

Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Analista: Rafael Alonso

Nuestras entidades favoritas atraviesan por un buen momento en términos de actividad y rentabilidad.

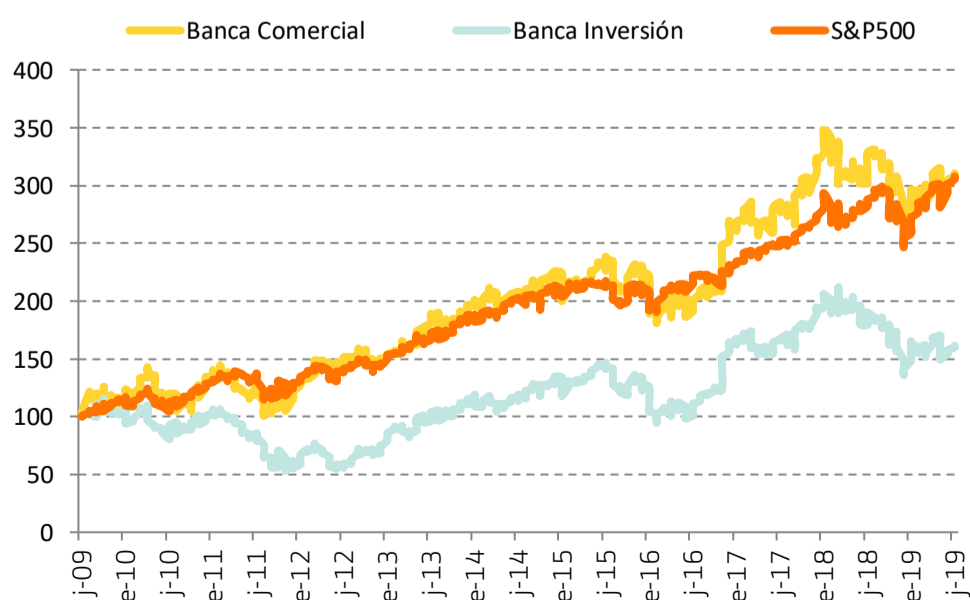
Conclusión: La Banca Comercial se revaloriza +16,6% en 2019 (vs +14,4% en Banca de Inversión) gracias al buen momento por el que atraviesan las entidades en términos de actividad, eficiencia y rentabilidad. Los fundamentales son sólidos y los múltiplos de valoración atractivos (RoTE ~17,0% & P/Vc~1,2x). Los Bancos de Inversión cotizan con múltiplos de valoración históricamente bajos pero el entorno de mercado dificulta la mejora de ingresos (*trading*) y rentabilidad.

Nuestras entidades favoritas son por este orden: 1º JP Morgan (sin cambios; +16,3% YTD), 2º Citigroup (sin cambios; 36,0% YTD) y 3º Bank of America (sustituye a Morgan Stanley tras subir +12,0% YTD).

Opinión: Los resultados 2T19 ponen de manifiesto el buen momento por el que atraviesa la banca comercial en términos de actividad (inversión crediticia & depósitos), eficiencia y rentabilidad (ROTE ~17,0%). El margen con clientes acusa el aplanamiento de la curva de tipos, pero el giro en la política monetaria - hacia bajadas de tipos - anticipa un menor coste de financiación para 2S19 (ver gráfico 1.2). (i) Los ingresos típicos crecen a un ritmo de +3,0% - en línea con el aumento de la inversión - y el Margen Neto aumenta +6,0% gracias a la gestión de costes operativos (-0,6%; -0,9% t/t), (ii) Los índices de calidad crediticia evolucionan satisfactoriamente (ver gráfico 1.4) y el coste del riesgo (provisiones/crédito) se mantiene en niveles históricamente bajos (<50 pb). En este entorno, el BNA del sector aumenta +12,4% (+3,7% t/t) y supera las expectativas. Los negocios relacionados con mercado - *Trading* y Banca de Inversión principalmente - acusan la baja volatilidad de las bolsas, unos volúmenes de contratación reducidos y un menor apetito empresarial por operaciones de M&A (fusiones & adquisiciones).

Nuestra estrategia de inversión se centra en entidades que cumplen los siguientes requisitos: (i) La rentabilidad (ROTE) supera la media sectorial (JP Morgan), (ii) el plan de negocio pivota sobre mejoras de eficiencia (Citigroup), (iii) los fundamentales son sólidos y los múltiplos de valoración atractivos (Bank of América) y (iv) evitar bancos especialmente expuestos al mercado inmobiliario (Wells Fargo) donde los fundamentales - actividad, márgenes y rentabilidad - muestran signos de debilidad así como (v) aquellas entidades con mayor exposición a mercados (Goldman Sachs & Morgan Stanley). Estas entidades cotizan con múltiplos de valoración atractivos desde un punto de vista histórico (gráficos 1.16 y 1.17) pero el entorno de mercado dificulta la mejora de ingresos (*trading*) y rentabilidad.

Evolución Bursátil: Bancos vs S&P 500



Fuente: Bloomberg.

Beneficio Neto BNA	12 M Trailing		Trimestres Estancos: Var % a/a				
	Mills \$	% Var	2T 18	3T 18	4T 18	1T 19	2T 19
Wells Fargo	24.137	14,9%	-11,4%	32,3%	-1,4%	14,1%	19,7%
JP Morgan	34.277	22,5%	18,3%	24,5%	n.s	5,4%	16,1%
Bank of America	29.104	35,4%	32,9%	32,1%	n.s	5,7%	8,3%
Citigroup Inc	18.444	n.s	16,0%	11,8%	n.s	1,9%	6,9%
US Bancorp	7.191	7,8%	16,7%	16,1%	10,3%	1,4%	4,1%
B. Comercial	113.153	58,2%	13,5%	25,0%	n.s	6,3%	12,4%
Goldman Sachs	9.734	73,9%	40,1%	18,6%	n.s	-20,5%	-5,6%
Morgan Stanley	8.273	9,3%	38,7%	18,6%	n.s	-9,0%	-9,7%
B. Inversión	18.007	36,7%	39,4%	18,6%	n.s	n.s	-7,6%
Total Bancos	131.160	54,9%	17,0%	24,0%	n.s	2,7%	9,3%

