

Los fundamentales son buenos y a pesar del *rally* vivido en las cotizaciones, los múltiplos de valoración son atractivos.

Conclusión: El sector acumula una revalorización de +17,0% en Banca Comercial y +17,4% en Banca de Inversión en 2019 (vs +17,0% del S&P 500). Los resultados del 1T 19 confirman la resiliencia del sector en términos de resultados y rentabilidad (RoTE). Los fundamentales son buenos y a pesar del *rally*, los múltiplos de valoración son atractivos (PVC ~1,2 x con RoTE > 16,5% y PER '19 e ~10,6 x vs 17,7 x del S&P 500). **Nuestras entidades favoritas son por este orden: 1º JP Morgan** (sustituye a Bank of América tras subir +22,0% YTD), **2º Citigroup** (sin cambios; 32,9% YTD) y **3º Morgan Stanley** (sustituye a Goldman Sachs que sube +22,2% YTD).

Nuestra visión: Los resultados del 1T'19 confirman la resiliencia del sector en términos de resultados y rentabilidad. (i) Los ingresos típicos crecen a un ritmo de +5,2% gracias al aumento del volumen de negocio (+4%/+5% en inversión crediticia ex -CIB). El margen con clientes se mantiene estable aunque apreciamos síntomas de deterioro debido a una mayor presión competitiva por captar pasivo tradicional (ver gráfico 1.2) y el aplanamiento de la curva de tipos, (ii) **los gastos de explotación descienden -3,0%** a pesar del esfuerzo inversor en tecnología y el apalancamiento operativo mejora y (iii) **el coste del riesgo (provisiones/crédito) se mantiene en niveles históricamente bajos (<50 pb)** a pesar del aumento en provisiones (+18,8%). Los índices de calidad crediticia evolucionan satisfactoriamente y no se aprecian repuntes significativos en las tasas de morosidad (ver gráfico 1.4). En este entorno, **el BNA del sector aumenta +6,3% y bate las expectativas.** Los negocios vinculados a los mercados - *Trading* y Banca de Inversión principalmente - acusan el descenso en la volatilidad de los mercados, unos volúmenes de contratación reducidos y cierto impasse en las operaciones de M&A (fusiones & adquisiciones).

Nuestra estrategia de inversión se centra en entidades que cumplen los siguientes requisitos: (i) La cuenta de P&G refleja un **mejor comportamiento relativo a nivel operativo como JP Morgan**, (ii) el plan de negocio pivota sobre **mejoras de eficiencia (Citigroup)** y (iii) evitar compañías especialmente expuestas al mercado inmobiliario (Wells Fargo) donde los fundamentales del sector - actividad, márgenes y riesgo - muestran signos de debilidad. Entre las entidades más ligadas a la evolución de los mercados, **preferimos Morgan Stanley a Goldman Sachs.** Ambas entidades cotizan con múltiplos de valoración atractivos desde un punto de vista histórico (ver gráficos 1.16 y 1.17) pero **Morgan Stanley disfruta de un mejor momento en resultados gracias a su división de gestión de activos** (menos volátil que los resultados por *trading*).

Beneficio Neto BNA	12 M Trailing		Trimestres Estancos: Var % a/a				
	Mills \$	% Var	1T 18	2T 18	3T 18	4T 18	1T 19
Wells Fargo	23 117	6.6%	-8.8%	-11.4%	32.3%	-1.4%	14.1%
JP Morgan	32 941	23.4%	35.1%	18.3%	24.5%	67.0%	5.4%
Bank of America	28 540	44.0%	29.6%	32.9%	32.1%	207.7%	5.7%
Citigroup Inc	18 135	n.s	13.0%	16.0%	11.8%	n.s	1.9%
US Bancorp	7 120	10.9%	13.7%	16.7%	16.1%	10.3%	1.4%
B. Comercial	109 853	60.7%	17.7%	13.5%	25.0%	n.s	6.3%
Goldman Sachs	9 878	103.1%	25.6%	40.1%	18.6%	n.s	-20.5%
Morgan Stanley	8 509	23.5%	38.2%	38.7%	18.6%	123.2%	-9.0%
B. Inversión	18 387	56.4%	31.4%	39.4%	18.6%	n.s	-14.9%
Total Bancos	128 240	60.1%	19.9%	17.0%	24.0%	n.s	2.7%

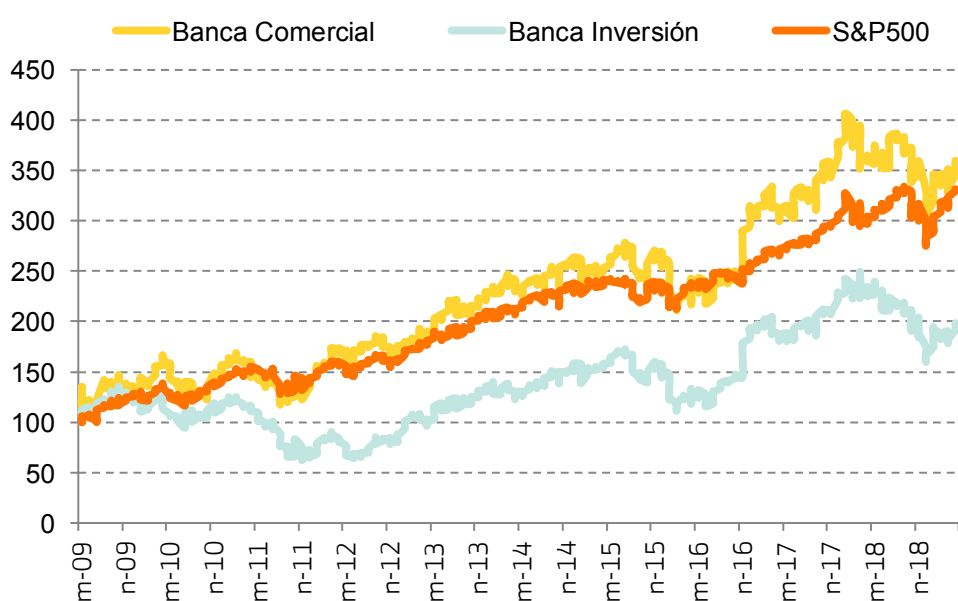
Indicadores de Riesgo & Liquidez	NPLs/AT Último (iii)	NPLs / Capital (iii)		L-t-D ratio (iv)		Pasivo Retail (v)	
		1T 18	1T 19	1T 18	1T 19	1T 18	1T 19
Wells Fargo	0.4%	3.7%	3.4%	74%	76%	76%	75%
JP Morgan	0.2%	2.3%	2.0%	63%	64%	63%	60%
Bank of America	0.2%	2.4%	1.8%	71%	69%	64%	65%
Citigroup Inc	0.2%	2.0%	1.9%	72%	71%	58%	58%
US Bancorp	0.2%	2.1%	1.7%	82%	83%	84%	82%
B. Comercial	0.2%	2.5%	2.2%	72%	73%	69%	68%
Goldman Sachs	0.0%	1.0%	0.0%	55%	45%	37%	41%
Morgan Stanley	0.0%	0.0%	0.0%	50%	46%	46%	48%
B. Inversión	0.0%	0.5%	0.0%	52%	46%	41%	44%
Total Bancos	0.1%	1.5%	1.1%	62%	59%	55%	56%

(ii) Dudosos/Ac. Totales, (iii) Dudosos / Rec.Propios Medios; (iv) Inv.Crediticia /Fin. Minorista;(v) Depos./Total Finac.

Solvencia & Rentabilidad	TCE/RWA 's Último (iii)	TCE (vi) / ATM 's		RORWA 's (vii)		ROTE (viii)	
		1T 18	1T 19	1T 18	1T 19	1T 18	1T 19
Wells Fargo	11.9%	7.8%	7.8%	1.7%	1.8%	14.4%	15.7%
JP Morgan	12.0%	7.1%	6.9%	1.8%	2.1%	14.6%	18.0%
Bank of America	12.0%	7.6%	7.3%	1.4%	2.0%	11.4%	16.7%
Citigroup Inc	12.9%	9.0%	7.9%	-0.6%	1.5%	-3.7%	11.9%
US Bancorp	8.6%	7.2%	7.3%	1.8%	1.9%	19.3%	20.9%
B. Comercial	11.5%	7.7%	7.5%	1.2%	1.9%	11.2%	16.6%
Goldman Sachs	13.4%	7.4%	5.8%	0.8%	1.8%	7.0%	18.2%
Morgan Stanley	17.1%	7.2%	7.2%	1.9%	2.3%	11.3%	18.3%
B. Inversión	15.3%	7.3%	6.5%	1.4%	2.0%	9.2%	18.2%
Total Bancos	13.4%	7.5%	7.0%	1.3%	1.9%	10.2%	17.4%

(vi) Capital Tangible Medio / APR 's; (vii) BNA (12 m) / APR 's Medios; (viii) BNA (12 m) / TCE Medio

Evolución Bursátil: Bancos vs S&P 500



Fuente: Bloomberg.

