relação ao crédito a clientes⁶ como depósitos de clientes⁷ Espanha e Reino Unido são os países com maior peso a junho de 2020 (ver figura 9).

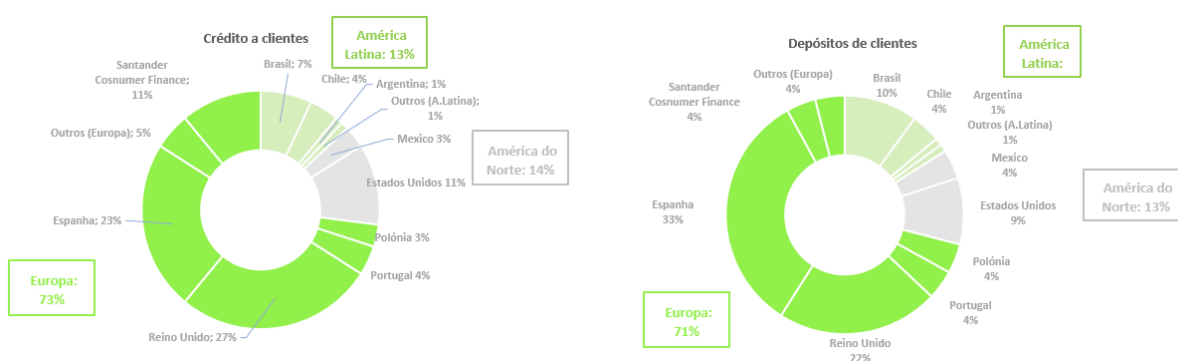


Figura 9 - Peso por cada geografia na rubrica crédito a clientes⁶ e depósitos de clientes⁷ a junho de 2020 (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

A nível de segmentação de negócio a banca de retalho é aquela que mais contribuiu de forma positiva para o resultado subjacente do primeiro semestre de 2020, este segmento engloba todos os negócios bancários de cliente, incluindo o Santander *Consumer Finance* e excluindo negócios corporativos. Contudo o *Corporate Center* do Grupo, onde estão centralizadas as atividades relativas à gestão de participações financeiras bem como da posição cambial estrutural e da liquidez é o segmento com maior impacto negativo no resultado subjacente (ver figura 10). Quando comprado com o período homólogo, a Banca de Retalho apresentou uma diminuição de 57% no resultado,

⁶ Crédito e adiantamentos a clientes excluindo operações de *reverse repos* (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

⁷ Depósitos de clientes, excluindo operações de *repos* e considerando fundos mútuos (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

essencialmente justificado pela diminuição de resultado de comissões e aumento da imparidade de crédito.

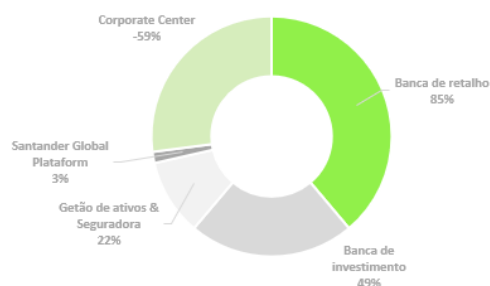


Figura 10 - Distribuição do resultado subjacente do Grupo Santander a junho de 2020 por segmento secundário (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

3.3. ESTRUTURA ACIONISTA

As ações do Santander (SAN) estão cotadas na bolsa de Madrid, México e Polónia bem como em Nova Iorque em forma de ADR (*American Depositary Receipts*) e em Londres em forma de CDI (*Crest Depositary Interest*).

O número de ações em circulação é de 16.618.114.582 e a capitalização de mercado é de 30,365Mm€.

O Banco Santander, seguindo a recomendação do Banco Central Europeu (BCE), que advertiu as instituições financeiras, dada a incerteza decorrente da emergência do COVID-19, a preservarem o capital mediante o cancelamento do pagamento de dividendos dos resultados de 2019 e 2020, decidiu cancelar o dividendo final do resultado de 2019 e realizar uma nova assembleia geral de acionistas, prevista para outubro de 2020, para considerar o pagamento de dividendos caso as incertezas relacionadas com a crise do COVID-19 sejam resolvidas. Atualmente, é intenção do Banco propor uma distribuição de dividendos (em novas ações) equivalente a 0.10€ por ação via resultados de 2019.



Figura 11 - Distribuição histórica de dividendos do Grupo Santander (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

A 30 de junho de 2020, o número de acionistas era de 4,080,201 milhões, mais 0.6% quando comparado com o mesmo período do ano anterior. Sendo que 77% dos acionistas são europeus e 22% das Américas. A nível de distribuição por tipo de acionista, cerca de 57% são detidos por acionistas institucionais, 42% por particulares e 1% pela Administração (ver figura 12).

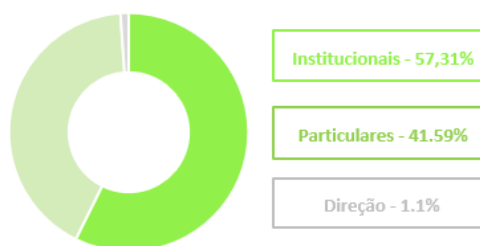


Figura 12 - Segmentação da estrutura acionista a 30 de junho de 2020 (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

A 31 de dezembro de 2019, nenhum investidor possuía mais de 3% de participação. Apesar de alguns custodiantes e empresas de gestão de ativos apresentarem, quando somado as participações de todos os clientes uma percentagem superior, em termos individuais nenhuma participação é superior a 3%.

3.4. RESPOSTA À COVID-19

Em resposta à crise financeira provocada pela pandemia Covid-19 e de forma a apoiar o esforço global feito para combater esta pandemia, o Grupo tem implementado medidas relevantes, nomeadamente:

- **Plano de contingência:** a implementação antecipada e coordenada do plano de contingência, que permitiu assegurar a continuidade de negócios nas diferentes geografias sem comprometer a continuidade operacional de nenhuma unidade.
- **Cuidados de saúde para os trabalhadores:** adoção de medidas de segurança e proteção, nomeadamente teletrabalho, distribuição de equipamentos de proteção individual e apoio financeiro aos trabalhadores com maiores dificuldades.
- **Clientes:** adoção de várias medidas para apoio aos clientes através de programas de ajuda, principalmente aos mais vulneráveis, nomeadamente através de facilidade de linhas de crédito e liquidez e aumento temporário dos limites, redução e suspensão de comissões, entre outros.
- **Negócio, liquidez e riscos:** monitorização cuidadosa da liquidez do Banco e adoção de medidas para reforçar a posição. O Grupo tem controlado de perto os diferentes indicadores de risco, não tendo nenhum dos efeitos, das medidas extraordinárias tomadas, impactos na posição de risco de crédito ou de liquidez ou de mercado.
- **Responsabilidade social:** O Grupo disponibilizou mais 100 milhões de euros para iniciativas solidárias de combate à Covid-19.

4. GESTÃO E GOVERNAÇÃO

No final de junho de 2020, o Conselho de Administração (CA) era composto por 15 membros, com uma composição equilibrada entre diretores executivos e não-executivos, a maioria dos quais independentes (ver figura 13).

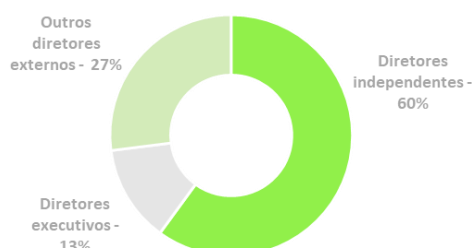


Figura 13– Composição do Conselho de Administração (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

Os diretores executivos são a Sra. Ana Botin-Sanz de Sautola y O'Shea e o Sr. José Antonio Álvarez, Presidente e Vice-Presidente do Conselho de Administração, respetivamente.

O tempo médio de serviço dos diretores independentes era em 2019 de 3.42 anos. Os membros do CA têm mandados de 3 anos e um terço da direção é renovada cada ano. O Santander tem implementado uma política interna de seleção, avaliação de idoneidade e sucessão de administradores onde são estipulados critérios relativos à composição quantitativa e qualitativa do conselho de administração, o processo de revisão da sua composição, o processo de identificação, seleção e indicação de novos candidatos.

Da revisão crítica efetuada dos currículos de cada membro do CA, não foi identificado nada que pusesse em causa a independência dos mesmos.

A remuneração dos membros do CA é composta por uma componente fixa e uma componente variável, estando definidos e aprovados os diferentes critérios de remuneração bem como a política de remunerações para o ano 2020, 2021 e 2022. No primeiro semestre de 2020, verificou-se uma diminuição homóloga da remuneração da direção em cerca de 30%, sendo que a componente fixa representa 44% do total dos gastos com remuneração da direção.

O Grupo Santander tem estabelecido um modelo de *governance* para as subsidiárias do grupo (GSGM) e de boas práticas de gestão para as principais subsidiárias. Os principais princípios deste modelo são os seguintes:

- Os órgãos sociais de cada uma das subsidiárias devem zelar por uma gestão rigorosa e prudente, garantindo a solvência económica e protegendo os interesses dos seus acionistas.
- A gestão das subsidiárias é uma responsabilidade local conduzida por equipas de gestão locais que proporcionam um conhecimento vasto e experiência relativamente aos clientes e mercados locais, beneficiando também das sinergias e vantagens de pertencer ao Grupo Santander.

- As subsidiárias estão sujeitas à regulação e supervisão das respectivas autoridades locais, sem prejuízo da supervisão global do Grupo pelo BCE.
- Os fundos dos clientes encontram-se garantidos por fundos de garantia de depósitos existentes no respetivo país, de acordo com a legislação aplicável.

O Santander possui um modelo de governo interno que estabelece um conjunto de princípios que regulam as relações e as interações entre o Grupo e suas subsidiárias em três níveis:

- A nível dos órgãos de administração das subsidiárias: o Grupo tem estabelecido normas e procedimentos que regulam a estrutura, composição e funcionamento dos órgãos de administração e dos respetivos comités (auditoria, nomeações, remuneração e risco), de acordo com as normas e princípios internacionais de governo interno. Adicionalmente, estão incorporadas outras normas e regulamentos relativos à nomeação, remuneração e plano de sucessão dos membros dos órgãos administração, em conformidade com os regulamentos e critérios de fiscalização locais.
- Entre os órgãos de gestão nacionais e o CEO do Grupo;
- Entre os órgãos de gestão locais e as principais funções de controlo.

Os principais princípios do modelo de controlo interno e gestão de riscos do Banco Santander são:

- i. Uma cultura de gestão de risco rigorosa;
- ii. Conhecimento, por parte de todos os colaboradores, dos riscos associados às suas atividades e são responsáveis pela gestão dos mesmos;
- iii. Envolvimento da gestão na monitorização do risco, garantindo consistência no controlo dos riscos e mostrando o exemplo através da sua conduta;
- iv. Independência da função de gestão de riscos;
- v. Acesso e disponibilização de informação atempada e completa.

Adicionalmente, o Grupo Santander dispõe de quatro ferramentas essenciais para a gestão do risco:

1. Avaliação do perfil de risco: onde são identificados e avaliados os principais riscos a que o banco está exposto;
2. Apetência ao risco e definição de limites: definição dos limites de riscos considerados prudentes para as diferentes exposições;
3. Análise de cenários: definição de diferentes cenários e realização de testes de esforço de forma a medir os possíveis impactos;
4. Estrutura de reporte de risco: garantindo a completude e a precisão da informação.

5. VISÃO GERAL DO MERCADO

5.1. CONDIÇÕES MACROECONÓMICAS

A pandemia Covid-19 é uma crise global de saúde pública, com enormes perdas de vida humana por todo o mundo. De forma a conter o contágio e a tentar controlar as consequências da doença na saúde da população, muitos governos implementaram medidas de controlo de propagação da doença. Estas medidas, apesar de necessárias para salvar vidas humanas, levaram ao encerramento completo de alguns setores da economia e à limitação da mobilidade. As consequências económicas foram devastadoras, com uma significativa perturbação na economia e aumento do desemprego. A economia global encontra-se atualmente na mais profunda recessão desde a Grande Depressão dos anos 30.

Para além das consequências imediatas já sentidas, a previsão futura é excecionalmente incerta. Apesar de muitos países estarem progressivamente a levantar as medidas impostas, alguns voltaram já atrás em algumas das decisões e muitas das fronteiras continuam fechadas. A recuperação está a ser lenta e poderá ser interrompida por outro pico da doença, no outono e no inverno. As previsões económicas publicadas tanto pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE ou OECD) como Fundo Monetário Internacional (FMI ou IMF) consideram sempre dois cenários possíveis, em que um deles prevê um novo pico da doença em finais do ano de 2020/ início do ano de 2021.

Foram implementadas medidas de política monetária, como o corte nas taxas de juro, programas de compra de ativos e intervenções em segmentos de mercado financeiro específicos. Como resultado, de todas as medidas implementadas, muitos dos países enfrentam agora desafios excecionais como elevados défices públicos e aumentos significativos dos níveis de dívida pública.

O IMF (2020) estima que a taxa de crescimento mundial seja de -4.9% em 2020. Por outro lado, a OECD (2020a) prevê que com o cenário de mais um pico da doença no final de 2020 a economia mundial decresça 7.6%, caso contrário 6%. Mesmo, considerando o cenário sem mais nenhum pico, prevê-se, em muitas economias desenvolvidas, a destruição do equivalente a cinco anos ou mais de crescimento do PIB real per capita, até 2021. É de notas que a pandemia teve um impacto no primeiro semestre de 2020 mais negativo e desastroso do que o estimado previamente.

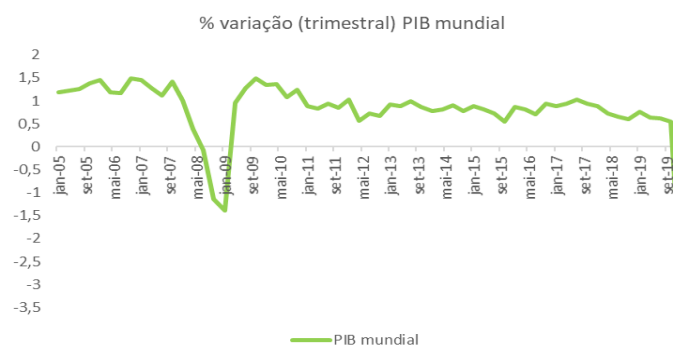


Figura 14 – Variação trimestral do PIB mundial (Fonte: OCDE)

Os efeitos da pandemia na economia global foram extremamente significativos, tendo a variação do PIB ter sido mais negativa do que na última crise financeira de 2008.