Indicadores de Riesgo & Liquidez	NPLs/AT Último (iii)	NPLs / Capital (iii)		L-t-D ratio (iv)		Pasivo Retail (v)	
		2T 18	2T 19	2T 18	2T 19	2T 18	2T 19
Wells Fargo	0,3%	3,6%	3,0%	76%	76%	76%	75%
JP Morgan	0,2%	2,1%	1,9%	65%	63%	62%	62%
Bank of America	0,2%	2,2%	1,6%	72%	70%	65%	65%
Citigroup Inc	0,2%	1,9%	1,8%	71%	71%	58%	58%
US Bancorp	0,2%	1,8%	1,5%	83%	84%	83%	82%
B. Comercial	0,2%	2,3%	2,0%	74%	73%	69%	68%
Goldman Sachs	0,0%	1,1%	0,0%	49%	48%	38%	41%
Morgan Stanley	0,0%	0,0%	0,0%	46%	45%	47%	47%
B. Inversión	0,0%	0,5%	0,0%	48%	47%	43%	44%
Total Bancos	0,1%	1,4%	1,0%	61%	60%	56%	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)	
		2T 18	2T 19	2T 18	2T 19	2T 18	2T 19
Wells Fargo	11,9%	7,9%	7,7%	1,7%	1,9%	13,9%	16,5%
JP Morgan	12,1%	7,1%	6,9%	1,8%	2,2%	15,3%	18,6%
Bank of America	12,0%	7,5%	7,3%	1,5%	2,0%	12,4%	16,8%
Citigroup Inc	12,9%	8,5%	7,8%	-0,5%	1,6%	-3,5%	12,2%
US Bancorp	8,8%	7,3%	7,3%	1,8%	1,9%	19,9%	20,7%
B. Comercial	11,6%	7,7%	7,4%	1,3%	1,9%	11,6%	17,0%
Goldman Sachs	13,5%	7,3%	5,9%	1,0%	1,8%	8,1%	17,6%
Morgan Stanley	16,8%	7,1%	7,2%	2,0%	2,2%	12,4%	17,6%
B. Inversión	15,1%	7,2%	6,6%	1,5%	2,0%	10,2%	17,6%
Total Bancos	13,3%	7,4%	7,0%	1,4%	2,0%	10,9%	17,3%

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

Múltiplos de Valoración

	Mkt. Cap Mills \$	% Revalor.		PER		P/Vc e	Div Yield e
		P. Ultimo	YTD	19 e	20 e		
Wells Fargo	203.434	46,0	-0,1	9,9 x	9,7 x	1,2 x	4,4%
JP Morgan	368.321	113,5	16,3	11,3 x	10,8 x	1,5 x	3,1%
Bank of America	274.672	29,4	19,3	10,4 x	9,5 x	1,1 x	2,5%
Citigroup Inc	160.215	70,9	36,2	9,4 x	8,3 x	0,9 x	2,9%
US Bancorp	87.563	55,0	20,4	12,8 x	12,3 x	1,8 x	3,0%
B. Comercial	559	16,6	10,6 x	9,9 x	1,2 x	3,0%	
Goldman Sachs	81.232	213,5	27,8	9,2 x	8,5 x	1,0 x	2,3%
Morgan Stanley	73.643	44,4	12,0	9,0 x	8,3 x	1,0 x	3,2%
B. Inversión	145	14,4	10,5 x	9,8 x	1,2 x	2,1%	
S&P 500	2.977	18,7	17,9 x	16,2 x	3,2 x	2,0%	

Fuente: Bloomberg.

Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Cuenta de P&G sectorial ⁽¹⁾

P&G Ajustada ⁽²⁾	2T'18	3T'18	4T'18	1T'19	2T'19	Acumulado		% Variación		
						12 M Trailing		2T'19	12M	
Datos en M€						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽³⁾	52.538	53.403	54.528	54.157	53.937	216.025	206.606	2,7%	-0,4%	4,6%
Otros ingresos ⁽⁴⁾	43.457	42.633	38.222	43.705	44.116	168.676	169.805	1,5%	0,9%	-0,7%
Margen Bruto	95.995	96.036	92.750	97.862	98.053	384.701	376.411	2,1%	0,2%	2,2%
Gastos Generales	57.055	55.834	55.393	57.218	56.730	225.175	231.011	-0,6%	-0,9%	-2,5%
Margen Neto	38.940	40.202	37.357	40.644	41.323	159.526	145.400	6,1%	1,7%	9,7%
Prov. insolvencias	7.365	7.236	8.151	8.408	7.736	31.531	31.317	5,0%	-8,0%	0,7%
Rdo. Operativo	31.575	32.966	29.206	32.236	33.587	127.995	114.083	6,4%	4,2%	12,2%
Deterioros & Extraordinarios	2.758	2.701	2.912	2.710	2.788	11.111	11.674	1,1%	2,9%	-4,8%
BAI.	34.333	35.667	32.118	34.946	36.375	139.106	125.757	5,9%	4,1%	10,6%
Impuestos & otros	-7.807	-7.676	-5.541	-6.187	-6.549	-25.953	-54.239	-16,1%	5,9%	-52,2%
BNA Publicado	26.526	27.991	26.577	28.759	29.826	113.153	71.518	12,4%	3,7%	58,2%

(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	2T'18	3T'18	4T'18	1T'19	2T'19	MM \$		Variación	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Datos en MM€									
Liquidez ⁽⁵⁾	1.875	1.943	1.892	1.909	1.851	-24	-58	-1,3%	-3,0%
Cartera Valores	2.419	2.401	2.410	2.602	2.707	288	106	11,9%	4,1%
Inversión Crediticia	3.852	3.855	3.921	3.890	3.935	83	45	2,2%	1,2%
Otros	990	1.018	1.035	1.036	1.024	34	-12	3,4%	-1,2%
Total Activo	9.135	9.217	9.258	9.436	9.517	382	80	4,2%	0,9%
Depósitos	5.367	5.407	5.497	5.515	5.587	219	71	4,1%	1,3%
Finac. Mayorista	2.789	2.840	2.793	2.946	2.944	155	-2	5,6%	-0,1%
Fondos Propios	979	970	968	975	986	7	11	0,7%	1,1%
Total Pasivo & F.Propios	9.135	9.217	9.258	9.436	9.517	382	80	4,2%	0,9%
APR's ⁽⁶⁾	5.824	5.810	5.769	5.804	5.833	9	29	0,2%	0,5%
TCE ⁽⁷⁾	694	685	682	694	699	6	6	0,8%	0,8%