Múltiplos de Valoración

	Mkt. Cap Mills \$	% Revalor.		PER		P/Vc e	Div Yield e
		P.Último	YTD	19 e	20 e		
Wells Fargo	213 638	47.4	2.8	10.1 x	9.1 x	1.2 x	4.0%
JP Morgan	369 412	113.7	16.5	11.4 x	10.7 x	1.6 x	3.1%
Bank of America	289 843	30.1	22.0	10.5 x	9.6 x	1.2 x	2.5%
Citigroup Inc	161 962	69.2	32.9	9.1 x	8.0 x	0.9 x	3.0%
US Bancorp	82 652	51.7	13.1	12.0 x	11.3 x	1.8 x	3.1%
B. Comercial	561	17.0	10.6 x	9.7 x	1.2 x	3.0%	
Goldman Sachs	77 852	204.1	22.2	8.7 x	8.0 x	1.0 x	1.7%
Morgan Stanley	79 832	47.4	19.4	9.6 x	8.8 x	1.1 x	2.9%
B. Inversión	149	17.4	10.6 x	9.7 x	1.3 x	1.9%	
S&P 500	2 934	17.0	17.7 x	15.9 x	3.2 x	2.0%	

Fuente: Bloomberg.

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Hoja 1 de 6

<http://www.bankinter.com/>

Ramón Forcada

Esther Gutierrez de la Torre

Arancha Bueno

Aránzazu Cortina

Juan Tuesta

Luis Piñas

Avda. Bruselas, nº14

Pilar Aranda

Ana de Castro

Elena Fernández - Trapiella

Joao Pisco

Susana Andre (Mkt Sup).

28108, Alcobendas (Madrid)

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Cuenta de P&G sectorial ⁽¹⁾

P&G Ajustada ⁽²⁾	1T'18	2T'18	3T'18	4T'18	1T'19	Acumulado		% Variación		
						12 M Trailing		1T'19	12M	
Datos en M€						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽³⁾	51 498	52 538	53 403	54 528	54 157	214 626	203 879	5.2%	-0.7%	5.3%
Otros ingresos ⁽⁴⁾	45 780	43 457	42 633	38 222	43 705	168 017	170 939	-4.5%	14.3%	-1.7%
Margen Bruto	97 278	95 995	96 036	92 750	97 862	382 643	374 818	0.6%	5.5%	2.1%
Gastos Generales	59 025	57 055	55 834	55 393	57 218	225 500	230 068	-3.1%	3.3%	-2.0%
Margen Neto	38 253	38 940	40 202	37 357	40 644	157 143	144 750	6.3%	8.8%	8.6%
Prov. insolvencias	7 076	7 365	7 236	8 151	8 408	31 160	31 126	18.8%	3.2%	0.1%
Rdo. Operativo	31 177	31 575	32 966	29 206	32 236	125 983	113 624	3.4%	10.4%	10.9%
Deterioros & Extraordinarios	2 714	2 758	2 701	2 912	2 710	11 081	11 550	-0.1%	-6.9%	-4.1%
BAI.	33 891	34 333	35 667	32 118	34 946	137 064	125 174	3.1%	8.8%	9.5%
Impuestos & otros	-6 830	-7 807	-7 676	-5 541	-6 187	-27 211	-56 819	-9.4%	11.7%	-52.1%
BNA Publicado	27 061	26 526	27 991	26 577	28 759	109 853	68 355	6.3%	8.2%	60.7%

(1) Incluye Wells Fargo, JP Morgan, Bank of America, Citi y US Bancorp.

(2) La cuenta de P&G ha sido ajustada a efectos comparativos con otras entidades y no necesariamente coincide con la reportada por la entidad en todas las líneas.

(3) Incluye Rdto. Instrumentos de capital; (4) Excluye Rdos. Puesta en Equivalencia

Balance Resumido sectorial

Balance Consolidado	1T'18	2T'18	3T'18	4T'18	1T'19	Variación			
						MM \$		%	
Datos en MME						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁵⁾	1 991	1 875	1 943	1 892	1 909	-82	17	-4.1%	0.9%
Cartera Valores	2 446	2 419	2 401	2 410	2 653	207	243	8.5%	10.1%
Inversión Crediticia	3 849	3 852	3 855	3 921	3 890	41	-31	1.1%	-0.8%
Otros	950	990	1 018	1 035	985	35	-50	3.7%	-4.8%
Total Activo	9 236	9 135	9 217	9 258	9 436	200	179	2.2%	1.9%
Depósitos	5 465	5 367	5 407	5 497	5 515	50	18	0.9%	0.3%
Finac. Mayorista	2 790	2 789	2 840	2 793	2 946	156	153	5.6%	5.5%
Fondos Propios	981	979	970	968	975	-6	8	-0.6%	0.8%
Total Pasivo & F.Propios	9 236	9 135	9 217	9 258	9 436	200	179	2.2%	1.9%
APR 's ⁽⁶⁾	5 852	5 824	5 810	5 769	5 797	-55	28	-0.9%	0.5%
TCE ⁽⁷⁾	692	694	685	682	691	-1	9	-0.2%	1.3%

(5) Incluye interbancario

(6) Activos Ponderados por Riesgo; (7) Tangible Common Equity

Métricas de Gestión

	1T'18	2T'18	3T'18	4T'18	1T'19	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁸⁾	70.4%	71.8%	71.3%	71.3%	70.5%	0.1 pb	-0.8 pb
APR 's/ Activos ⁽⁹⁾	63.4%	63.8%	63.0%	62.3%	61.4%	-1.9 pb	-0.9 pb
TCE/ Fondos Propios	70.6%	70.8%	70.6%	70.5%	70.9%	0.3 pb	0.3 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	15.6%	15.3%	16.3%	15.6%	16.6%	1.0 pb	1.1 pb
ROA ⁽¹¹⁾	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	0.0 pb	0.1 pb

(8) Inversión crediticia neta/depositos; (9) Activos Ponderados por Riesgo/Total Activos; (10) BNA anualizado/TCE; (11) BNA/Activos

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Hoja 2 de 6

<http://www.bankinter.com>

Ramón Forcada

Esther Gutierrez de la Torre

Arancha Bueno

Aránzazu Cortina

Juan Tuesta

Luis Piñas

Avda. Bruselas, nº14

Pilar Aranda

Ana de Castro

Elena Fernández - Trapiella

Joao Pisco

Susana Andre (Mkt Sup).

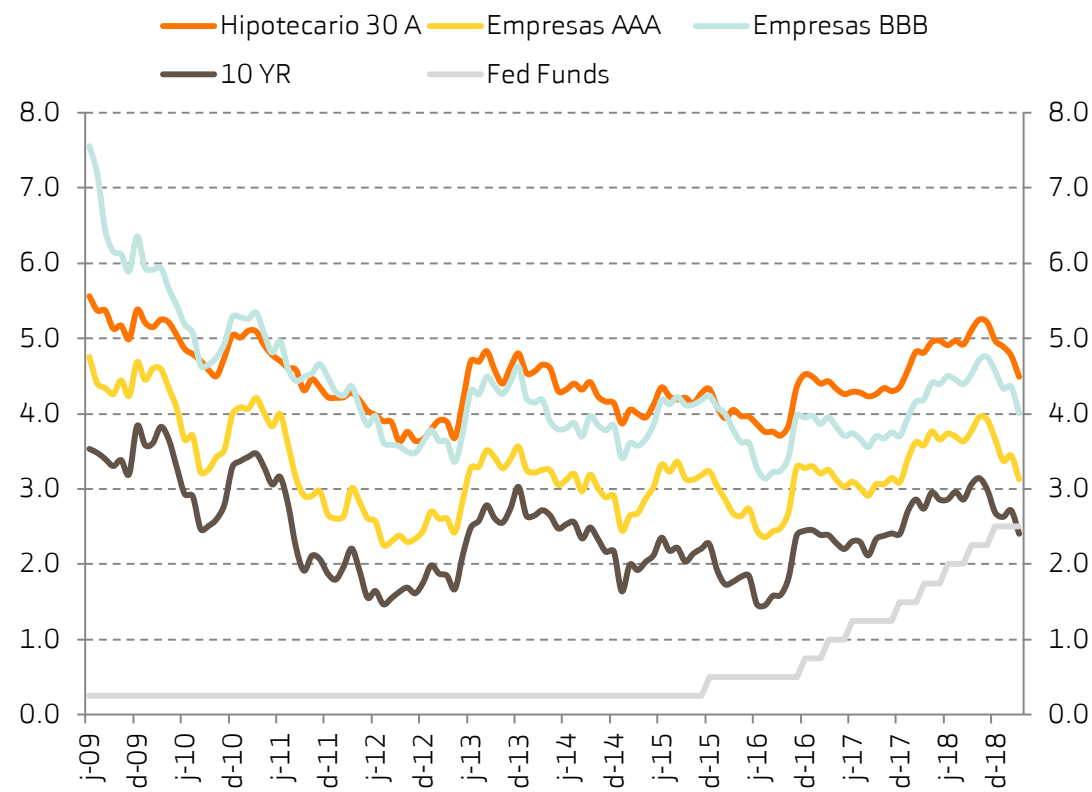
28108, Alcobendas (Madrid)

