

Estrategia en bancos EE:UU: Los números encajan, el ciclo acompaña y los múltiplos de valoración son atractivos.

Conclusión: Reiteramos nuestra recomendación de Comprar bancos en EE.UU en base a: (i) Los resultados evolucionan positivamente y superan ampliamente las expectativas, (ii) el entorno macro es favorable - PIB & Empleo especialmente - y la evolución de los tipos de interés anticipa un buen comportamiento del margen con clientes, y (iii) los fundamentales del sector son buenos y los múltiplos de valoración atractivos. Con un PER 2019 estimado ~10,6 x en Banca Comercial y 12,2 x en Banca de Inversión el sector cotiza con un descuento medio del 30,0% en relación al S&P 500. Nuestras entidades favoritas son por este orden: 1º Bank of América (sin cambios), 2º JP Morgan (sin cambios), 3º Morgan Stanley (vs 4º anterior) y 4º Citigroup (vs 3º anterior).

Nuestra visión: La banca en EE.UU vive un momento dulce en resultados y pensamos que esta situación va a continuar durante al menos los próximos 12/18 meses y nuestro razonamiento es el siguiente: (i) El negocio con clientes evoluciona positivamente. La inversión crediticia crece a un ritmo del 4,0%/5,0% - salvo en Wells Fargo cuyo crecimiento de balance está limitado por la Fed - y el margen con clientes mejora en los principales segmentos (Ver Gráficos 1.1 y 1.2), (ii) el repunte en la volatilidad del mercado y la actividad de *trading*, representa una fuente adicional de ingresos que ha tenido un peso reducido durante los últimos trimestres -, (iii) el coste del riesgo (provisiones) se reduce y la ratio de morosidad se mantiene en niveles históricamente bajos (Ver Gráfico 1.4) y (iv) la rebaja impositiva de la Administración Trump abre nuevas vías de remuneración a los accionistas - vía dividendos extraordinarios y/o planes de recompra de acciones -.

Los resultados del 1T18 de las principales entidades tienen tres aspectos en común: (i) baten ampliamente las expectativas gracias a la evolución del negocio típico y al repunte del *trading*, (ii) la perspectiva de los equipos gestores para los próximos trimestres es positiva y (iii) la calidad del balance - liquidez & solvencia - es elevada y el RoTE atractivo (~11,7%/12,2%)

Nuestras entidades favoritas son las más expuestas al negocio minorista - más sensible a la evolución de los tipos de interés- y son por este orden: 1º Bank of América (+42,5% en BNA), 2º JP Morgan (+35,1% en BNA) y 3º Morgan Stanley (Ingresos y BNA record) por el buen momento en resultados y 4º Citigroup por la favorable evolución de su división internacional.

Pensamos también que el Fondo BGF World Financials (+4,8% en el conjunto del año) sigue siendo un vehículo de inversión interesante en banca global. [Adjuntamos link a la ficha del fondo.](#)

Beneficio Neto BNA	1T 18		Trimestres Estancos: Var % a/a				
	Mills \$	% Var	1T 17	2T 17	3T 17	4T 17	1T 18
Wells Fargo	5.936	8,8%	-0,1%	4,5%	-18,6%	16,6%	8,8%
JP Morgan	8.712	35,1%	16,8%	13,4%	7,1%	-37,1%	35,1%
Bank of America	6.918	42,5%	39,9%	10,2%	12,8%	-47,9%	42,5%
Citigroup Inc	4.620	13,0%	16,8%	-3,2%	7,6%	-628,8%	13,0%
US Bancorp	1.675	13,7%	6,3%	-1,4%	4,1%	13,8%	13,7%
B. Comercial	27.861	24,8%	15,4%	6,4%	1,7%	-120,7%	24,8%
Goldman Sachs	2.832	25,6%	98,7%	0,5%	1,6%	-182,1%	25,6%
Morgan Stanley	2.668	38,2%	70,2%	11,1%	11,5%	-58,8%	38,2%
B. Inversión	5.500	31,4%	84,4%	5,4%	5,9%	-130,9%	31,4%
Total Bancos	33.361	25,8%	22,7%	6,3%	2,3%	-122,3%	25,8%