(5) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

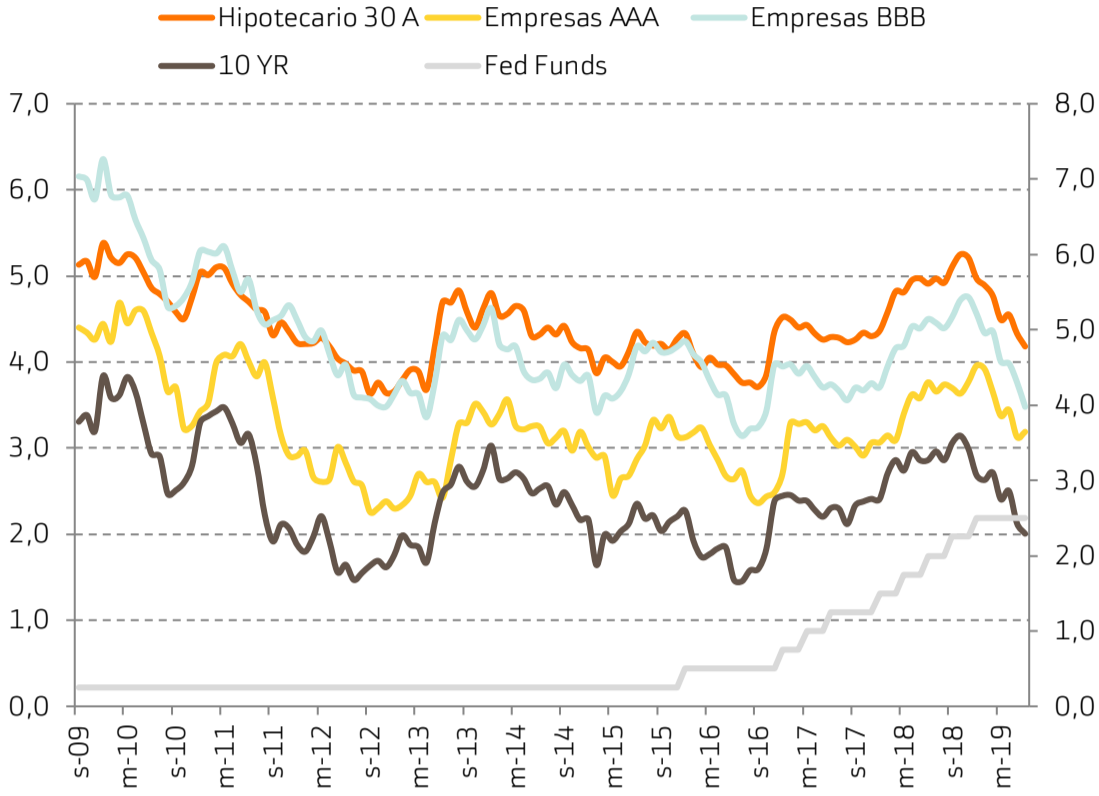
	2T'18	3T'18	4T'18	1T'19	2T'19	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁸⁾	71,8%	71,3%	71,3%	70,5%	70,4%	-1,3 pb	-0,1 pb
APR's/ Activos ⁽⁹⁾	63,8%	63,0%	62,3%	61,5%	61,3%	-2,5 pb	-0,2 pb
TCE/ Fondos Propios	70,8%	70,6%	70,5%	71,1%	70,9%	0,1 pb	-0,2 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	15,3%	16,3%	15,6%	16,6%	17,1%	1,8 pb	0,5 pb
ROA ⁽¹¹⁾	1,2%	1,2%	1,1%	1,2%	1,3%	0,1 pb	0,0 pb

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

Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Indicadores de Negocio

Gráfico 1.1: Tipos de Interés del activo



Fuente: Bloomberg & Fed de NY

Gráfico 1.2: Coste medio del pasivo

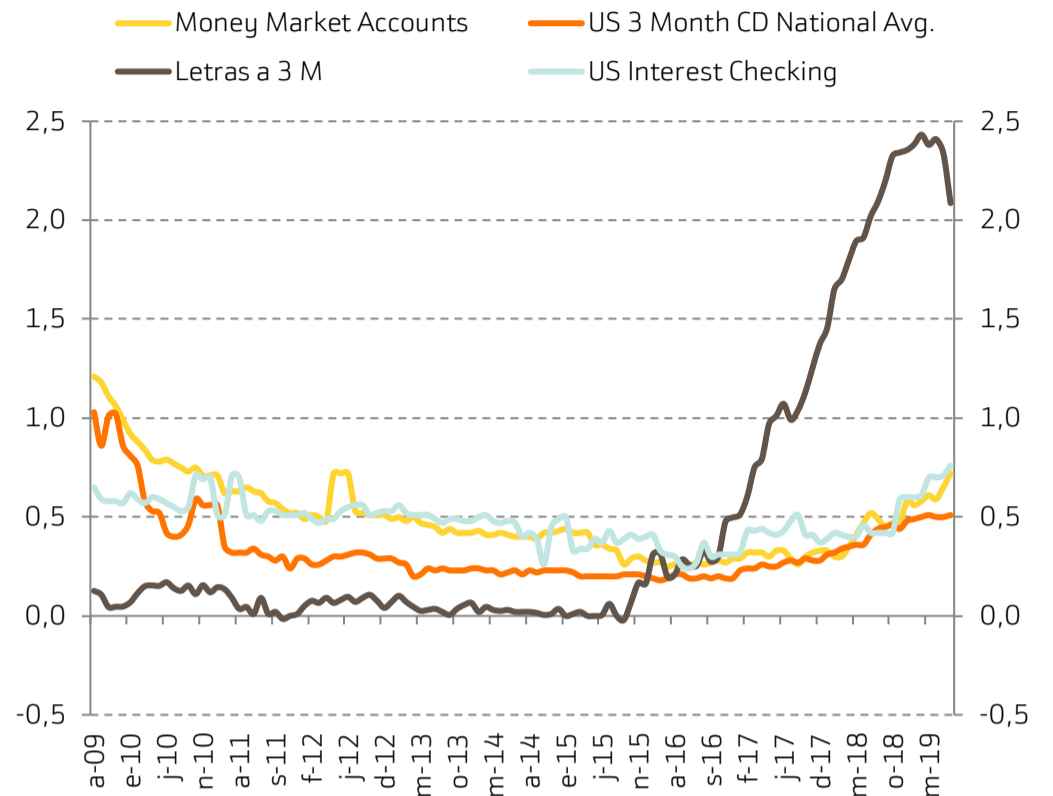
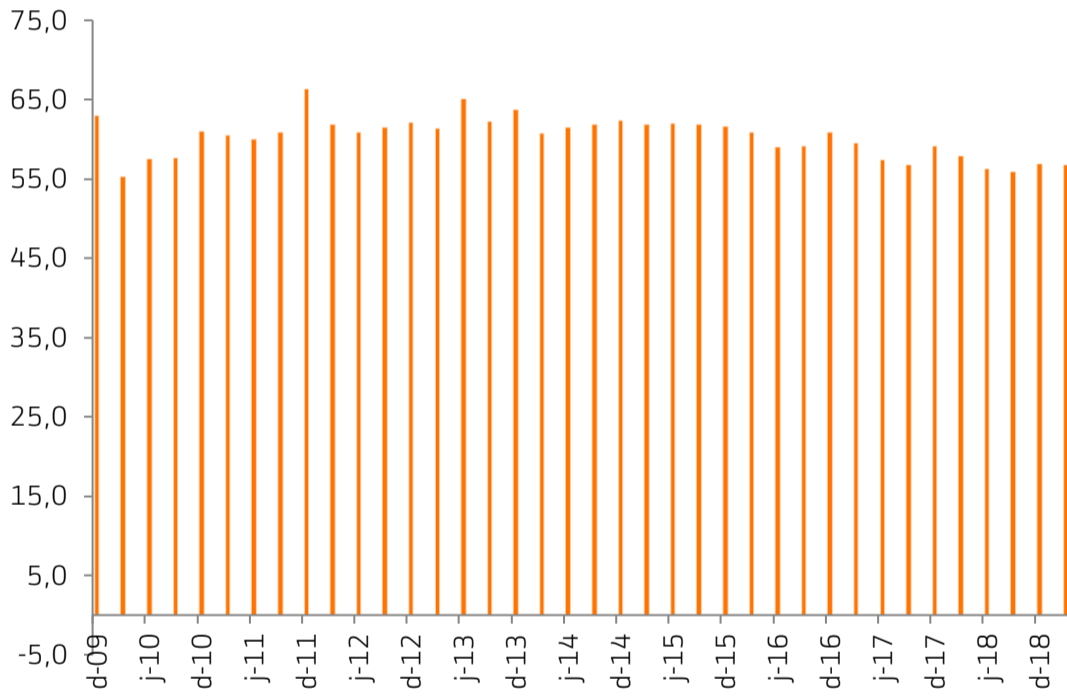