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Indicadores de Negocio

Gráfico 1.1: Tipos de Interés del activo



Fuente: Bloomberg & Fed de NY

Gráfico 1.2: Coste medio del pasivo

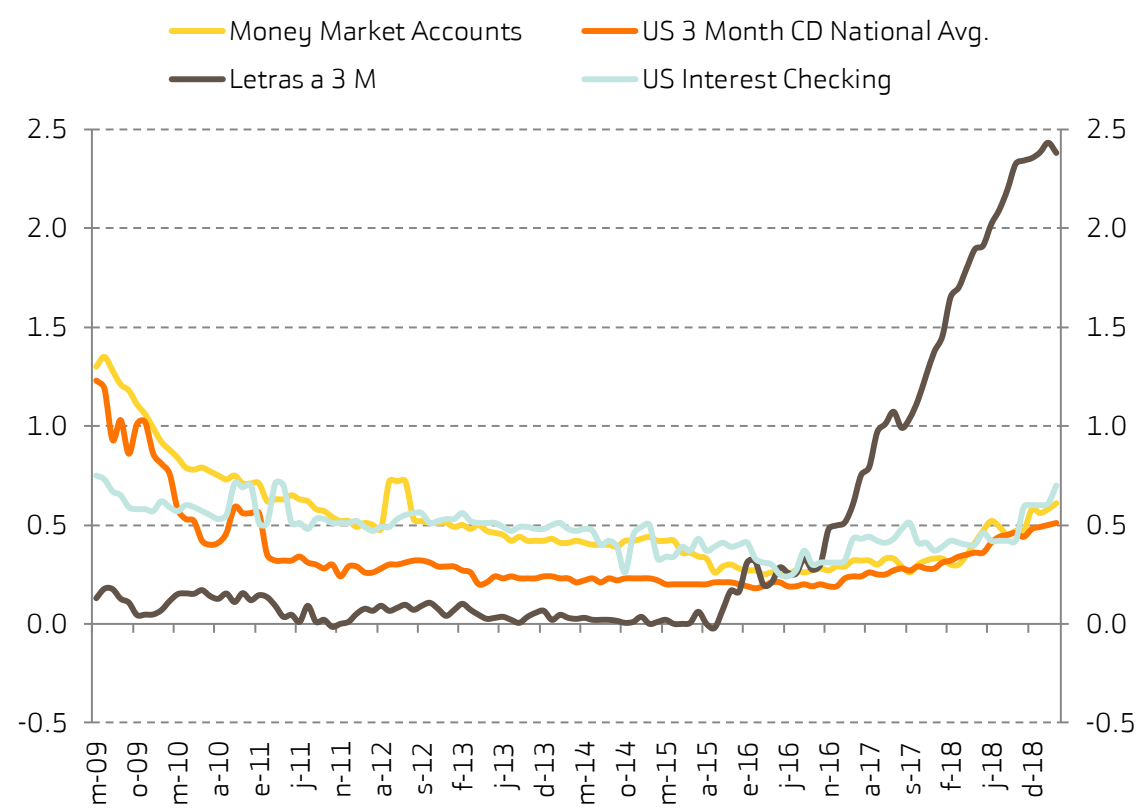
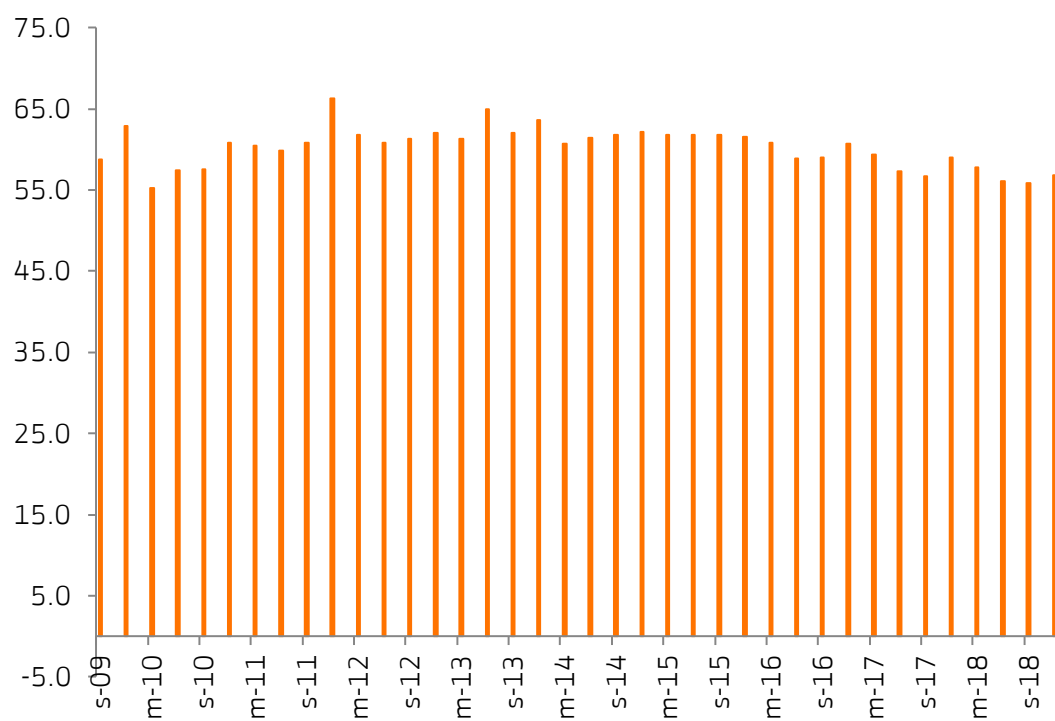