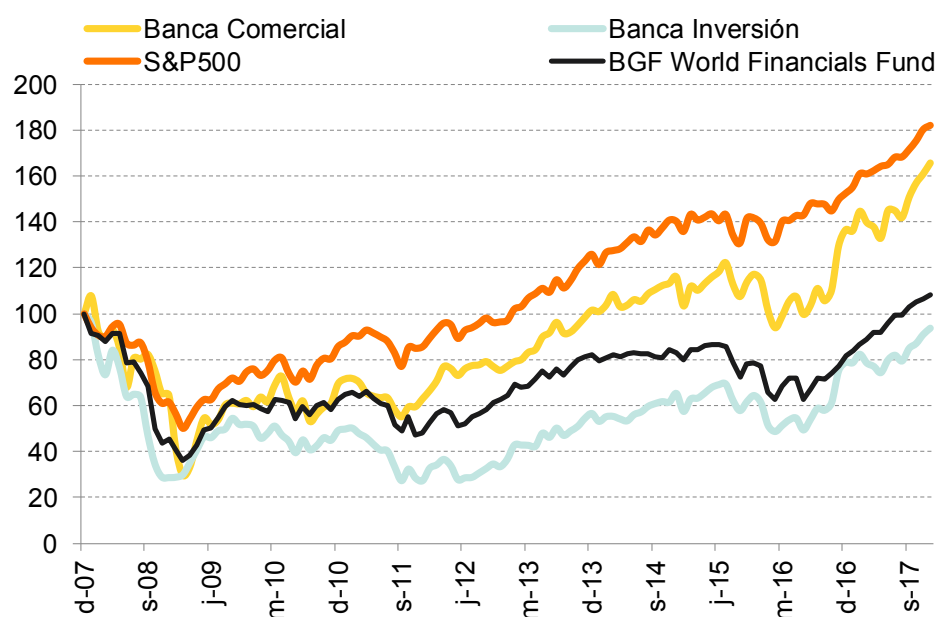
Indicadores de Riesgo & Liquidez	NPLs/AT Último (iii)	NPLs / Capital (iii)		L-t-D ratio (iv)		Pasivo Retail (v)	
		1T 17	1T 18	1T 17	1T 18	1T 17	1T 18
Wells Fargo	0,4%	4,8%	3,7%	74%	74%	76%	76%
JP Morgan	0,2%	2,5%	2,3%	63%	63%	62%	63%
Bank of America	0,3%	2,7%	2,4%	72%	71%	64%	64%
Citigroup Inc	0,2%	2,3%	2,0%	70%	72%	60%	58%
US Bancorp	0,2%	2,7%	2,1%	82%	82%	84%	84%
B. Comercial	0,3%	3,0%	2,5%	72%	72%	69%	69%
Goldman Sachs	0,1%	0,7%	0,0%	42%	49%	39%	37%
Morgan Stanley	0,0%	0,0%	0,0%	42%	46%	45%	45%
B. Inversión	0,0%	0,4%	0,0%	42%	47%	42%	41%
Total Bancos	0,2%	1,7%	1,2%	57%	60%	56%	55%

(ii) Dudosos/Ac. Totales, (iii) Dudosos / Rec.Proprios 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 17	1T 18	1T 17	1T 18	1T 17	1T 18
Wells Fargo	11,8%	7,6%	7,8%	1,6%	1,8%	14,9%	14,9%
JP Morgan	11,7%	7,2%	7,1%	1,7%	1,8%	14,3%	14,6%
Bank of America	11,7%	7,7%	7,6%	1,4%	1,4%	11,2%	11,6%
Citigroup Inc	13,0%	10,1%	9,0%	1,4%	-0,5%	8,5%	-3,7%
US Bancorp	8,3%	6,7%	6,6%	1,7%	1,8%	19,8%	21,0%
B. Comercial	11,3%	7,9%	7,6%	1,6%	1,2%	13,8%	11,7%
Goldman Sachs	10,7%	8,0%	7,6%	1,5%	0,8%	12,0%	9,3%
Morgan Stanley	17,1%	7,3%	5,4%	1,9%	1,9%	11,3%	15,1%
B. Inversión	13,9%	7,7%	6,5%	1,7%	1,4%	11,7%	12,2%
Total Bancos	12,6%	7,8%	7,1%	1,6%	1,3%	12,7%	11,9%

