

Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Analista: Rafael Alonso

La curva de tipos y la macro juegan a favor de la rentabilidad/RoTCE que alcanza niveles pre-CV19

Conclusión: La estrategia de inversión funciona. La revalorización acumulada en 2021 (YTD) oscila entre +22,5% (B.Inversión) y +25,5% (B.Comercial) vs +11,4% del S&P500. Los **fundamentales** son sólidos (Rentabilidad, Solvencia y Calidad Crediticia), el **guidance** 2021 es constructivo - demanda de crédito, mercado de capitales... - y la **curva de tipos** - invitan a pensar en la continuidad del buen momento en resultados. Nuestras entidades favoritas son: (1) **JP Morgan** (asciende al 1^{er} puesto; +20,6% YTD), (2) **Bank of América** (nuevo; +29,2% YTD), (3) **Morgan Stanley** (+14,7% YTD), y (4) **Citi** (+17,5% YTD).

Nuestra visión: Identificamos 3 factores que juegan a favor del sector en 2021/2022. (1) la evolución de la **curva de tipos** - el diferencial 2/10 A alcanza niveles no vistos desde 2015 -, (2) la solidez del **balance** - exceso de liquidez y ratio de capital CET1~12,0% - permiten mejorar la remuneración a los accionistas vía **re-compra de acciones** tras los test de estrés de la Fed (junio) y (3) la rentabilidad/RoTCE alcanza niveles pre-CV19 (>19,0%) y justifica un **re-rating** del sector aunque los múltiplos de valoración parecen elevados (ver Pag.4).

Resultados 1T21: Las cifras batan ampliamente las expectativas, gracias a la caída en el **coste del riesgo** (provisiones) que se explica por el esfuerzo realizado en 2020 (CV19) y el cambio a mejor en las métricas de riesgo. Los estímulos fiscales y la recuperación macro - la Fed estima un crecimiento en PIB de +6,5% en 2021 - conllevan una caída significativa en la **probabilidad de impago/morosidad**. Este es el principal catalizador de la cuenta de P&G, pero también la solidez de los **ingresos relacionados con mercado** - Banca de Inversión, M&A, Gestión de Activos y *trading* -. El negocio típico todavía no refleja la recuperación macro (-8,8% en inversión crediticia) pero afloja la presión sobre el Margen de Intereses (estable vs 4T20) y se atisba un repunte fuerte en la demanda de crédito para 2S21/2022.

Estrategia de inversión: Nuestras entidades favoritas son: **1º JP Morgan** - gana cuota de mercado con una rentabilidad/RoTCE superior a la media, **2º Bank Of América** - tiene un plan de recompra de acciones por hasta ~7,0% de la capitalización bursátil -, **3º Morgan Stanley** - exposición a mercados, con sesgo a renta variable - y **4º Citi** - múltiplos de valoración atractivos (P/Vc~0,8x) y foco estratégico en la venta de activos no estratégicos.

Beneficio Neto BNA	12 M Trailing		Trimestres Estancos: Var % a/a				
	Mills \$	% Var	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	1T'21
Wells Fargo	7.390	-48,5%	-88,9%	-138,3%	-55,9%	4,1%	626,2%
JP Morgan	40.566	34,7%	-68,8%	-51,4%	4,0%	42,4%	399,1%
Bank of America	21.934	-9,1%	-45,2%	-51,9%	-15,5%	-21,8%	100,7%
Citigroup Inc	16.453	-4,5%	-46,2%	-78,0%	-36,0%	-13,5%	213,2%
US Bancorp	6.068	-5,0%	-31,1%	-62,2%	-17,2%	2,2%	94,7%
B. Comercial	92.411	0,2%	-60,9%	-74,6%	-19,8%	6,3%	232,1%
Goldman Sachs	15.082	103,0%	-46,1%	-84,6%	79,4%	135,1%	463,6%
Morgan Stanley	13.418	61,4%	-30,1%	45,2%	25,0%	51,2%	142,6%
B. Inversión	28.500	81,1%	-37,8%	-22,8%	50,2%	89,9%	276,4%
Total Bancos	120.911	12,0%	-57,7%	-67,6%	-10,4%	18,3%	241,2%