Gráfico 1.3: Ratio de Eficiencia



Fuente: Bloomberg & FDIC

Gráfico 1.4: Ratio de morosidad

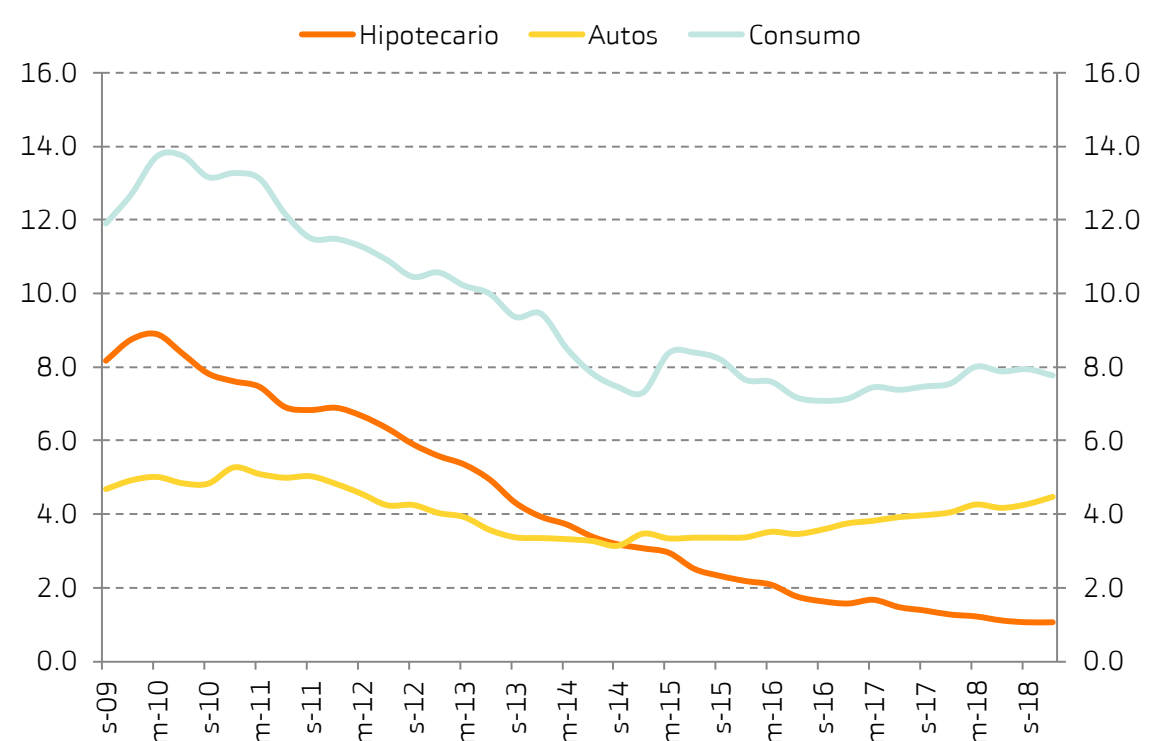
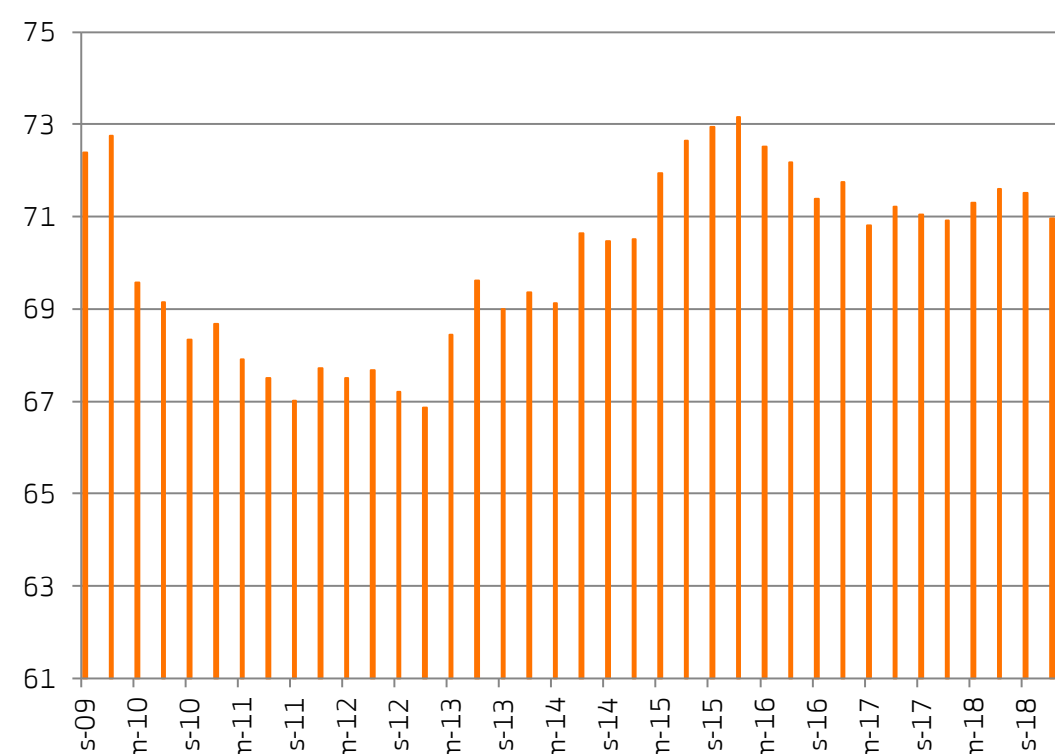
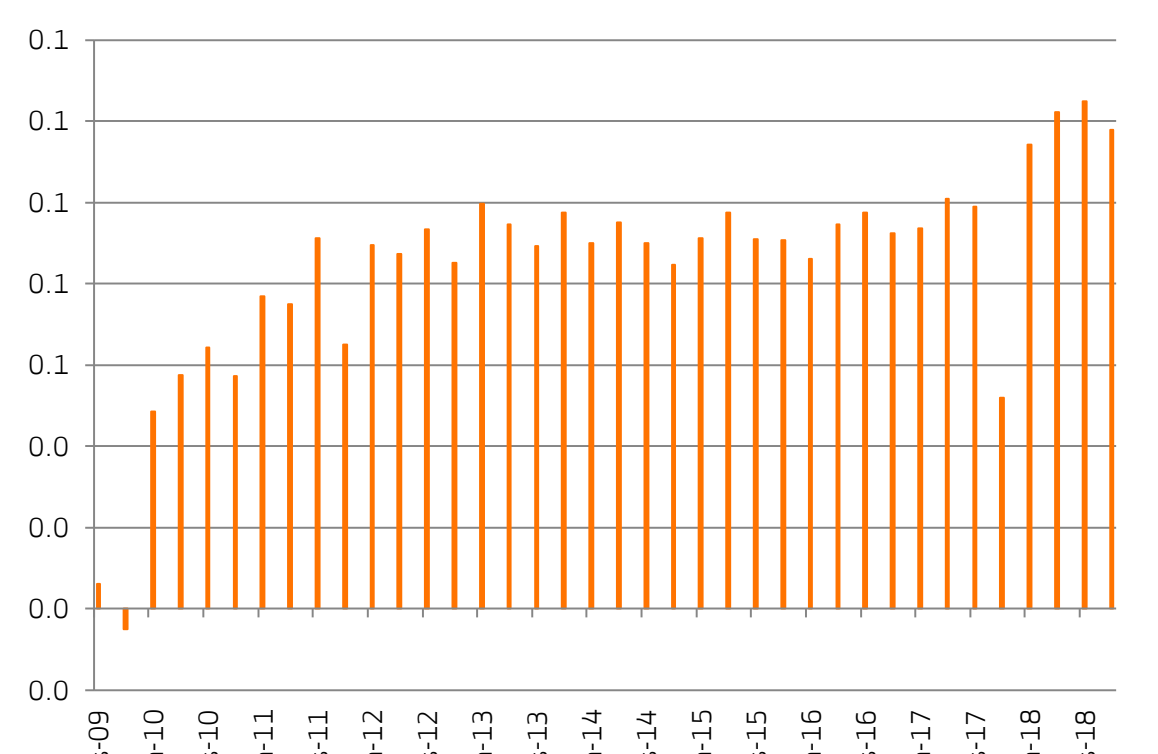


Gráfico 1.5: Densidad de capital



Fuente: Bloomberg & FDIC

Gráfico 1.6: RoE



Indicadores de Negocio

Gráfico 1.7: Cuotas de mercado en crédito empresarial

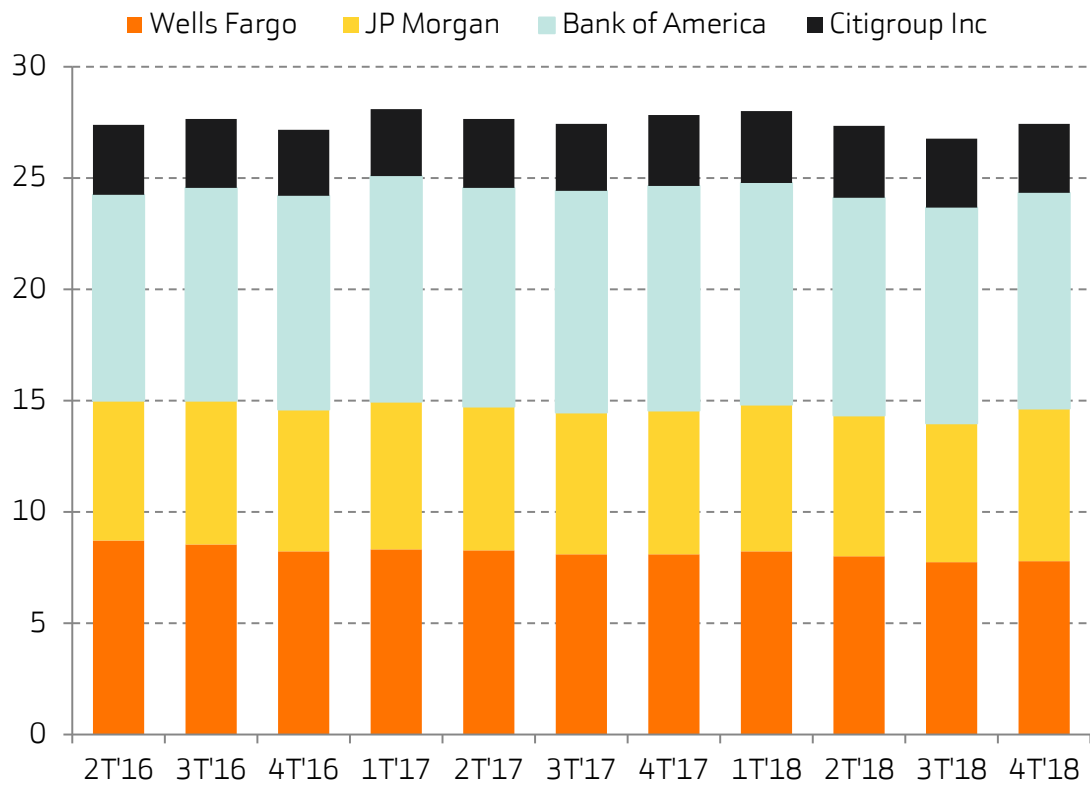


Gráfico 1.8: Cuotas de mercado en hipotecario (originación)