Gráfico 1.3: Ratio de Eficiencia



Fuente: Bloomberg & FDIC

Gráfico 1.4: Ratio de morosidad

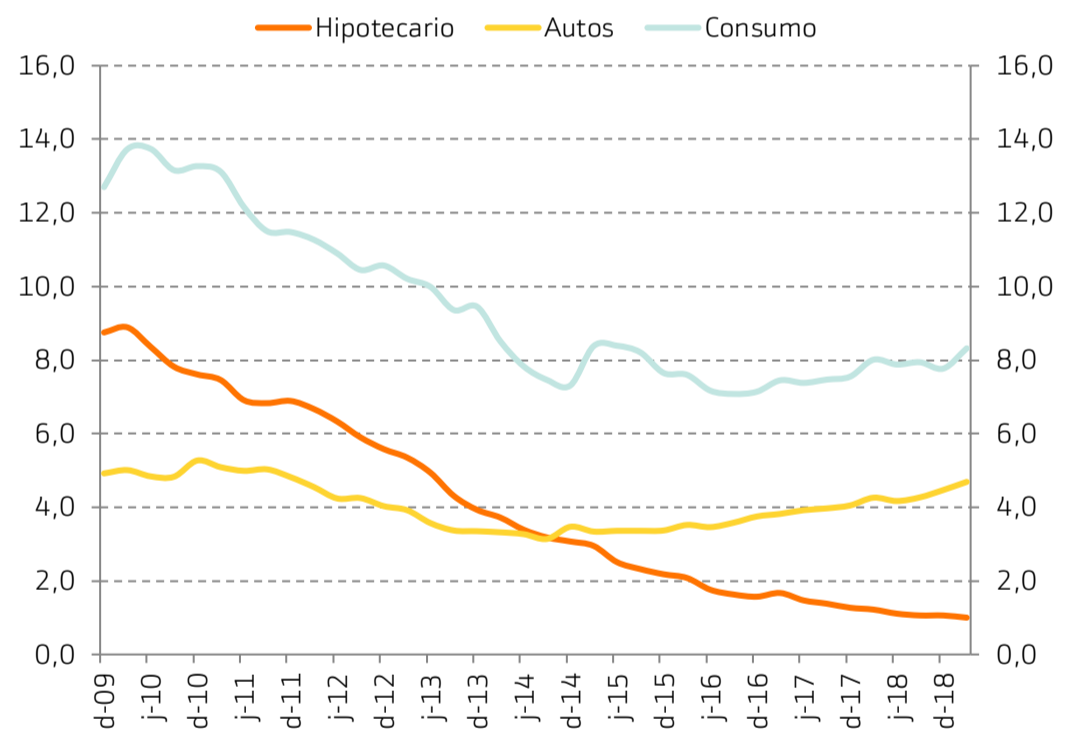
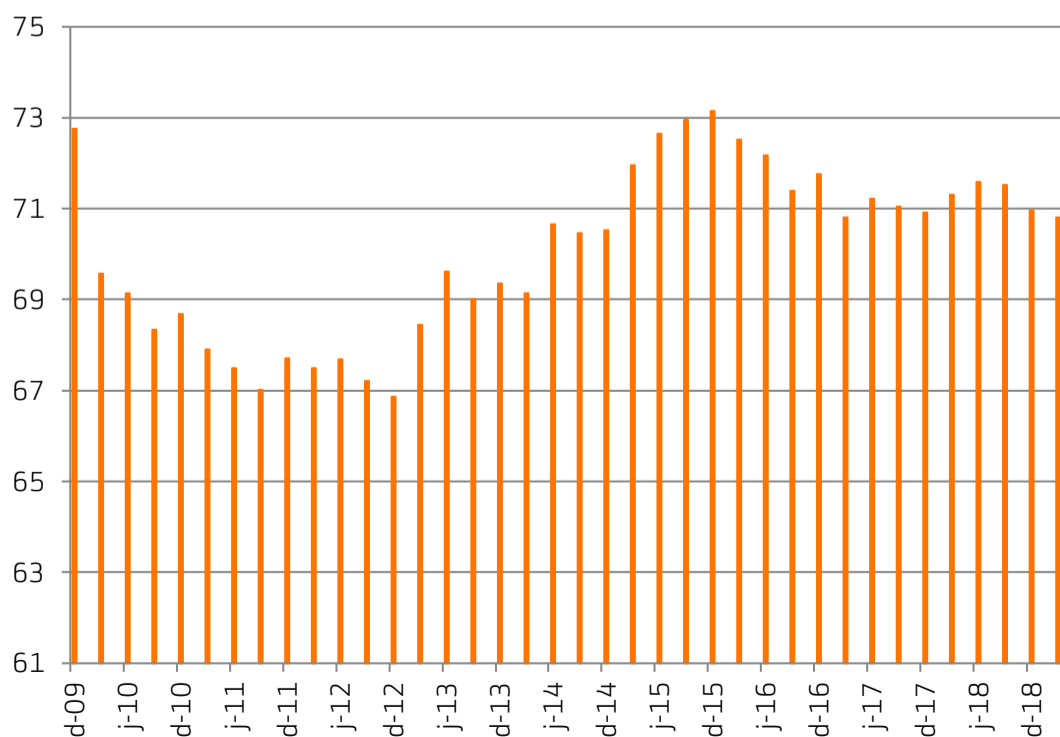
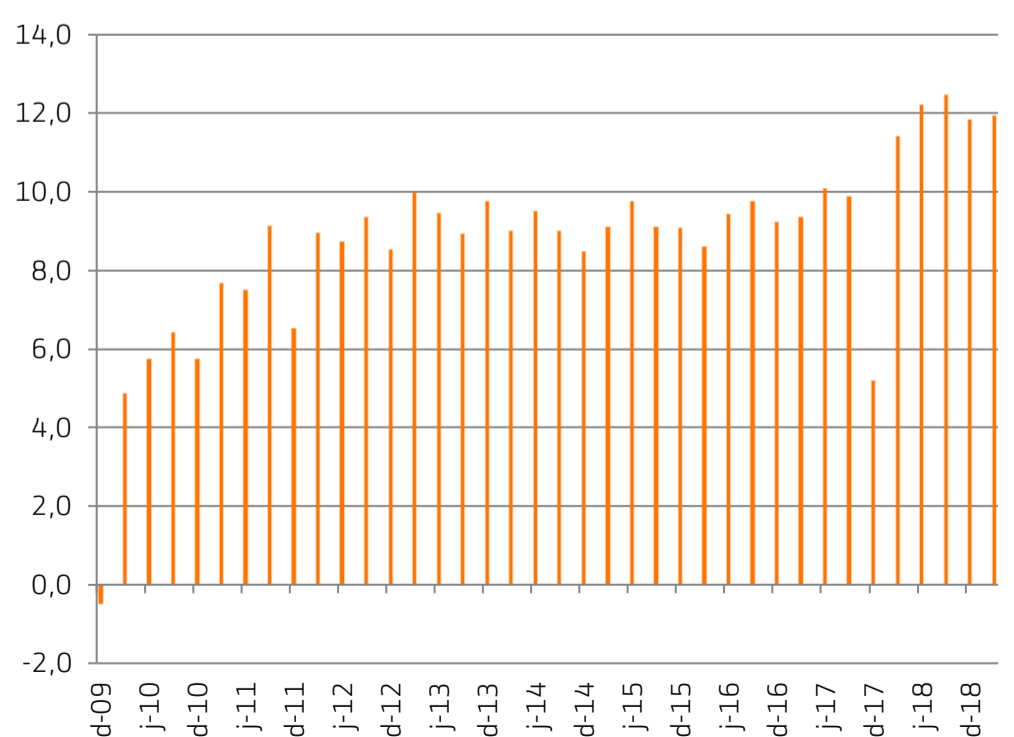