(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	18 e	19 e		
Wells Fargo	256.172	52,6	-13,4	11,5 x	10,2 x	1,4 x	3,2%
JP Morgan	380.160	111,5	4,2	12,6 x	11,4 x	1,6 x	2,3%
Bank of America	307.923	30,3	2,5	11,9 x	10,4 x	1,2 x	2,2%
Citigroup Inc	178.493	70,0	-5,9	10,9 x	9,5 x	1,0 x	2,3%
US Bancorp	83.251	50,4	-5,9	12,4 x	11,5 x	1,9 x	2,7%
B. Comercial		569	-2,5	11,9 x	10,6 x	1,3 x	2,3%
Goldman Sachs	99.179	252,0	-1,1	11,1 x	10,3 x	1,3 x	1,3%
Morgan Stanley	96.609	54,5	3,8	11,6 x	10,6 x	1,4 x	2,2%
B. Inversión		177	3,6	13,4 x	12,2 x	1,7 x	1,3%
S&P 500		2.670	-0,1	17,1 x	15,5 x	3,1 x	2,0%

Fuente: Bloomberg.

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Hoja 1 de 3

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

Ramón Forcada

Jesús Amador

Esther Gutierrez

Ramón Carrasco

Aranca Bueno

Pilar Aranda

Avda. Bruselas, nº14

Eva del Barrio

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 ⁽ⁱ⁾

P&G Ajustada ⁽²⁾	1T'17	2T'17	3T'17	4T'17	1T'18	Acumulado		% Variación		
						12 M		1T'18	12M	
Datos en M€						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽³⁾	49.224	49.859	51.012	51.169	51.498	203.538	193.195	4,6%	0,6%	5,4%
Otros ingresos ⁽⁴⁾	43.095	43.946	41.809	38.310	45.780	169.845	168.977	6,2%	19,5%	0,5%
Margen Bruto	92.319	93.805	92.821	89.479	97.278	373.383	362.172	5,4%	8,7%	3,1%
Gastos Generales	57.110	55.325	55.046	58.715	58.225	227.311	218.716	2,0%	-0,8%	3,9%
Margen Neto	35.209	38.480	37.775	30.764	39.053	146.072	143.456	10,9%	26,9%	1,8%
Prov. insolvencias	7.331	7.213	8.013	8.944	7.076	31.246	29.900	-3,5%	-20,9%	4,5%
Rdo. Operativo	27.878	31.267	29.762	21.820	31.977	114.826	113.556	14,7%	46,5%	1,1%
Deterioros & Extraordinarios	2.599	2.673	2.679	3.604	2.714	11.670	10.532	4,4%	-24,7%	10,8%
BAI.	30.477	33.940	32.441	25.424	34.691	126.496	124.088	13,8%	36,4%	1,9%
Impuestos & otros	-8.153	-10.460	-9.830	-29.887	-6.830	-57.007	-35.889	-16,2%	-77,1%	58,8%
BNA Publicado	22.324	23.480	22.611	-4.463	27.861	69.489	88.199	24,8%	-724,3%	-21,2%

(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	1T'17	2T'17	3T'17	4T'17	1T'18	MM \$		Variación	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Datos en MM€						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁵⁾	1.906	1.879	1.896	1.843	1.991	86	148	4,5%	8,0%
Cartera Valores	2.483	2.468	2.501	2.428	2.501	18	73	0,7%	3,0%
Inversión Crediticia	3.735	3.780	3.800	3.845	3.849	114	4	3,0%	0,1%
Otros	893	950	934	954	895	2	-59	0,3%	-6,2%
Total Activo	9.017	9.076	9.130	9.071	9.236	219	165	2,4%	1,8%
Depósitos	5.307	5.314	5.337	5.397	5.465	158	69	3,0%	1,3%
Finac. Mayorista	2.705	2.747	2.778	2.692	2.789	84	97	3,1%	3,6%
Fondos Propios	1.004	1.016	1.016	982	982	-22	0	-2,2%	0,0%
Total Pasivo & F.Propios	9.017	9.076	9.130	9.071	9.236	219	9.236	2,4%	1,8%
APR 's ⁽⁶⁾	5.667	5.675	5.681	5.700	5.855	188	155	3,3%	2,7%
TCE ⁽⁷⁾	711	723	727	690	690	-20	1	-2,9%	0,1%

(5) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

	1T'17	2T'17	3T'17	4T'17	1T'18	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁸⁾	70,4%	71,1%	71,2%	71,3%	70,4%	0,0 pb	-0,8 pb
APR 's/ Activos ⁽⁹⁾	62,8%	62,5%	62,2%	62,8%	63,4%	0,5 pb	0,6 pb
TCE/ Fondos Propios	70,8%	71,2%	71,5%	70,2%	70,3%	-0,5 pb	0,1 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	12,6%	13,0%	12,4%	-2,6%	16,1%	3,6 pb	18,7 pb
ROA ⁽¹¹⁾	1,0%	1,0%	1,0%	-0,2%	1,21%	0,2 pb	1,4 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 3

Ramón Forcada Jesús Amador Esther Gutierrez Ramón Carrasco Arancha Bueno Pilar Aranda
Eva del Barrio Ana de Castro Elena Fernández - Trapiella Joao Pisco Susana Andre (Mkt Sup).

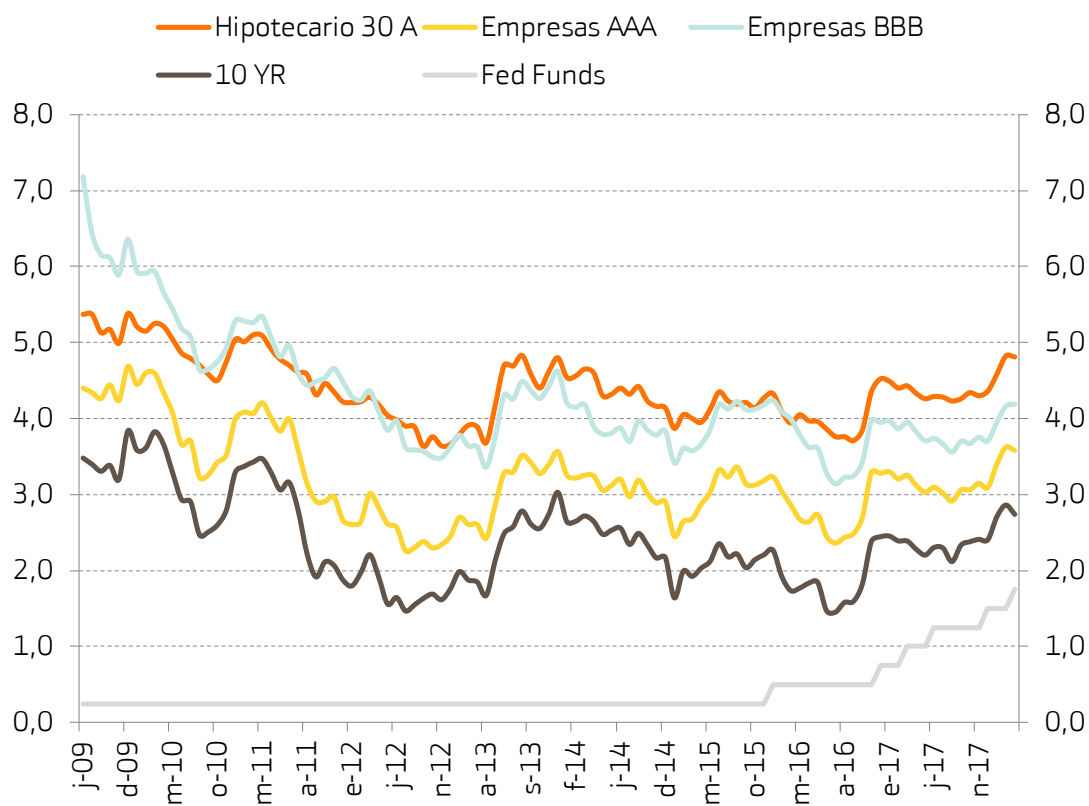
http://www.bankinter.com
Avda. Bruselas, nº14
28108, Alcobendas (Madrid)