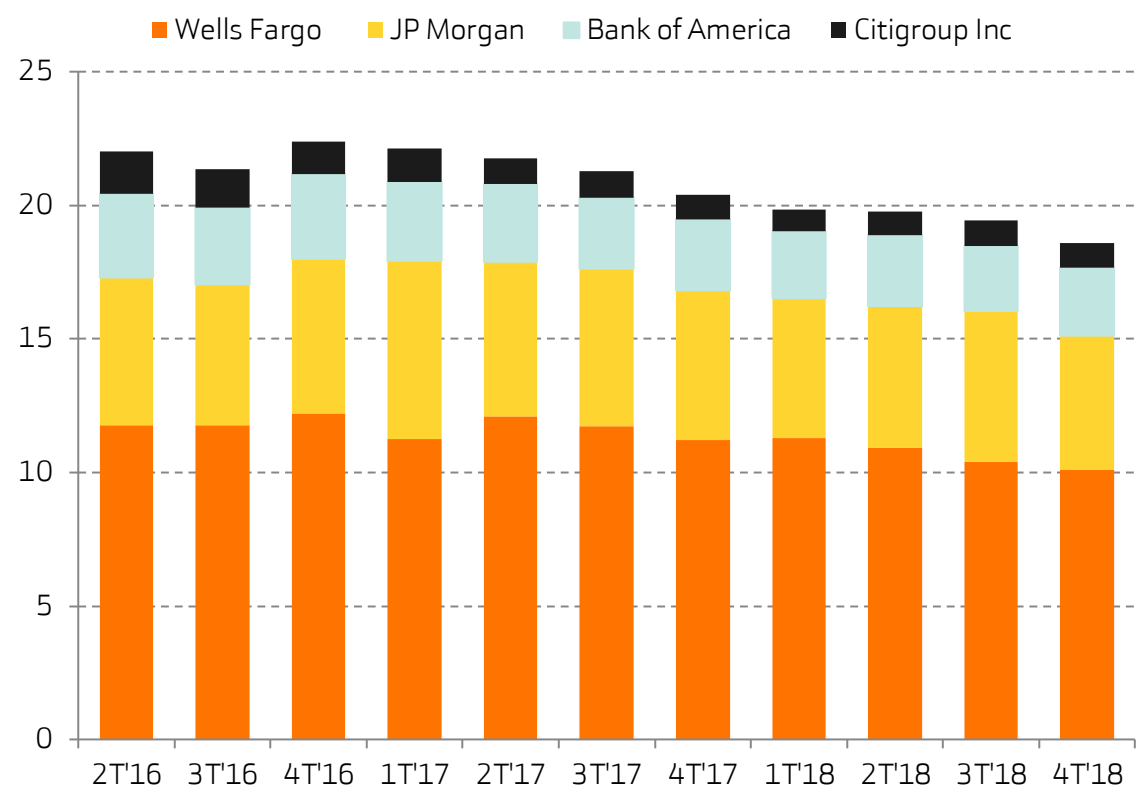


Gráfico 1.9: Cuotas de mercado en crédito consumo

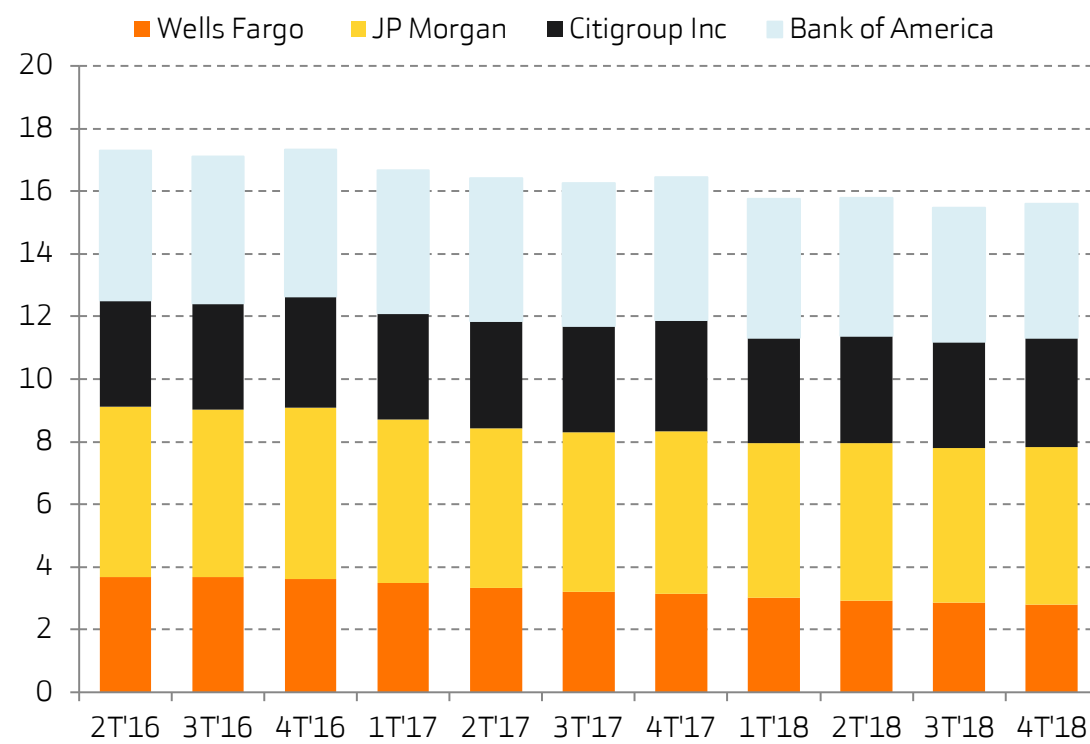


Gráfico 1.10: Cuotas de mercado en crédito consumo (Autos)

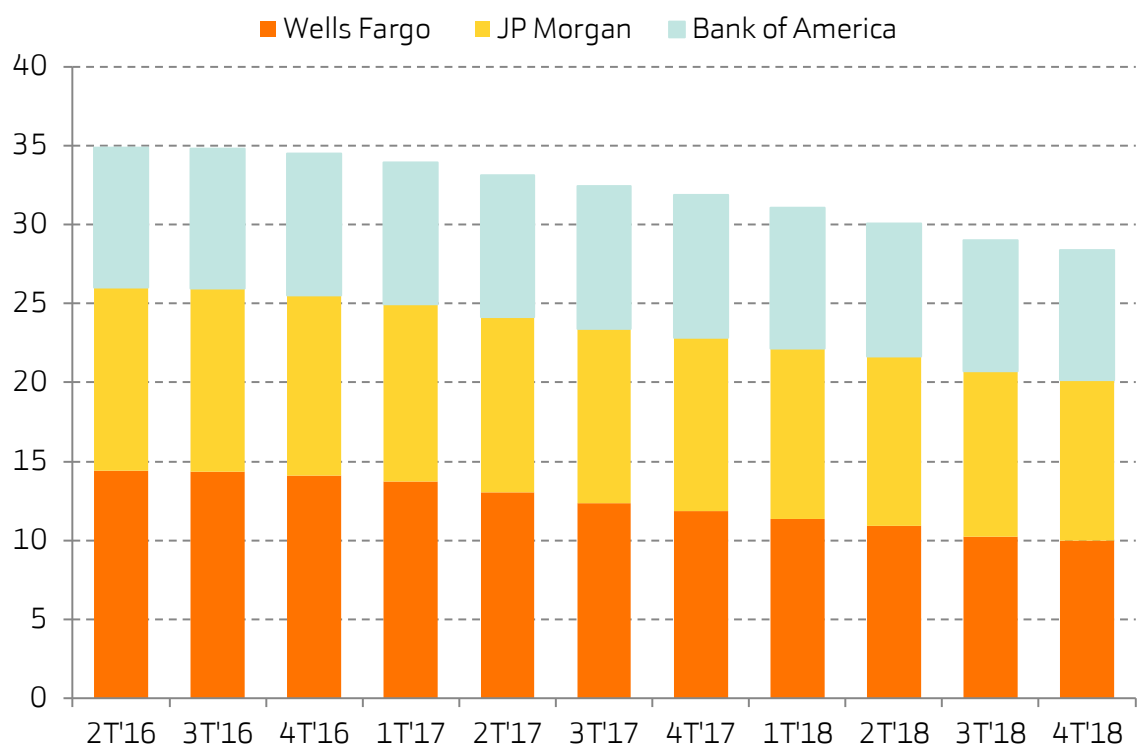


Gráfico 1.11: Evolución el Coste del Riesgo por segmentos en p.b

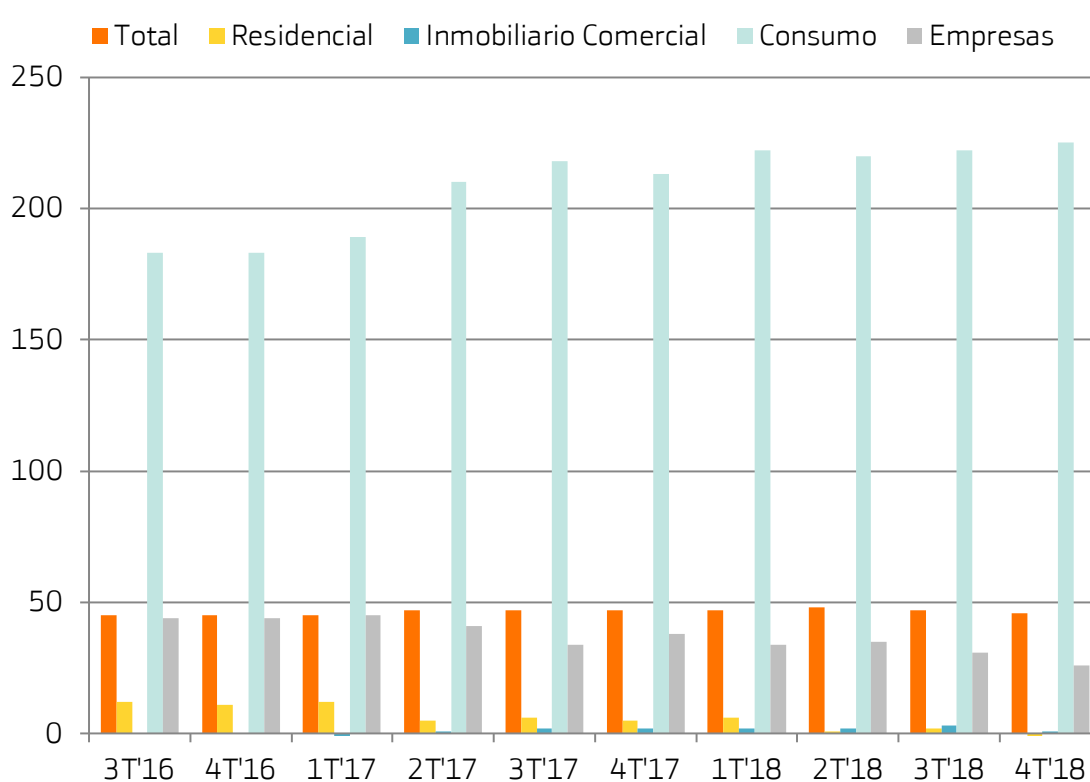
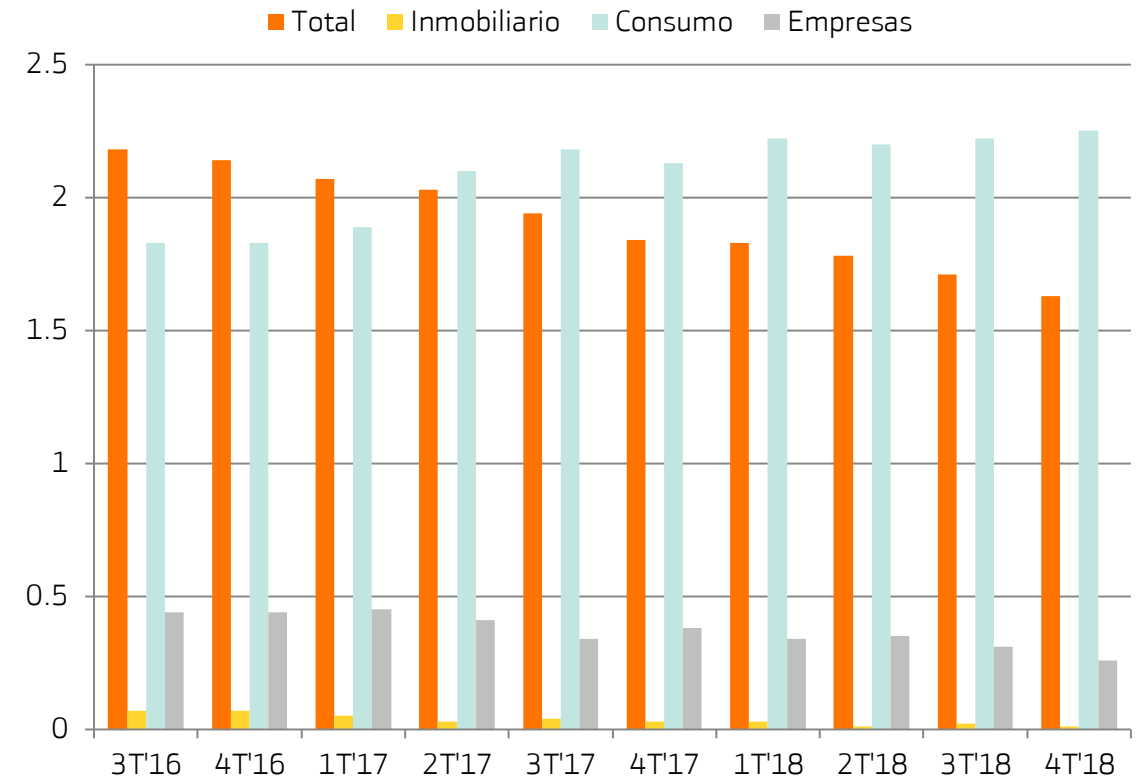


Gráfico 1.12: Evolución de fallidos por segmentos en %



Fuente: Bloomberg

Nuestra visión sobre los resultados del 1T'19

JP Morgan (Cierre: 113,6 €; Var. Día +0,1%): Los resultados del 1T 19 batieron ampliamente las expectativas gracias al **buen comportamiento del negocio típico** (+5,0% en crédito ex - CIB), la **gestión de costes** (ratio de eficiencia ~55,0% vs 59,0% en 4T 18) y una caída en ingresos por trading inferior a la esperada. La ratio de capital CET1 se mantiene estable en 12,0% (vs 12,0% en 4T 18) y la **rentabilidad ROTCE mejora hasta el 19,0%** (vs 14,0% en 4T18 vs 19,0% en 1T 18). Los Ingresos totales mejoran hasta 29.851 M\$ (+4,6%;+11,4% t/t) y superan las expectativas (28.360 M\$ e), el volumen de provisiones se mantiene estable (1.495 M\$ vs 1.548 M\$ en 4T 18) y el BNA mejora hasta 9.179 M\$ (+5,4%;+29,9% t/t), equivalente a un BPA ~2,65\$/acc (vs 2,35\$/acc esperado). El *guidance* del equipo gestor para 2019 apunta a un crecimiento superior a +4,0% en Margen de Intereses (> 58.000 M\$ vs 55.700 M\$ en 2018), con costes de explotación < 66.000 M\$ (vs 63.400 M\$ en 2018) y un volumen de provisiones < 5.500 M\$ (vs 4.900 M\$ en 2018). JPM aboga además por mantener el margen con clientes y alcanzar una rentabilidad media sobre el capital (RoTCE) del 17,0%.

Bank of América (Cierre: 30,0 €; Var. Día +1,1%): Los resultados del 1T'19 batieron las expectativas en la parte baja de la cuenta de resultados pero apreciamos cierta presión en los márgenes del negocio típico. La demanda de crédito evoluciona positivamente, especialmente en el segmento de medianas empresas y el stock de crédito aumenta a un ritmo de +4,0% en empresas y +3,0% en consumo. El margen de intereses aumenta +6,0% hasta 6.870 M\$, los costes operativos descienden -4,0% y el BNA alcanza 6.870 M\$ (+6,0%) equivalente a 0,71\$/acc (vs 0,66\$/acc esperado). Los índices de calidad crediticia evolucionan satisfactoriamente y la rentabilidad (ROTCE) es elevada pero la presión en márgenes dificulta la mejora de los ingresos típicos en el conjunto del año. El *guidance* del equipo gestor apunta a un crecimiento en margen de intereses de +3,0% hasta 23.200 M\$ en 2019 - en línea con lo esperado por el mercado - vs +6,0% en 2018.

Wells Fargo (Cierre 47,2\$; Var. Día -0,6%): La gestión de costes compensa la debilidad de ingresos y el BNA crece a doble dígito (+14,0%) - el mejor 1T 19 en cinco años -. Los ingresos alcanzan 21.600 M\$ (-1,4%;+2,8% t/t) y superan las expectativas (21.000 M\$ esperado), la ratio de eficiencia mejora hasta ~64,4% (vs 68,6% en 1T 18) y el coste el riesgo se mantiene estable en 30 pb (vs 30 pb en 4T 18 vs 32 pb en 1T 18). El BNA alcanza 5.860 M\$ (+14,0%; -3,3% t/t), equivalente a 1,20\$/acc (1,09\$/acc esperado). La rentabilidad RoTCE alcanza ~15,2% (vs 15,4% en 4T 18 vs 12,6% en 1T 18) y el equipo gestor confirma el objetivo de costes para 2019 en 52.000/53.000 M\$. **Mejorar en eficiencia y cumplir con las exigencias regulatorias son los ejes centrales de la entidad** que actualmente cuenta con un Consejero Delegado (CEO) provisional. El *guidance* del equipo gestor para el conjunto del año refleja una caída en ingresos típicos (margen de intereses) de -2%/-5% (vs +2,0%/-2,0% anterior). Las limitaciones al crecimiento del balance impuestas por la Fed y una estructura de balance orientada al mercado hipotecario dificultan la mejora de la cuenta de P&G durante los próximos trimestres. La cotización de Wells Fargo llegó a registrar una caída superior al -3,0% durante la presentación de resultados.

