

Conclusión: Reiteramos nuestra recomendación de **mantener una posición estructural en bancos por la mejora en la calidad de los balances y la recuperación de los volúmenes de negocio. Pensamos que 2018 brinda una oportunidad para comprar entidades que consideramos interesantes por su elevado potencial de crecimiento en beneficios a unos múltiplos de valoración atractivos e inferiores al conjunto del mercado (EuroStoxx 600). Nuestras entidades favoritas son por este orden: Santander, BBVA, BNP, ING, ABN, Unicredit e Intesa.**

Visión general:

Los fundamentales del sector mejoran (volumen de inversión, riesgo de crédito, ROTE,...) y salvo en algunas entidades no-sistémicas, **los balances están saneados y los ratios de solvencia superan con holgura las exigencias regulatorias** (11,0%/12,0% en las principales entidades).

El entorno macro es favorable. El PIB registra el mayor ritmo de crecimiento en cuatro años (+2,6% en 3T'17), **los índices de Confianza empresarial superan los niveles previos a la crisis financiera de 2007/2008** y la Tasa de Paro -actualmente en 8,8%- acumula catorce meses por debajo del 10,0%.

La demanda de crédito se reactiva y el riesgo de crédito se mantiene en niveles reducidos, al menos desde una perspectiva histórica. **El desapalancamiento del sector privado llega a su fin** y el stock de crédito crece por encima del PIB (ver Gráfico 1.1 y 1.2). El volumen de inversión crediticia en empresas (stock) registra el mayor incremento desde junio 2009 (+2,9% en octubre vs +2,4% anterior) y el crédito a particulares aumenta +2,7% por tercer mes consecutivo. **Las perspectivas de las entidades son positivas** en todos los segmentos (empresas y particulares). Valoramos positivamente el aumento en la demanda de crédito para realizar inversiones en activos fijos y el descenso en las solicitudes de refinanciación. La recuperación del empleo y el inmobiliario anticipan un buen comportamiento del crédito hipotecario y la financiación al consumo.

En el frente regulatorio, **identificamos una menor presión por parte de las instituciones a nivel global.** Los cambios propuestos por el BCE en materia de provisiones - mayor esfuerzo en la cartera susceptible de entrar en morosidad - se orientan a la nueva producción y no a la cartera actual (stock), donde ya se han realizado esfuerzos importantes. **El creciente interés de los inversores institucionales por los activos improductivos (NPA's en adelante)**, facilita que las entidades implementen estrategias de venta mayorista y reduzcan el peso de estos activos en balance más rápidamente.

Pensamos que **la llegada de J. Powell a la Presidencia de la Fed en 2018, marca el inicio de cierta relajación en las ambiciones regulatorias a nivel internacional (Basilea).** Powell considera que la situación actual de los bancos en EE.UU - notablemente más grandes que sus homólogos europeos- no pone en riesgo la estabilidad del sistema financiero y aboga por relajar las exigencias de capital.

Estrategia de inversión:

Reiteramos nuestra recomendación de **mantener una posición estructural a largo plazo en bancos europeos por la mejora en la calidad de los balances y la recuperación de los volúmenes de negocio. Pensamos que 2018 brinda una oportunidad para comprar entidades con elevado potencial de crecimiento en beneficios a unos múltiplos de valoración atractivos y nuestro razonamiento es el siguiente:**

(i) El sector tiene **capacidad para sorprender positivamente.** El incremento esperado en BPA para 2018 por el consenso (<3,0%) refleja un entorno difícil a nivel operativo (volúmenes, márgenes y provisiones). Nosotros no anticipamos una mejora sustancial en márgenes - aún presionados por la política monetaria del BCE -, pero sí **en los volúmenes de negocio y en los índices de calidad crediticia.**

(ii) **El sector cotiza con un descuento superior al 25,0%** con respecto al conjunto del mercado (EuroStoxx 600) en términos de PER 2018 e y el ROTE estimado (~10,0%) es atractivo en el entorno actual de tipos de interés.

(iii) **Pensamos que el "timing" del sector mejorará sustancialmente a medida que avance 2018** y se empiece a descontar un escenario más favorable en márgenes como consecuencia del cambio previsto en la política monetaria del BCE - fin de los tipos negativos e inicio de la normalización de la política monetaria-.

(iv) La evolución de los bancos en EE.UU (+22,0% YTD vs +14,5% en Europa) nos invita a pensar en una **revisión al alza de los multiplicadores del sector.** [Adjuntamos link al informe con nuestra visión sobre los bancos en EE.UU.](#)

Bancos favoritos:

Nuestra lista de entidades preferidas para 2018 incluye a (i) **Banco Santander** y (ii) **BBVA** por su diversificación a nivel geográfico y elevada rentabilidad (ROTE), (iii) **BNP Paribas** por su enfoque a la gestión de costes para mejorar la cuenta de P&G, (iv) **ING** y (v) **ABN** por sus elevados ratios de solvencia y presencia en países con fundamentales macro atractivos. (vi) **Unicredit** e (vii) **Intesa**, cotizan con unos múltiplos de valoración interesantes aunque su perfil de riesgo es más alto por un mayor peso de activos improductivos en balance y la celebración de elecciones en Italia (2018). Pensamos que **Unicredit** tiene capacidad para sorprender positivamente y que la rentabilidad objetivo establecida en su plan estratégico (ROTE del 9,0% en 2019) es conservadora. La rentabilidad por dividendo de **Intesa** (~7,0%) es de las mayores en Europa y esperamos que la actualización de su plan estratégico -previsto para febrero 2018- suponga un catalizador para el valor.