<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

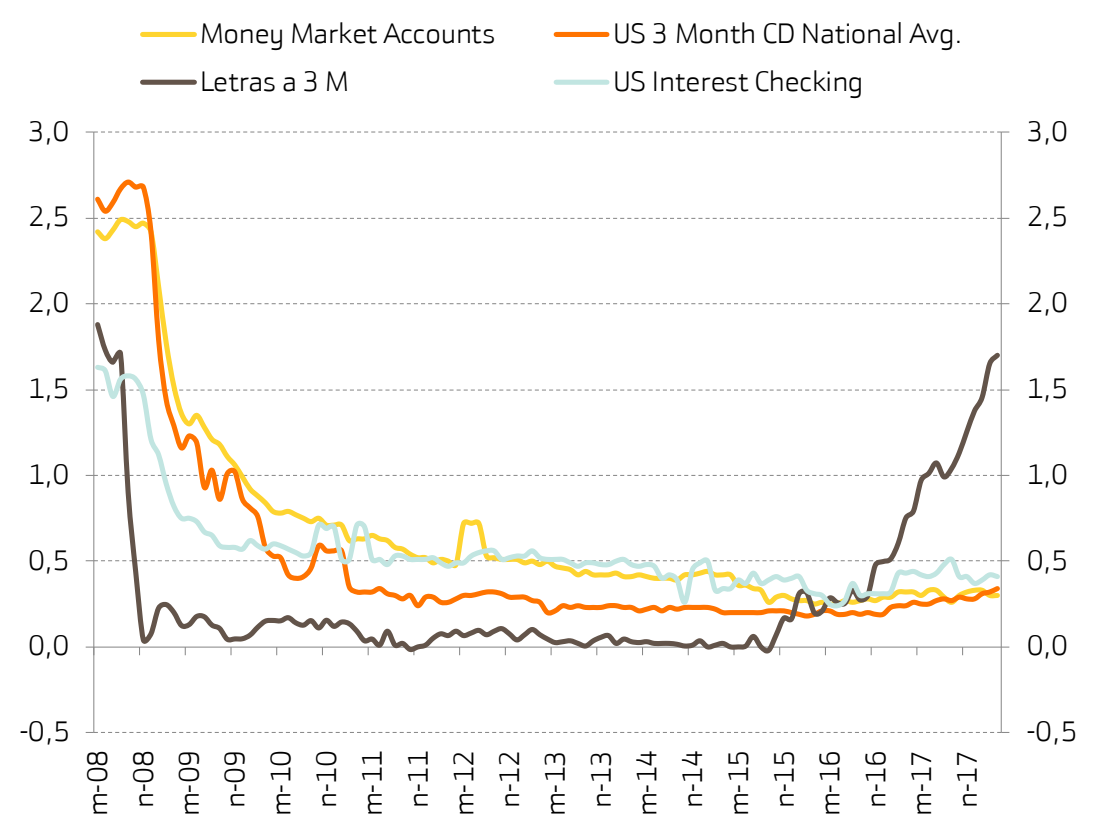
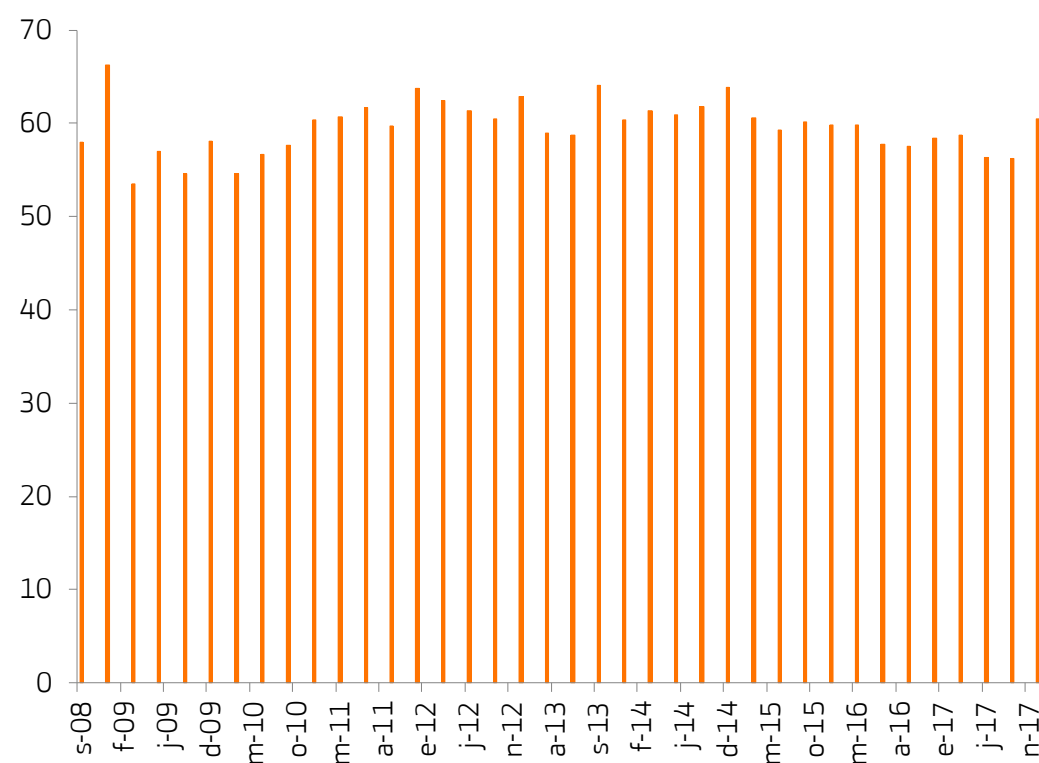