Citigroup (Cierre: 69,0 €; Var. Día -0,8%): Bate las expectativas gracias a la gestión de márgenes, la reducción de costes operativos y un comportamiento de los ingresos relacionados con mercado mejor que sus comparables. La estrategia de crecimiento en pasivo tradicional (5,0% en depósitos vs +3,0% en inversión), permite que el margen con clientes aumente +8,0 pb hasta 2,72%. Los esfuerzos en reducción de costes (-3,0% en gastos operativos) y una menor tasa impositiva (21,0% vs 24,0% en 1T'18) facilitan la mejora del BNA que alcanza 4.710 M\$ en 1T'19 (vs 4.620 M\$ en 1T'18) equivalente a 1,87\$/acc (vs 1,80 \$/acc esperado).

Goldman Sachs (Cierre: 204,6€; Var. Día -0,6%): La estrategia del banco se orienta a reducir los costes de financiación y mejorar en eficiencia pero la evolución de los ingresos sorprende negativamente. El equipo gestor aboga por captar hasta 10.000 M\$/año en depósitos minoristas y simplificar su estructura operativa para mejorar en eficiencia y rentabilidad pero también por invertir en tecnología en un momento de debilidad de ingresos. Los ingresos totales descienden hasta 8.810 M\$ (-13,0%) y defraudan las expectativas (8.990 M\$) en un entorno marcado por la debilidad de los ingresos por *trading* y menores operaciones de M&A (fusiones & adquisiciones). La gestión de costes compensa parcialmente la debilidad de ingresos y el BNA bate las expectativas. El BNA desciende -20,0% hasta 2.200 M\$, equivalente a 5,71\$/acc vs 4,89\$/acc esperado).

Morgan Stanley (Cierre: 47,2€; Var. Día -0,5%): Bate ampliamente las expectativas gracias a la evolución del negocio de gestión de activos y el control de costes (-4,0% en gastos operativos). La línea de ingresos totales acusa el mal comportamiento de los ingresos por *trading* y se sitúa en 10.290 M\$ (-7,0%). A pesar de ésta caída, los ingresos batieron las expectativas del mercado (9.990 M\$ esperado) gracias al negocio de gestión de activos - representa en torno al 50,0% del grupo - que refleja la recuperación de los mercados y la estabilidad de los márgenes del negocio (~27,0%). Cabe destacar que la rentabilidad de este negocio se sitúa ~25,0% aunque el equipo gestor confía en una mejora del mismo hasta niveles comprendidos entre el 26%-28%. En la parte baja de la cuenta de P&G, el BNA se sitúa en 2.340 M\$ (vs 2.580 M\$ en 1T'18) y el BPA Ordinario ~1,33\$/acc (vs 1,17\$/acc esperado).