Gráfico 1.5: Densidad de capital



Fuente: Bloomberg & FDIC

Gráfico 1.6: RoE



Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Nuestra visión sobre los resultados del 2T'19

JP Morgan: El BNA aumenta +5,0% hasta 9.652M\$ en 2T19 equivalente a un BPA (Beneficio por acción) de 2,82\$ (+6% a/a) vs 2,50\$ esperado. Los ingresos alcanzan 29.566M\$ (-1%) vs 28.840M\$ esperado, los gastos operativos se mantuvieron planos en 16.341M\$ (-0% a/a) y las provisiones caen hasta 1.149M\$ (-23%). La ROTE mejora hasta 20% (19% en 1T19 y 17% en 2T18) y la ratio de capital CET 1 alcanzó 12,2% (vs 12,1% en 1T19, vs 12,0% en 2T18). La entidad revisaligeramente a la baja sus provisiones para el conjunto del año en Margen de Intereses (hasta 57.500M\$ desde 58.000M\$), pero mantiene sus provisiones de gastos (66.000Mn\$) y provisiones (5.500Mn\$). **Opinión:** Valoramos positivamente la evolución de los índices de solvencia y calidad crediticia, así como el aumento de la rentabilidad (RoTE).

Citigroup: El BNA alcanza 4.799M\$ (+7% a/a; +2% t/t), equivalente a un BPA ~1,95\$/acc (+20% a/a) y bate ampliamente las expectativas (1,80\$ e). Los factores que explican el buen comportamiento son principalmente (i) un descenso de -10% en el número de acciones (plan de recompra), (ii) la gestión de costes operativos (-2,0%; -1,0% t/t) y (iii) resultados extraordinarios ~350 M\$. Los ingresos ascienden a 18.758M\$ (+2% a/a; +1% t/t) gracias al buen comportamiento de la Banca de Consumo (+3% a/a). **Opinión:** Valoramos positivamente la mejora en la rentabilidad (RoTE) - actualmente en 11,9% (vs 10,8% 2T18) - la exposición del banco al segmento de consumo y el compromiso del equipo gestor por alcanzar una ROTE ~13,5% en 2020.