Indicadores de Negocio: Inversión Crediticia

Gráfico 1.1 Crédito hipotecario (saldo vivo): % Variación anual

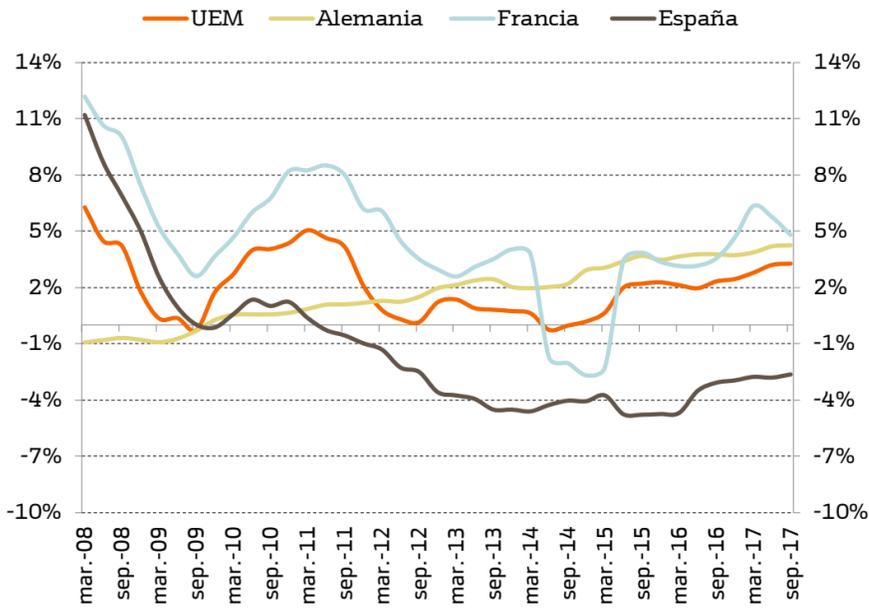


Gráfico 1.2 Crédito a empresas (saldo vivo): % Var. Anual

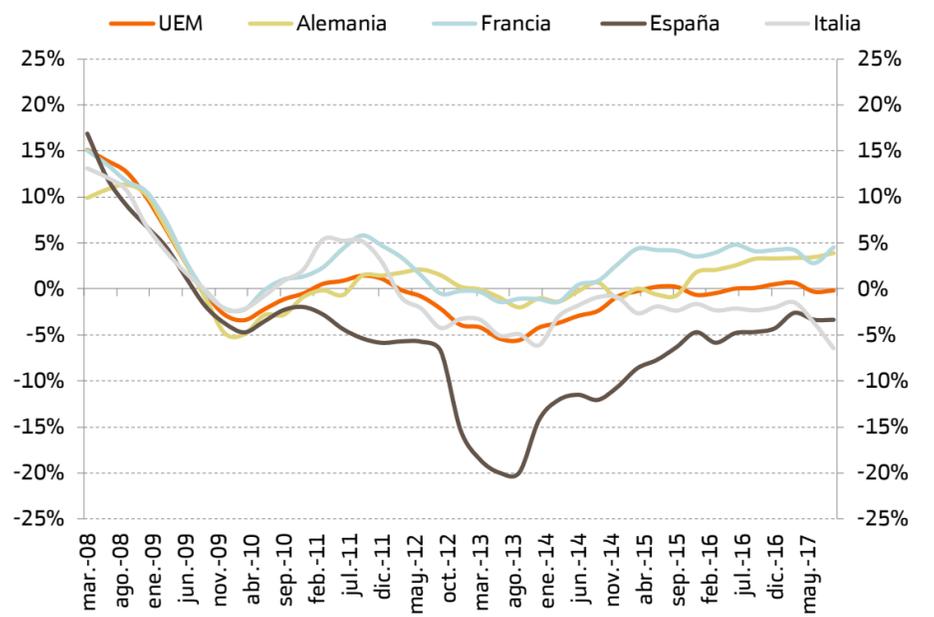


Gráfico 1.3 UEM: Evolución de la Demanda de Crédito