Múltiplos de Valoración: P/V historico

Gráfico 1.13: P/V historico de Wells Fargo

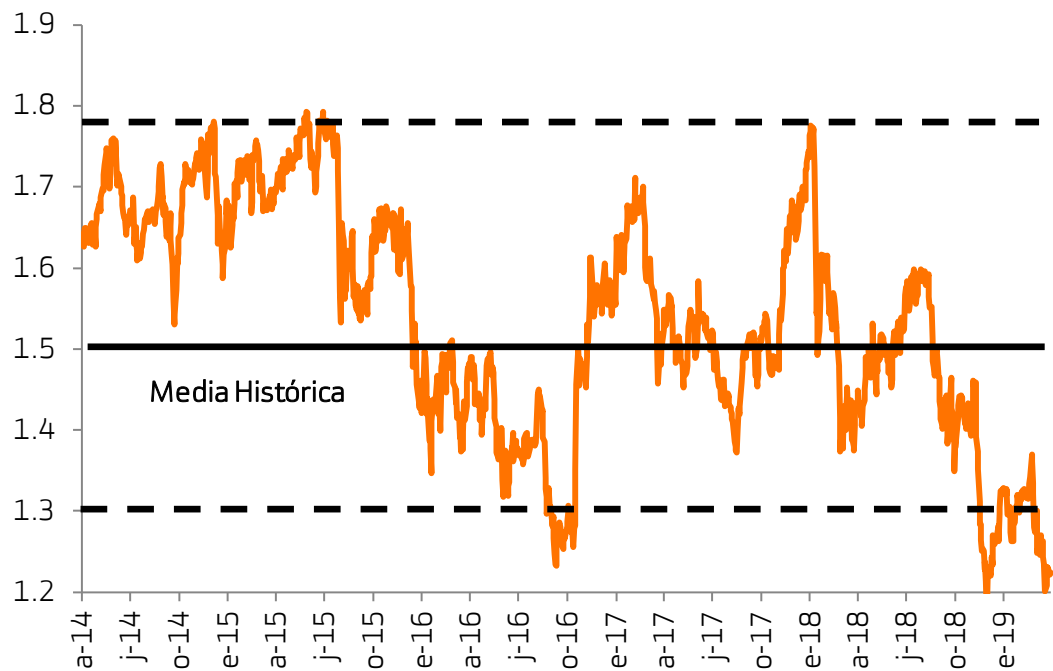


Gráfico 1.14: P/V historico de JP Morgan

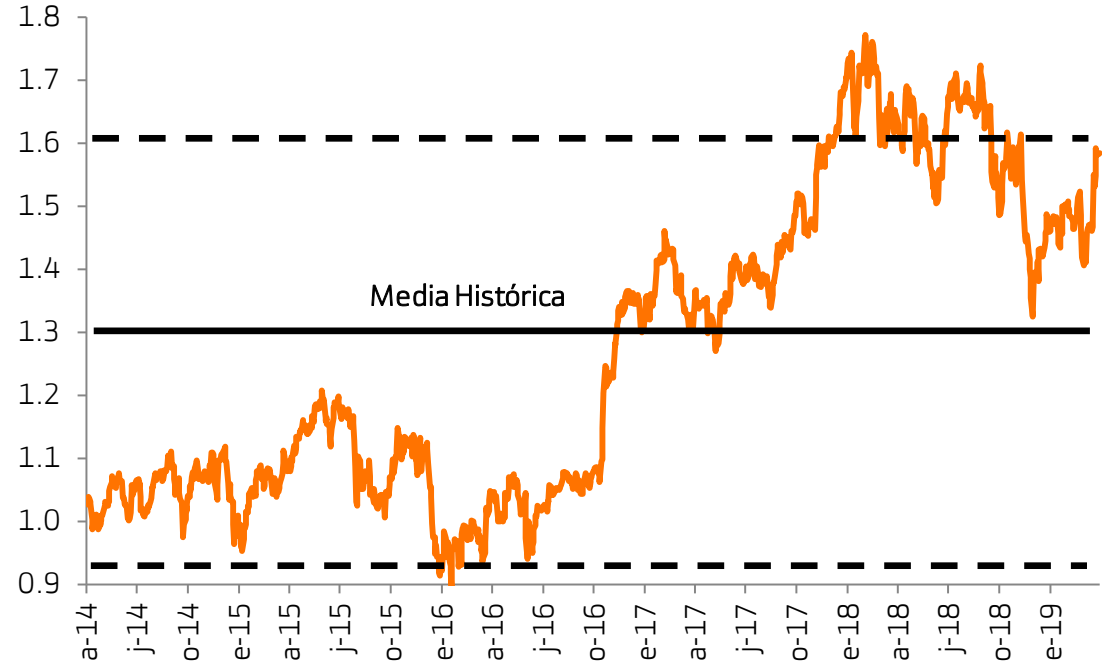


Gráfico 1.15: P/V historico de Bank of America

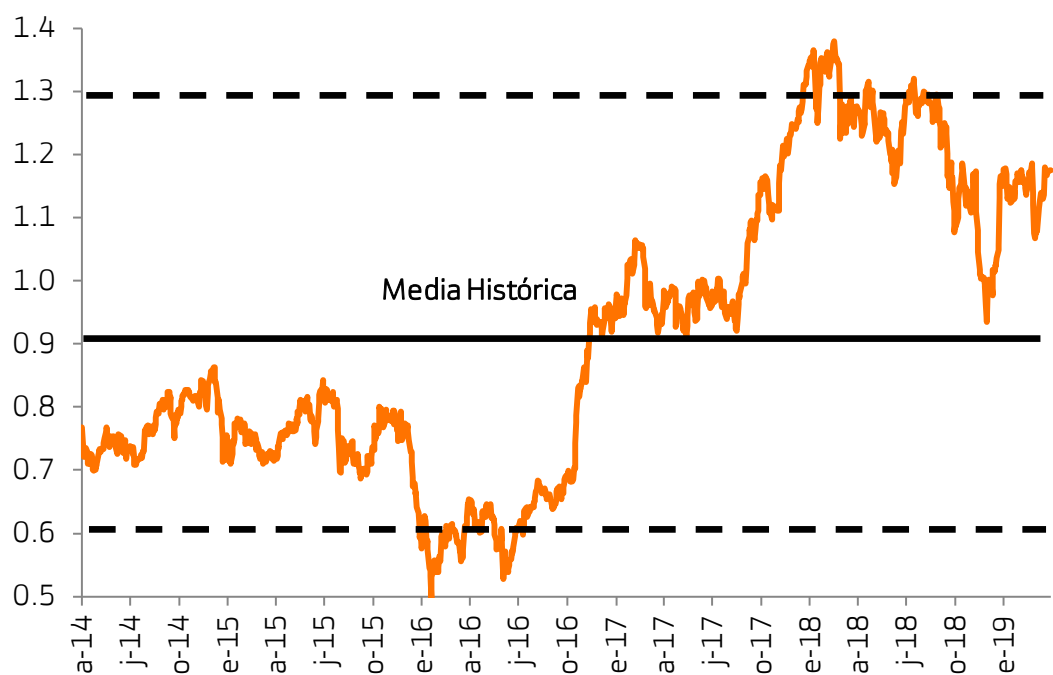


Gráfico 1.16: P/V historico de Citigroup

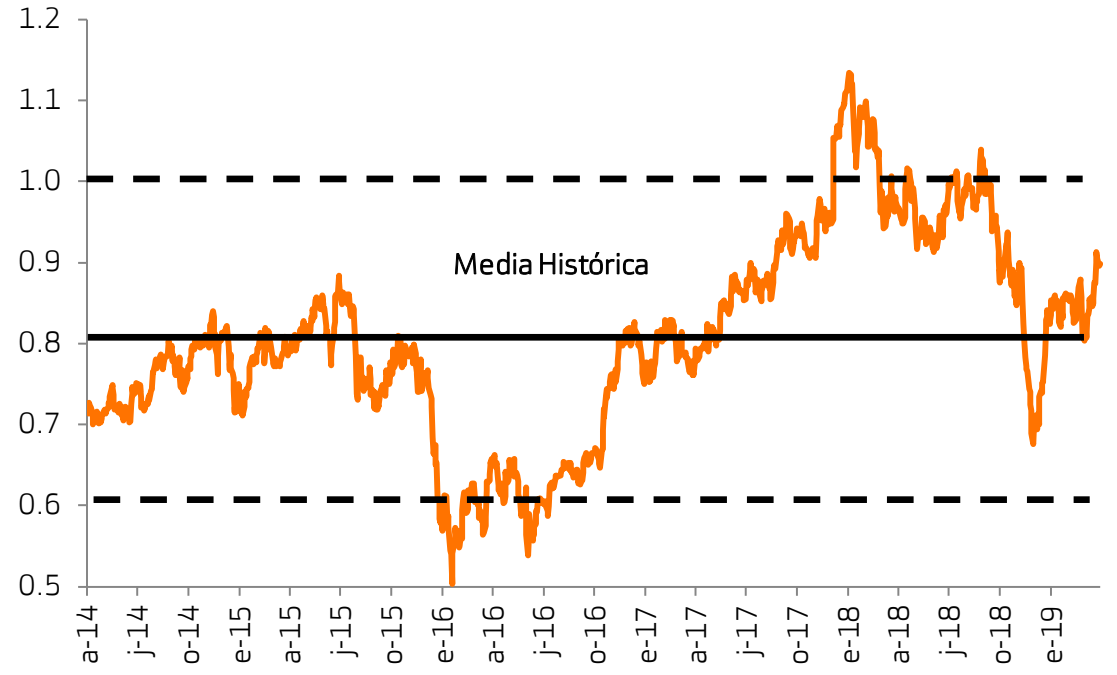


Gráfico 1.16: P/V historico de Goldman Sachs

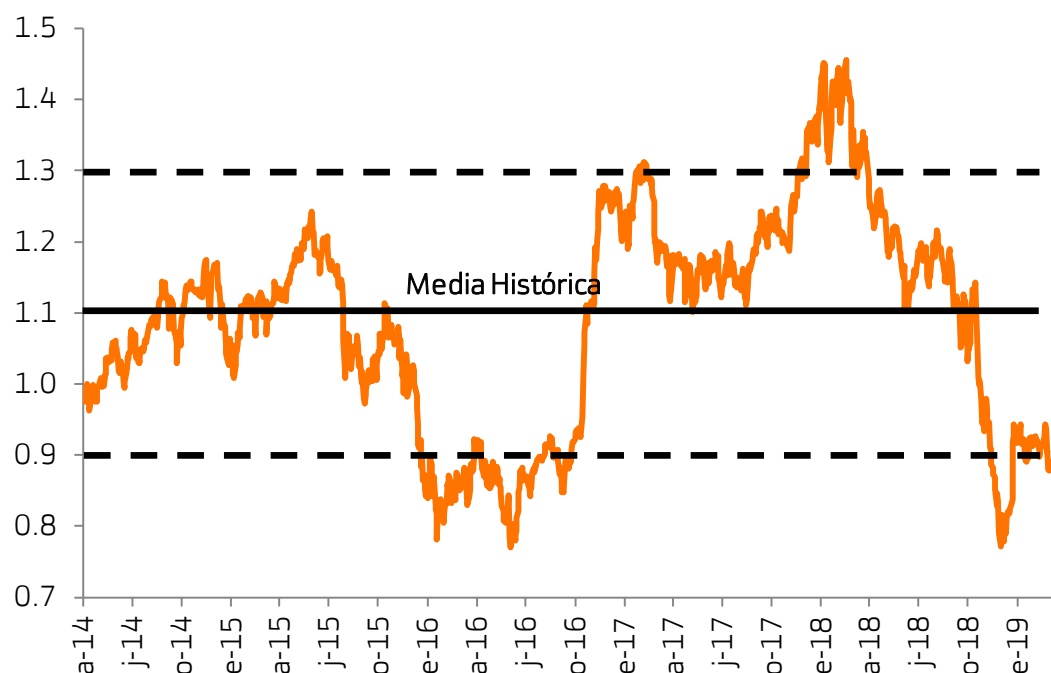
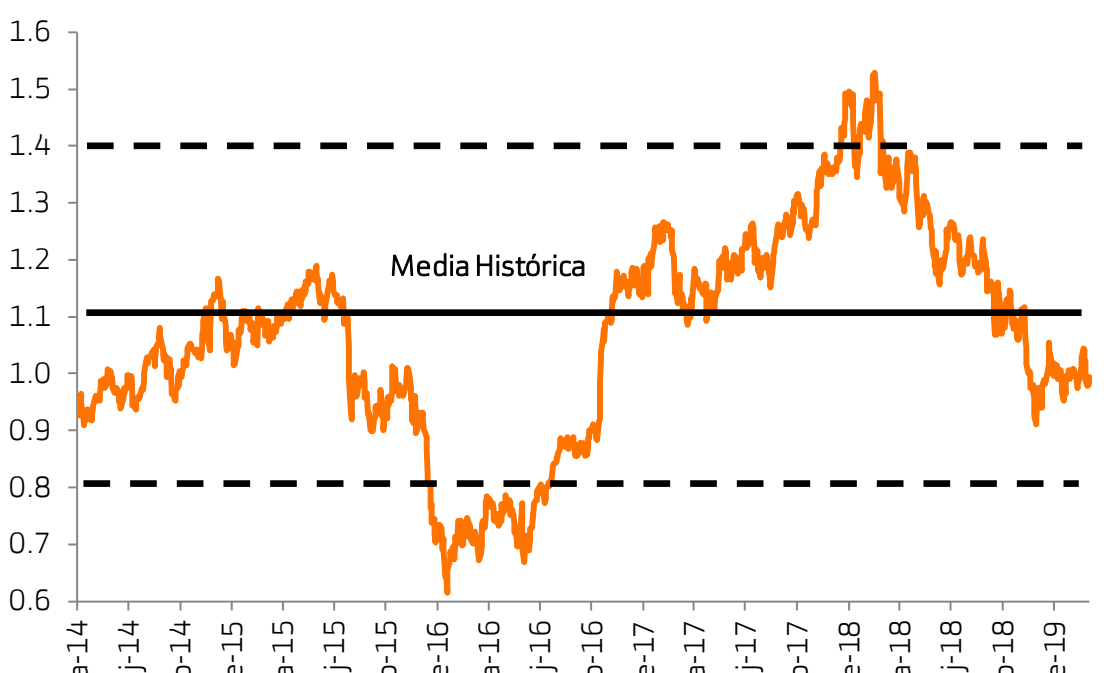


Gráfico 1.17: P/V historico de Morgan Stanley



Fuente: Bloomberg.