Bank of América: Los Ingresos Totales crecen +2,0% hasta 23.100 M\$ gracias a la resiliencia del Margen de Intereses (12.190 M\$; +4,6%) en un entorno de menores ROF's (trading). La cifra de ingresos ha sido inferior a lo esperado (12.190 M\$ en M. Intereses vs 12.444 M\$ e y 3.200 M\$ en trading vs 3.300 M\$ e) que se explica por la presión en márgenes (2,44% vs 2,51% en 1T19). La gestión de costes (planos en 13.300 M\$; y eficiencia ~57,0%) y un menor coste del riesgo (38 pb vs 43 pb en 1T19) permiten que el BNA alcance 7.300 M\$ (+8,0% vs +6,0% en 1T19). **El BPA Ordinario se sitúa en 0,74\$/acc (+17,0%) y supera las expectativas (0,71\$/acc esperado).** **Opinión:** Valoramos positivamente los resultados en base a: (i) El volumen de negocio evoluciona positivamente (+3,0% en inversión y +5,0% en depósitos), (ii) **no se aprecian síntomas de deterioro en los índices de calidad crediticia** y (iii) la rentabilidad (RoTE) alcanza ~16,2% (vs 15,2% en 2T18) con una ratio de solvencia CET I ~11,7% (vs 11,6% en 1T19). Pensamos que **BoA cotiza con unos múltiplos de valoración atractivos (PVC ~1,0 x)** a pesar de acumular una revalorización de +18,6% en el conjunto del año. Link a los resultados del banco.

Wells Fargo (45,3\$, -3%). Batió expectativas en los resultados del 2T 19, pero el deterioro de márgenes y la pérdida de tracción en el recorte de costes pasan factura a la cotización. El BNA alcanza 6.210Mn\$ (+17% a/a; +6% t/t) equivalente a un BPA de 1,30\$ (vs 1,17\$ esperado). El Margen de Intereses desciende hasta 2.095Mn\$ (-4% a/a), los gastos operativos bajan hasta 13.449 M\$(-4,0%) y las provisiones -4%, hasta 503M\$. La Rentabilidad (ROTE) mejora hasta 15,78% (12,62% en 2T18). **Opinión:** La pérdida de tracción del mercado hipotecario y la dificultad para implementar nuevos recortes de costes entorpecen la mejora de la cotización que apenas sube en el año (vs +16,6% de sus competidores).

Goldman Sachs (215,5, +1,9%). El BNA alcanza 2.420Mn\$ (-6% a/a; +8% t/t) en 2T19 y el BPA 5,81\$ (-3% a/a; +2% t/t), por encima de lo esperado (4,93\$ e). Las principales líneas de ingresos sorprendieron positivamente. Banca de inversión (1.860Mn\$ vs. 1.770Mn\$ e), Clientes Institucionales (3.480Mn\$ vs. 3.330Mn\$e) y Crédito (2.530Mn\$ vs. 2.000Mn\$). La división de Gestión de Activos fue la única que no superó expectativas de ingresos (1.590Mn\$ vs. 1.660Mn\$). La ROE se redujo hasta el 11,1% (vs 12,8% en 2T18) y la ratio de capital CET 1 mejoró hasta 13,5% (vs. 11,5% en 2T18). La entidad ha recomprado 6,2Mn de acciones con un desembolso de 1.250Mn\$. Con todo, el valor contable por acción ha crecido un +10%, hasta 214\$, y el valor tangible por acción también un +10%, hasta 203\$. **Opinión:** resultados satisfactorios si tenemos en cuenta la dificultad del entorno (reducida volatilidad y TIR de los bonos en niveles históricamente bajos). Aún así, **preferimos entidades menos expuestas al negocio de trading y mercados.**

Morgan Stanley: Bate expectativas en 3T19 gracias a la de gestión de activos y el control de costes (-2,0%). Los Ingresos Totales alcanzan 10.244 M\$ (-3,4%), la ratio de eficiencia se mantiene estable en ~72,0% y el BNA desciende hasta 2.201 M\$ (-9,7%), equivalente a un BPA Ordinario ~1,23\$/acc (-5,4% vs 1,14\$/acc esperado). El ROTE es elevado aunque afloja hasta 12,8% (vs 14,9% en 2T18) y la ratio de solvencia CETI alcanza ~16,3% (vs 16,7% en 1T19). **Opinión:** **La cuenta de P&G evoluciona mejor de lo esperado a pesar de la dificultad del entorno (trading y volúmenes de actividad bajos).** El negocio de Gestión de Activos (Banca Privada y Gestión de Fondos) - representa el 51,2% de los ingresos - muestra signos de mejora en las principales métricas (Activos Gestionados, Márgenes & ROTE) aunque el Negocio Mayorista (Banca de Inversión & Valores) acusa el descenso en los volúmenes de actividad. **Destaca positivamente la Banca Privada** (+2,0% en Ingresos & -0,1% en costes) donde el Margen (BAI/Ingresos) alcanza ~28,0% (vs 27,0% en 1T19) y el ROTE ~36% (estable). **América continúa siendo la principal fuente de ingresos** (71,7%), EMEA muestra un mal comportamiento (-14,0% en Ingresos) y Asia - objetivo estratégico del banco a largo plazo - se mantiene estable.

Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Múltiplos de Valoración: P/V historico