Gráfico 1.3: Ratio de Eficiencia



Fuente: Bloomberg & FDIC

Gráfico 1.4: Ratio de morosidad

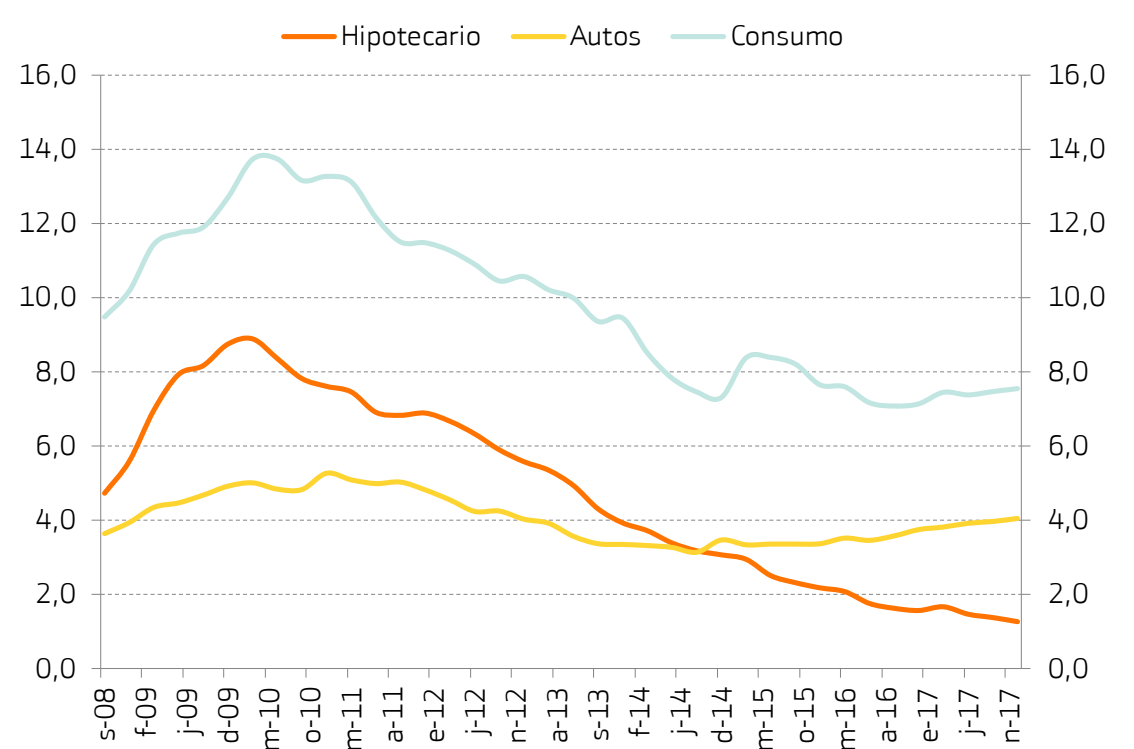