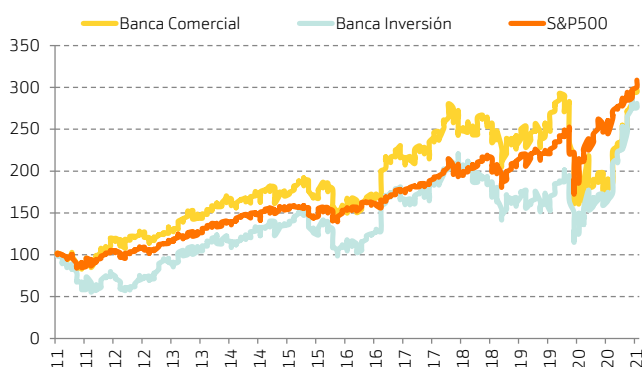
Indicadores de Riesgo & Liquidez	NPLs/AT Último ⁽ⁱⁱⁱ⁾	NPLs / Capital ⁽ⁱⁱⁱ⁾		L-t-D ratio ^(iv)		Pasivo Retail ^(v)	
		1T'20	1T'21	1T'20	1T'21	1T'20	1T'21
Wells Fargo	0,4%	3,2%	4,4%	75%	62%	77%	81%
JP Morgan	0,3%	2,3%	3,5%	55%	44%	64%	67%
Bank of America	0,2%	1,5%	1,9%	67%	48%	67%	70%
Citigroup Inc	0,2%	2,1%	2,6%	67%	56%	58%	62%
US Bancorp	0,2%	1,5%	2,1%	82%	70%	80%	87%
B. Comercial	0,3%	2,1%	2,9%	69%	56%	69%	73%
Goldman Sachs	0,0%	0,3%	0,0%	30%	25%	43%	42%
Morgan Stanley	0,1%	1,4%	0,0%	52%	46%	50%	59%
B. Inversión	0,1%	0,8%	0,0%	41%	35%	47%	51%
Total Bancos	0,2%	1,5%	1,5%	55%	46%	58%	62%

(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'20	1T'21	1T'20	1T'21	1T'20	1T'21
Wells Fargo	11,8%	7,2%	6,9%	1,1%	0,6%	10,2%	5,5%
JP Morgan	12,6%	6,6%	5,7%	1,9%	2,6%	16,2%	20,9%
Bank of America	11,8%	7,0%	6,2%	1,6%	1,5%	14,0%	12,5%
Citigroup Inc	12,3%	7,4%	6,7%	1,4%	1,3%	11,5%	10,8%
US Bancorp	8,2%	7,2%	6,4%	1,6%	1,5%	17,8%	17,4%
B. Comercial	11,3%	7,1%	6,4%	1,6%	1,5%	13,9%	13,4%
Goldman Sachs	14,4%	7,5%	4,9%	1,3%	2,7%	9,8%	26,2%
Morgan Stanley	16,8%	7,2%	7,1%	2,1%	3,1%	12,8%	24,9%
B. Inversión	15,6%	7,3%	6,0%	1,7%	2,9%	11,3%	25,6%
Total Bancos	13,5%	7,2%	6,2%	1,6%	2,2%	12,6%	19,5%

(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	21 e	22 e		
Wells Fargo	182.498	44,1	46,0	12,7 x	12,5 x	1,1 x	1,5%
JP Morgan	462.639	152,6	20,1	12,0 x	12,8 x	1,8 x	2,4%
Bank of America	335.687	39,1	28,9	13,4 x	12,8 x	1,3 x	2,1%
Citigroup Inc	150.806	72,3	17,2	8,6 x	8,8 x	0,8 x	3,0%
US Bancorp	86.744	57,7	23,9	12,7 x	13,2 x	1,8 x	3,0%
B. Comercial	674	26,1	12,0 x	12,1 x	1,3 x	2,2%	
Goldman Sachs	121.116	338,8	28,5	8,3 x	9,7 x	1,3 x	1,6%
Morgan Stanley	147.801	79,0	15,3	12,1 x	11,6 x	1,5 x	2,0%
B. Inversión	238	23,0	12,1 x	12,5 x	1,6 x	1,5%	
S&P 500		4.171	11,0	23,6 x	20,7 x	4,2 x	1,4%

Fuente: Bloomberg.

Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Cuenta de P&G sectorial ⁽¹⁾

P&G Ajustada ⁽²⁾	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	1T'21	Acumulado		% Variación		
						12 M Trailing		1T'21	12M	
Datos en M€						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽³⁾	52.596	48.861	46.230	46.444	45.113	186.648	212.205	-14,2%	-2,9%	-12,0%
Otros ingresos ⁽⁴⁾	42.618	49.861	45.356	43.028	52.808	191.053	174.115	23,9%	22,7%	9,7%
Margen Bruto	95.214	98.722	91.586	89.472	97.921	377.701	386.320	2,8%	9,4%	-2,2%
Gastos Generales	57.332	58.681	60.840	59.245	62.681	241.447	233.353	9,3%	5,8%	3,5%
Margen Neto	37.882	40.041	30.746	30.227	35.240	136.254	152.967	-7,0%	16,6%	-10,9%
Prov. insolvencias	27.327	36.639	8.524	1.303	-5.740	40.726	51.937	-121,0%	-540,5%	-21,6%
Rdo. Operativo	10.555	3.402	22.222	28.924	40.980	95.528	101.030	288,3%	41,7%	-5,4%
Deterioros & Extraordinarios	2.323	1.581	2.736	2.923	4.206	11.446	10.894	81,1%	43,9%	5,1%
BAI.	12.878	4.983	24.958	31.847	45.186	106.974	111.924	250,9%	41,9%	-4,4%
Impuestos & otros	-1.643	2.603	-3.873	-5.421	-7.872	-14.563	-19.723	379,1%	45,2%	-26,2%
BNA Publicado	11.235	7.586	21.085	26.426	37.314	92.411	92.201	232,1%	41,2%	0,2%

(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'20	2T'20	3T'20	4T'20	1T'21	MM \$		Variación	
						a/a	t/t	a/a	%
Datos en MM€									
Liquidez ⁽⁵⁾	2.153	2.627	2.556	2.673	2.806	653	133	30,3%	5,0%
Cartera Valores	2.846	3.008	2.968	2.902	3.124	278	221	9,8%	7,6%
Inversión Crediticia	4.220	4.009	3.928	3.901	3.849	-371	-52	-8,8%	-1,3%
Otros	1.285	1.059	1.230	1.499	1.708	423	209	32,9%	14,0%
Total Activo	10.504	10.703	10.682	10.975	11.487	983	512	9,4%	4,7%
Depósitos	6.376	6.707	6.763	7.055	7.334	958	279	15,0%	4,0%
Finac. Mayorista	3.173	3.041	2.949	2.928	3.154	-19	226	-0,6%	7,7%
Fondos Propios	955	955	970	992	999	44	7	4,6%	0,7%
Total Pasivo & F.Propios	10.504	10.703	0 10.682	10.975	11.487	983	512	9,4%	4,7%
APR's ⁽⁶⁾	6.045	5.836	5.732	5.884	5.934	-111	50	-1,8%	0,8%
TCE ⁽⁷⁾	672	672	686	703	705	33	2	5,0%	0,3%

(5) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

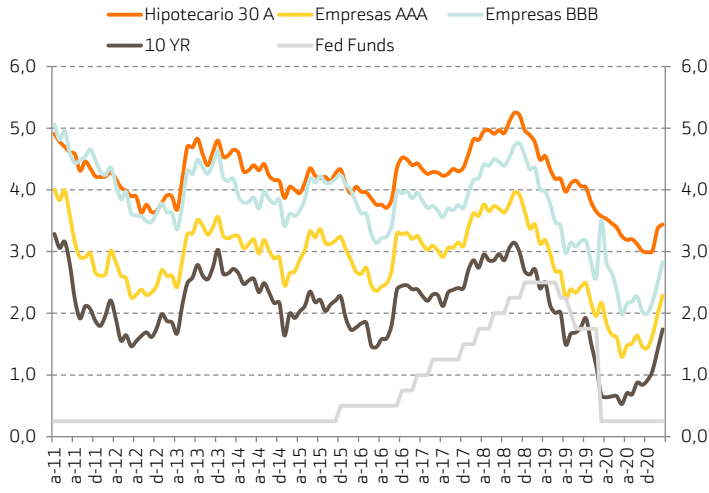
	1T'20	2T'20	3T'20	4T'20	1T'21	Variación en pb		
						a/a	t/t	
L-t-D ⁽⁸⁾	66,2%	59,8%	###	58,1%	55,3%	52,5%	-13,7 pb	-2,8 pb
APR's/ Activos ⁽⁹⁾	57,6%	54,5%	###	53,7%	53,6%	51,7%	-5,9 pb	-2,0 pb
TCE/ Fondos Propios	70,4%	70,4%	70,7%	70,9%	70,6%		0,3 pb	-0,3 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	6,7%	4,5%	12,3%	15,0%	21,2%		14,5 pb	6,1 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,4%	0,3%	0,8%	1,0%	1,3%		0,9 pb	0,3 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