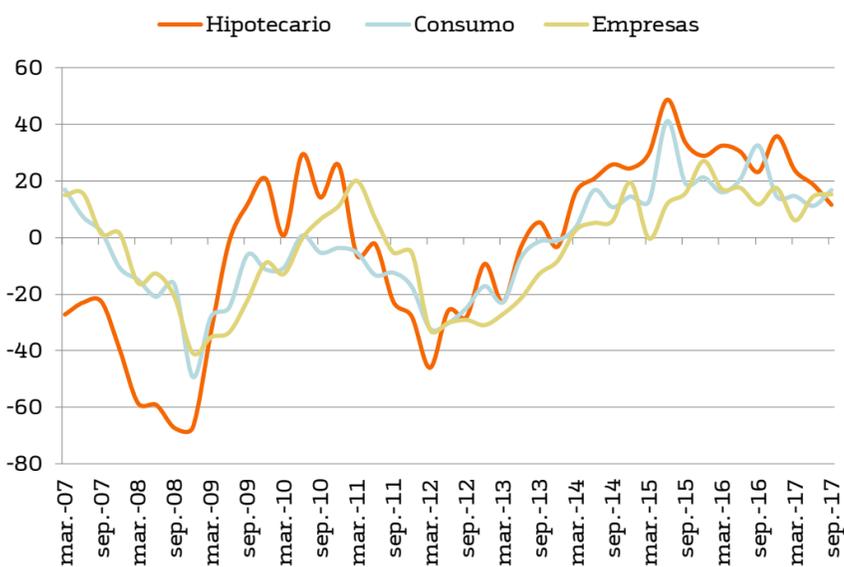


Gráfico 1.4 UEM: Evolución Prevista en la Demanda de Crédito

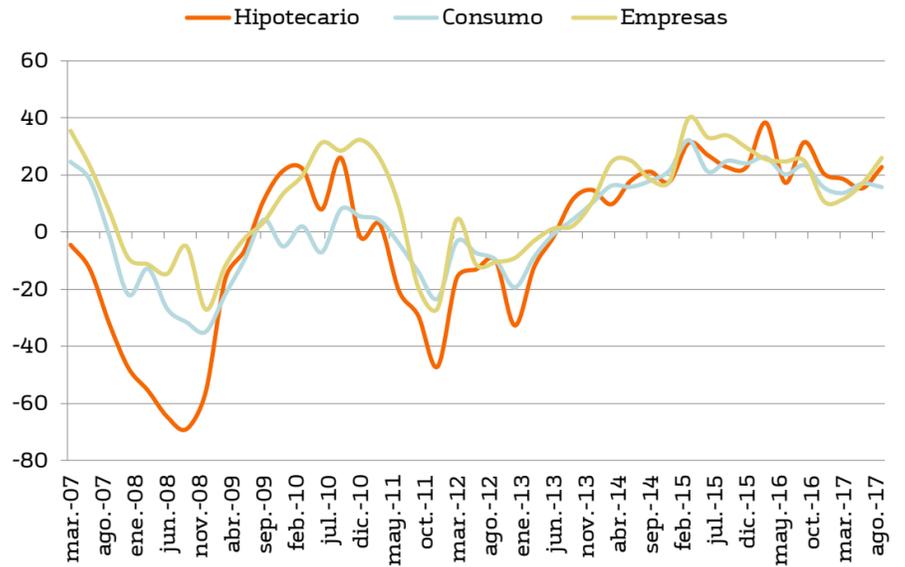


Gráfico 1.5 UEM: Perspectivas sobre el sector inmobiliario

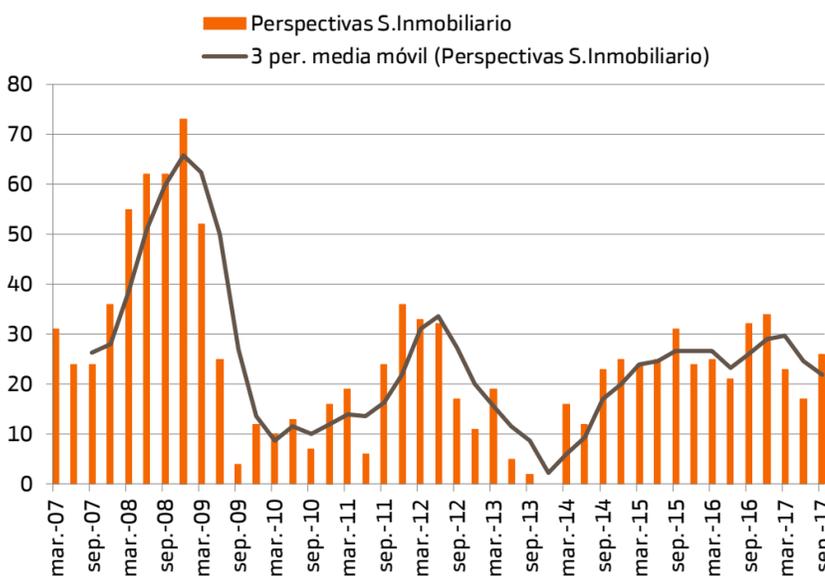
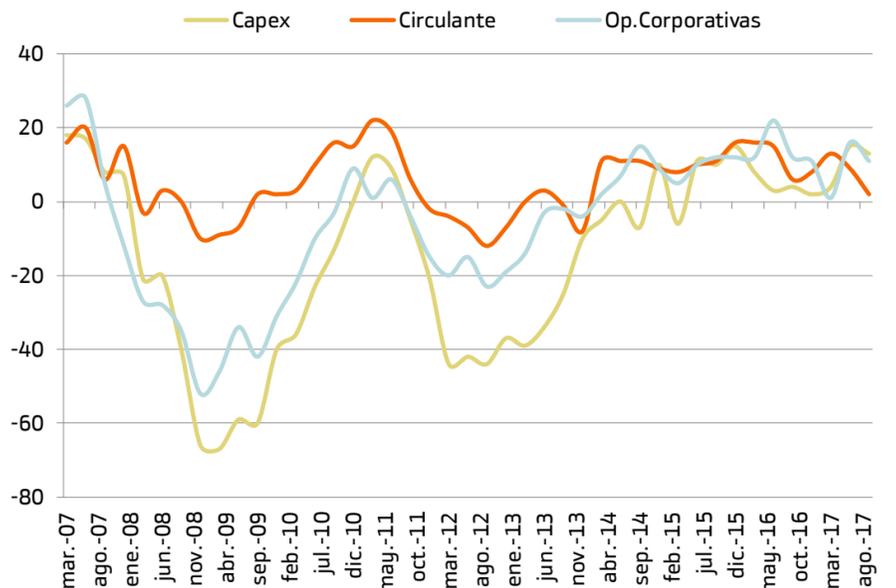


Gráfico 1.6 UEM: Demanda de Crédito empresarial por finalidades



Fuente: Bloomberg & BCE.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada

Jesús Amador

Ramón Carrasco

Eva del Barrio

Arancha Bueno

Esther Gutierrez

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

Las Compañías no han sido informadas sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

Página 2 de 5

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

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

Avd. Bruselas, nº 12

28108, Alcobendas (Madrid)

Indicadores de Negocio: Tipos de interés

Gráfico 2.1 Tipos de interés del "backbook" (stock) hipotecario.

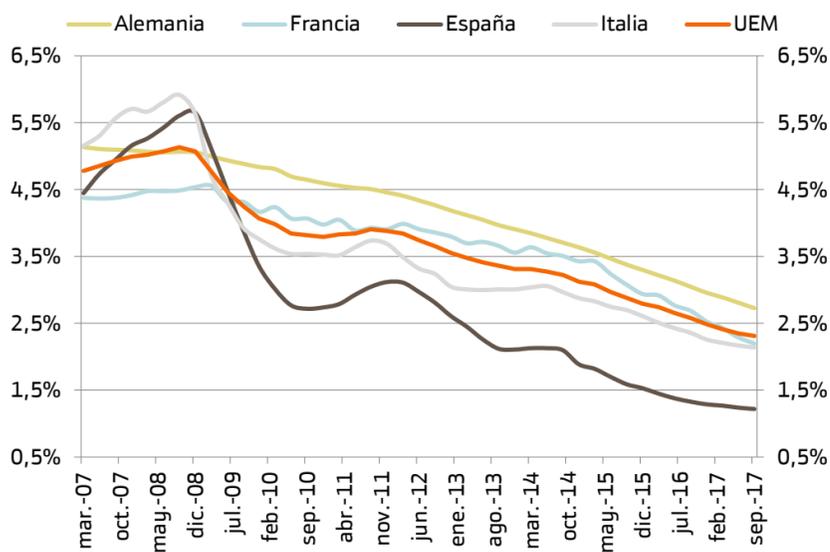


Gráfico 2.2 Tipos de interés del "frontbook" (nuevas) hipotecario.

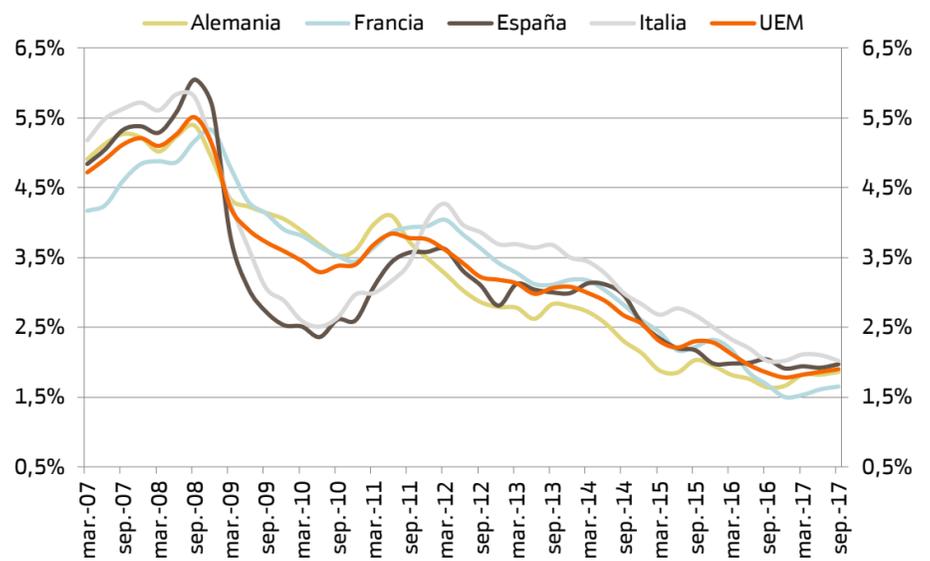


Gráfico 2.3 Tipos de interés del "backbook" (stock) empresas.

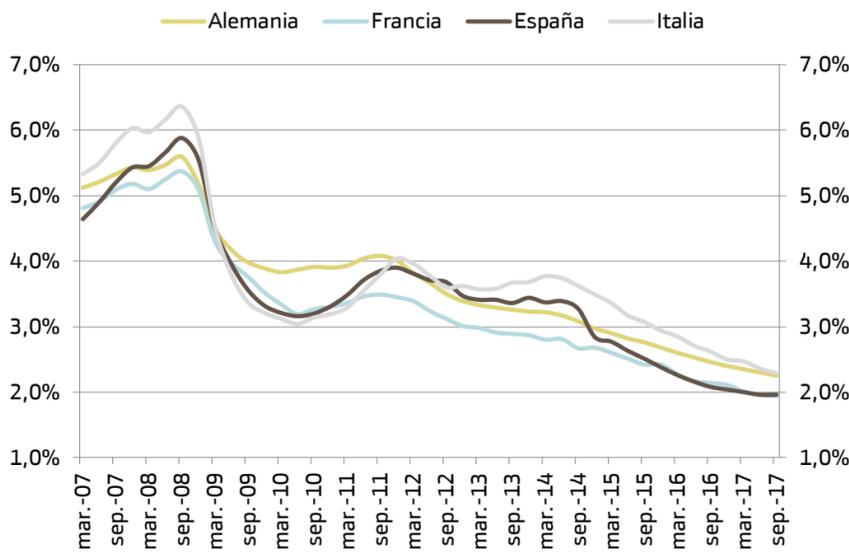


Gráfico 2.4 Tipos de interés del "frontbook" (nuevas) empresas.

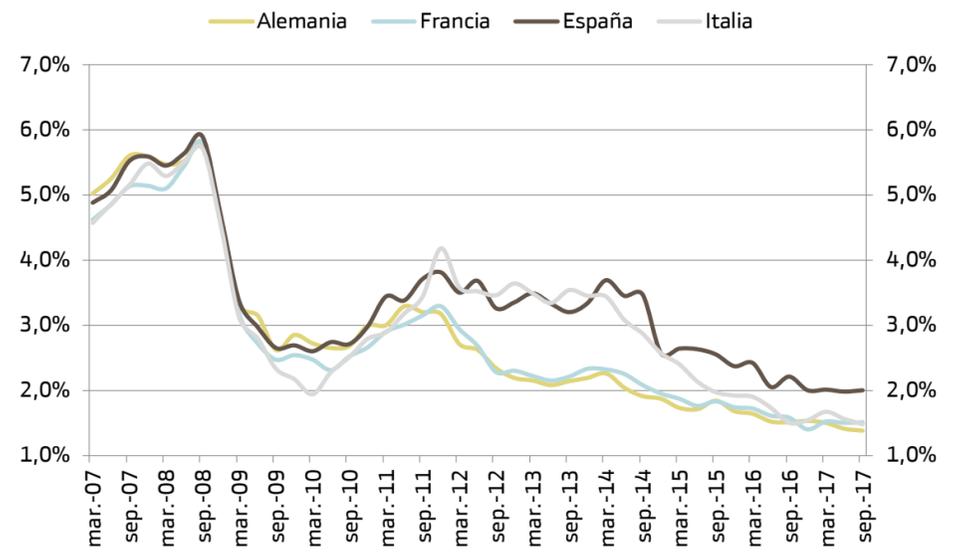


Gráfico 2.5 Coste de los depósitos a plazo (frontbook): Hogares

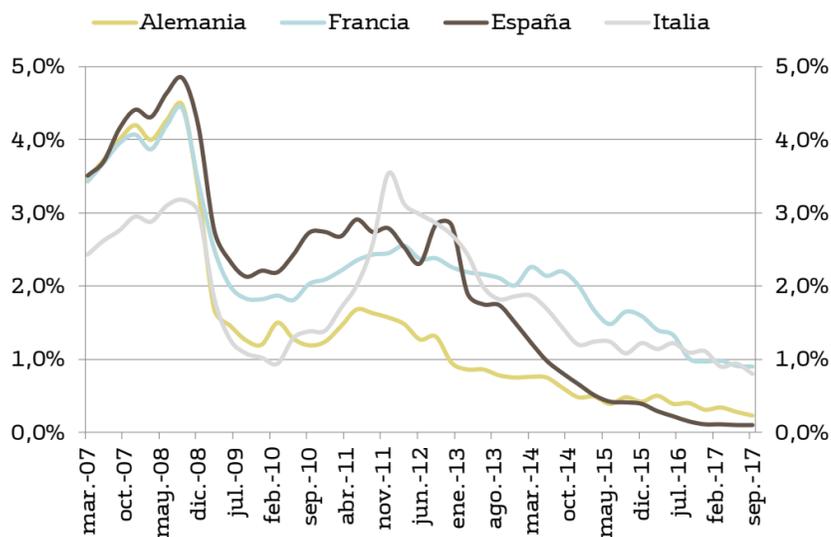
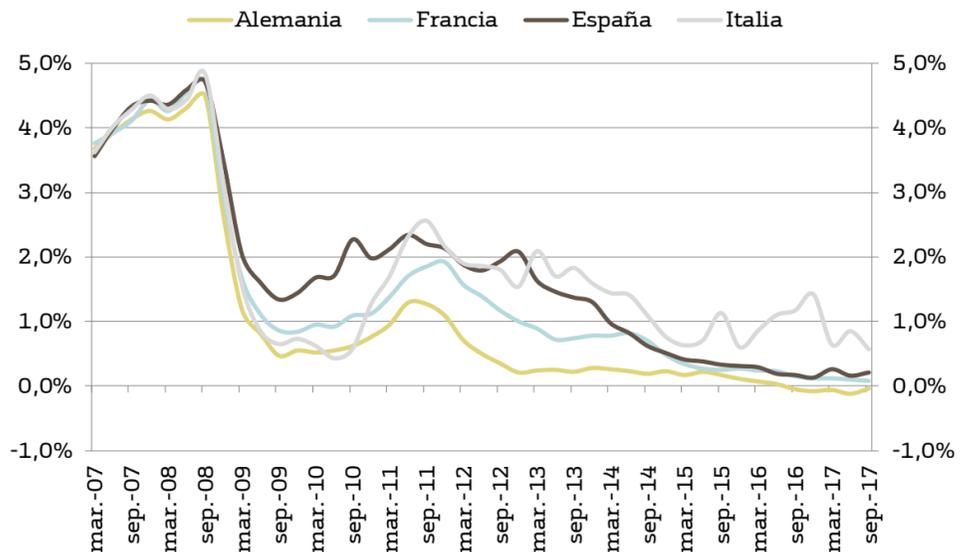


Gráfico 2.6 Coste de los depósitos a plazo (frontbook): Empresas



Fuente: Bloomberg & BCE.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada

Jesús Amador

Ramón Carrasco

Eva del Barrio

Aranca Bueno

Esther Gutierrez

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

Las Compañías no han sido informadas sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

Página 3 de 5

Joao Pisco

Ana de Castro

Susana André (Mkt. Sup.)

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

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

Avd. Bruselas, nº 12

28108, Alcobendas (Madrid)

Métricas de Gestión

Tabla 1	Tamaño			Liquidez, Riesgo & Solvencia						Rentabilidad & Eficiencia			
	Datos en Mills €			Datos en %						Datos en %			
	Capitaliz. Bursátil	Activos Totales	Ingresos ⁽¹⁾ 12 M	L-t-D ⁽²⁾ ratio	Pasivo Retail	NPL 's/TCE ⁽³⁾ Ultimo	CoR ⁽⁴⁾ 12 M	APR 's/ Activos	CET - I FL	ROTE 12 M ⁽⁵⁾	RoRWA 's Ultimo ⁽⁶⁾	Opex/ Oper. ⁽⁷⁾	APR 's ⁽⁸⁾
Santander	92.250	1.468.030	46.831	109,7%	57,3%	43,7%	1,09%	42,4%	10,6%	10,7%	8,7%	2,4%	3,6%
BBVA	49.156	690.797	25.125	102,3%	61,7%	52,4%	0,90%	52,9%	10,9%	10,8%	11,8%	2,1%	3,8%
Caixabank	24.446	379.112	7.725	108,4%	56,6%	73,7%	0,25%	39,5%	12,4%	7,7%	12,5%	1,3%	3,5%
Bankia	11.647	179.247	3.232	102,5%	60,5%	78,1%	0,20%	40,9%	13,0%	6,7%	6,9%	1,8%	2,3%
Sabadell	9.842	211.077	5.781	109,4%	65,5%	75,8%	0,60%	38,5%	12,0%	6,6%	7,4%	0,5%	5,5%
España	187.341	2.928.263	88.694	106,5%	60,3%	64,7%	0,61%	42,9%	11,8%	8,5%	9,5%	1,6%	3,8%
BCP	4.088	72.990	2.313	99,0%	72,5%	81,2%	1,49%	52,5%	9,6%	7,7%	3,0%	0,5%	3,7%
BPI	1.734	33.279	373	101,2%	73,4%	26,9%	0,00%	50,4%	n.d	6,0%	18,4%	-1,7%	4,2%
Portugal	5.822	106.269	2.686	100,1%	73,0%	54,1%	0,75%	51,5%	9,6%	6,9%	10,7%	-0,6%	4,0%
Intesa	47.418	785.359	22.637	93,1%	46,9%	112,8%	0,75%	37,1%	12,9%	15,0%	5,5%	2,0%	4,9%
Unicredito	36.034	827.099	19.498	102,8%	57,0%	94,2%	2,53%	42,3%	7,5%	-18,9%	20,7%	-1,4%	3,7%
Banco BPM	3.909	165.880	4.449	104,6%	67,3%	274,0%	1,87%	46,3%	11,4%	21,9%	-2%	n.s	4,9%
MPS	4.486	145.099	3.931	119,0%	52,6%	422,7%	8,59%	43,6%	6,4%	-86,7%	9,1%	-9,5%	4,3%
UBI Banca	4.289	129.634	3.452	133,6%	58,8%	101,9%	0,65%	53,4%	11,2%	8,1%	0,3%	0,1%	4,0%
Italia	96.135	2.053.071	53.967	110,6%	56,5%	201,1%	2,88%	44,6%	9,9%	-12,1%	6,8%	-2,2%	4,3%
BNP	79.034	2.158.500	43.285	89,7%	38,6%	48,3%	0,40%	29,4%	11,5%	9,8%	10,2%	1,7%	4,7%
SocGen	35.387	1.338.700	23.760	103,9%	31,1%	40,1%	0,33%	26,4%	11,5%	7,5%	7,0%	1,5%	4,9%
Credit Agricole	40.130	1.559.300	18.563	64,5%	36,2%	38,0%	0,39%	18,8%	12,1%	18,7%	11,3%	1,8%	4,1%
Francia	154.551	5.056.500	85.608	86,0%	35,3%	42,1%	0,38%	24,8%	11,7%	12,0%	9,5%	1,6%	4,6%
Deutsche Bank	34.143	1.521.454	27.653	68,9%	39,6%	11,7%	0,23%	23,3%	11,8%	-0,4%	4,5%	0,0%	7,5%
Commerzbank	15.968	489.905	9.900	83,5%	54,4%	25,7%	0,39%	36,1%	12,3%	1,0%	7,4%	0,3%	4,8%
Alemania	50.111	2.011.359	37.553	76,2%	47,0%	18,7%	0,31%	29,7%	12,1%	0,3%	6,0%	0,2%	6,2%
Erste Group	15.726	221.715	7.078	93,5%	72,4%	55,6%	0,14%	50,0%	12,8%	9,9%	13,0%	1,6%	4,7%
Raiffeisen	10.052	139.963	5.581	92,3%	65,0%	59,7%	0,53%	49,8%	13,6%	11,3%	14,1%	2,0%	5,4%
Austria	25.779	361.678	12.659	92,9%	68,7%	57,7%	0,33%	49,9%	13,2%	10,6%	13,6%	1,8%	5,0%
ING (Holanda)	60.731	861.701	17.797	105,7%	66,3%	26,2%	0,11%	36,1%	14,2%	9,6%	11,4%	2,2%	3,3%
ABN (Holanda)	25.295	407.550	10.366	115,3%	61,0%	18,1%	0,00%	26,0%	17,0%	17,9%	13,7%	3,2%	6,6%
KBC (Bélgica)	29.897	296.885	8.585	83,3%	61,1%	36,0%	0,00%	30,7%	15,8%	18,5%	17,5%	4,0%	5,4%
Benelux	115.924	1.566.136	36.748	101,4%	62,8%	26,8%	0,04%	30,9%	15,7%	15,3%	14,2%	3,1%	5,1%
Media Europea	20.378	640.149	14.451	94,5%	49,5%	65,5%	0,74%	33,3%	12,0%	6,4%	9,2%	1,0%	4,7%

(1): Margen Bruto ex - Rdos puesta en equivalencia; (2) Inversión Crediticia/Depósitos; (3) Dudosos/Tangible Common Equity. (4) CoR (12 m Trailing): Provisiones/Inversión crediticia

(5) BNA/ TCE medio; (6) BNA anualizado / TCE; (7) M.Explotación/Activos Poderados por Riesgo; (8) Gtos Operativos/APR 's

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada

Jesús Amador

Ramón Carrasco

Página 4 de 5

Joao Pisco

Eva del Barrio

Arancha Bueno

Esther Gutierrez

Ana de Castro

Susana André (Mkt. Sup.)

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

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

Avd. Bruselas, nº 12

28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

Las Compañías no han sido informadas sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

Evolución bursátil, Múltiplos de Valoración y Recomendación

Tabla 2	Precio Ultimo	YTD	% Revalorización				PER		P/VC 2018 e	P/TBV	PTBV/ROTE		% Div Yield	Recomend.
			1M	3M	6 M	12 M	17 e	18 e			12 M	Ultimo		
Santander	5,72	17,2	4,0	-0,4	-0,7	17,4	12,7 x	11,1 x	0,9 x	1,5 x	0,14 x	0,17 x	3,6	Comprar
BBVA	7,37	14,9	4,6	-1,8	0,8	14,4	11,2 x	10,7 x	1,0 x	1,3 x	0,12 x	0,11 x	3,6	Comprar
Caixabank	4,09	30,2	4,8	-4,3	-0,6	28,0	13,3 x	11,3 x	1,0 x	1,2 x	0,16 x	0,10 x	3,5	Neutral
Bankia	4,05	4,1	6,0	1,6	0,0	3,9	13,9 x	13,6 x	0,9 x	0,9 x	0,14 x	0,13 x	3,2	Neutral
Sabadell	1,75	32,2	8,1	1,5	0,2	28,5	12,6 x	11,2 x	0,7 x	0,9 x	0,14 x	0,12 x	3,3	Neutral
España		18,5	4,8	-0,9	-0,2	17,9	13,0 x	11,8 x	1,0 x	1,4 x	0,14 x	0,15 x	3,7	
BCP	0,27	46,6	8,6	17,0	14,4	44,9	24,6 x	11,8 x	0,7 x	1,0 x	0,13 x	0,33 x	0,0	Neutral
BPI	1,19	5,2	5,0	11,5	12,5	5,6	13,1 x	5,6 x	0,6 x	0,7 x	0,12 x	0,04 x	0,4	n.a
Portugal		34,3	7,6	15,4	13,8	33,2	21,2 x	9,9 x	0,7 x	0,9 x	0,13 x	0,24 x	0,1	
Intesa	2,83	20,2	0,6	-4,8	8,3	20,0	14,5 x	12,3 x	1,0 x	1,1 x	0,08 x	0,21 x	7,1	Comprar
Unicredito	16,18	18,1	-3,3	-9,2	2,1	13,2	11,4 x	10,7 x	0,6 x	1,0 x	-0,05 x	0,05 x	1,8	Comprar
Banco BPM	2,58	12,6	-3,7	-22,7	-5,4	2,7	32,3 x	8,9 x	0,3 x	0,4 x	0,02 x	-0,23 x	0,6	n.a
MPS	3,93	-73,9	-1,8	-73,9	-73,9	-73,9	n.s	71,5 x	0,4 x	0,7 x	-0,01 x	0,08 x	0,0	Vender
UBI Banca	3,75	50,5	-0,9	-11,1	1,5	40,9	18,6 x	11,8 x	0,4 x	0,6 x	0,07 x	1,90 x	2,7	n.a
Italia		16,1	-1,2	-10,7	1,3	13,3	13,6 x	14,3 x	0,8 x	1,0 x	0,02 x	0,20 x	4,3	
BNP	63,29	4,5	0,5	-6,0	2,2	2,8	10,2 x	10,1 x	0,8 x	1,0 x	0,10 x	0,10 x	4,8	Comprar
SocGen	43,80	-6,3	2,4	-10,4	-5,6	-6,6	10,3 x	9,2 x	0,7 x	0,6 x	0,08 x	0,09 x	4,9	Vender
Credit Agricole	14,10	19,7	1,4	-7,0	1,7	17,4	11,1 x	10,8 x	0,7 x	0,0 x	0,00 x	0,00 x	4,7	Neutral
Francia		5,99	1,19	-7,26	0,29	4,4	10,4 x	10,1 x	0,8 x	0,7 x	0,07 x	0,07 x	4,8	
Deutsche Bank	16,52	7,3	3,1	18,8	9,8	4,3	17,4 x	12,2 x	0,5 x	0,7 x	-1,63 x	0,15 x	0,7	Comprar
Commerzbank	12,75	76,0	5,8	13,5	37,0	68,0	39,2 x	17,6 x	0,6 x	0,6 x	0,64 x	0,08 x	0,0	Comprar
Alemania		29,2	3,9	17,2	18,5	24,6	24,3 x	13,9 x	0,5 x	0,7 x	-0,91 x	0,13 x	0,5	
Erste Group	36,59	35,5	1,5	0,7	15,3	30,9	12,4 x	11,8 x	1,2 x	1,5 x	0,15 x	0,11 x	3,1	n.a
Raiffeisen	30,56	75,8	5,7	6,6	41,7	72,2	9,6 x	10,1 x	1,0 x	1,2 x	0,11 x	0,09 x	2,2	n.a
Austria		51,2	3,1	3,0	25,6	47,0	11,3 x	11,1 x	1,1 x	1,4 x	0,13 x	0,10 x	2,7	
ING (Holanda)	15,63	16,9	3,3	1,8	4,5	14,5	11,8 x	11,5 x	1,2 x	1,3 x	0,13 x	0,11 x	4,4	Comprar
ABN (Holanda)	26,91	27,8	9,6	10,4	16,5	26,5	10,2 x	11,8 x	1,3 x	1,4 x	0,08 x	0,10 x	5,1	Comprar
KBC (Bélgica)	71,46	21,5	5,2	1,9	12,4	19,7	11,7 x	12,4 x	1,7 x	2,0 x	0,11 x	0,11 x	4,3	Comprar
Benelux		20,5	5,2	3,7	9,2	18,4	11,4 x	11,8 x	1,4 x	1,5 x	0,11 x	0,11 x	4,5	
Media Europea		16,4	2,5	-1,3	4,7	14,3	13,6 x	11,8 x	0,9 x	1,0 x	-0,1 x	0,12 x	3,8	Comprar