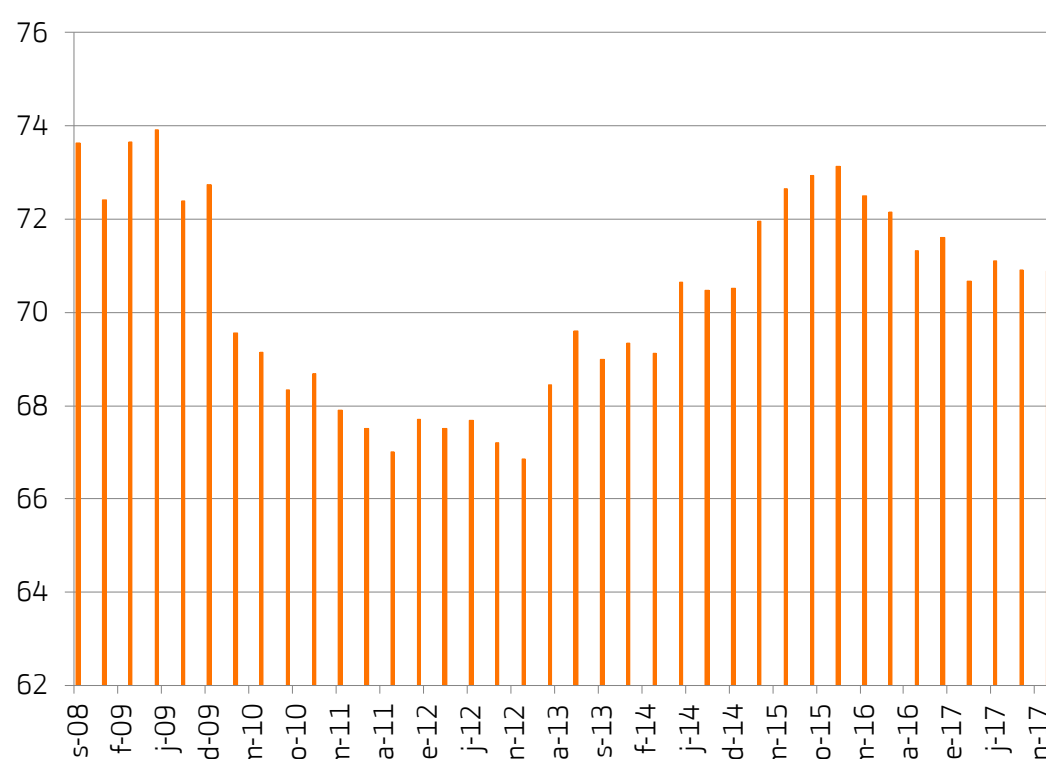


Gráfico 1.5: Densidad de capital



Fuente: Bloomberg & FDIC

Gráfico 1.6: RoE