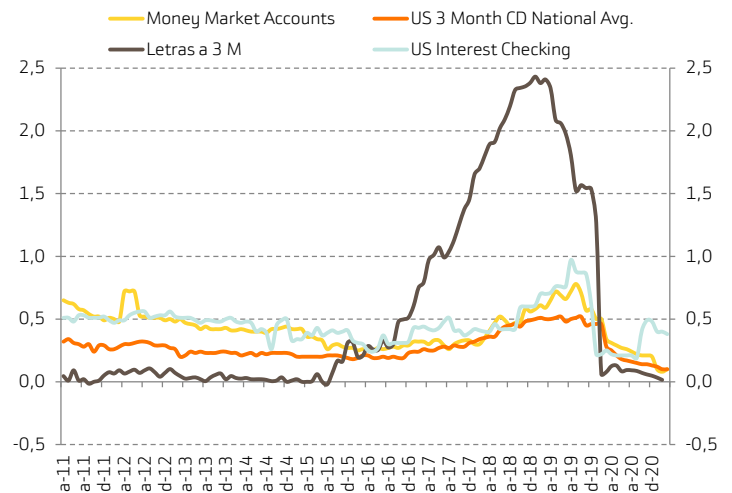
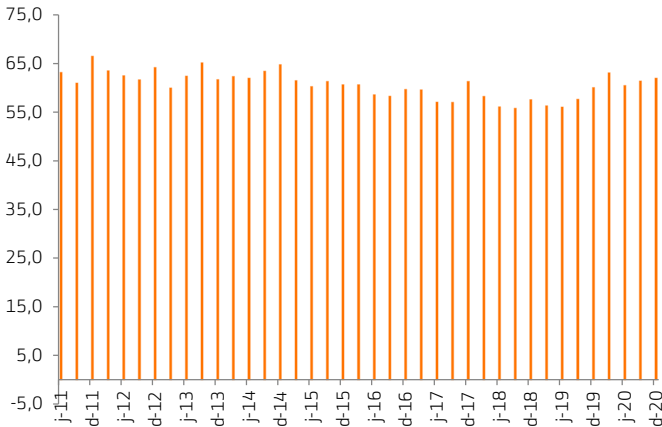


Gráfico 1.3: Ratio de Eficiencia



Fuente: Bloomberg & FDIC

Gráfico 1.4: Ratio de morosidad

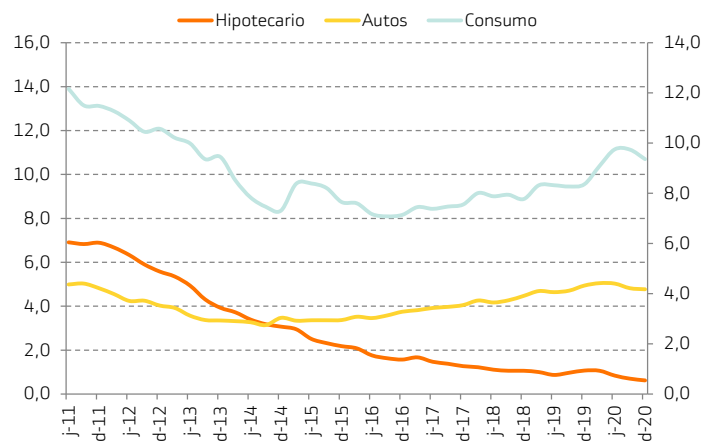
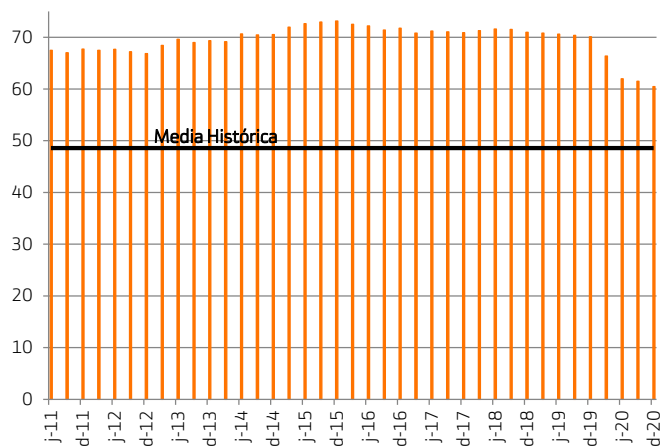
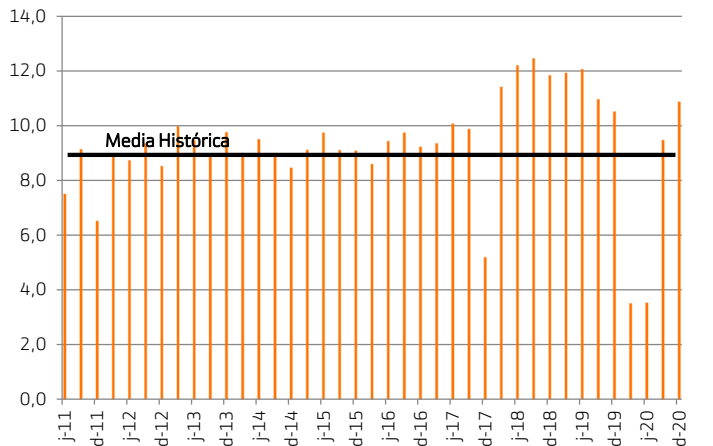


Gráfico 1.5: Densidad de capital



Fuente: Bloomberg & FDIC

Gráfico 1.6: RoE



Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Múltiplos de Valoración: PVC histórico

Gráfico 1.13: PVC histórico de Wells Fargo

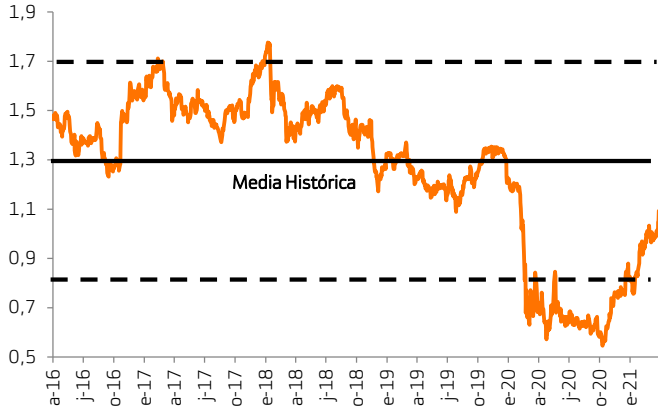


Gráfico 1.14: PVC histórico de JP Morgan

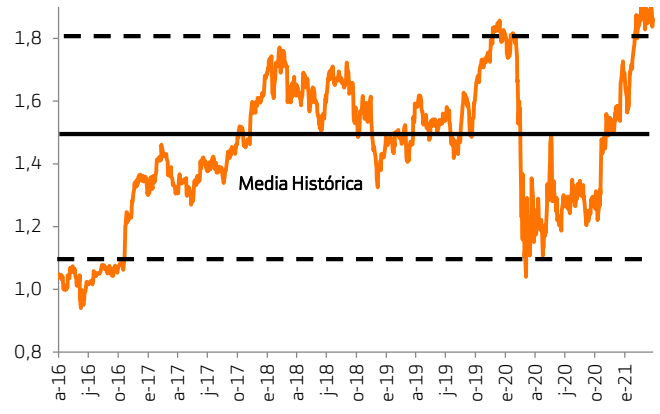


Gráfico 1.15: PVC histórico de Bank of America

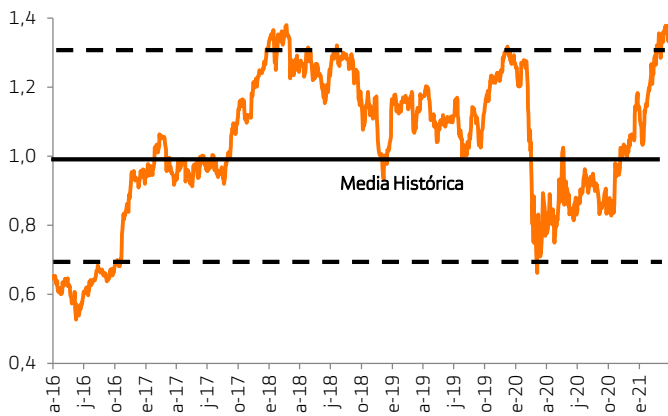


Gráfico 1.16: PVC histórico de Citigroup

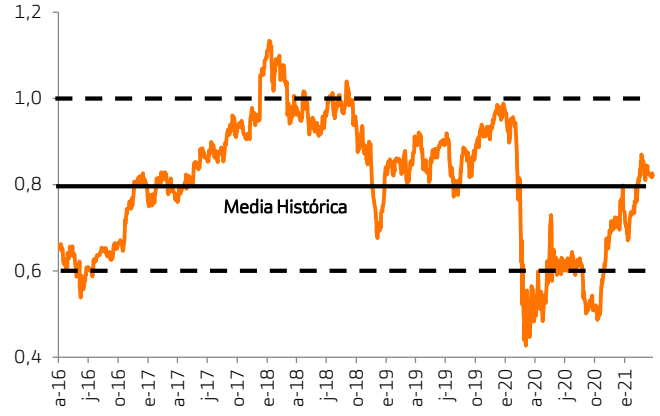


Gráfico 1.16: PVC histórico de Goldman Sachs

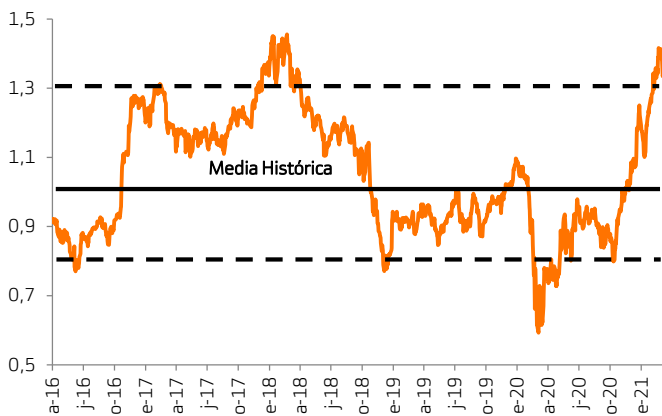
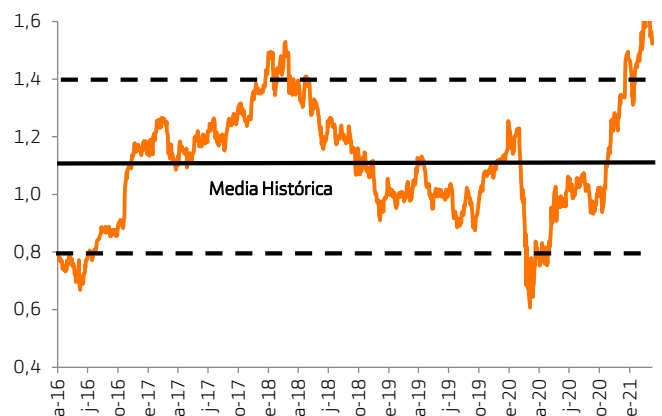


Gráfico 1.17: PVC histórico de Morgan Stanley



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	Eduardo Cabero - Seguros
Pilar Aranda - Petróleo	Aránzazu Cortina - Industriales	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Juan Moreno - Inmobiliarias	Luis Piñas - Consumo	Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología	Elena Fernández - Consumo	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Susana André (Mkt. Support)		

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por tot

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