	2015	2016	2017	2018	2019	Novo pico		Sem novo pico	
						2020	2021	2020	2021
Argentina	2.73%	-2.08%	2.67%	-2.48%	-2.16%	-10.00%	1.70%	-8.00%	4.10%
Brasil	-3.55%	-3.29%	1.31%	1.31%	1.13%	-9.00%	2.40%	-7.00%	4.20%
Chile	2.32%	1.71%	1.17%	3.94%	1.12%	-7.00%	1.90%	-6.00%	3.40%
México	3.29%	2.91%	2.12%	2.14%	-0.15%	-9.00%	2.00%	-8.00%	3.00%
Estados Unidos	2.91%	1.64%	2.37%	2.93%	2.33%	-9.00%	1.90%	-7.00%	4.10%
Polónia	3.84%	3.06%	4.94%	5.15%	4.10%	-10.00%	2.40%	-7.00%	4.80%
Portugal	1.79%	2.02%	3.51%	2.64%	2.16%	-11.00%	4.80%	-9.00%	6.30%
Espanha	3.84%	3.03%	2.90%	2.35%	1.98%	-14.00%	5.00%	-11.00%	7.50%
Reino Unido	2.36%	1.92%	1.89%	1.34%	1.41%	-14.00%	5.00%	-11.00%	9.00%

Tabela 3 - Taxa de crescimento do PIB (Fonte: OCDE)

Como se pode observar na tabela 2, as perspetivas de crescimento do PIB para 2020 dos países onde o Grupo está presente não são otimistas, sendo os maiores impactos estimados nos países desenvolvidos. Em 2021, a OECD (2020a) prevê uma recuperação de todas as economias onde o Grupo está presente, sendo também os países desenvolvidos a mostrarem maior recuperação prevista.

As taxas de desemprego mundiais estimadas pela OECD (2020a) para 2020 para os dois cenários são de 10%, com um novo pico e de 9% sem ocorrência de outro pico da doença.

• Argentina

Quando a pandemia do Covid-19 atingiu a Argentina, a economia já se encontrava em recessão e a incerteza já era elevada, principalmente por causa da reestruturação da dívida pública. O país entrou em *default* (incumprimento de pagamento de juros da dívida pública) pela nona vez na sua história. Em agosto, o país anunciou que tinha chegado a acordo com os credores para a reestruturação da sua dívida pública.

As medidas de confinamento atingiram severamente a procura e oferta em muito setores, particularmente no setor de entretenimento, transportes, restauração e hoteleiro, causando uma quebra de atividade cerca de 15% segundo a OECD (2020a). Apesar de a taxa de câmbio oficial continuar estável, devido ao controlo apertado do governo, a diferença para a taxa paralela aumentou significativamente, atingindo valores superiores ao dobro. O país enfrenta também elevadas taxas de inflação, cerca de 50%. As perspetivas são de uma recuperação lenta da economia, com uma procura interna limitada devida ao aumento do desemprego, diminuição do poder de compra real e aumento de empresas em falência financeira.

• Brasil

O Brasil é um dos países mais afetados pela Covid-19, a nível de número de infetados e mortes. As projeções da OECD (2020a) são de um declínio no PIB, em 2020, do país de 9% no caso de existir mais um pico da doença e uma recuperação moderada de 2.4% no final de 2021. A previsão é de aumento significativo de desemprego, com taxas a atingirem máximos históricos de 15.4% em 2021. As taxas

de juro diminuíram recentemente e verificou-se uma significativa saída de capitais do país. É esperado um aumento da dívida pública em cerca de 10%.

- **Chile**

Juntamente com a crise provocada pelos protestos no final de 2019, a pandemia Covid-19 levou o país para uma recessão em 2020. No cenário de ocorrência de mais um pico da doença em 2020, a OECD (2020a) prevê um crescimento do PIB de -7% e que a taxa de desemprego atinja os 11%. Os efeitos da pandemia nos Estados Unidos e na China vão afetar significativamente a economia do Chile, dado que estes dois países são responsáveis por quase metade das exportação e investimento estrangeiro do país.

- **México**

As consequências da pandemia bem como a quebra no preço do petróleo levaram a uma contração da economia do país no primeiro semestre de 2020. Mais de 500 mil empregos foram perdidos em abril. O setor do turismo colapsou devido ao fecho das fronteiras dos vários países e a OECD (2020a) estima uma quebra na atividade total de 30% durante o confinamento. México foi também afetado pela redução de investidores internacionais. Num cenário de novo pico da doença em 2020, a OECD (2020a) estima uma variação de -8.6% do PIB em 2020 com uma lenta recuperação de 2% em 2021 e um aumento do desemprego para 6.3%.

- **Estados Unidos**

Estados Unidos é o país com maior número de infetados com Covid-19. As medidas de contenção de propagação da doença, o fecho de negócios e o confinamento da população levaram a uma grande quebra na atividade económica. Os níveis de desemprego dispararam, atingindo os 15% em abril com mais de 20 milhões de pessoas a perderem os seus empregos. O nível de aumento do desemprego foi muito mais rápido do que na crise de 2008 bem como na Grande Depressão. Os mercados financeiros mostraram sinais de *stress*, com aumento de *yields* em alguns mercados e diminuição do preço de alguns ativos. A Reserva Federal (Fed) fez cortes na taxa de juro de referência para próximo de zero, mantendo-se no intervalo entre 0% e 0.25%.

No cenário de ocorrência de mais um pico da doença, a OECD (2020a) prevê uma contratação na economia com diminuição do PIB em -8.5% em 2020, sendo que no cenário sem mais nenhum pico a previsão é de -7.3%. A previsão para as taxas de desemprego é de 12.9% e 11.3% em 2020 para cada um dos cenários. A recuperação espera-se ser lenta e moderada com um crescimento do PIB em 2021 de 1.9%, no cenário com mais um pico.

- **Polónia**

Os setores mais afetados pela pandemia no país foram os da restauração, hotelaria e transportes. As pequenas e microempresas são as que estão em maior risco, com poucas reservas financeiras, muitas delas tiveram de reduzir os salários de forma a controlar os impactos de curto prazo na liquidez. O Governo adotou diferentes medidas de apoio tanto para os particulares como para as empresas. A OECD (2020a) prevê no cenário de ocorrência de mais um pico da doença uma contração do PIB em 9.5% e aumento do desemprego para 7.9% em 2020 e uma recuperação lenta em 2021 com um crescimento do PIB de 2.4%.

- **Portugal**

A atividade económica em Portugal caiu em média cerca de 20% no segundo trimestre de 2020, comparado com um período normal. O turismo foi um dos setores mais afetados com uma quebra de 59% em março, quando comparado com o período homólogo. A taxa de desemprego aumentou significativamente bem como o número de empresas a utilizar as opções de contratação de curto prazo. Num cenário de um novo pico em final de 2020, a OECD (2020a) prevê uma redução do PIB de 11.3% em 2020, com consequências severas de aumento de empresas em falência, aumento do desemprego e redução do investimento devida à elevada incerteza. Neste cenário, está prevista uma taxa de desemprego de 13% e um aumento da dívida pública para níveis muito significativos, que podem atingir 140% do PIB.

- **Espanha**

O PIB registou uma quebra de 5.2% no primeiro semestre de 2020, devido ao colapso da procura doméstica. A atividade económica diminuiu em média cerca de 30% durante o confinamento. A projeção da OECD (2020a) é de uma contração da economia do país em 14.4% em 2020, num cenário de um segundo pico da doença em 2020 e uma recuperação de 5% em 2021. É previsto que o nível de desemprego atinja os 20% e a dívida pública os 130% neste cenário.

- **Reino Unido**

Num cenário de um segundo pico no final 2020, a previsão da OECD (2020a) é de uma diminuição do PIB de 14% em 2020 e um aumento do desemprego para 10%. Às consequências na economia da pandemia Covid-19, junta-se a incerteza e os riscos da futura relação com a União Europeia, nomeadamente a negociação de acordo comercial que não se prevê que seja efetuado antes do fim de 2020.

O Reino Unido deixou de ser membro da União Europeia a 31 de janeiro de 2020. O Reino Unido e a União Europeia concordaram com os termos de saída que estabelecem um período de transição até 31 de dezembro de 2020. Durante o período de transição (i) o Reino Unido será tratado como se ainda fosse um membro da União Europeia para fins comerciais, (ii) a legislação da União Europeia continuará a aplicar-se no Reino Unido e (iii) serão realizadas negociações de um acordo comercial.

A incerteza permanece em torno dos termos da relação do Reino Unido com a União Europeia após o período de transição. As negociações sobre o acordo comercial não estão a ter sucesso e o fim do período de transição sem um acordo comercial estabelecido poderá impactar de uma forma ainda mais negativa as previsões económicas, já por si só muito pessimistas devido à pandemia, tanto do Reino Unido como da União Europeia. Se o período de transição terminasse sem um acordo comercial abrangente, o crescimento económico do Reino Unido e da Europa pode ser impactado negativamente.

5.2. SETOR BANCÁRIO

Antes do início da pandemia da Covid-19, o setor bancário continuou a ser marcado pelo fortalecimento dos balanços, com significativas melhorias nos rácios de liquidez e de solvência das instituições e redução dos ativos não *performing*. Os testes de *stress* realizados pelo Banco Central Europeu, ECB (2019b) em 2018 mostraram que os bancos no âmbito da sua análise estariam melhor

preparados para um eventual choque financeiro. Segundo o ECB (2020a), o rácio de liquidez aumentou de cerca de 135% no final de 2016 para 145% em 2019, bem como o rácio de capital CET1 passou de cerca de 6% em 2015 para quase 15% em 2019.

Os bancos estão na linha de frente da crise económica provocada pela pandemia da Covid-19. Bancos centrais, grandes bancos mundiais, bancos regionais de pequena a média dimensão e *fintechs* estão a enfrentar desafios e riscos sem precedentes. Adicionalmente, estão também a implementar várias medidas para apoiar os seus colaboradores e clientes e para a fortalecer o sistema financeiro.

Os impactos da pandemia no setor bancário foram mais significativos do que na maioria dos outros setores com a perturbadoramente rápida expansão da doença que levou a queda dos mercados financeiros. Como se pode observar na Figura 15, o tombo do índice *Euro STOXX Banks* (que representa o setor bancário do índice Euro Stoxx 600) foi superior ao índice Euro STOXX 600 e a recuperação foi muito menos notória (ver figura 15).



Figura 15 – Evolução do índice Euro STOXX 600 e do Euro STOXX Banks

Segundo BIS (2020), apesar de no início da crise a queda do preço das ações dos maiores bancos europeus ser mais contida, a partir do início de março os preços caíram de forma drástica, de certa forma comparável ao período após a falência do Lehman Brothers. Uma estabilização e recuperação parcial do preço surgiu no final de março como consequência das medidas tomadas pelos bancos centrais bem como pelas entidades governamentais. Durante o início da crise, a venda de ações dos bancos foi ampla e indiscriminada, enquanto na fase da estabilização os investidores mostraram ser mais discriminatórios nas suas decisões, diferenciando entre as instituições mais sólidas, bem capitalizadas e mais lucrativas. Contudo, os *spreads* dos CDS (*Credit Default Swaps*) dos bancos com maior risco de crédito continuaram a aumentar mesmo durante a fase de estabilização, segundo BIS (2020).

A pandemia de Covid-19 gerou grande instabilidade e volatilidade nos mercados financeiros, com as avaliações dos bancos a caírem globalmente. Segundo KPMG (2020), o rácio P/TB (cotação/valor contabilístico tangível) caiu em média 35% na Europa e 33% na América do Norte em abril de 2020 comparativamente a dezembro de 2019 (ver figura 16). Apesar de se verificar uma melhoria em junho, este múltiplo continua significativamente abaixo do verificado em período pré-Covid-19, em média -25% na Europa e América do Norte.

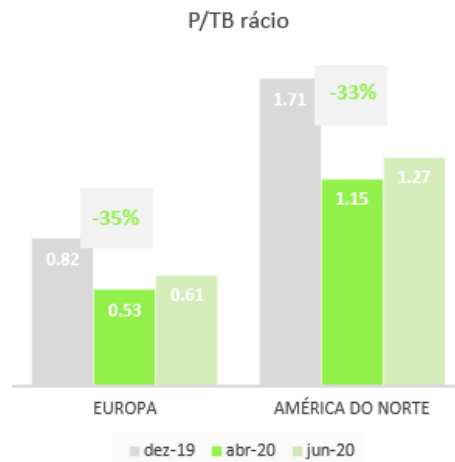


Figura 16 – Rácio médio P/TB dos principais bancos de cada região (Fonte: KPMG)

Numa economia com taxas de juro baixas, a pandemia reforçou este cenário, tendo os bancos centrais diminuindo as taxas de referência, o que contribuiu negativamente para a rentabilidade dos bancos. Os bancos europeus têm vindo a lidar, nos últimos anos, com este desafio, tendo passado de uma forma continua para um modelo de receitas proveniente de comissões bancárias de forma a ultrapassar esta questão e manter rentabilidade da instituição.

Um dos efeitos imediatos da pandemia na economia global real é o aumento do risco de crédito para clientes particulares e institucionais dos bancos. Para continuar a financiar a economia real e a apoiar a sua recuperação, os bancos tem agora o desafio de conseguir distinguir entre os fenómenos puramente temporários, a serem resolvidos a curto prazo, e os impactos mais duradouros que exigem novas medidas. Assim os principais fatores a serem analisadas e atualizados pelos bancos na mensuração do risco de crédito são: (i) a componente *forward looking*; (ii) taxas de incumprimento e (iii) taxas de recuperação.

Segundo Oliver Wyman (2020), a previsão de perdas de crédito dos bancos europeus⁸ para o período entre 2020 e 2022, num cenário sem mais nenhum pico da doença, é de 400 Mm€, 40% abaixo do observado na crise financeira de 2008-10 (ver figura 17). Uma das principais influências positivas na contenção destas perdas são as medidas adotadas pelos governos que reduzem o número de potenciais falências de empresas, as perdas de crédito esperadas e atrasam temporalmente o aumento dos créditos de cobrança duvidosa (*NPL – non-performing loan*).

⁸ Bancos da União Europeia, Reino Unido e Noruega (Fonte: Oliver Wyman)

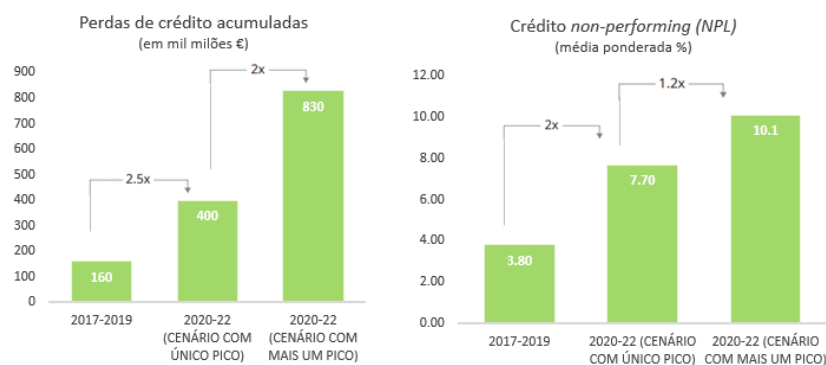


Figura 17 – Previsão das perdas de crédito esperadas e média ponderada percentual dos NPL para os bancos europeus (Fonte: Oliver Wyman)

Num cenário em que ocorra novo pico da doença, a previsão aponta para que as perdas de crédito dupliquem face ao cenário anterior, com os créditos NPL atingirem cerca de 10%.

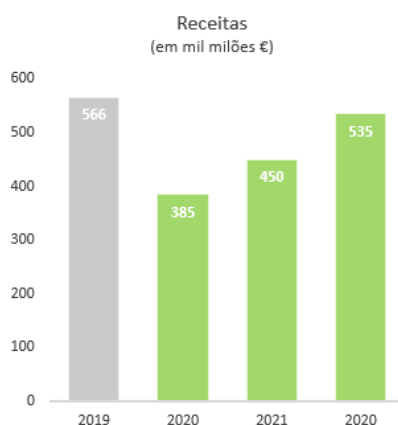


Figura 18 – Previsão de receitas dos bancos europeus (Fonte: Oliver Wyman)

A nível de receitas a previsão para os bancos europeus é de uma diminuição de 32% em 2020, com uma recuperação nos anos seguintes, contudo sem ultrapassar nem atingir os níveis pré-Covid-19, ficando em 2022, 5% inferior ao observado em 2019 (ver figura 18).

A baixa rentabilidade esperada dos bancos não é um problema apenas para os acionistas. Uma crise subsequente, potencialmente provocada por um segundo pico pandémico ou outro choque, terá como consequência a absorção dessas perdas pelo capital das instituições. Apesar do setor bancário europeu estar mais robusto e sólido, consequência do esforço de recapitalização feito pelos bancos europeus após a crise financeira de 2008, o mesmo poderá ser abalado com um novo choque da doença, o que poderá levar a uma situação de *stress* e de diminuição significativa dos rácios de capital, podendo em alguns casos levar a necessidade de intervenção do governo ou de aumento de capital por parte dos acionistas.

Entre o período de dezembro de 2011 e 2019, observou-se um significativo reforço dos rácios de capital dos bancos europeus tendo em média o mesmo aumentado cerca de 8%, atingindo o rácio CET1 15% em 2019. Contudo, a previsão é de uma diminuição de 1.2% em 2022 (ver figura 19).

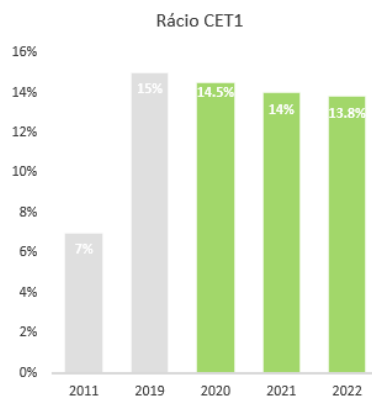


Figura 19– Rácio CET1 dos Bancos Europeus (Fonte: Oliver Wyman e EBF – *European Banking Federation*)

A nível do número de instituições bancárias, tem-se verificado uma diminuição constante desde a crise financeira de 2008. Segundo os dados da EBF (2019), verificou-se na União Europeia, entre 2009 e 2018, uma diminuição cerca de 29% no número de instituições bancárias.

O BCE (2020a) defende que existe uma necessidade de consolidação dos bancos da zona euro. Fusões nacionais poderão desbloquear potenciais ganhos por via do aumento da eficiência devido à sobreposição das redes de distribuição, enquanto fusões internacionais poderão ajudar a diversificar as fontes de rendimento bem como os riscos. A consolidação bancária foi uma solução aplicada na crise financeira de 2008, e poderá ser uma das respostas às consequências económicas da crise de saúde pública provocada pela Covid-19. O setor bancário espanhol é um dos exemplos de consolidação de sucesso, tendo consolidado para cerca de 12 instituições de dimensão média-elevada as 40 instituições iniciais, num período de 5 anos.

Outra resposta para esta crise para algumas instituições poderá ser a especialização em linhas de negócio onde existam pontos fortes ou transformação radical do modelo operacional, nomeadamente na abordagem de pagamentos, na gestão de dados e das plataformas de negociação.

Para além das consequências da crise provocada pela Covid-19, os bancos enfrentavam e vão continuar a enfrentar outros desafios, segundo Deloitte (2019), alguns deles potenciados por esta crise, nomeadamente:

- Tecnológico: fusão de tecnologias e aumento dos riscos de cibersegurança e privacidade. A crise da Covid-19 potenciou os desafios e os riscos tecnológicos, com o aumento do teletrabalho e de utilização de plataformas digitais de pagamento.
- Ambiental: riscos climáticos.
- Demográfico: aumento da população envelhecida e das exigências dos consumidores.
- Económico: “Japanificação” de alguns países desenvolvidos, nomeadamente na Europa, ou seja, estagnação económica com taxas de crescimento persistentemente baixas, inflação baixa /deflação e taxas de juro próximas de zero ou negativas. Este efeito é ainda mais potenciado com as consequências na economia da pandemia.

- Político: políticas protecionistas e tensões geopolíticas, nomeadamente a guerra comercial entre os Estados Unidos e China e a possibilidade de não acordo comercial entre União Europeia e Reino Unido na sequência do Brexit.
- Regulatório: complexidade e divergências legais entre os diferentes países.

Adicionalmente o BCE (2019a) identificou os seguintes três principais riscos para os Bancos para 2020 (antes do início da pandemia):

1. Desafios económicos, políticos e de sustentabilidade das dívidas públicas da zona euro marcados pelo fraco crescimento económico da zona euro, tensão e incerteza geopolíticas, significativa exposição dos bancos à elevada dívida pública e níveis significativos de dívidas de empresas.
2. Sustentabilidade dos modelos de negócio continua a ser um foco para as instituições na luta contra as baixas taxas de rentabilidade. Embora a digitalização possa melhorar a eficiência dos custos a médio prazo e permitir aos bancos lançarem novos produtos e serviços, desafia os bancos a repensarem os seus modelos e estratégias de negócios e exige investimentos a curto prazo para adaptação da forma como os bancos operam e interagem com os clientes. A digitalização aumenta a perspetiva de competitividade a médio prazo, nomeadamente não bancária, como grandes empresas de tecnologia (*Bigtech*).
3. Vulnerabilidade ao cibercrime e deficiências de TI.

Todos estes riscos e desafios, identificados antes da pandemia Covid-19, são potenciados com as diversas consequências da mesma.

5.3. ANÁLISE COMPETITIVA

O aumento da rentabilidade continua a ser um dos desafios do setor, particularmente na Europa onde o desenvolvimento institucional e as políticas estruturais são necessários para impulsionar a rentabilidade e valorização do setor bancário. Segundo o BCE (2020a), os bancos mais competitivos são aqueles que são eficientes na gestão de custos, com uma estratégia bem delineada e que estão a investir na transformação digital.

Este desafio da rentabilidade foi potenciado pela crise pandémica que atingiu o mundo, com os resultados líquidos dos bancos da zona euro⁹ a diminuírem 78% no primeiro trimestre de 2020 face ao período homólogo, e o rácio de rentabilidade (ROE) a diminuir 4,55% no mesmo período (ver figura 20).

⁹ Bancos da União Monetária, significativamente importantes e alvo de análise trimestral do BCE - *Supervisory Banking Statistics*

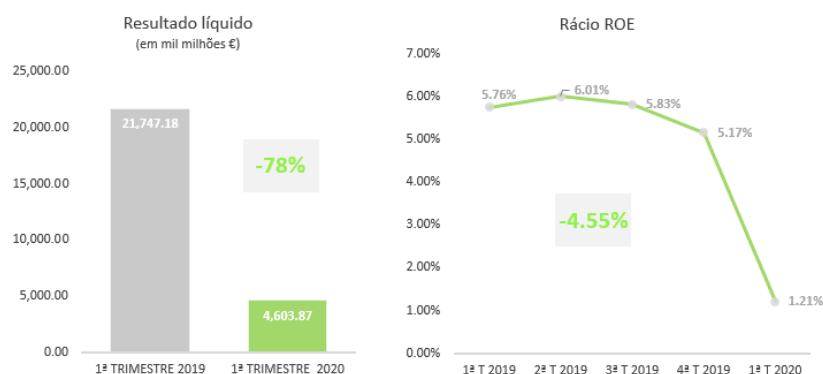


Figura 20 - Rentabilidade da amostra de bancos da zona euro significativamente importantes (Fonte: BCE)

Outra das medidas para aumentar a rentabilidade é a gestão eficiente dos custos defende o BCE (2020a). O rácio custo sobre receitas (*cost-to-income*) é mais elevado na zona euro face aos competidores internacionais. Em 2019, em média sobre 1 euro de receitas, os bancos tinham um custo de 0.65 euros. Este rácio foi também afetado pela pandemia e aumentou para cerca de 72% no primeiro trimestre de 2020 (ver figura 21). O investimento em novas tecnologias, para além de importante, poderá ajudar a reduzir custos no futuro.



Figura 21 - Rácio custo sobre receitas da amostra de bancos da zona euro significativamente importantes (Fonte: BCE)

O desafio digital está a alterar a forma como os clientes interagem com os bancos. Contudo, os processos de transformação digital e aumento de eficiência continuam a necessitar de montantes muito elevados de investimento. Este problema foi também intensificado com a pandemia. Se, por um lado, forçou os bancos a reorganizarem-se tecnologicamente de forma a poderem responder aos novos desafios de teletrabalho e do aumento da utilização de serviços digitais, por outro lado as consequências económicas levaram a uma diminuição dos resultados dos bancos, levando à redução dos fundos disponíveis para os processos de transformação digital.

Segundo BCE (2020a), a digitalização conduz ao aparecimento de novos concorrentes não bancários como as *BigTechs*¹⁰. O aumento desta concorrência está a contribuir também para a contração da margem financeira dos bancos. As *BigTechs* estão a atrair não só os clientes, mas também os investidores. Estas empresas beneficiam, para já, da ausência de legislação, permitindo o foco no desenvolvimento e investimento em tecnologia mais recente. A sua valorização de mercado é muito superior ao valor contabilístico, sendo o rácio cotação/valor contabilístico (P/B) cerca de 16 vezes superior nas GAFAM¹¹ do que no setor bancário¹² (ver figura 22).

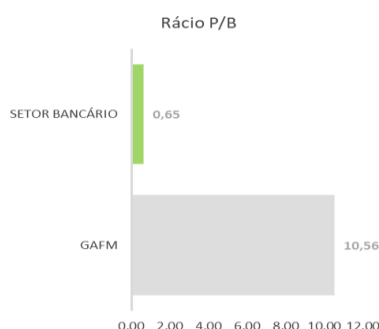


Figura 22 - Comparação do rácio P/B em 2019 da média das GAFAM¹¹ e do setor bancário¹² (Fonte: *Bloomberg*)

Apesar de não constituir o seu negócio principal, segundo BIS (2019), as *BigTechs* têm expandido a atividade para os serviços financeiros prestando serviços de pagamento, gestão financeira, seguros e crédito. O negócio central de tecnologia continua a representar o maior peso das receitas das *BigTechs*¹³ cerca de 46%. Contudo, as receitas financeiras provenientes dos serviços financeiros representam já cerca de 11% do total (ver figura 23).

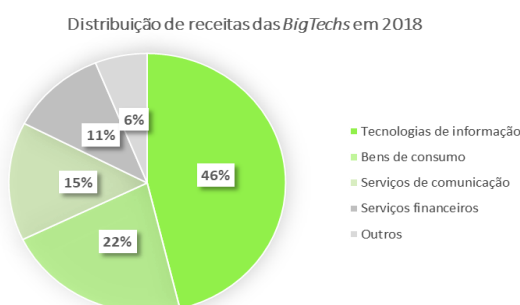


Figura 23 – Distribuição de receitas por setor de atividade (Fonte: BIS)

O FSB (2019) identifica duas principais formas de interação entre os Bancos e as *BigTechs*: competição direta nos países emergentes e parcerias nos países desenvolvidos. Uma das soluções apresentadas para fazer face a esta concorrência pode passar por uma possível aliança entre bancos e *Fintechs*.

¹⁰ Lista de empresas Bigtech identificada pelo FSB – Financial Stability Board: Alibaba, Amazon, Apple, Baidu, eBay, Facebook, Google, Microsoft, Tencent

¹¹ GAFAM: Google, Apple, Facebook, Amazon e Microsoft

¹² Setor bancário europeu (composição dos bancos europeus da Bloomberg)

¹³ A amostra do BIS inclui as seguintes *BigTechs*: Alibaba, Alphabet, Amazon, Apple, Baidu, Facebook, Grab, Kakao, Mercado Libre, Rakuten, Samsung e Tencent

5.3.1. As cinco forças de Porter

A análise das 5 forças de Porter é apresentada pelo CFA – *Institute* como uma ferramenta eficiente para efetuar uma análise competitiva de um setor.

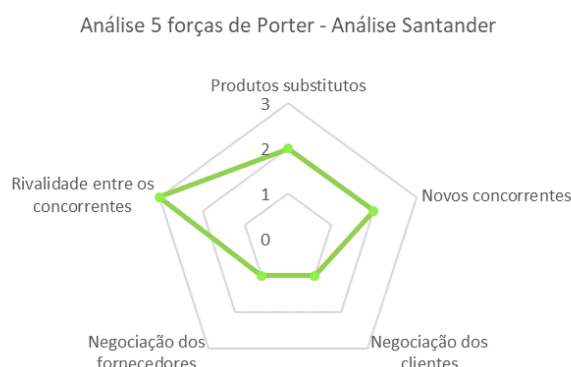


Figura 24 - Análise das 5 forças de Porter (Fonte: Análise ASL)

Ameaça de produtos ou serviços substitutos – Moderada (2)

No setor bancário, a possibilidade de criação de novos produtos ou serviços é bastante limitada devido a alta regulação do setor. Contudo, o Banco enfrenta a ameaça de novos produtos e serviços tecnologicamente mais desenvolvidos de empresas fora do setor bancário. Estas empresas, *FinTechs* e *BigTechs*, têm oferecido produtos e serviços financeiros tecnologicamente mais sofisticados e desenvolvidos. O aparecimento de alternativas dos meios de pagamento tem sido vasto, como são exemplo o PayPal, Apple Pay e Revolut.

O Banco Santander tem acompanhado a evolução digital e desenvolveu a plataforma SGP – Santander Global Platform cujo foco é oferecer uma solução financeira e de pagamentos aos clientes particulares e empresas. Esta plataforma agrega todos os serviços digitais numa única unidade, incluindo a *Global Payments Services* (*Global Trade Services*, *Global Merchant Services*, *Superdigital*, *Pago FX*), o *Openbank*, o banco totalmente online e a *Open Digital Services* e *Digital Assets*. As receitas provenientes desta plataforma ativaram cerca de 510 milhões de euros, mais 9% do que no período homólogo.

Ameaça de entrada de novos concorrentes – Moderada (2)

Novos concorrentes enfrentariam muitos obstáculos à entrada no setor bancário o que dificulta o aparecimento de novos bancos, nomeadamente: a alta e complexa regulação do setor, o elevadíssimo capital necessário e o tempo para estabelecer uma marca relevante. Contudo, a ameaça de concorrência é moderada quando analisamos a possibilidade de fusões de bancos já existentes ou a prestação de serviços financeiros por empresas não bancárias, como as *FinTechs* e *BigTechs*. A consolidação bancária tem sido uma solução aplicada no setor, que se por um lado poderá jogar contra o Santander, com possíveis fusões de bancos de pequena e média dimensão, por outro lado, é uma oportunidade de consolidação da posição no mercado espanhol bem como nos restantes mercados onde está presente, tal como aconteceu com a aquisição do Banco Popular em 2017. Adicionalmente, a entrada de empresas não bancárias no setor financeiro apesar de crescente,

tem assumido a forma de parceria nos mercados desenvolvidos. Os serviços financeiros prestados por estas empresas não são transversais e não cobrem todo o tipo de serviços oferecidos pelos Bancos. Apesar de algumas *BigTechs* em que o mercado alvo são os países emergentes disporem de serviços financeiros que cobrem a maioria dos serviços prestados pelos Bancos (é o caso da Alibaba que oferece soluções de meios de pagamento, crédito, contas correntes, gestão de ativos e seguros), as *BigTechs* mais direcionadas para os mercados desenvolvidos e situados nos Estados Unidos, como as GAFAM os serviços prestados tem maior foco para os meios de pagamento e de concessão de crédito e a muitos deles resultam em parcerias com o Bancos, segundo a FSB.

Com as consequências da crise económica provocada pelo Covid-19, as dificuldades de entrada de novos concorrentes bancários são cada vez maiores. Contudo, importa sublinhar que poderá ser uma oportunidade para as empresas não bancárias oferecerem serviços financeiros a custos mais reduzidos do que os bancos tradicionais devido à sua vantagem tecnológica.

Poder de negociação dos clientes – Baixa (1)

Num setor bancário cada vez mais concentrado, o poder de negociação dos clientes é cada vez menor. Os clientes individuais têm pouco poder de negociação, porque representam pouco peso na dimensão de negócio de um banco como tudo. Contudo, alguns grandes grupos de clientes poderão usufruir uma influência superior devido à sua dimensão. O Santander é um dos maiores bancos de referência das geografias onde está presente, sendo líder no mercado espanhol e da América Latina, o poder de negociação dos clientes torna-se limitado devido (i) à constante diminuição do número de bancos existentes (diminuição de oferta) e (ii) o poder da marca do Grupo Santander sendo que no *rating* anual da BrandFinance (2019) ocupa o 12º em 100 instituições financeiras como marca mais sólida e valiosa.

Poder de negociação dos fornecedores – Baixa (1)

O conceito de fornecedor é subjetivo no setor bancário, contudo os fornecedores essenciais para o negócio bancário são os depositantes. Tal como nos consumidores, o poder de um depositário individual é limitado. Num mercado onde as taxas de referências nos mercados desenvolvidos estão próximas de zero, o poder de negociação dos depositários é muito baixo, sendo a oferta muito semelhante. Atualmente, o custo de financiamento é em grande medida determinado pelas políticas macroeconómicas. Apesar de poder existir alguma tendência dos depositários retirarem os seus fundos para investimentos alternativos mais rentáveis, o risco continua a ser uma das maiores preocupações dos depositários e cada vez superior após a crise financeira de 2008.

Num contexto de nova crise económica resultante da pandemia Covid-19, considera-se que o poder de negociação dos depositários é baixo, dado que (i) a tendência neste tipo de altura é o investimento em produtos de menor risco e volatilidade e em marcas credíveis e (ii) as taxas de referência dos mercados desenvolvidos serem ou estarem próximas de zero e até mesmo negativas.

Rivalidade entre os concorrentes – Elevada (3)

A competitividade no setor bancário é elevada. O Banco Santander além de enfrentar a concorrência direta no mercado espanhol, enfrenta a concorrência dos bancos internacionais que operam nos mercados onde está presente. Os custos associados à mudança de banco para os clientes são reduzidos o que aumenta a concorrência entre os bancos existentes. A reputação e as relações

estabelecidas são cruciais para ter sucesso neste mercado. Para além da rivalidade dos concorrentes bancários diretos, as *BigTechs* têm vindo a oferecer serviços financeiros com custos mais reduzidos obrigando os bancos a repensar o seu modelo de negócio de forma a acompanhar a evolução tecnológica.

Como competidores bancários, identificamos os grupos bancários Caixabank, BBVA e Banco Sabadell com origem espanhola e os bancos internacionais Lloyds Bank, Société Générale, ING Group e Groupe Crédit Agricole.

5.3.2. Análise dos concorrentes similares

De forma a melhor entender a posição do Grupo Santander no mercado, foi selecionado um grupo de bancos similares por forma a efetuar uma análise competitiva. A seleção inclui bancos comerciais com origem europeia, com um risco de crédito semelhante (classificação de investimento – “*investment-grade*”) e com presença internacional, nomeadamente nos mercados onde o Santander está presente. Em relação aos bancos europeus sem origem em Espanha, teve-se em consideração a sua dimensão, nomeadamente o facto de fazerem parte da lista de Instituições Financeiras Sistemáticamente Importantes (G-SIFIs). As instituições similares identificadas são os bancos Caixabank, BBVA e Banco Sabadell com origem espanhola e os bancos internacionais Lloyds Bank, Société Générale, ING Group e Groupe Crédit Agricole.

Estas foram as instituições selecionadas para fazer também a avaliação do banco com base nos múltiplos, como se pode observar no capítulo 6. Avaliação.

Todos os bancos similares sentiram o efeito provocado pela pandemia, tendo os preços das suas ações diminuído em média 50%¹⁴, sendo que a variação da cotação da ação do Santander no mesmo período foi equivalente (ver figura 25).

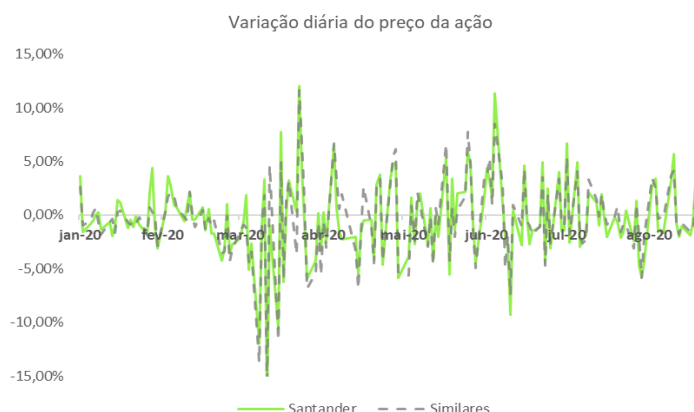


Figura 25 – Variação diária do preço da ação do Santander e da média dos bancos similares (Fonte: Bloomberg)

De forma a analisar o desempenho do Santander contra face aos seus similares, foram analisados vários indicadores, nomeadamente de eficiência, rentabilidade, alavancagem e solvabilidade.

- **Taxa de crescimento sustentável** – mede o crescimento ótimo de uma perspetiva financeira assumindo uma determinada estratégia definida sem alterações no modelo de negócio.

¹⁴ Diminuição média do preço das 7 instituições similares entre 02 de janeiro e 21 de agosto de 2020.

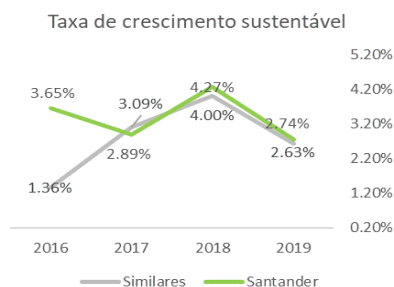


Figura 26 - Taxa de crescimento sustentável do Santander e da média dos bancos similares (Fonte: Bloomberg)

Apesar de a taxa do Santander estar em linha com os seus similares, nos últimos anos, a mesma foi quase sempre superior, mostrando que o Banco apresentou uma capacidade sólida de crescimento anual (ver figura 26).

- **Rácio de eficiência** – mede a capacidade de um banco para transformar ativos em receitas e é calculado dividindo o valor de gastos operacionais pelo valor das receitas. Quanto menor este rácio, mais eficiente é a instituição.

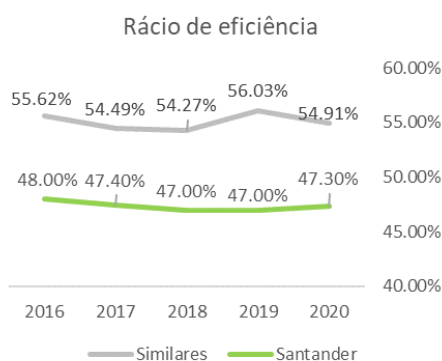


Figura 27 – Rácio de eficiência do Santander e da média dos bancos similares (Fonte: Bloomberg)

O Santander apresenta ser, em média, mais eficiente do que os seus similares, cerca de 7% em cada ano (ver figura 27).

- **Rentabilidade dos ativos e do capital próprio (ROA e ROE)** – enquanto o ROA compara o retorno face aos ativos de uma instituição, o ROE permite saber o retorno sobre o capital. Ambos são indicadores de referência para comparação de rentabilidades entre empresas.

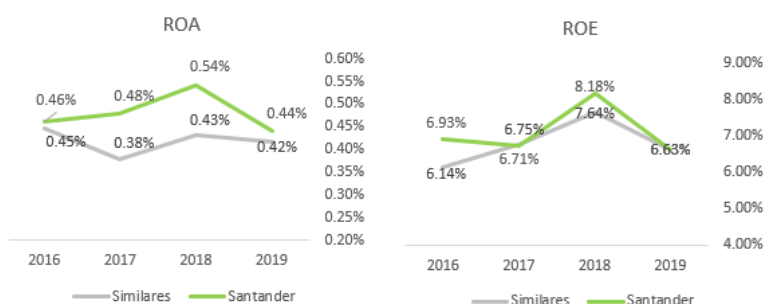


Figura 28 – Rácio de eficiência do Santander e da média dos bancos similares (Fonte: Bloomberg)

O Santander apresenta, em média, maior retorno do que os similares. Nos últimos quatro anos, entre 2016 e 2019, o Santander apresentou um ROA e um ROE superior aos bancos similares. Importa referir que esta situação está a ser invertida em 2020, dado que o Santander apresentou resultado líquido negativo no primeiro semestre de 2020, resultante das consequências económicas da pandemia (ver figura 28).

- **Rácios de alavancagem – Multiplicador de capital próprio (ativos/fundos próprios) e Dívida sobre capital (*Debt-to-equity*)**

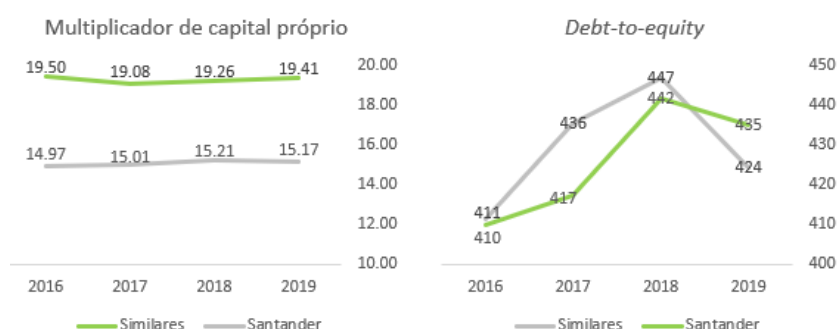


Figura 29 – Rácios de alavancagem do Santander e da média dos bancos similares (Fonte: Bloomberg)

Em termos médios, o Santander apresentou nos últimos anos melhores rácios de alavancagem financeira comparativamente aos seus similares (ver figura 29).

- **Margem de lucro líquida** - representa a percentagem de resultado que é gerado pelas receitas, ou seja, que percentagem de rendimento gerado se transforma em lucro.

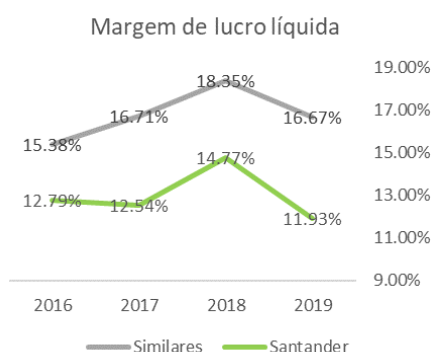


Figura 30 – Margem de lucro líquida do Santander e da média dos bancos similares (Fonte: Bloomberg)

Ao contrário dos outros indicadores de rentabilidade, neste caso o Santander apresenta uma margem de lucro inferior aos seus similares. No 1º semestre de 2020, a situação intensificou esta diferença pelo facto de o Grupo ter apresentado resultados negativos (ver figura 30).

Em termos gerais, o Santander apresenta uma *performance* superior ou em linha com a média das instituições similares.

6. AVALIAÇÃO

6.1. AVALIAÇÃO DE BANCOS

A valorização de bancos comerciais, seguradoras e bancos de investimento é significativamente diferente da abordagem genérica de avaliação de empresas e, por isso, é bastante desafiante. Desde a crise financeira de 2008, a valorização de instituições financeiras atingiu o topo das preocupações segundo Damodaran (2009).

De acordo com Leister (2014) a principal diferença entre bancos e outras empresas é o facto dos bancos serem fortemente regulados e são tradicionalmente bastante alavancados. A estrutura legal e regulamentar dos bancos é que define onde e quanto é que podem investir os seus fundos, não perdendo de vista que as mudanças regulamentares podem ter um impacto significativo no valor de um banco.

As características de um banco tornam muito difícil determinar que parte do passivo é financiamento estrutural e que parte é relacionada com a atividade operacional, ou seja, distinguir entre dívida de longo prazo e fundo de maneio. Adicionalmente, o elevado nível de alavancagem de empresas de serviços financeiros em comparação com outro tipo de empresas intensifica este problema. O financiamento não proveniente de capital tem um peso muito superior no balanço de um banco do que o financiamento via capital. Determinar o custo de capital de depósitos não remunerados é muito difícil, segundo Velasco e Wong (2013).

A natureza do negócio dos bancos é outro dos obstáculos à avaliação, de acordo com Damodaran (2009). Os fluxos de caixa não se conseguem estimar facilmente quando não se consegue definir o que é a dívida e o que é reinvestimento num negócio. Segundo Damodaran (2009), é necessário considerar a componente de fundo de maneio e de despesas de capital (CapEx) no reinvestimento. As instituições financeiras investem principalmente em ativos intangíveis tal como capital humano e marca, ao contrário de empresas do setor industrial que investem em equipamento, fábricas e outros ativos tangíveis. Estes investimentos dos bancos são considerados como despesas de exploração nas demonstrações financeiras e o impacto em despesas de capital na demonstração de fluxos de caixa é próxima de zero. Damodaran (2009) define como fundo de maneio a diferença entre ativos e passivos correntes e uma larga percentagem de balanço de um banco cai nesta definição. Variações em ativos e passivos correntes podem ser muito voláteis e muitas vezes não estão associadas a reinvestimento para crescimento futuro. Estas dificuldades conduzem a um labirinto: não é possível estimar os fluxos de caixa sem estimar o reinvestimento e estimar o crescimento futuro esperado torna-se quase impossível se a taxa de reinvestimento não puder ser calculada.

Damodaran (2009) define cinco fatores que tornam a avaliação de empresas de serviços financeiros tão peculiar e complexa:

1. Dívida: o maior problema em adotar o modelo padrão de previsão de fluxos de caixa para empresas financeiras é o cálculo do custo de capital. Definir dívida neste tipo de empresas pode ser muito difícil e subjetivo. A decisão é entre considerar todos os empréstimos de curto e longo prazo como dívida ou considerar uma definição mais restrita de dívida e decidir o que incluir e o que excluir. Ao escolher a primeira opção, obtém-se uma taxa de custo de

capital e pouco realista, pois considera-se um alto nível de endividamento contra um baixo custo do mesmo. Na segunda opção, a taxa pode ser mais razoável, mas a decisão é subjetiva e não há uma justificação acertada e consensual.

2. Substitutos de fluxos de caixa: a impossibilidade de identificar e separar despesas de capital e investimentos de fundo de maneio torna difícil, ou quase impossível, estimar os fluxos de caixa com precisão. Para superar essa limitação alguns analistas usam o lucro como fluxo de caixa e outros criam “pseudo fluxos de caixa”, usando o modelo convencional. Contudo, nenhuma destas medidas constitui uma boa estimativa de fluxos de caixa de um banco e por isso as valorizações acabam por não refletir corretamente o valor das instituições.
3. Dividendos: os analistas que usam os dividendos como fluxos de caixa observáveis, estão a assumir que os dividendos pagos são sustentáveis e razoáveis, o que nem sempre corresponde à realidade. Alguns bancos pagam menos dividendos do que podem e outros pagam dividendos mais altos do que deveriam, compensando com a emissão de novas ações. No primeiro caso, o recurso aos dividendos irá subvalorizar o banco e, no segundo caso levará a uma sobrestimação do valor do banco.
4. Valor contabilístico: os analistas não podem confiar cegamente no justo valor da carteira e devem avaliar os ativos de forma independente.
5. Regulação e risco: comparar bancos de países diferentes e regulados de forma diferente pode levar a erros de avaliação.

6.2. MODELOS DE AVALIAÇÃO

Segundo Damodaran (2006) e Deev (2011) existem quatro métodos de avaliação de empresas, cada um com diferentes modelos:

1. Fluxos de caixa descontados: determina que o valor de um ativo é o valor atualizado dos fluxos de caixa desse ativo.
2. Relativa: estima o valor dos ativos através de comparação de preços de ativos similares, através de utilização de múltiplos de mercado.
3. Contabilística: estima o valor de um ativo com base no seu valor contabilístico.
4. Contingente: baseado em modelos de opções.

Deev (2011) resume as principais vantagens e desvantagens das quatro diferentes abordagens de avaliação. Apesar de considerar que a avaliação contabilística é o modelo mais simples e prático, é também o modelo de avaliação mais simplificado e requer acesso a informação interna do banco não disponíveis ao público em geral. O autor defende que a avaliação relativa, apesar de ser um modelo simples, muito utilizado na prática em F&A, não se baseia em previsões explícitas e não considera a maioria das hipóteses importantes como o crescimento esperado e riscos associados. O autor defende que a avaliação dos fluxos de caixa descontados é um modelo flexível por incorporar as expectativas futuras e a performance do mercado, contudo pode também produzir resultados controversos e requer estimativas adequadas para as taxas de desconto. Além disso, Damodaran (2006) defende que a avaliação dos fluxos de caixa descontados é a abordagem mais utilizada e possui os melhores fundamentos teóricos. Por último, apesar de a avaliação com base em modelos de opções ser a abordagem que melhor capta as características específicas da atividade bancária, é

uma metodologia complexa, que não inclui as especificidades da regulação do setor e requer a construção de um modelo matemático.

De acordo com Damodaran (2009) e Aggelopoulos (2017), os melhores métodos de avaliação de um banco tem por base modelos de *Equity Cash Flow* (modelos de avaliação de capital). Damodaran (2009) apresenta três abordagens para avaliar instituições financeiras através do uso do modelo de *Equity Cash Flow*: (i) modelo de dividendos, (ii) modelo *cash flow to equity* e (iii) modelo de excesso de retorno. Na primeira opção, o valor da ação é o valor presente dos dividendos esperados. O autor defende que alguns analistas consideram o modelo antiquado. Porém, muitos analistas utilizam este modelo devido à dificuldade em estimar os fluxos de caixa. Na segunda opção são utilizados o fluxo de caixa restante após o pagamento da dívida e reinvestimentos. Como mencionado anteriormente, é muito complexo estimar a dívida e o reinvestimento de empresas de serviços financeiros. Por isso, o autor defende que esta não é a abordagem mais adequada para avaliar bancos. A terceira e última abordagem é o modelo de excesso de retornos, nesta abordagem o valor da empresa pode ser definido como a soma do valor do capital atual e do valor descontado dos retornos excedentes futuros.

Considerando, as vantagens e desvantagens de cada uma das abordagens, foi considerado o modelo de excesso de retorno como o mais adequado para efetuar a valorização do Banco Santander.

Damodaran (2000) define o modelo como:

Valor de capital = Capital investido atualmente + Valor atualizado do excesso de retornos esperado

Segundo o autor, o valor de capital investido atualmente pode ser medido pelo valor contabilístico do capital próprio. Apesar de o valor contabilístico do capital próprio ser uma medida contabilística e por isso ser afetado por decisões contabilísticas, é uma medida de capital muito mais confiável para investidores de empresas de serviços financeiros do que do setor industrial por dois motivos. O primeiro é pelo facto dos ativos que compõe o balanço de um banco serem essencialmente ativos financeiros cujo valor contabilístico está em linha com o seu valor de mercado, ao contrário de empresas do setor industrial em que o seu valor de balanço normalmente difere do seu valor de mercado. A segunda razão é o valor de depreciações nos bancos ser imaterial, na maioria dos casos.

O excesso de retorno é definido como: $\text{Excesso de retorno} = [\text{Retorno sobre o capital} - \text{Custo de Capital}] \times [\text{Capital investido}]$.

6.3. AVALIAÇÃO DO SANTANDER

A avaliação do Banco Santander foi efetuada utilizando o modelo de excesso de retornos. Esta avaliação foi complementada através da realização de uma avaliação relativa usando múltiplos de mercado. Ambos os cálculos seguem a metodologia proposta por Damodaran (2009).

6.3.1. Valorização através do modelo de excesso de retornos

O período de valorização considerado foi de cinco anos, tendo como data de partida 31 de dezembro de 2020 e data de fim 31 de dezembro de 2024. No final deste período foi adicionado o valor terminal.

Para determinar o valor da ação do Santander, começou-se pelo cálculo do custo de capital e do retorno de capital.

Custo de capital (R_e):

Para determinar o custo de capital foi utilizado o modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) que descreve a relação entre o risco e o retorno de um investimento: $R_e = R_f + \beta \times PRC$

Em que R_f é a taxa de juro sem risco, β é o Beta do Santander e PRC é o prémio de risco de capital.

- Taxa de juro sem risco (R_f) – como taxa representativa de taxa de juro sem risco foi considerada a *yield* da dívida pública alemã, por se tratar de um banco espanhol cuja moeda funcional é o euro, esta é convencionalmente a taxa de juro sem risco da moeda europeia utilizada pelo mercado. De notar que a escolha da utilização da *yield* da dívida alemã em preferência à espanhola é essencialmente justificada por (i) o Santander, apesar de ser um Banco com origem espanhola, é um banco global, presente em vários países e (ii) dado que para o custo de capital, considera-se o prémio de risco de Espanha, estar-se-ia a duplicar o efeito do risco de crédito de Espanha.
- Beta do Santander (β) – foi utilizado o Beta ajustado da instituição disponível na Bloomberg. O Beta ajustado da Bloomberg é uma estimativa do Beta futuro e é calculado utilizando o Beta histórico ajustado pela hipótese de o Beta mover-se à volta da média do mercado.
- Prémio de risco (PRC) – foi utilizado o prémio de risco (*equity risk premium*) de Espanha calculado e publicado pelo Professor Damodaram (2020).

Foi calculado o custo de capital para cada ano da estimativa, utilizando as taxas de juro da dívida pública alemã da respetiva maturidade para cada período e o Beta estimado futuro (exceto para os anos 3 e 4, em que foi utilizada a estimativa do Beta a 5 anos, por não estar disponível) (ver tabela 4). A variável prémio de risco foi a única variável constante ao longo do período, por se tratar de um dado não disponível.

Ano	2020	2021	2022	2023	2024	Terminal
R_f	-0.61%	-0.56%	-0.66%	-0.70%	-0.69%	-0.66%
B	1.24	1.286	1.3	1.315	1.315	1.315
PRC	7.58%	7.58%	7.58%	7.58%	7.58%	7.58%
R_e	8.79%	9.19%	9.19%	9.27%	9.28%	9.31%

Tabela 4 – Custo de capital do Santander

Retorno sobre o capital (RoE):

O retorno sobre capitais é uma medida de rentabilidade e é obtida pela divisão do resultado líquido atribuível aos acionistas pelo valor médio do capital dos acionistas. De forma a obter a taxa de retorno sobre os capitais do Santander foi efetuada a média do RoE dos últimos 5 anos (2020-2016).

Considerando que o resultado líquido do exercício de 2020 tem um efeito extraordinário, pontual e isolado resultante da pandemia Covid-19, não será justo considerar que os resultados do banco nos próximos anos serão influenciados por este ajustamento isolado. Nesse sentido foi estimado o resultado líquido para o exercício de 2020 subjacente, ou seja, retirando os efeitos extraordinários

ocorridos neste exercício. Assim, a estimativa é que o resultado do segundo semestre esteja em linha com o resultado subjacente apresentado no primeiro semestre (ver tabela 5).

Valores em milhões €	jun-20
Capital próprio	91,859
Resultado líquido antes de interesses que não controlam	-10,338
Interesses que não controlam	460
Resultado líquido atribuível aos acionistas	-10,798
Resultado subjacente atribuível aos acionistas	1,908
	dez-20
Resultado líquido atribuível aos acionistas estimado	-8,890
Resultado subjacente atribuível aos acionistas estimado	3,816
Capital próprio estimado	93,767

Tabela 5 – Resultado subjacente 2020

O valor dos capitais próprios dos acionistas de cada ano foi obtido pelo valor de balanço dos capitais próprios retirando os interesses minoritários. Adicionalmente, foi calculado o valor médio de cada período através da média do valor dos capitais próprios dos acionistas desse período e o do anterior (ver tabela 6).

Valores em milhões €	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Capitais próprios	98,753	102,699	106,833	107,361	110,659	93,767
Interesses minoritários	10,713	11,761	12,344	10,899	10,588	9,597
Capital próprio ajustado	88,040	90,938	94,489	96,462	100,071	84,170
Média do capital próprio dos acionistas	84,423	89,489	92,714	95,476	98,267	92,121
Resultado líquido atribuível ao acionista	5,966	6,204	6,619	7,810	6,515	3,816
RoE	7.07%	6.93%	7.14%	8.18%	6.63%	4.14%
RoE médio						6.68%

Tabela 6 – Cálculo do RoE do Santander

O retorno sobre os capitais médio obtido foi de 6.68%.

Excesso de retorno:

Valores em milhões €	2020	2021	2022	2023	2024
Capitais próprios ($A=A_{(t-1)}+H$)	102,657	93,767	96,396	99,098	101,876
Custo de capital (R_c) (B)	8.79%	9.19%	9.19%	9.27%	9.28%
Custo de capital ($C=A*B$)	9,026	8,614	8,863	9,182	9,450
Retorno sobre o capital (RoE) (D)	-	6.68%	6.68%	6.68%	6.68%
Resultado líquido ($E=A*D$)	-8,890	6,265	6,441	6,622	6,807
Rácio de pagamento de dividendos (F)	-	58.05%	58.05%	58.05%	58.05%
Dividendos pagos ($G=F*E$)	0	3,637	3,739	3,844	3,951
Resultado transitado ($H=E-G$)	-8,890	2,629	2,702	2,778	2,856
Excesso de retorno ($I=E-C$)	-17,916	-2,349	-2,422	-2,561	-2,642
Excesso de retorno (descontado)	-17,916	-2,151	-2,031	-1,963	-1,853
Somatório excesso de retornos	-25,914				

Tabela 7 – Excesso de retorno

O custo de capital em cada período é obtido pela multiplicação do rácio de custo de capital pelo valor de balanço do capital próprio no início de cada período, cujo montante é igual ao valor do período anterior mais os resultados transitados. O resultado transitado de cada ano corresponde à diferença entre o resultado líquido total e o montante distribuído de dividendos, sendo este último obtido pelo rácio médio de pagamento de dividendos (ver tabela 7).

O rácio de pagamento de dividendos foi obtido pela média deste rácio nos últimos 5 anos disponíveis. Anualmente este rácio foi calculado pela divisão do valor dos dividendos por ação distribuídos e do resultado líquido por ação nesse ano com base na informação presente nos relatórios financeiros do Grupo (ver tabela 7).

Valor terminal:

O valor terminal representa o valor futuro de um negócio para além do período estimado e até a perpetuidade. O valor terminal pressupõe que o negócio irá crescer a uma determinada taxa de crescimento (taxa de crescimento terminal) até à perpetuidade, após o período estimado.

A taxa de crescimento terminal foi calculada com base em duas componentes:

- (i) Taxa média de crescimento do PIB ponderada dos países onde o grupo está presente: foi efetuada a média da taxa de crescimento observável do PIB nos últimos 5 anos dos países em questão (2015-2019) e da previsão para o ano 2020 e 2021 da OCDE, considerando o cenário mais conservador de ocorrência de um novo pico da doença, por se tratar de uma realidade observada em alguns dos países. Adicionalmente, a média das taxas de crescimento do PIB de cada país foi ponderada pelo peso dessa geografia no total do resultado subjacente do Grupo e desta maneira obtida a taxa média de crescimento do PIB ponderada de -0.15%; e
- (ii) Ajustamento do crescimento do Santander: de forma a que a taxa de crescimento seja mais enquadrável para a realidade do Grupo, foi feita uma análise para os últimos seis anos da diferença entre a taxa média ponderada do PIB (dos países do Grupo) de cada ano e a taxa de crescimento sustentável observada do Grupo. Desta forma, calculou-se em cada ano o desfasamento entre o crescimento do Santander verificado e o crescimento do PIB médio ponderado dos países onde o Grupo está presente e obteve-se um desfasamento médio de 1.24%. Este desfasamento significa que em média nos últimos seis anos o Grupo Santander teve um crescimento sustentável superior em 1.24% à taxa média de crescimento ponderada do PIB dos países onde está presente.

Assim a taxa de crescimento terminal considerada é de 1.09%, obtida através da soma destas duas componentes.

O valor do capital próprio na perpetuidade é obtido pelo valor de balanço estimado do capital próprio no último ano multiplicado pela taxa de crescimento terminal.

O valor terminal é obtido pela seguinte fórmula:

Valor terminal = $[\text{Resultado líquido}_{(\text{ano } 6)} - \text{Custo de capital}_{(\text{ano } 6)} \times \text{Valor Capital próprio}_{(\text{ano } 6)}] \div [\text{Custo de capital}_{(\text{ano } 6)} - \text{Taxa de crescimento terminal}]$

Valor terminal = $[6,881 \text{ m€} - 9.31\% \times 102,985 \text{ m€}] \div [9.31\% - 1.09\%] = -34,944 \text{ m€}.$

Preço indicativo:

O preço indicativo obtido foi de 1.99€ por ação (ver tabela 8), o que representa um crescimento potencial de 9% face ao preço de mercado observado no dia 21 de agosto de 2020 (data para qual foram efetuados os cálculos e retirada informação de mercado).

Capital próprio (junho 2020)	91,859,000,000
Valor descontado dos excessos de retornos (5 anos)	-25,914,018,669
Valor terminal dos excessos de retornos	-32,944,236,905
Valor do capital	33,000,744,426
Nº de ações	16,618,114,582
Preço indicativo	1.99
Preço da ação (21-08-2020)	1.83
Variação potencial	9%

Tabela 8 – Preço indicativo da ação do Santander

6.3.2. Valorização através de múltiplos de mercado

De forma a suportar os resultados obtidos utilizando o método de excesso de retornos, foi efetuada uma avaliação relativa com base na comparação de múltiplos de mercado de instituições similares.

Para selecionar as instituições similares foram considerados os seguintes critérios: bancos cujo negócio é a banca comercial e de retalho, a origem é a Europa, têm presença internacional em pelo menos duas das geografias onde o Grupo Santander está presente e o seu rating de risco pertence a classe de *investment-grade*. Foram considerados bancos com dimensão semelhante, nomeadamente estarem presentes na lista de Instituições Financeiras Sistemáticamente Importantes (G-SIFIs). As instituições similares identificadas são os bancos Caixabank, BBVA e Banco Sabadell com origem espanhola e os bancos internacionais Lloyds Bank, Société Générale, ING Group e Groupe Crédit Agricole.

Segundo Damodaran (2009), os múltiplos mais indicados para realizar a avaliação relativa são o rácio *Price earnings* (P/E) e o rácio *price-to-book value* (P/B).

Rácio *Price Earnings* (P/E)

Este rácio estabelece a relação entre o preço de ação e o resultado por ação de uma instituição:

$$P/E = \text{Preço de mercado por ação} \div \text{Resultado por ação (EPS – earnings per share)}$$

Este rácio indica o montante que um investidor tem de investir para receber 1 euro (ou outra moeda) do resultado da instituição. Um rácio elevado pode significar que o preço de ação está sobrevalorizado ou que os investidores esperam altas taxas de crescimento no futuro. Um rácio baixo pode indicar que a empresa está subvalorizada ou que a sua performance é excepcionalmente melhor do que a tendência histórica. Teoricamente um rácio P/E mais baixo é mais atrativo, contudo pode também ser um indicador de dificuldades financeiras.

Rácio *Price-to-book value* (P/B)

Este rácio mede a valorização de mercado de uma empresa versus o seu valor contabilístico:

$P/B = \text{Preço de mercado por ação} \div \text{Valor contabilístico por ação}$

	P/E		P/B	
	2020 (Previsão)	Atual	2020 (Previsão)	Atual
Santander	10.40	8.21	0.37	0.39
Caixabank S.A.	14.81	10.27	0.47	0.49
BBVA	12.89	4.59	0.37	0.34
Sabadell	25.40	6.88	0.15	0.15
Société Générale	16.47	7.20	0.22	0.19
Lloyds Bank	23.88	25.07	0.48	0.47
ING Group	9.44	8.22	0.48	0.49
Groupe Crédit Agricole	9.22	6.42	0.43	0.43

Tabela 9 – Rácios P/E e P/B do Santander e dos similares

Através da valorização com base nestes dois múltiplos, obteve-se um preço médio de 1.97€, mediana de 1.91€, preço mínimo de 0.96€ e máximo de 3.37€.

6.3.3. Análise de sensibilidade

Foi efetuada uma análise de sensibilidade à variação das variáveis custo de capital e retorno sobre o capital. Foi considerado um intervalo entre 8.17% e 10.17% para o custo de capital e 5.68% e 7.68%.

No pior dos cenários das duas variações é expectável a diminuição do preço para 0.48€, ao contrário do melhor dos cenários que conduz a um aumento para 3.86€ (ver tabela 10).

	Custo de capital					
		8.17%	8.67%	9.17%	9.67%	10.17%
Retorno sobre o capital	5.68%	1.79	1.42	1.08	0.77	0.48
	6.18%	2.30	1.90	1.53	1.19	0.88
	6.68%	2.81	2.38	1.99	1.63	1.29
	7.18%	3.33	2.87	2.44	2.06	1.71
	7.68%	3.86	3.36	2.91	2.50	2.12

Tabela 10 – Análise de sensibilidade

7. ANÁLISE FINANCEIRA

7.1. DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS

As receitas do Grupo Santander são essencialmente compostas por rendimentos de juros (76%) e comissões (21%). No primeiro semestre de 2020 verificou-se uma quebra cerca de 13% do total das receitas justificado pelo impacto económico da pandemia Covid-19, essencialmente via quebra de receitas provenientes dos juros (-15% face ao período homólogo) (ver figura 31).



Figura 31 – Decomposição das receitas do Grupo (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

Nos últimos três anos, os custos do Grupo eram essencialmente representados, em 65%, pelos juros e gastos similares e gastos administrativos. Contudo, em 2020, verificou-se um aumento significativo de imparidade proveniente das consequências da pandemia justificados pelo registo de imparidade sobre o *goodwill* e aumento de imparidade sobre o crédito a clientes via revisão dos pressupostos dos modelos. Por outro lado, o Santander tem em curso um programa de redução de custos, tendo-se verificado uma redução nos gastos gerais administrativos de 8% e nos gastos com juros de 25% face ao período homólogo (ver figura 32).

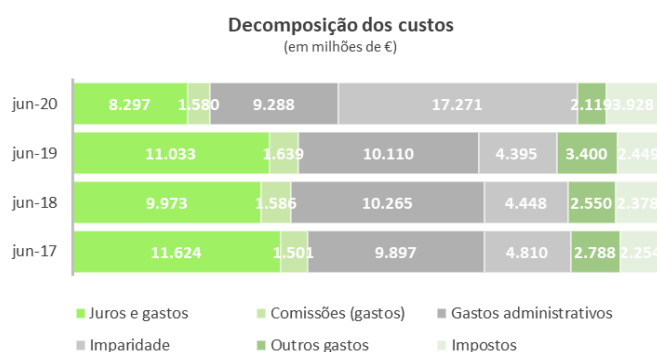


Figura 32 – Decomposição dos custos do Grupo (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

O resultado líquido do semestre foi negativo em 10,338 m €, justificado essencialmente por dois efeitos extraordinários: (i) ajustamento de valorização do *goodwill* em 10,100 m € consequência da revisão dos pressupostos via deterioração das condições económicas causadas pela pandemia e (ii) revisão da recuperação dos impostos diferidos ativos e registo de um ajustamento de 2,500 m €. Sem este efeito extraordinário e isolado, o resultado líquido subjacente foi positivo em 1,908 m €, representando uma diminuição homóloga de 2,137 m € cerca de 53%. Esta diminuição é essencialmente justificada pela diminuição das receitas líquidas provenientes de juros e comissões

cerca de 2,161 m €. Mesmo com a redução dos custos do Grupo, o efeito da pandemia nas receitas foi superior, o que levou a esta diminuição do resultado (ver figura 33).

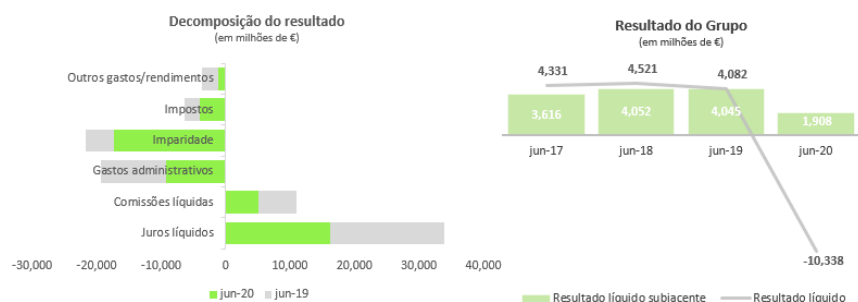


Figura 33 – Decomposição dos resultados do Grupo (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

A nível da distribuição do resultado subjacente por geografia, a Europa foi responsável em 60% pela variação negativa homóloga e a América do Sul em 27% (ver figura 34). Em relação aos segmentos operacionais, a banca de retalho é a principal responsável pela quebra homóloga nos resultados.

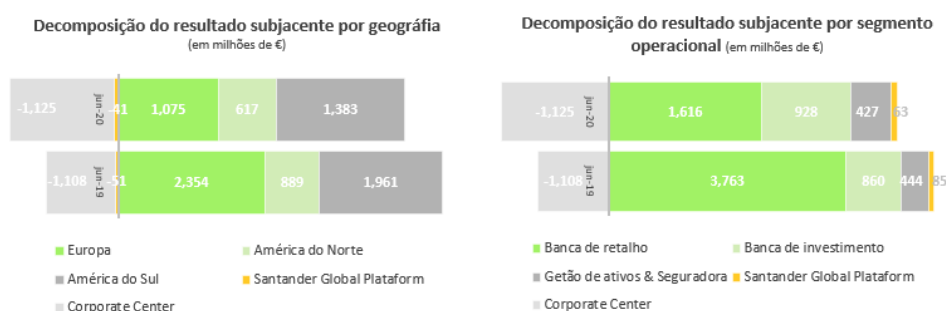


Figura 34 - Decomposição dos resultados subjacente do Grupo por segmento geográfico e operacional (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

A nível dos países, os que mais negativamente contribuíram para a variação homóloga de cerca de 53% do resultado subjacente foram Brasil com um impacto de 23% na variação total, Espanha 21%, Reino Unido 21% e Estados Unidos 12%.

Europa

Os países europeus apresentam um resultado subjacente de 1,075 m € no primeiro semestre de 2020, uma variação negativa de 54% face ao período homólogo. Espanha e Reino Unido foram os países que mais contribuíram para esta variação, 35% cada um (ver figura 35). Esta variação é justificada, essencialmente por:

- Um ambiente económico de taxas de juro baixas e de elevada incerteza relacionada com a crise de saúde pública.
- Diminuição da margem financeira principalmente em Espanha e Reino Unido devido a volumes mais baixos, taxas mais baixas e pressão da concorrência.
- Aumento da eficiência e otimização dos processos, permitiu uma redução de custos, principalmente em Espanha.

- A imparidade aumentou significativamente devido a deterioração das variáveis macroeconómicas por consequência da crise de saúde pública.

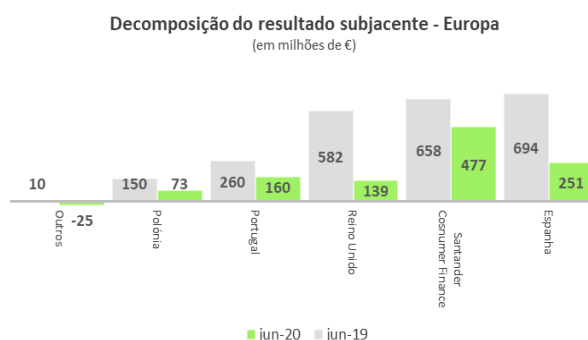


Figura 35 – Decomposição dos resultados subjacente do Grupo - Europa (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

América do Norte

A geografia América do Norte, composta pelos países de EUA e México, apresentaram um resultado de 617 m € (ver figura 36), menos 31% quando comparado com o período homólogo, principalmente justificado pela quebra nos Estados Unidos. Esta variação é justificada, essencialmente por:

- Redução das receitas de comissões pela quebra da atividade económica.
- Redução dos custos, via aumento de eficiências.
- Aumento da imparidade de crédito, essencialmente relacionada com as consequências económicas da pandemia Covid-19.

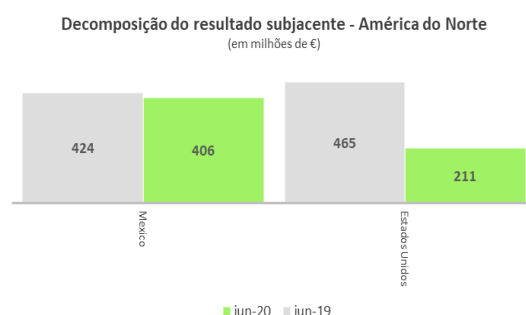


Figura 36 – Decomposição dos resultados subjacente do Grupo – América do Norte (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

América do Sul

Apesar de a Argentina apresentar uma variação homóloga positiva do resultado subjacente, o Brasil e a Chile apresentaram quebras significativas, 33% e 41%, respetivamente, o que levou a um registo de resultado subjacente de 1,383 m €, menos 29% face ao período homólogo (ver figura 37).

- Aumento das receitas líquidas via aumento da margem financeiras e de resultados de transações financeiras e diminuição dos custos.
- Aumento de imparidade em cerca de 63%, consequência da deterioração das condições económicas resultantes da pandemia Covid-19.

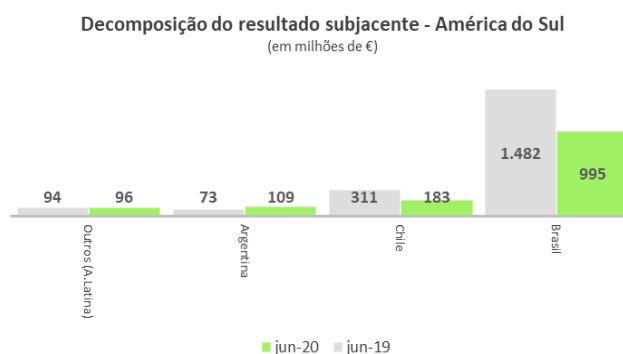


Figura 37 – Decomposição dos resultados subjacente do Grupo – América do Sul (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

7.2. BALANÇO

Cerca de 50% do ativo do Grupo é composto por ativos a custo amortizado, 976,298 m€ a junho de 2020 (valor líquido) (ver figura 38). Os ativos de negociação bem como os ativos ao justo valor (através de resultados e capital próprio) representam cerca de 30% do total do ativo a junho de 2020.

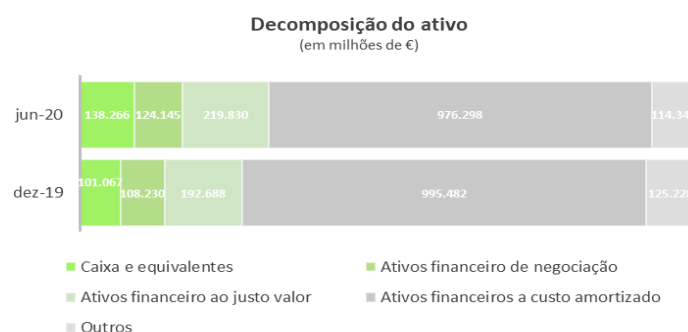


Figura 38 – Decomposição do ativo do Grupo (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

Os ativos a custo amortizado são em cerca de 91% representados por crédito a clientes, que registou uma diminuição de 2% face a dezembro de 2019 (ver figura 39).

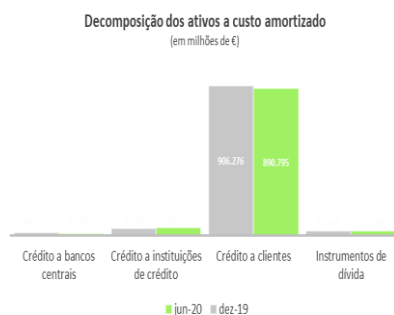


Figura 39 – Decomposição dos ativos a custo amortizado do Grupo (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

O passivo do grupo é essencialmente composto por passivos financeiros a custo amortizado, representando, a junho de 2020, 87% do total do passivo com um montante de 1,283,581 m€ (ver figura 40).

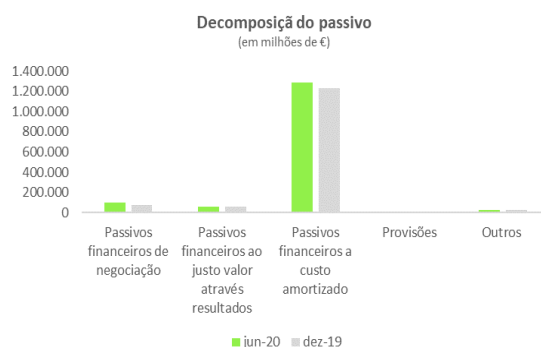


Figura 40 - Decomposição do passivo do Grupo (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

Os passivos a custo amortizado são essencialmente representados por depósitos a clientes (63%) e Instrumentos de dívida (20%). Os depósitos de clientes tiveram um aumento em junho de 2020 de 3% e os de bancos centrais de 66% comparativamente a dezembro de 2019. (ver figura 41).

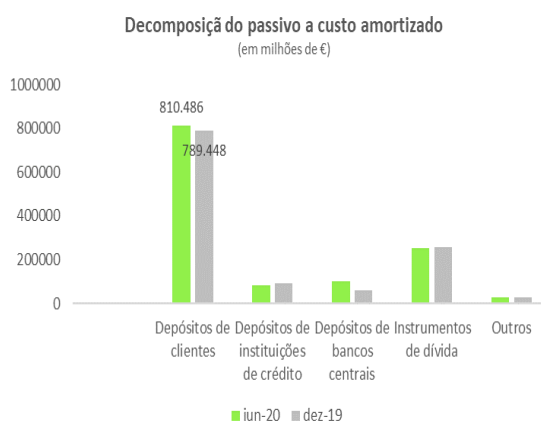


Figura 41– Decomposição dos passivos a custo amortizado do Grupo (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

Para esta análise de variação de saldos de balanço entre junho 2020 e dezembro 2019, é necessário ter em consideração as desvalorizações / valorizações das moedas (ver figura 42) onde o Grupo está presente versus o euro:

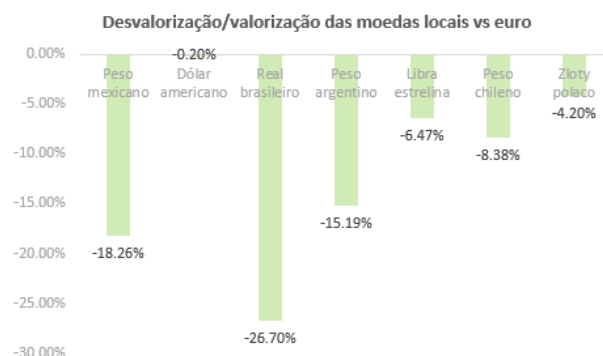


Figura 42 – Desvalorização das moedas locais versus euro entre junho 2020 e dezembro 2019 (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

7.2.1. Transações significativas

A 31 de dezembro de 2019, o grupo detinha 6.4% da plataforma de pagamentos para PMEs, Ebury e em abril de 2020, foi finalizado o investimento de cerca de 410 m€ da empresa, ficando com direito de receber 50.38% dos dividendos distribuídos pela Ebury.

Em janeiro de 2020, foi terminado o acordo anteriormente celebrado entre o Banco Popular e o Grupo Allianz, de distribuição exclusiva de produtos de seguros nomeadamente de vida, não-vida e planos de pensões via Banco Popular. O Grupo detinha 40% do Allianz Popular e a 31-12-2019 este investimento estava registado em balanço por 409 m€. O Grupo adquiriu também os restantes 60% do capital da Allianz Popular ao Grupo Allianz por 859 m€.

Em julho, 51% do negócio de seguros de vida do Banco Santander e 51% do negócio geral de seguros do Banco Popular não transferido para a Mapfre (com base no acordo existente entre o Santander e a Mapfre) foi adquirido pela Aegon por 557 m€.

7.3. CAPITAL

A 30 de junho de 2002, o Grupo tem em circulação 16,618,114,582 ações com o valor nominal de 8,309 m€. O valor de balanço do capital próprio é de 91,859 m€ a 30 de junho de 2020, menos 17% do que em dezembro de 2019, principalmente justificado pelo resultado negativo do Grupo.

O Santander tem registado, a 30 de junho de 2020, na rubrica de outro rendimento integral -25,627 m€ que poderão ser reclassificados para resultados, mais 29% do que em dezembro 2019, que é composto essencialmente pelo (i) montante líquido da variação de instrumentos de cobertura de investimentos em operações em moeda estrangeira (2,940 m€), (ii) diferenças cambiais de itens não monetários cujo o justo valor é ajustado através de capital próprio e diferenças de consolidação de balanços de entidades cuja moeda funcional não é o euro (25,450 m€), e (iii) variação de justo valor não realizada de instrumentos de dívida registados em balanço ao justo valor através de capital próprio (2,465 m€).

No seguimento da recomendação dada pelo BCE de preservar o capital e cancelar os pagamentos de dividendos dos resultados de 2019 e 2020 devido a incerteza resultante da pandemia Covid-19, o Santander decidiu cancelar os últimos dividendos de 2019. Contudo, é intenção do Banco, propor na reunião dos investidores em outubro de 2020, um pagamento de dividendos de 0.10 euros por ação (pago em novas ações). Adicionalmente, o Banco fez um acréscimo de 0.06% do capital CET1, no segundo trimestre de 2020, de forma a permitir uma flexibilização de pagamento de dividendos em monetário dos resultados de 2020, sujeito à normalização das condições de mercado e aprovação do regulador.

O Grupo mantém os rácios de capital sólidos e acima do exigido pelo regulador, mínimo de rácio de *Tier 1* de 10.65% e rácio total de 13.02%. A 30 de junho de 2020, o rácio CET1 do grupo era de 11.84%, *Tier 1* de 13.48% e rácio total de 15.48%.

8. RISCOS DE INVESTIMENTO

8.1. RISCO COVID-19

De forma a proteger a saúde dos colaboradores e dos investidores e a mitigar os impactos económicos da crise de saúde pública da pandemia da Covid-19, o Santander tem implementado medidas no seguimento das recomendações dos supervisores relacionadas com as moratórias sobre os pagamentos de créditos ou empréstimos garantidos pelos governos, com o objetivo de apoiar os desafios económicos dos seus clientes.

Até de 30 de junho de 2020:

- Foram realizadas cerca de 630 mil operações de cedências de liquidez e crédito através dos programas dos governos, com um total de 25 Mm€, representado cerca de 3% do total da carteira.
- Foram formalizadas 5.4 milhões de operações de moratórias, somando um total de 116 mm €, 12% do portfólio total. Sendo que 7%, 72 Mm€ de operações correspondem a programas governamentais.

Cerca de 60% das moratórias correspondem a créditos hipotecários, na maioria no Reino Unido e de programas governamentais de 3 meses. Cerca de 65% das moratórias do crédito a consumo tem garantia (automóvel). A maioria das moratórias são de curto prazo e cerca de 90% maturam em 2020. Alguns governos estão a prorrogar o prazo de algumas moratórias, principalmente as concedidas quando a visibilidade da duração da crise não era clara. 25% das moratórias já expiraram e 98% dessas operações mantêm-se em *performance status*.

O risco da pandemia de Covid-19 está relacionado com a incerteza sobre o desenvolvimento da doença, nomeadamente a possibilidade de ocorrência de um novo pico e por consequências as medidas de contenção com impacto na economia dos países. Esta incerteza e as consequências económicas já provocadas pela pandemia, pressionam o risco de crédito, de mercado e de liquidez.

8.2. RISCO DE CRÉDITO

Risco de crédito é o risco de ocorrência de perdas financeiras decorrente da deterioração da qualidade do crédito de um cliente ou terceiro, com o qual o Santander assumiu uma obrigação contratual, incluindo a concessão de crédito, que pode não ser cumprida. O risco de crédito é o risco mais relevante para o Santander, tanto pela exposição como pelo consumo de capital e inclui também o risco de contraparte, o risco-país e o risco soberano.

O rácio NPL melhorou 0.25% face a junho de 2019, ficando nos 3.26% em junho de 2020 (ver figura (ver figura 43)). Esta melhoria está diretamente relacionada com os programas de apoio dos diferentes governos no âmbito da pandemia Covid-19. Em relação à performance dos créditos, o montante dos créditos em incumprimento aumentou 1% em junho 2020 face ao trimestre anterior, atingindo 32,782 milhões €.

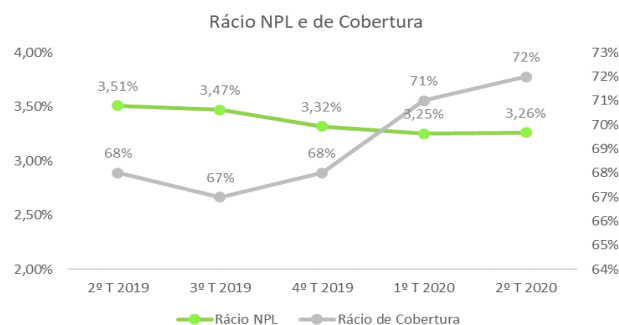


Figura 43 – Rácio NPL e de cobertura do Grupo (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

No primeiro semestre de 2020, a imparidade de crédito foi 78% superior face ao período homólogo, atingindo 7,027 milhões de euro (ver figura 44), essencialmente justificado pelos seguintes fatores:

- Sinais de deterioração dos créditos observado no 2º trimestre de 2020.
- Imparidade adicional resultante da revisão dos cenários de *forward-looking* da IFRS 9, considerando os impactos da Covid-19 e os diferentes cenários possíveis.
- Análise individual e coletiva de forma a refletir as perdas esperadas nos ativos onde foi reconhecido um aumento do risco de crédito, nomeadamente nos setores de turismo, indústria automóvel e o setor do petróleo.
- Aumento do crédito concedido em consequências dos diferentes programas de apoio.

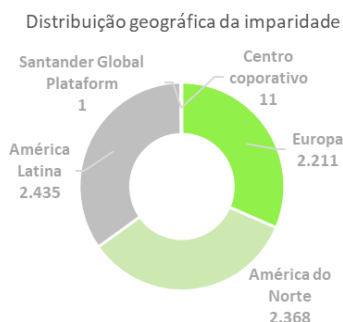


Figura 44 - Distribuição geográfica do saldo de imparidade a 30 de junho de 2020 do Grupo (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

8.3. RISCO DE MERCADO

O risco de mercado é representado por:

- variações nos fatores de mercado, nomeadamente de taxas de juros, taxas de inflação, taxas de câmbio, preços de ações, *spreads* de crédito, preços de *commodities* e a volatilidade de cada um destes elementos; e
- risco de liquidez dos diversos produtos e mercados em que o Grupo opera.

O risco de mercado do grupo é medido pelo VaR (*Value-at-risk*) a 99% a um dia¹⁵ e a componente com maior influência é a componente de risco de juro. O VaR do Grupo estabilizou no final de junho de 2020, em 9.8 milhões € (ver figura 45 e tabela 11), após a grande volatilidade do mercado causado pela pandemia Covid-19. Estes valores são relativamente baixos quando comparados com a dimensão do balanço e da atividade do Grupo.

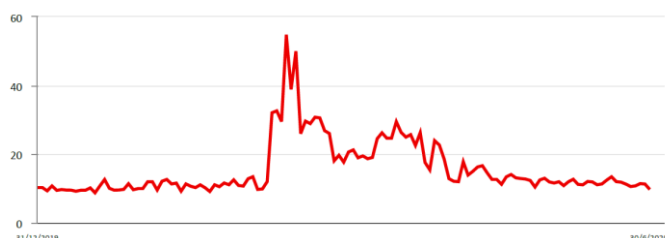


Figura 45 – Evolução do VaR a 99% a 1 dia dos portfólios de negociação do Grupo¹⁵ (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

2º trimestre	Mínimo	Média	Máximo	Último		2020	2019
					2º trimestre	Média	Último
Total	6.9	15.4	29.5	9.8	Total	15.4	9.8
Efeito de diversificação	-9.5	-16.9	-30.9	-10.8			
VaR taxa de juro	5.7	11.7	25.8	5.7	Europa	14.9	8.7
VaR preço	2.1	5.7	10.7	3.7	América do Norte	8.8	6.2
VaR cambial	5	7.9	10.7	5.1	América do Sul	5.8	4.3
VaR spread de crédito	3.6	6.9	11.4	6			
VaR commodities	0	0	0	0			

Tabela 11 – Detalhe do VaR a 99% dos portfólios de negociação do Grupo (Fonte: Reportes Financeiros do Grupo)

Relativamente ao risco estrutural de taxa de câmbio, a cobertura do rácio CET1 manteve-se próximo dos 100%, ficando a exposição estrutural protegida contra os movimentos cambiais. No risco estrutural de taxa de juro a volatilidade mantém-se elevada devido a incerteza da evolução da pandemia.

Em relação ao risco de liquidez, o Grupo mantém uma posição confortável, com o rácio de cobertura de liquidez (rácio LCR) a atingir 175%.

8.4. RISCO OPERACIONAL

O risco operacional é o risco de ocorrência de perdas decorrentes de defeitos ou falhas nos processos internos, pessoas, sistemas ou eventos externos, abrangendo os riscos de fraude, tecnológico, ciber risco, legal e o de conduta.

A pandemia Covid-19 levou, em geral, ao aumento do risco operacional inerente. O cenário de trabalho remoto tem um efeito direto no impacto das ameaças cibernéticas e seus riscos associados. O risco de processamento de transações aumentou devido ao volume de novos empréstimos e às mudanças nas carteiras existentes relacionadas com os programas de ajuda governamental e

¹⁵ VaR a 99% a um dia da carteira de negociação (atividade do segmento da Banca de Investimento)

políticas internas. O Grupo implementou vários controlos e reforçou os existentes de forma a mitigar os riscos associados.

8.5. MATÉRIAS RELEVANTES DE AUDITORIA

Os auditores do grupo Santander identificaram na sua certificação legal de contas, com referência a 30 de junho de 2020 as seguintes matérias relevantes de auditoria:

- **Cálculo de imparidade dos ativos financeiros a custo amortizado do risco de crédito:** As adaptações derivadas da crise de Covid-19 aumentaram a complexidade dos modelos utilizados para estimar as perdas de crédito esperadas, como resultado de adição de novas assunções e pressupostos. Estas estimativas estão sujeitas a um nível elevado de julgamento profissional e são uma das mais complexas e significativas estimativas nas contas do Grupo.
- **Avaliação de indicadores de *goodwill* e imparidade de *goodwill*:** avaliação de imparidade sobre o *goodwill* requer um elevado nível de julgamento e estimativa. A avaliação efetuada pela gestão a 30 de junho de 2020 considerou a atualização da situação económica resultante do Covid-19, as condições de mercado existentes e a incerteza económica e teve como resultado um registo de imparidade de 10,100 milhões de euros.
- **Recuperação de impostos diferidos ativos (Espanha e Brasil):** avaliação da recuperação dos impostos diferidos ativos é um exercício que requer um elevado nível de julgamento profissional. Em resultado d Covid-19, das alterações das condições macroeconómicas e da comparação dos resultados reais com o orçamentado, o Grupo reavaliou a habilidade gerar resultados futuros tributáveis, recorrendo aos impostos diferidos ativos existentes e promoveu um ajustamento de -2,500 milhões €.
- **Provisões legais e contingências:** o Grupo é alvo de uma série de processos legais e judiciais decorrentes da sua atividade normal operacional. Existem também situações que ainda não se traduziram em procedimentos judiciais, mas que exigem o registo de provisão. As provisões mais significativas são relacionadas com procedimentos de impostos e trabalho no Brasil.
- **Sistemas de informação:** A informação financeira do Grupo é altamente dependente dos sistemas de informação. Nesse sentido, o Grupo desenvolveu um plano para reforçar os controlos internos sobre os sistemas de informação.

Os auditores não identificaram nenhuma exceção relevante nos procedimentos efetuados em cada um dos pontos acima mencionados.

Foi identificada uma ênfase na Certificação Legal das Contas referente ao facto das demonstrações financeiras publicadas a 30 de junho de 2020 não incluírem toda a informação exigida nas demonstrações financeiras completadas segundo as normas internacionais de relato financeiro (IFRS). A opinião do auditor não é modificada em respeito a esta matéria.

8.6. OUTROS RISCOS – BREXIT

Embora os efeitos a longo prazo da saída do Reino Unido da União Europeia sejam difíceis de materializar, a constante incerteza política e económica poderá ter um impacto negativo nas operações, na situação financeira e nas perspetivas futuras da sucursal do Santander no Reino Unido, especialmente nos segmentos de retalho e banca comercial. Os principais riscos associados a estas incertezas são:

- Impacto negativo no custo de dívida e/ou no acesso aos mercados, devido ao aumento da volatilidade do mercado, especialmente se existirem alterações dos ratings de crédito, podendo assim afetar as taxas de juro, taxas de câmbio e por consequência o valor em balanço dos ativos do Banco.
- Incerteza relativamente ao ambiente legal e regulatório em que o Grupo do Reino Unido irá operar e sobre o regime transfronteiriço para os serviços financeiros.
- Os potenciais efeitos na economia do Reino Unido poderão traduzir-se em impactos negativos nos clientes do Santander, podendo levar a uma diminuição do negócio e da rentabilidade.

9. DIVULGAÇÕES

Recomendação

Comprar	Variação potencial do preço indicativo versus preço de mercado superior a 10%.
Manter	Variação potencial do preço indicativo versus preço de mercado entre a 0% e 10%.
Vender	Variação potencial do preço indicativo versus preço de mercado inferior a 0%.

Este reporte foi preparado por Anna Lavrenko, estudante da Nova IMS – Information Management School, Universidade Nova de Lisboa, exclusivamente para propósitos académicos. A autora é a única responsável pela informação e pelas estimativas apresentadas neste relatório e sobre a opinião expressada.

A autora, a Nova IMS e a Universidade Nova de Lisboa ou o orientador, não declaram de que a informação presente neste relatório é exata ou completa e não assumem responsabilidade por nenhuma perda direta ou indireta resultante da utilização deste relatório ou do seu conteúdo.

Este relatório não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado sem o consentimento prévio explícito do seu autor, salvo quando utilizado pela Nova IMS ou pela Universidade Nova de Lisboa, para fins académicos apenas.

10.EVENTOS SUBSEQUENTES

Este capítulo é independente ao projeto de avaliação e tem como objetivo apresentar eventos subsequentes ocorridos entre a data de análise e realização do projeto e a data da entrega do mesmo. Os eventos aqui destacados poderão, de alguma forma, ter impacto na cotação da ação do Banco Santander. A data de referência deste capítulo é 23 de janeiro de 2021.

- **Apresentação de contas do terceiro trimestre de 2020 do Banco Santander:**

A 27 de Novembro de 2020, o Banco Santander apresentou os resultados do terceiro trimestre de 2020:

1. O Banco apresentou sinais de recuperação em alguns segmentos e mercados, tendo os novos empréstimos de habitação e ao consumo recuperando para os níveis pré-Covid-19. Verificou-se um crescimento homólogo de 5% nos empréstimos e 9% nos depósitos.
2. Vendas através dos canais digitais apresentaram um crescimento de 36% face a 2019, conquistando 41 milhões de clientes digitais, representando um crescimento homólogo de 14%;
3. O resultado líquido subjacente do trimestre foi positivo em 1,750 m €, apresentado um crescimento de 18% face ao trimestre passado, derivado de um crescimento do rendimento do Banco e redução de custos.
4. O resultado líquido subjacente acumulado a 30 de setembro de 2020, é de 3,658 m €.
5. A margem financeira do Banco e os resultados de comissões tiveram um crescimento face ao trimestre anterior de 4% e 9%, respetivamente. O resultado operacional apresentaram uma variação homóloga positiva de 4% e 11% face ao trimestre anterior.

Os resultados deste trimestre compravam uma recuperação positiva do negócio do Banco e uma posição sólida no mercado. Estes resultados estão alinhados com as estimativas efetuadas no cálculo da avaliação do Santander.

- **Pandemia Covid-19:**

A pandemia da Covid-19 continua a afetar significativamente os países tanto a nível económico como social. As perspetivas do controlo desta pandemia melhoram com o desenvolvimento de diferentes vacinas e com o início da vacinação em muitos países. Contudo, novos picos verificados no final de 2020 e início de 2021 e as consequentes medidas de contenção e confinamento adotados por muitos países, atrasam a recuperação do colapso verificado no primeiro semestre de 2020. Muitas empresas dos setores mais afetados podem não conseguir sobreviver aos novos confinamentos, aumentando o risco de desemprego e falência. OECD (2020c) estima um decréscimo do PIB mundial em 4.2% e a taxa de desemprego a atingir 7.2%. Atualmente, verifica-se em muitos países um terceiro pico da pandemia e o aparecimento de novas estirpes do vírus. Os governos têm adotado novas medidas de

confinamento com o objetivo de tentar controlar a propagação da doença. A sobrelotação de muitos hospitais e a escassez de recursos humanos levam a um cenário muito negro em muitos países, idêntico ou pior do que o vivido no início da crise pandémica.

Aprovações de diferentes vacinas e o início da vacinação ainda em dezembro de 2020 em alguns países, aumentaram as esperanças de um possível fim da pandemia. IMF (2021) prevê uma maior recuperação económica mundial, face às previsões anteriores, devido ao aumento da disponibilidade das vacinas para a Covid-19. A previsão é de um crescimento da economia global de 5,5% em 2021, superior ao crescimento previsto de 5.2% em outubro IMF (2020), dado que as vacinas ajudam a conter a propagação da Covid-19, permitindo aos governos aliviar as medidas de confinamento que em 2020 levaram à pior contração económica global desde Segunda Guerra Mundial. O aumento de 0.3% na nova previsão de crescimento do PIB em 2021 reflete o suporte adicional dado pelos governos em países desenvolvidos e as expectativas de uma solidificação da atividade económica resultante do início da vacinação no final de 2020.

11. BIBLIOGRAFIA

Aggelopoulos, A. (2017). Understanding Bank Valuation: An Application of the Equity Cash Flow and the Residual Income Approach in Bank Financial Accounting Statements.

BCE. (2020a). ECB Annual Report on supervisory activities 2019. Acedido em: 10, agosto, 2020, em: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/publications/annual-report/html/ssm.ar2019~4851adc406.en.html>

BCE. (2020b). Supervisory Banking Statistics, First quarter 2020. Acedido em: 10, agosto, 2020, em: https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.supervisorybankingstatistics_first_quarter_2020_202007~507ae85838.en.pdf

BCE. (2020c). Structural Indicators for the EU Banking Sector, June 2020. Acedido em: 10, agosto, 2020, em: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200608_ssi_table~3054d55051.en.pdf

BCE. (2019a). ECB Banking Supervision: Risk assessment for 2020. Acedido em: 10, agosto, 2020, em: https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/ra/html/ssm.ra2020~a9164196cc.en.html#toc_1

BCE. (2019b). SSM-wide stress test 2018 Final results. Acedido em: 10, agosto, 2020, em: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ssm.pr190201~6114ab7593.en.html>

Beltrame, F. & Previtali, D. (2016). Valuing Banks: A New Corporate Finance Approach, 1st edition, Palgrave Macmillan.

BIS. (2020). Effects of Covid-19 on the banking sector: the market's assessment. BIS Bulletin Nº12. . Acedido em: 10, agosto, 2020, em: <https://www.bis.org/publ/bisbull12.pdf>

BIS. (2019). III. Big tech in finance: opportunities and risks. Acedido em: 10, agosto, 2020, em: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2019e3.htm>

BrandFinance. (2019). The annual report on the most valuable and strongest banking brands. Banking 500, 2019. Acedido em: 10, agosto, 2020, em: <https://www.rankingthebrands.com/PDF/Brand%20Finance%20Global%20Banking%20500%202019.pdf>

CFA Institute. (2013). Equity Research Essentials. Acedido em: 10, fevereiro, 2020, em: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/research-challenge/challenge/rc-equity-research-report-essentials.ashx>

Damodaran, A. (2020). Country Default Spreads and Risk Premiums, July 2020. Acedido em: 10, agosto, 2020, em: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Damodaran, A. (2009). Valuing Financial Service Firms, Working Paper.

Damodaran, A. (2002). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2nd Edition, New York: Wiley.

Deev, O. (2011). Methods of Bank Valuation: A Critical Overview.

Deloitte. (2019). 2020 banking and capital markets outlook. Acedido em: 10, agosto, 2020, em: <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/industry/financial-services/financial-services-industry-outlooks/banking-industry-outlook.html>

EBF. (2019). Banking in Europe 2019. Acedido em: 10, agosto, 2020, em: <https://www.ebf.eu/facts-and-figures/banking-sector-performance/>

Eurostat. (2020). The European economy since the start of the Millennium. 2020 edition. Acedido em: 10, agosto, 2020, em: https://ec.europa.eu/eurostat/cache/digpub/european_economy/bloc-3d.html?lang=en

EY. (2020a). EY Banking Barometer 2020. In the Grip of Monetary Policy. Acedido em: 3, agosto, 2020, em: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-banking-barometer-2020/\\$FILE/ey-banking-barometer-2020.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-banking-barometer-2020/$FILE/ey-banking-barometer-2020.pdf)

EY. (2020b). Why global banking profitability will remain a challenge in 2020. Acedido em: 3, agosto, 2020, em: https://www.ey.com/en_gl/banking-new-decade/why-global-banking-profitability-will-remain-a-challenge-in-2020

FSB. (2019). BigTech in finance, Market developments and potential financial stability implications. Acedido em: 3, agosto, 2020, em: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P091219-1.pdf>

IMF. (2020). World economic outlook update, June 2020. Acedido em: 3, agosto, 2020, em: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/06/24/WEUpdateJune2020>

IMF. (2021). World economic outlook update, January 2021. Acedido em: 3, agosto, 2020, em: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/01/26/2021-world-economic-outlook-update>

KPMG. (2020). COVID-19: Impact on the banking sector. Global banking M&A outlook H2 2020. Acedido em: 10, agosto, 2020, em: <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2020/07/covid-19-impact-on-banking-m-and-a-2020.html>

Leister, F. (2014). Valuation Methods for Banks: An Empirical Comparison of Intrinsic Valuation Methods for Banks.

OECD. (2020a). OECD - Economic Outlook, June 2020. Acedido em: 3, agosto, 2020, em: https://read.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-outlook/volume-2020/issue-1_0d1d1e2e-en#page1

OECD. (2020b). Digital disruption in financial markets. Acedido em: 3, agosto, 2020, em: <http://www.oecd.org/daf/competition/digital-disruption-in-banking-and-its-impact-on-competition-2020.pdf>

OECD. (2020c). OECD - Economic Outlook, December 2020. Acedido em: 23, janeiro, 2021, em:

<https://www.oecd-ilibrary.org/sites/39a88ab1-en/index.html?itemId=/content/publication/39a88ab1-en>

Oliver Wyman. (2020). Aim For Revival. Not Just Survival. European Banking 2020. Acedido em: 3, agosto, 2020, em: <https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/v2/publications/2020/jul/European-Banking-Outlook-2020.pdf>

Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R. & Stowe, J. D. (2010). Equity Asset Valuation. 2nd edition, CFA Institute Investment Series, John Wiley & Sons.

Santander. (2020a). Interim Consolidated Report – First half 2020. Acedido em: 3, agosto, 2020, em: <https://www.santander.com/en/shareholders-and-investors/financial-and-economic-information>

Santander. (2020b). Financial Report: January - September 2020. Acedido em: 23, janeiro, 2021, em: <https://www.santander.com/en/shareholders-and-investors/financial-and-economic-information>

Santander. (2019). Annual report 2019. Acedido em: 3, agosto, 2020, em: <https://www.santander.com/en/shareholders-and-investors/financial-and-economic-information>

Santander. (2018). Annual report 2018. Acedido em: 3, agosto, 2020, em: <https://www.santander.com/en/shareholders-and-investors/financial-and-economic-information>

Santander. (2017). Annual report 2017. Acedido em: 3, agosto, 2020, em: <https://www.santander.com/en/shareholders-and-investors/financial-and-economic-information>

Santander. (2016). Annual report 2016. Acedido em: 3, agosto, 2020, em: <https://www.santander.com/en/shareholders-and-investors/financial-and-economic-information>

Santander. (2015). Annual report 2015. Acedido em: 3, agosto, 2020, em: <https://www.santander.com/en/shareholders-and-investors/financial-and-economic-information>

Velasco, J. & Wong, K. (2013). Literature vs. Reality: Bank Valuation Methods Used by Equity Analysts.