Gráfico 1.13: P/V historico de Wells Fargo

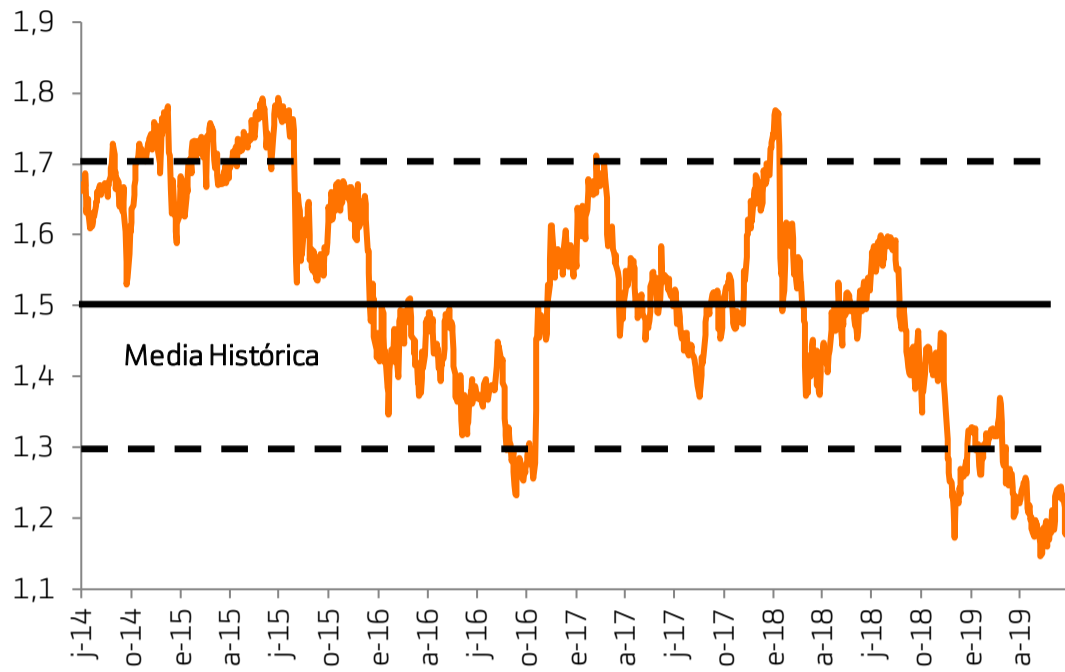


Gráfico 1.14: P/V historico de JP Morgan

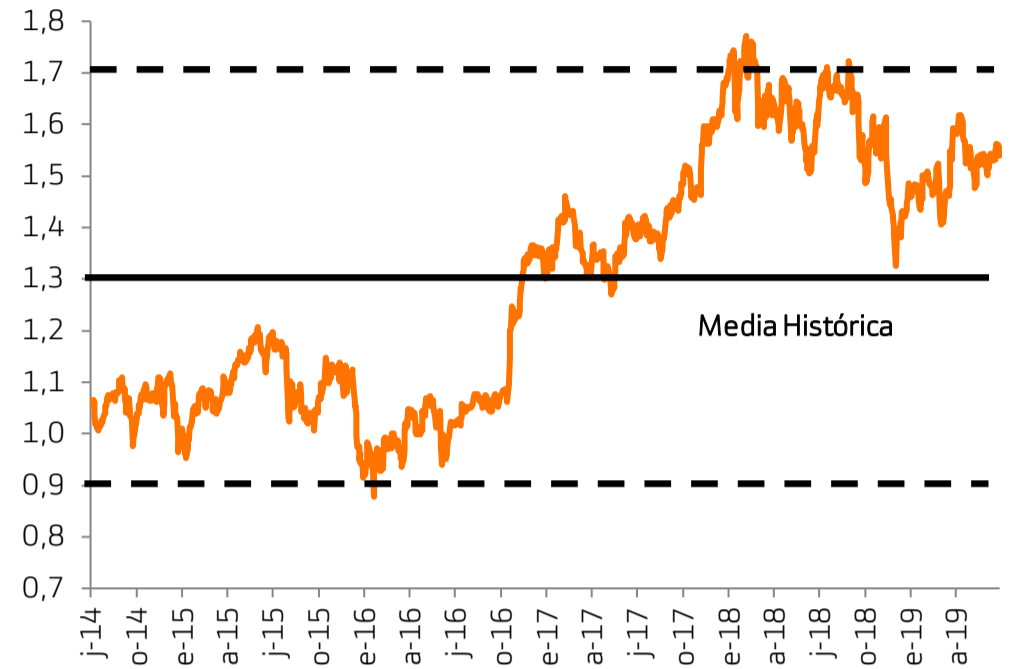


Gráfico 1.15: P/V historico de Bank of America

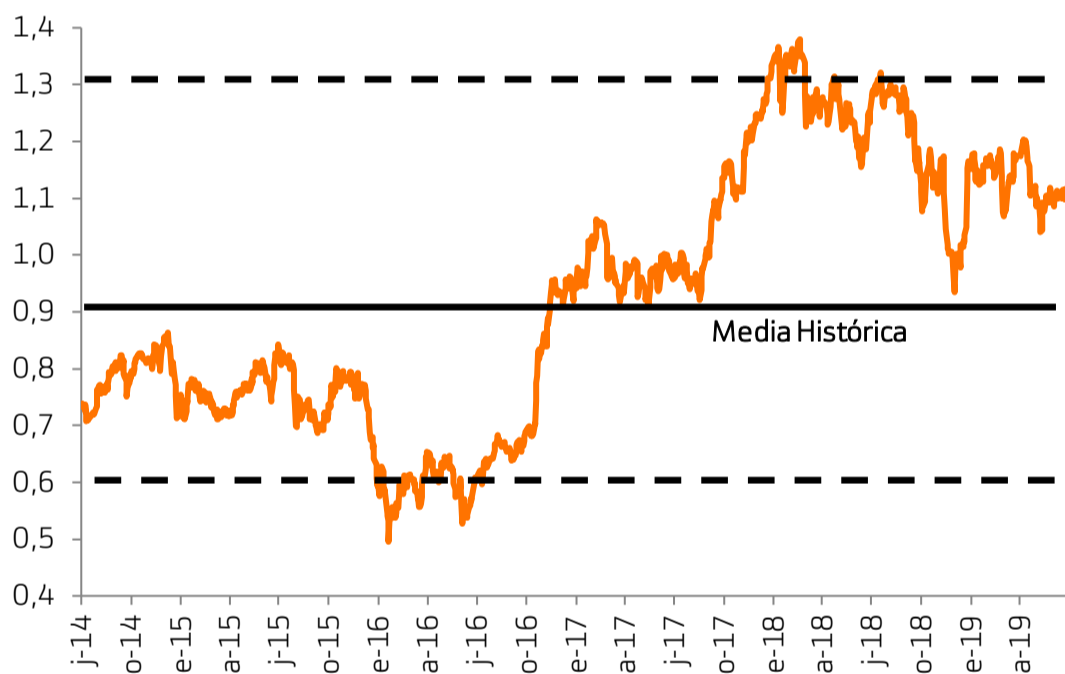


Gráfico 1.16: P/V historico de Citigroup

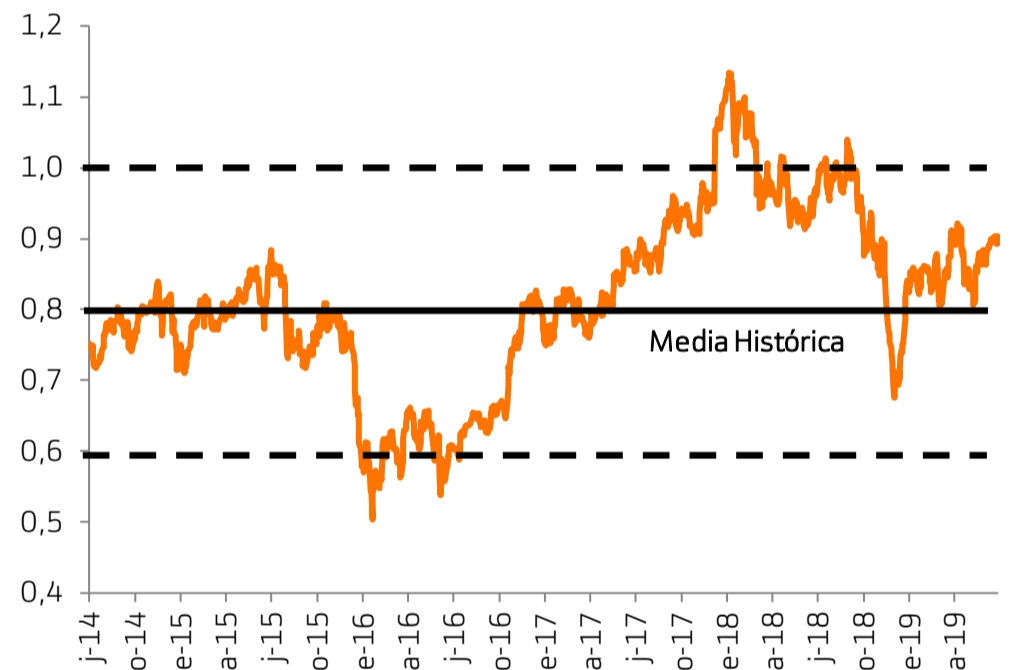


Gráfico 1.16: P/V historico de Goldman Sachs

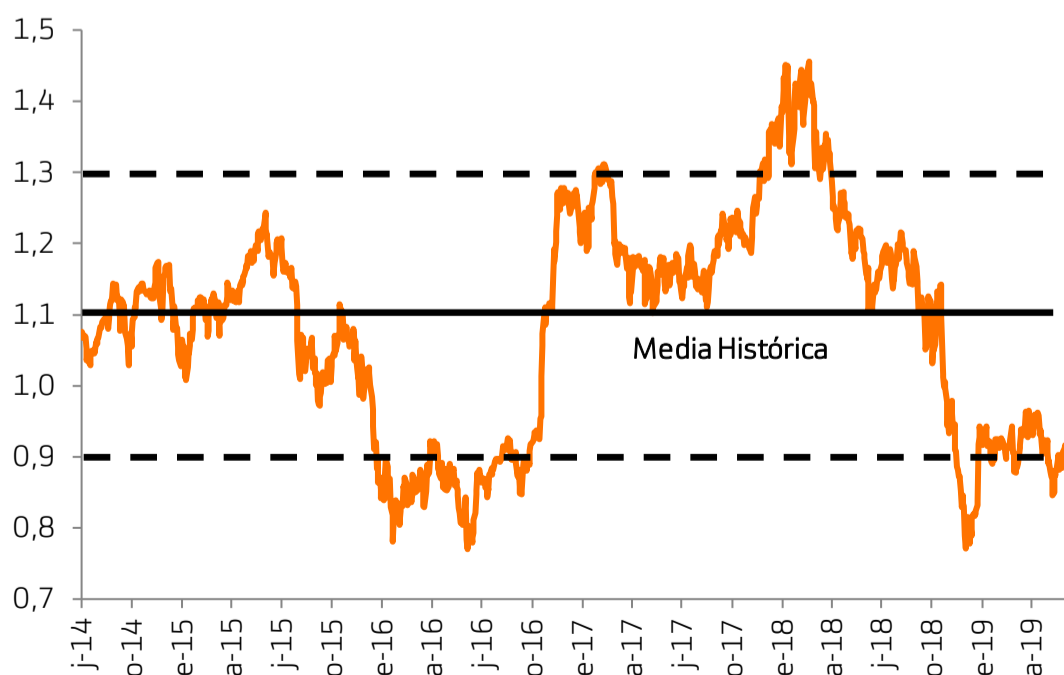
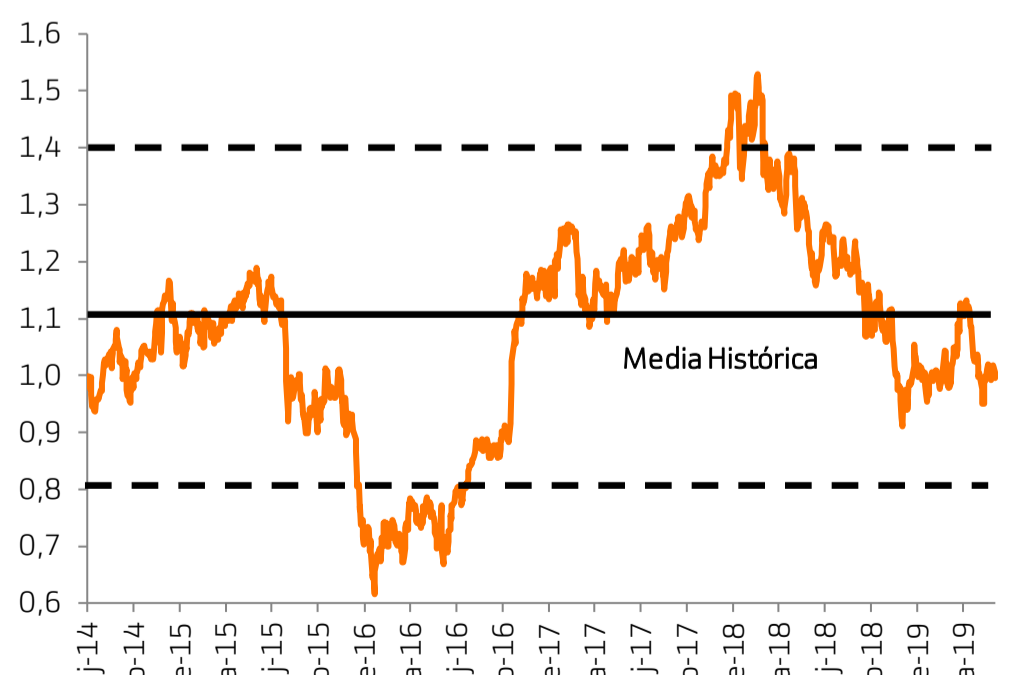


Gráfico 1.17: P/V historico de Morgan Stanley



Fuente: Bloomberg.

Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Rafael Alonso - Bancos	Marisa Mazo - Bancos
Javier Hombria - Telecom	Ana de Castro - Seguros	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Pilar Aranda - Petróleo	Aránzazu Cortina - Industriales	Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Juan Moreno - Inmobiliarias	Luis Piñas - Consumo	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología	Elena Fernández-Trapiella - Consumo	

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por t

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inv
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable