

Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Analista: Rafael Alonso

Estrategia de inversión más selectiva: El entorno de tipos no acompaña pero sigue habiendo oportunidades.

Conclusión: La estrategia de inversión funciona. La revalorización acumulada en 2019 (YTD) por nuestras entidades favoritas oscila entre +26,6% (JP) y +37,9% (Citi) (vs +19,9% del S&P 500). **A partir de ahora hay que ir con más cuidado** porque el escenario de tipos no acompaña (bajadas de tipos), la economía pierde tracción y la demanda de crédito desacelera. Recomendamos **tomar beneficios en Bank of América (+25,9% YTD)**, mantenemos **JP Morgan y Citi como entidades favoritas** y vemos una oportunidad de inversión táctica en **Morgan Stanley (MS)**.

Resultados 3T19: En conjunto, los resultados del 3T19 han sorprendido positivamente gracias a la resiliencia de la demanda de crédito, la gestión de márgenes y la eficiencia en costes. La partida de ingresos por *trading* ha sido dispar - baten expectativas BoA, JP, Citi & MS, pero decepcionan GS & Wells Fargo -.

Las principales entidades mantienen el *guidance* de resultados para 2019, los fundamentales son sólidos (RoTE~16,7% & PVC~1,3x en banca comercial) y los indicadores de riesgo evolucionan satisfactoriamente (ver gráfico 1.4).

El entorno de tipos no acompaña - la probabilidad de un recorte de tipos por parte de la Fed el 30/oct supera el 85,0% -, y la demanda de crédito pierde tracción (+3,0% vs +5,0% en 2T19) aunque la rentabilidad (RoTE) se mantiene en niveles históricamente altos (ver gráfico 1.6).

La banca de inversión cotiza con múltiplos de valoración históricamente bajos (ver gráficos 1.16 & 1.17) pero la cuenta de P&G acusa la volatilidad de los ingresos por *trading* y un menor ritmo de actividad en operaciones de *M&A* y *IPO*'s (Fusiones, Adquisiciones y Salidas a bolsa).

Estrategia de Inversión: Nuestras entidades favoritas son por este orden: **1º JP Morgan** (sin cambios; +26,6% YTD), **2º Citigroup** (sin cambios; 37,9% YTD) y **3º Morgan Stanley** (sustituye de manera táctica a Bank of América tras subir +25,9% YTD).

Mantenemos nuestra recomendación de **evitar Wells Fargo**, por su exposición al mercado hipotecario residencial y **Goldman Sachs**, por su elevada dependencia del mercado (*trading*, *M&A*'s, etc..).

Beneficio Neto BNA	12 M Trailing		Trimestres Estancos: Var % a/a				
	Mills \$	% Var	3T 18	4T 18	1T 19	2T 19	3T 19
Wells Fargo	22.740	1,2%	32,3%	-1,4%	14,1%	19,7%	-23,3%
JP Morgan	34.977	18,0%	24,5%	67,0%	5,4%	16,1%	8,4%
Bank of America	27.714	19,3%	32,1%	n.s	5,7%	8,3%	-19,4%
Citigroup Inc	18.735	n.s	11,8%	n.s	1,9%	6,9%	6,3%
US Bancorp	7.284	5,2%	16,1%	10,3%	1,4%	4,1%	5,1%
B. Comercial	111.450	44,5%	25,0%	n.s	6,3%	12,4%	-6,1%
Goldman Sachs	9.087	51,6%	18,6%	n.s	-20,5%	-5,6%	-25,6%
Morgan Stanley	8.334	5,5%	18,6%	n.s	-9,0%	-9,7%	2,9%
B. Inversión	17.421	25,4%	18,6%	n.s	-14,9%	n.s	-12,6%
Total Bancos	128.871	41,6%	24,0%	n.s	2,7%	9,3%	-7,0%

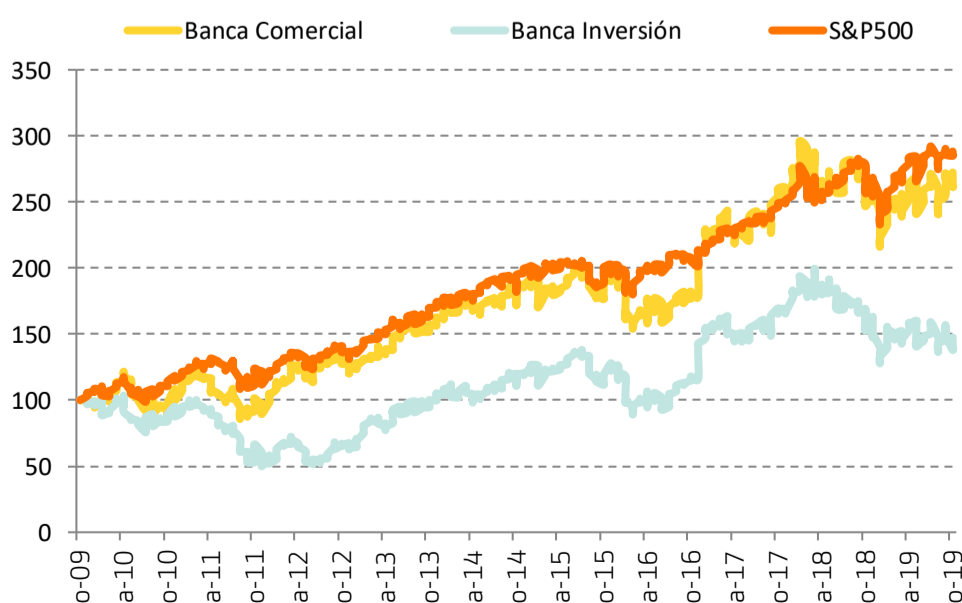
Indicadores de Riesgo & Liquidez	NPLs/AT Último (iii)	NPLs / Capital (iii)		L-t-D ratio (iv)		Pasivo Retail (v)	
		3T 18	3T 19	3T 18	3T 19	3T 18	3T 19
Wells Fargo	0,3%	3,4%	2,8%	76%	75%	76%	75%
JP Morgan	0,2%	1,8%	1,9%	65%	62%	62%	61%
Bank of America	0,1%	1,9%	1,3%	70%	71%	65%	65%
Citigroup Inc	0,2%	1,9%	1,9%	71%	69%	58%	60%
US Bancorp	0,2%	1,6%	1,6%	86%	83%	80%	83%
B. Comercial	0,2%	2,2%	1,9%	74%	72%	68%	69%
Goldman Sachs	0,0%	1,2%	0,0%	48%	46%	38%	41%
Morgan Stanley	0,0%	0,0%	0,0%	47%	47%	47%	46%
B. Inversión	0,0%	0,6%	0,0%	48%	46%	42%	43%
Total Bancos	0,1%	1,4%	0,9%	61%	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)	
		3T 18	3T 19	3T 18	3T 19	3T 18	3T 19
Wells Fargo	11,6%	7,9%	7,6%	1,8%	1,8%	15,0%	15,6%
JP Morgan	12,3%	7,0%	6,8%	1,9%	2,3%	16,3%	18,9%
Bank of America	11,7%	7,4%	7,3%	1,6%	1,9%	13,6%	15,9%
Citigroup Inc	12,5%	8,1%	7,7%	-0,4%	1,6%	-3,4%	12,4%
US Bancorp	8,9%	7,3%	7,4%	1,9%	1,9%	20,5%	20,5%
B. Comercial	11,4%	7,5%	7,4%	1,3%	1,9%	12,4%	16,7%
Goldman Sachs	7,3%	7,3%	5,9%	1,1%	2,2%	8,6%	16,1%
Morgan Stanley	16,3%	7,1%	7,3%	2,1%	2,2%	13,0%	17,5%
B. Inversión	11,8%	7,2%	6,6%	1,6%	2,2%	10,8%	16,8%
Total Bancos	11,6%	7,4%	7,0%	1,5%	2,0%	11,6%	16,7%

(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/V e	Div Yield e
		P. Ultimo	YTD	19 e	20 e		
Wells Fargo	215.419	50,5	9,5	11,2 x	11,6 x	1,3 x	4,1%
JP Morgan	395.049	123,6	26,6	12,0 x	11,8 x	1,6 x	3,0%
Bank of America	281.639	31,0	25,9	11,2 x	10,4 x	1,1 x	2,4%
Citigroup Inc	156.776	71,8	37,9	9,4 x	8,4 x	0,9 x	2,9%
US Bancorp	88.274	56,2	23,0	13,0 x	12,7 x	1,8 x	3,1%
B. Comercial	596	24,2	11,3 x	10,8 x	1,3 x	2,8%	
Goldman Sachs	78.294	209,3	25,3	9,5 x	8,7 x	0,9 x	2,5%
Morgan Stanley	73.048	45,0	13,4	9,2 x	8,6 x	1,0 x	3,2%
B. Inversión	142	11,9	10,5 x	10,1 x	1,2 x	2,1%	
S&P 500	3.007	19,9	18,3 x	16,5 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⁾	3T'18	4T'18	1T'19	2T'19	3T'19	Acumulado		% Variación		
						12 M Trailing		3T'19	12M	
Datos en M€						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽³⁾	53.403	54.528	54.157	53.937	52.962	215.584	209.068	-0,8%	-1,8%	3,1%
Otros ingresos ⁽⁴⁾	42.633	38.222	43.705	44.116	45.665	171.708	170.118	7,1%	3,5%	0,9%
Margen Bruto	96.036	92.750	97.862	98.053	98.627	387.292	379.186	2,7%	0,6%	2,1%
Gastos Generales	55.834	55.393	57.218	56.730	60.415	229.756	231.027	8,2%	6,5%	-0,6%
Margen Neto	40.202	37.357	40.644	41.323	38.212	157.536	148.159	-5,0%	-7,5%	6,3%
Prov. insolvencias	7.236	8.151	8.408	7.736	8.203	32.498	30.581	13,4%	6,0%	6,3%
Rdo. Operativo	32.966	29.206	32.236	33.587	30.009	125.038	117.578	-9,0%	-10,7%	6,3%
Deterioros & Extraordinarios	2.701	2.912	2.710	2.788	2.777	11.187	11.737	2,8%	-0,4%	-4,7%
BAI.	35.667	32.118	34.946	36.375	32.786	136.225	129.315	-8,1%	-9,9%	5,3%
Impuestos & otros	-7.676	-5.541	-6.187	-6.549	-6.498	-24.775	-52.200	-15,3%	-0,8%	-52,5%
BNA Publicado	27.991	26.577	28.759	29.826	26.288	111.450	77.115	-6,1%	-11,9%	44,5%

(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	3T'18	4T'18	1T'19	2T'19	3T'19	MM \$		Variación	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Datos en MM€									
Liquidez ⁽⁵⁾	1.943	1.892	1.909	1.851	1.837	-106	-14	-5,5%	-0,8%
Cartera Valores	2.401	2.410	2.602	2.653	2.824	424	171	17,6%	6,5%
Inversión Crediticia	3.855	3.921	3.890	3.935	3.955	100	20	2,6%	0,5%
Otros	1.018	1.035	1.036	1.078	1.021	3	-57	0,3%	-5,3%
Total Activo	9.217	9.258	9.436	9.517	9.637	421	121	4,6%	1,3%
Depósitos	5.407	5.497	5.515	5.587	5.674	267	87	4,9%	1,6%
Finac. Mayorista	2.840	2.793	2.946	2.944	2.985	145	41	5,1%	1,4%
Fondos Propios	970	968	975	986	978	9	-8	0,9%	-0,8%
Total Pasivo & F.Propios	9.217	9.258	9.436	9.517	9.637	421	121	4,6%	1,3%
APR's ⁽⁶⁾	5.810	5.769	5.804	5.834	5.850	40	15	0,7%	0,3%
TCE ⁽⁷⁾	685	682	694	702	691	6	-11	0,9%	-1,6%

(5) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

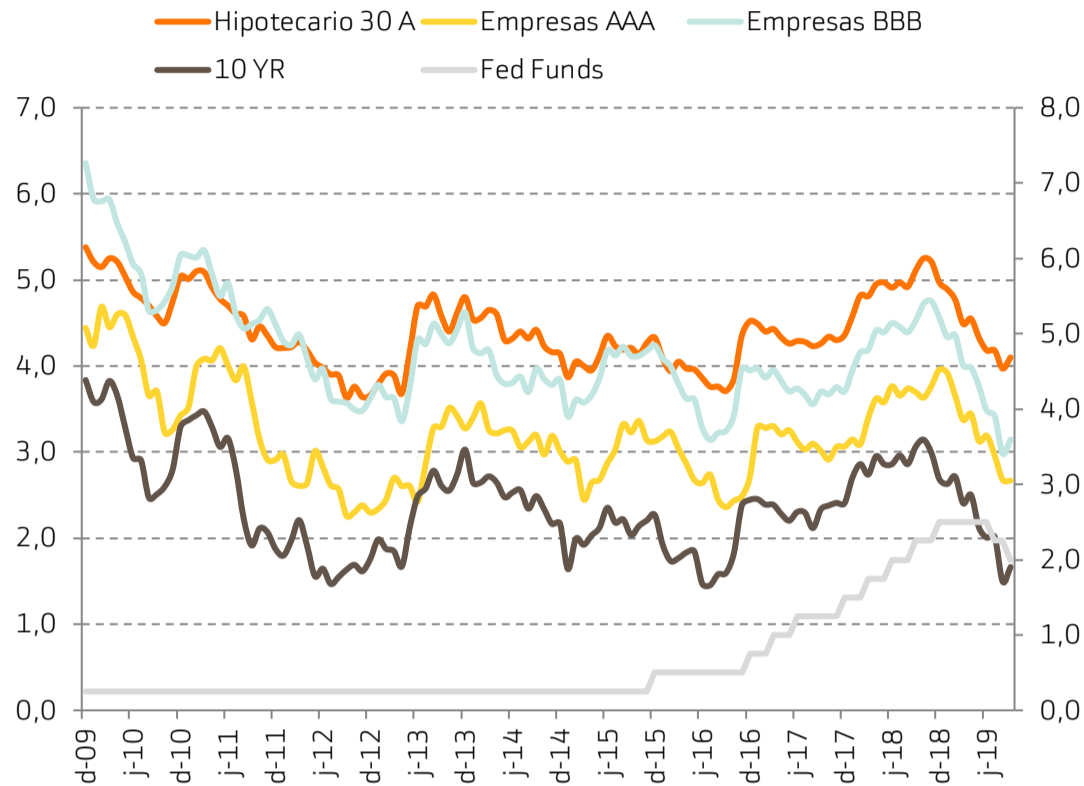
	3T'18	4T'18	1T'19	2T'19	3T'19	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁸⁾	71,3%	71,3%	70,5%	70,4%	69,7%	-1,6 pb	-0,7 pb
APR's/ Activos ⁽⁹⁾	63,0%	62,3%	61,5%	61,3%	60,7%	-2,3 pb	-0,6 pb
TCE/ Fondos Propios	70,6%	70,5%	71,1%	71,2%	70,7%	0,0 pb	-0,5 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	16,3%	15,6%	16,6%	17,0%	15,2%	-1,1 pb	-1,8 pb
ROA ⁽¹¹⁾	1,2%	1,1%	1,2%	1,3%	1,1%	-0,1 pb	-0,2 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

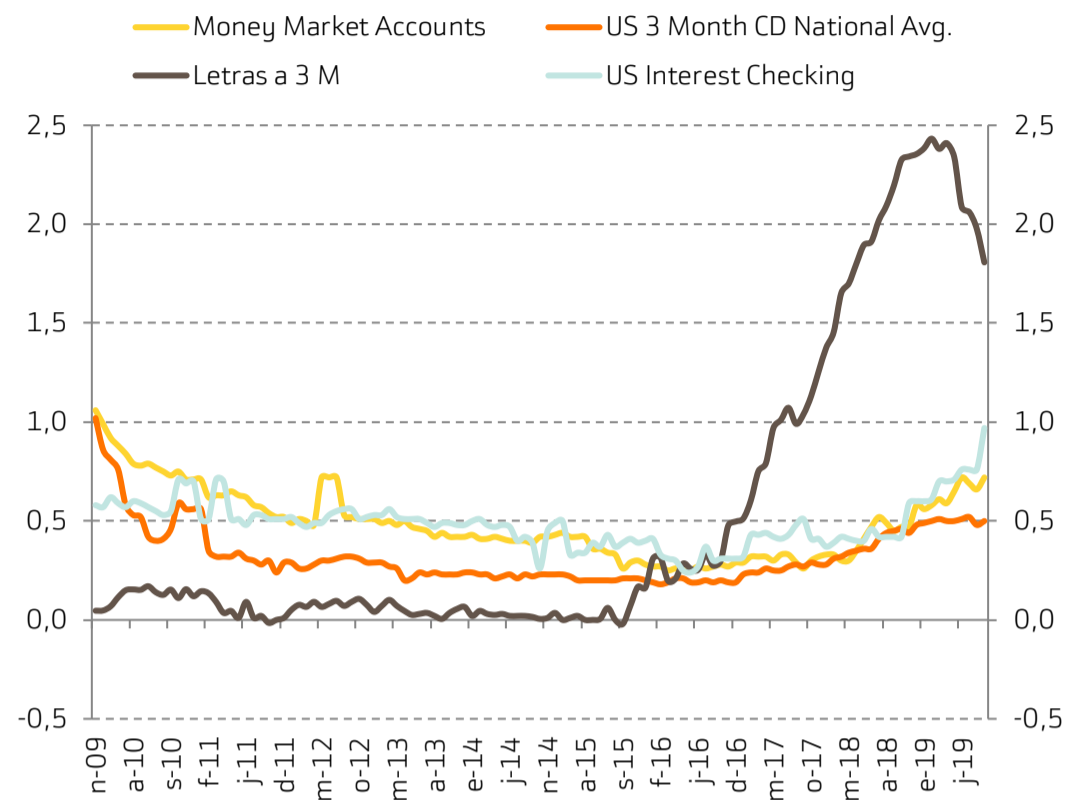
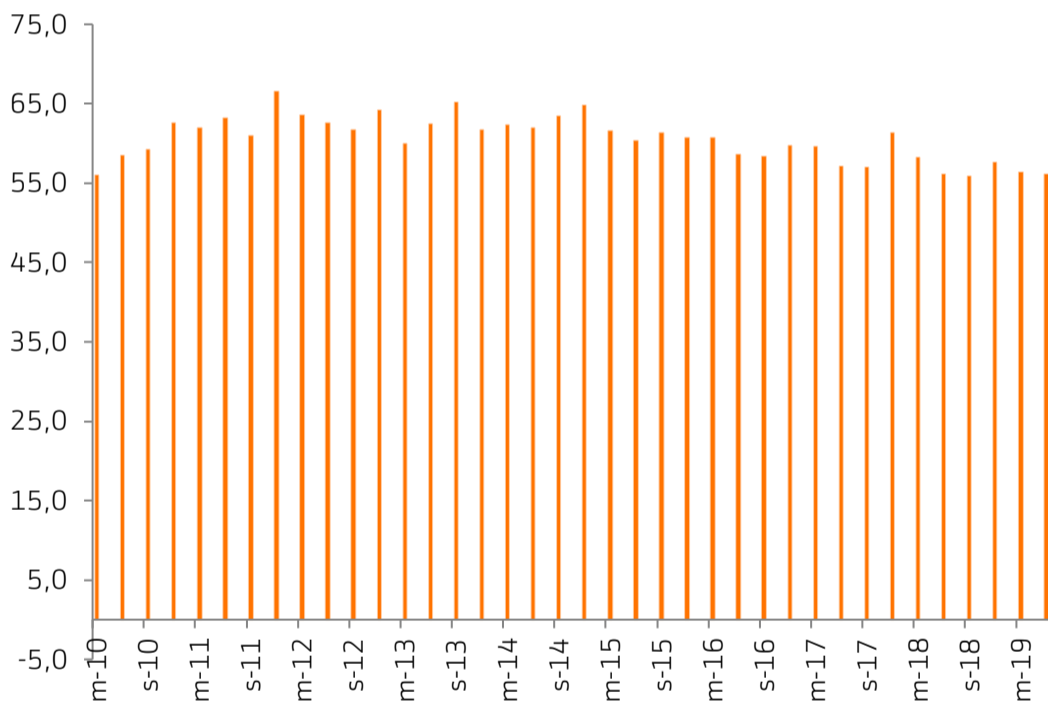


Gráfico 1.3: Ratio de Eficiencia



Fuente: Bloomberg & FDIC

Gráfico 1.4: Ratio de morosidad

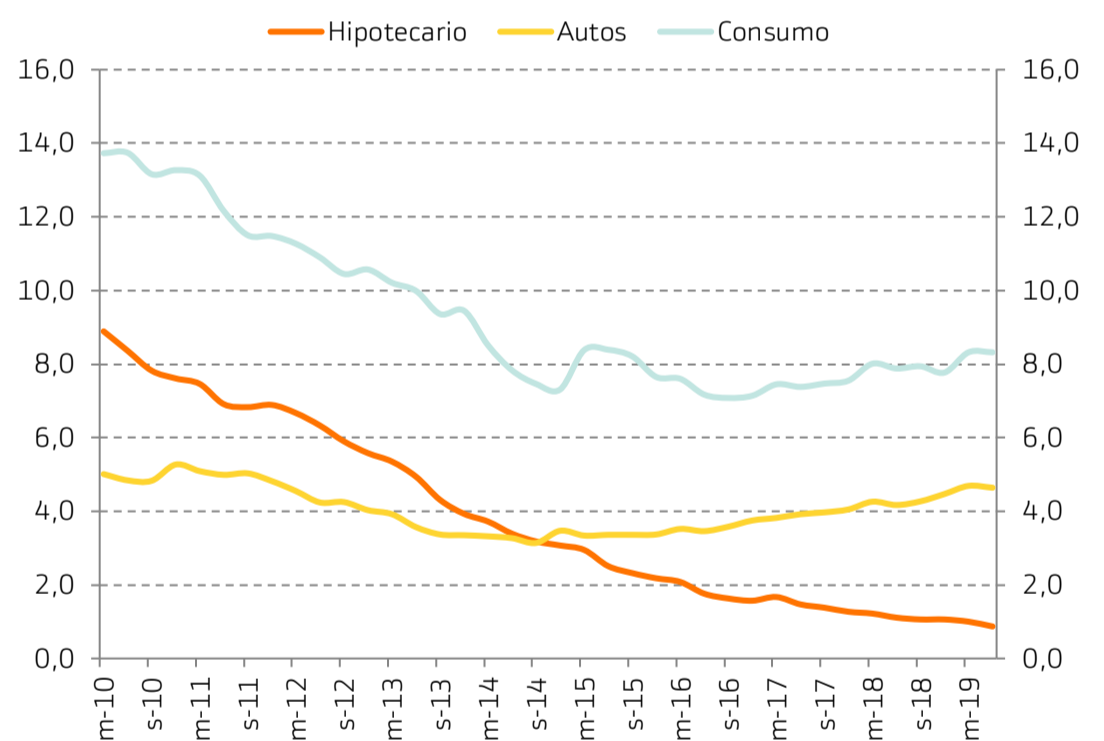
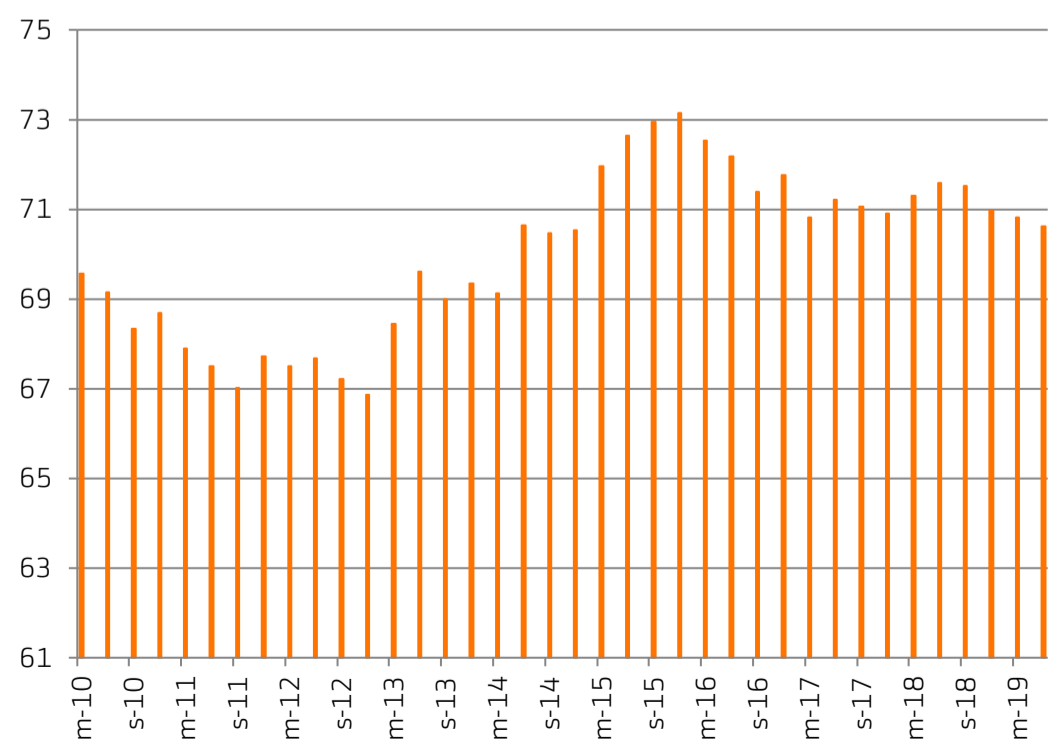
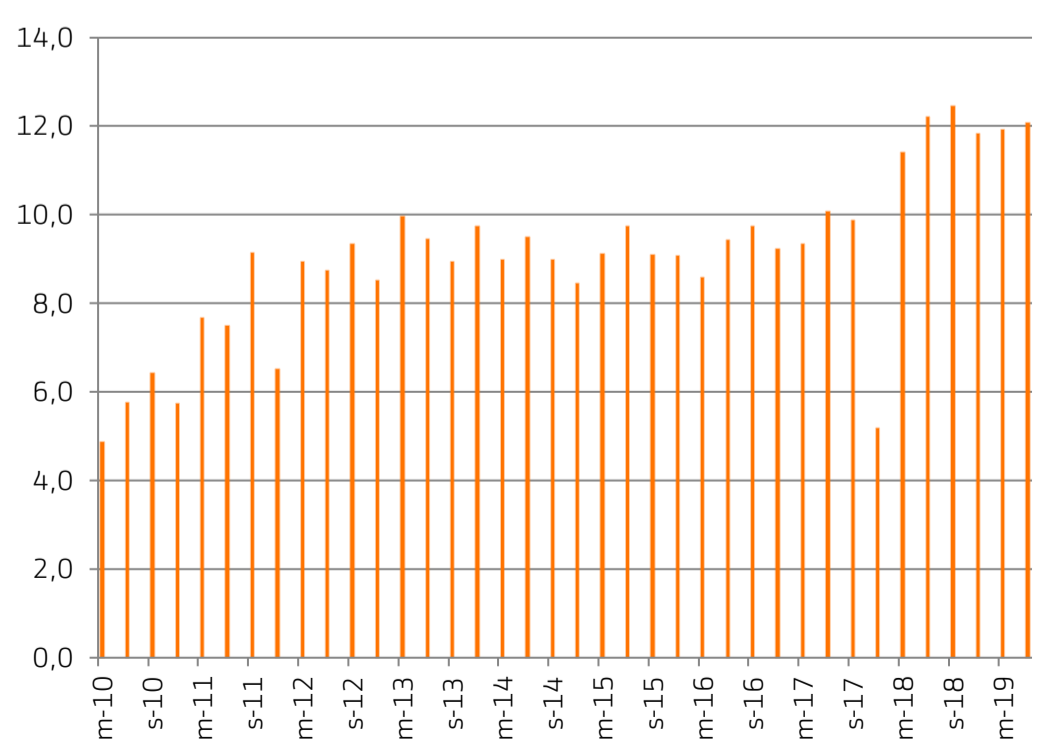


Gráfico 1.5: Densidad de capital



Fuente: Bloomberg & FDIC

Gráfico 1.6: RoE



Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Múltiplos de Valoración: P/VC histórico

Gráfico 1.13: P/VC histórico de Wells Fargo

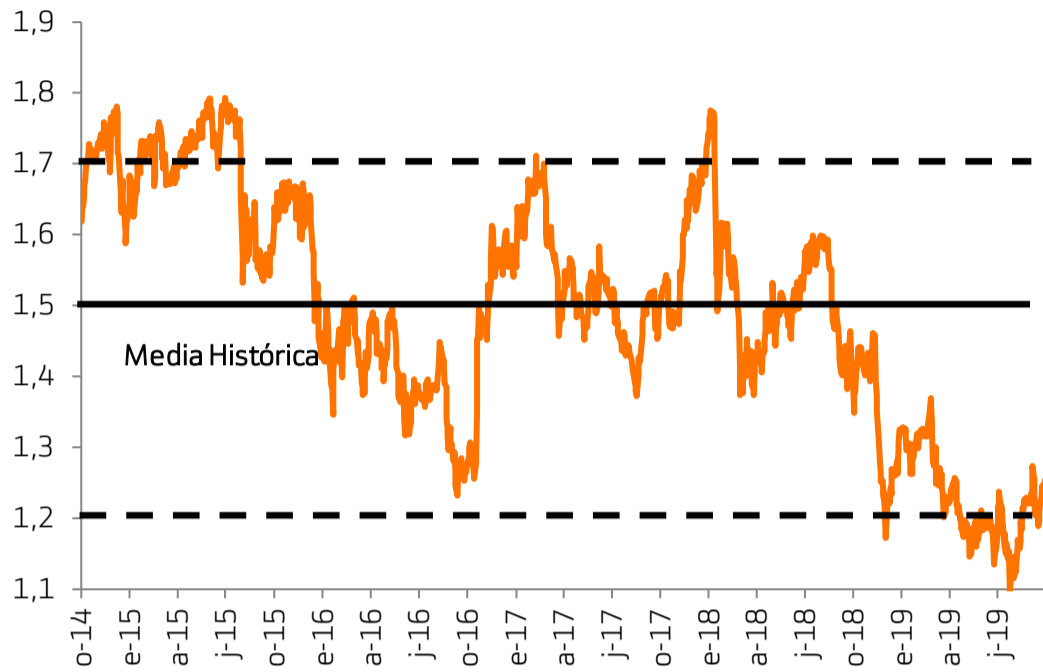


Gráfico 1.14: P/VC histórico de JP Morgan

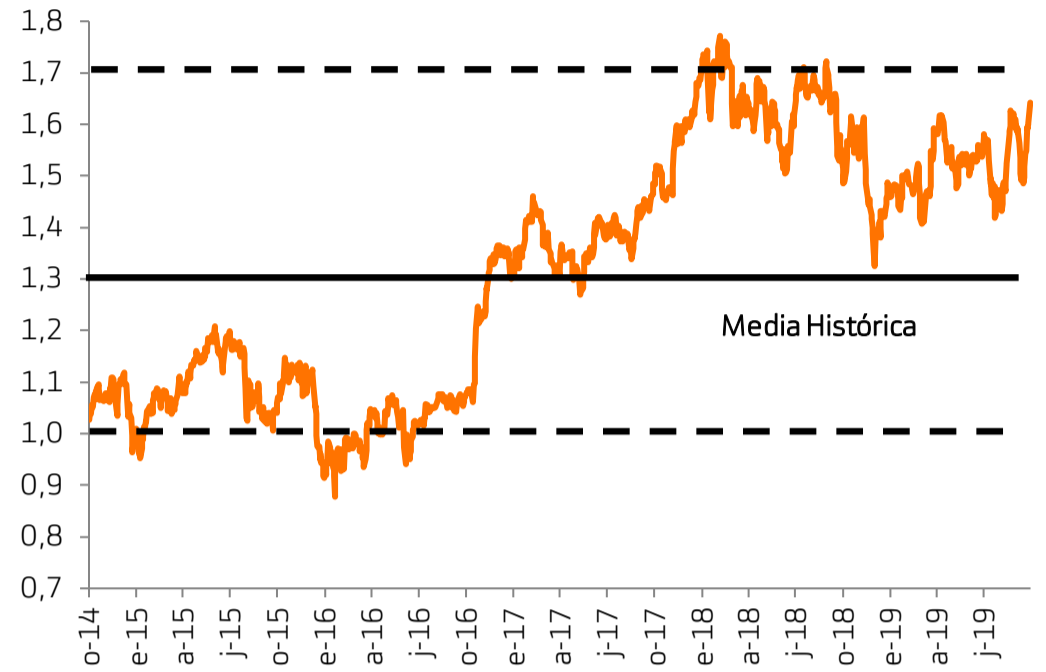


Gráfico 1.15: P/VC histórico de Bank of America

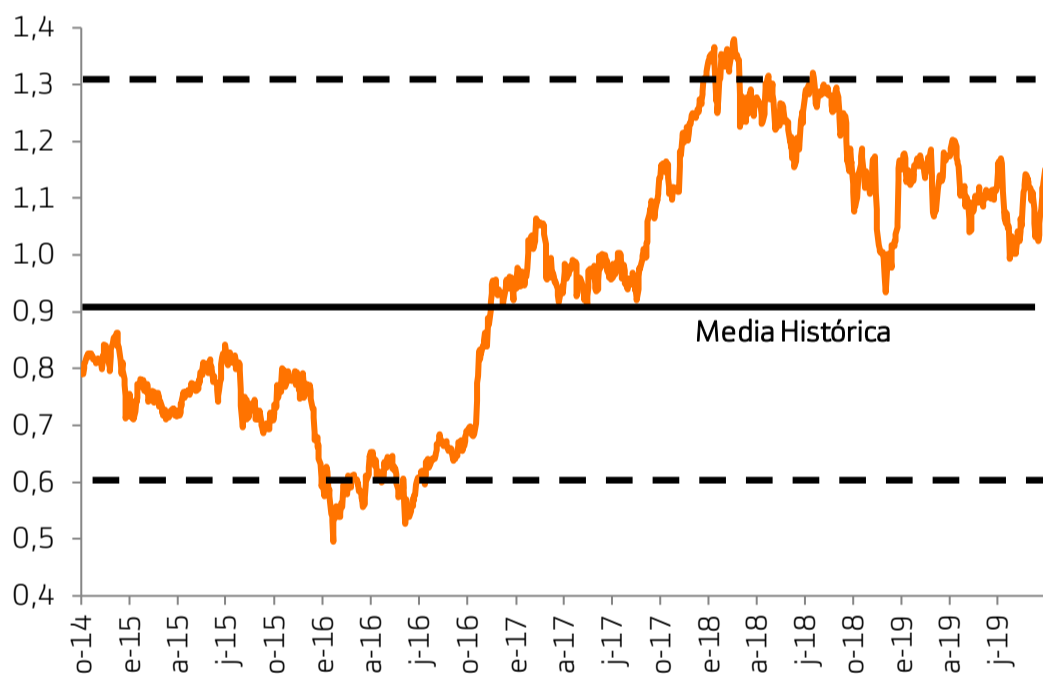


Gráfico 1.16: P/VC histórico de Citigroup

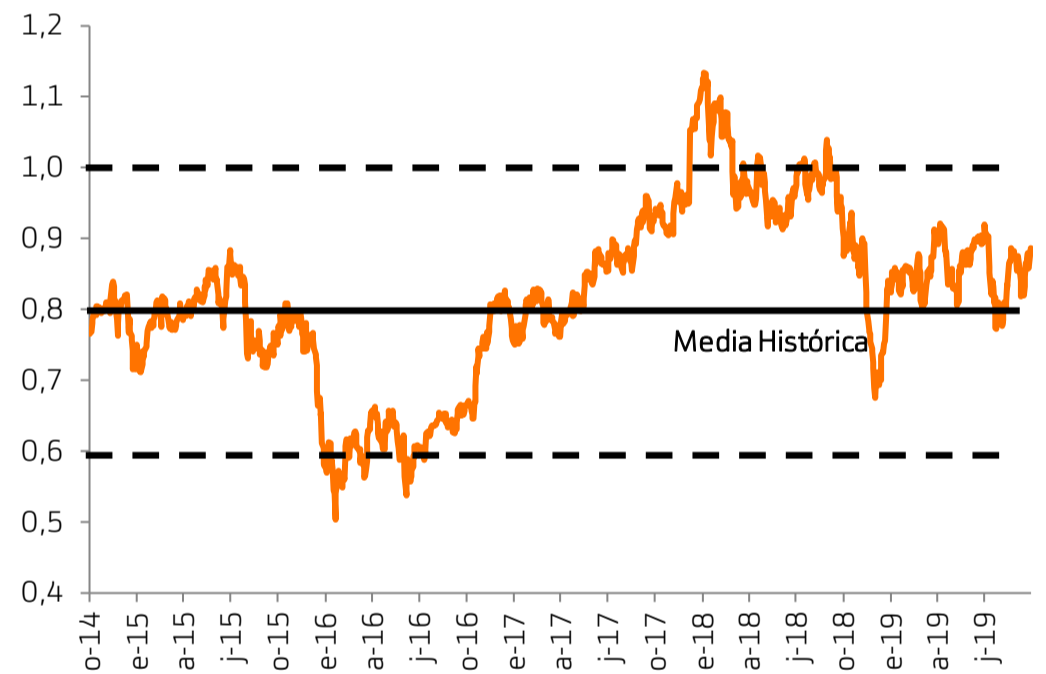


Gráfico 1.16: P/VC histórico de Goldman Sachs

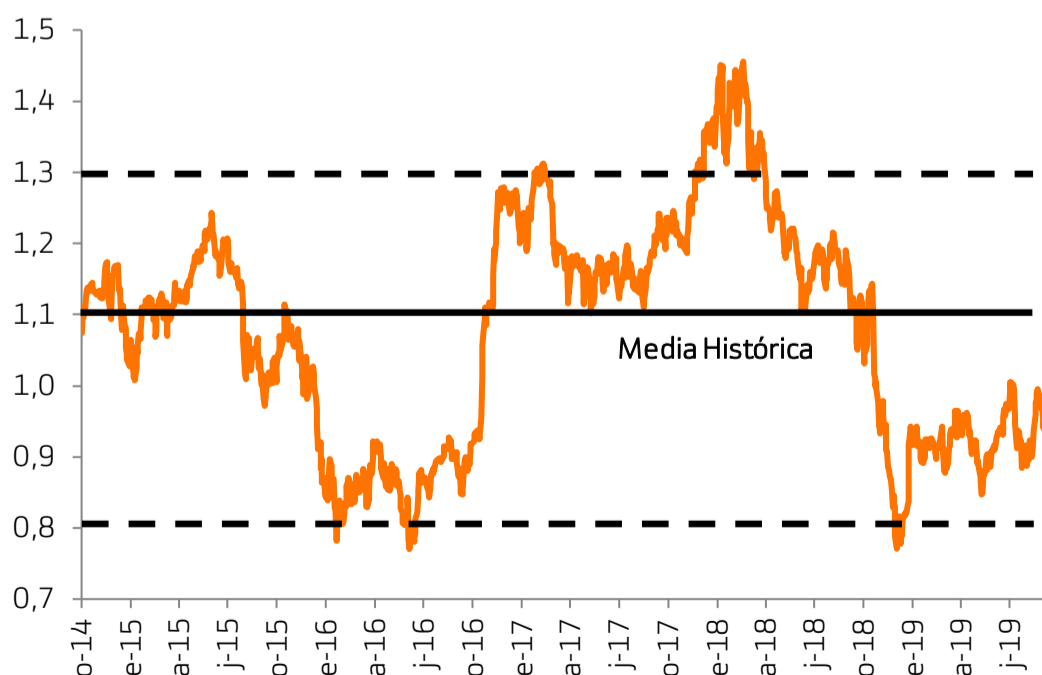
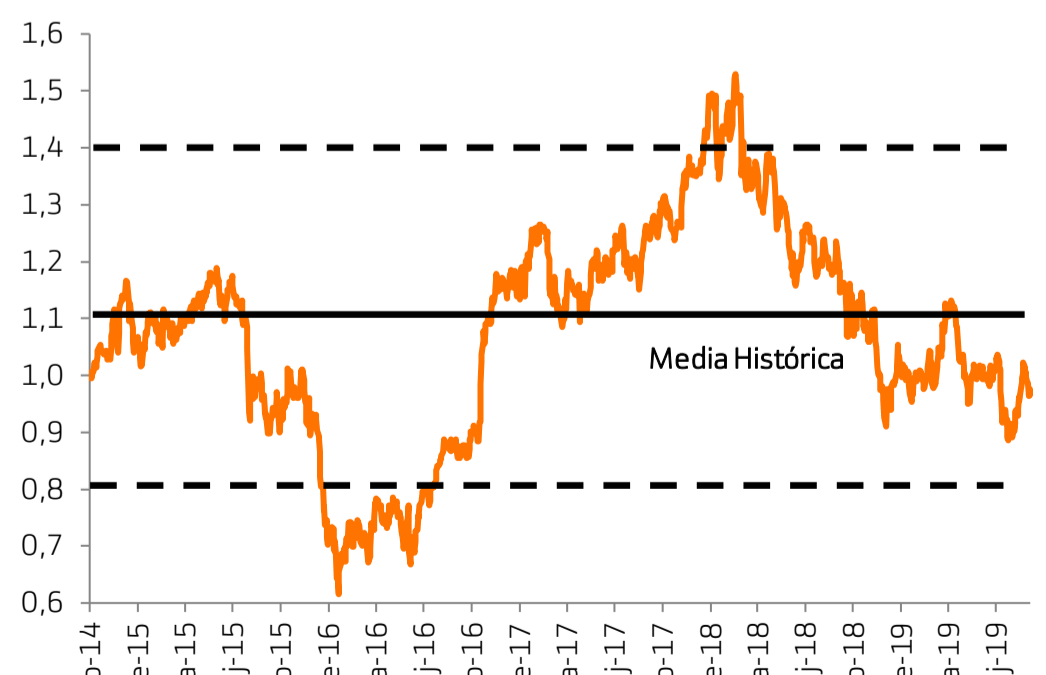


Gráfico 1.17: P/VC histórico de Morgan Stanley



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	Ana de Castro - 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

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por

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