

Estrategia en bancos EE:UU: Los Beneficios crecen a doble dígito y los múltiplos de valoración son atractivos .

Conclusión: Nuestra estrategia de inversión en bancos de EE.UU está funcionando. La rentabilidad acumulada en nuestras entidades favoritas desde que recomendamos invertir el 20/11/2017 asciende a: +15,6% en Bank of America; +15,5% en JP Morgan; +4,2% en Morgan Stanley y -1,5% en Citigroup.

Reiteramos nuestra recomendación de **Comprar** en base a: (i) el buen momento en resultados de las principales entidades con la excepción de Wells Fargo, (ii) el sector cotiza con unos múltiplos de valoración atractivos - el descuento medio en términos de PER 2019 estimado alcanza el 30,0% en relación al S&P 500 - y (iii) las principales entidades prevén aumentar la rentabilidad por dividendo, actualmente en 2,3%, factor que limita el riesgo de caída en las cotizaciones. Nuestras entidades favoritas siguen siendo por este orden: 1º Bank of América, 2º JP Morgan, 3º Morgan Stanley y 4º Citigroup.

Nuestra visión: Los resultados del 1S'18 confirman el buen momento por el que atraviesa el sector en términos de actividad, ingresos y rentabilidad.

(i) La inversión crediticia crece a un ritmo cercano al 4,0% - salvo Wells Fargo cuyo crecimiento está limitado por la Fed - y el margen con clientes evoluciona positivamente a pesar del escaso diferencial existente entre los tipos de interés de referencia a corto y largo plazo. El diferencial entre el bono del Tesoro a 2 Años y su equivalente a 10 A - actualmente en torno a 30 pb - se sitúa en mínimos históricos, factor que dificulta la gestión del margen de intereses. En este entorno, el diferencial medio en hipotecas (30 A) alcanza 192 pb (+30 pb YTD; +47 pb a/a) con un coste de financiación minorista estable (~40 pb), (ii) el repunte en la volatilidad de los mercados facilita el aumento en los ingresos por trading, (iii) los índices de calidad crediticia y solvencia evolucionan positivamente y (iv) la rentabilidad (RoTE) es elevada (~11,0%/21,6%).

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 (+28,8% en BNA), 2º JP Morgan (+18,3% en BNA), 3º Morgan Stanley (+38,7% en BNA por segundo trimestre consecutivo) y 4º Citigroup por la favorable evolución de su división internacional. Pensamos también que el Fondo BGF World Financials (+3,2% 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	2T 18		Trimestres Estancos: Var % a/a				
	Mills \$	% Var	2T 17	3T 17	4T 17	1T 18	2T 18
Wells Fargo	5.186	-10,7%	4,5%	-18,6%	16,6%	-8,8%	-10,7%
JP Morgan	8.316	18,3%	13,4%	7,1%	-37,1%	35,1%	18,3%
Bank of America	6.784	28,8%	10,2%	12,8%	-47,9%	29,6%	28,8%
Citigroup Inc	4.490	16,0%	-3,2%	7,6%	-628,8%	13,0%	16,0%
US Bancorp	1.750	16,7%	-1,4%	4,1%	13,8%	13,7%	16,7%
B. Comercial	26.526	13,0%	6,4%	1,7%	-120,7%	17,7%	13,0%
Goldman Sachs	2.565	40,1%	0,5%	1,6%	-182,1%	25,6%	40,1%
Morgan Stanley	2.437	38,7%	11,1%	11,5%	-58,8%	38,2%	38,7%
B. Inversión	5.002	39,4%	5,4%	5,9%	-130,9%	31,4%	39,4%
Total Bancos	31.528	16,5%	6,3%	2,3%	-122,3%	19,9%	16,5%

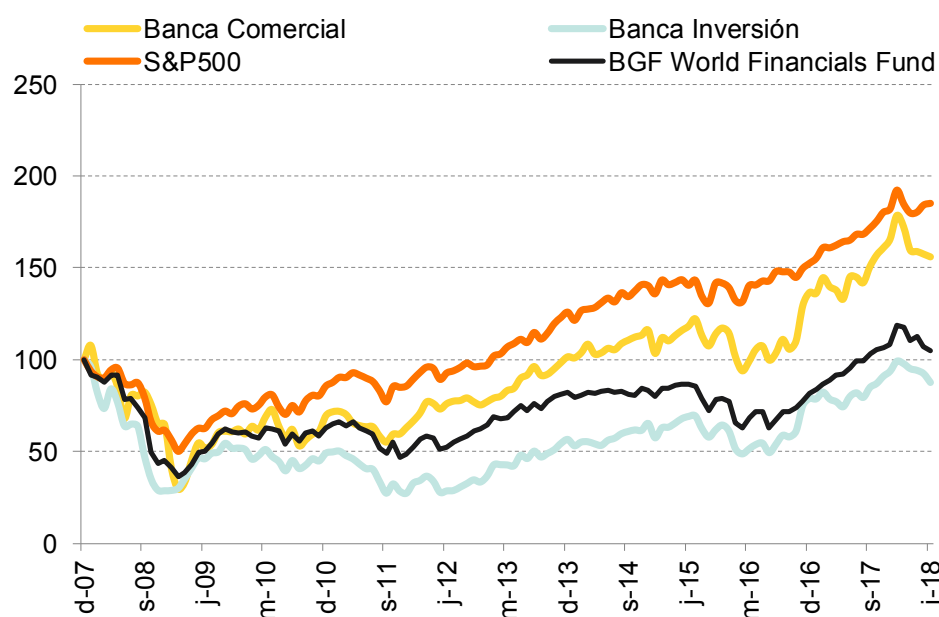
Indicadores de Riesgo & Liquidez	NPLs/AT Último (iii)	NPLs / Capital (iii)		L-t-D ratio (iv)		Pasivo Retail (v)	
		2T 17	2T 18	2T 17	2T 18	2T 17	2T 18
Wells Fargo	0,4%	4,5%	3,6%	75%	76%	76%	76%
JP Morgan	0,2%	2,3%	2,1%	63%	65%	62%	62%
Bank of America	0,3%	2,5%	2,2%	73%	72%	64%	65%
Citigroup Inc	0,2%	2,2%	1,9%	71%	71%	59%	58%
US Bancorp	0,2%	2,4%	1,8%	81%	83%	84%	83%
B. Comercial	0,3%	2,8%	2,3%	73%	74%	69%	69%
Goldman Sachs	0,1%	0,8%	0,0%	47%	55%	38%	37%
Morgan Stanley	0,0%	0,0%	0,0%	45%	50%	45%	46%
B. Inversión	0,0%	0,4%	0,0%	46%	52%	42%	41%
Total Bancos	0,1%	1,6%	1,2%	59%	63%	55%	55%

(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 17	2T 18	2T 17	2T 18	2T 17	2T 18
Wells Fargo	11,9%	7,6%	7,9%	1,7%	1,7%	15,1%	14,0%
JP Morgan	11,8%	7,2%	7,1%	1,8%	1,8%	14,6%	15,3%
Bank of America	11,8%	7,7%	7,5%	1,4%	1,5%	11,7%	12,5%
Citigroup Inc	13,1%	10,0%	8,5%	1,3%	-0,5%	8,4%	-3,5%
US Bancorp	8,4%	6,5%	6,7%	1,7%	1,8%	20,1%	21,6%
B. Comercial	11,4%	7,8%	7,5%	1,6%	1,3%	14,0%	12,0%
Goldman Sachs	11,1%	8,1%	7,3%	1,6%	0,9%	11,9%	10,9%
Morgan Stanley	15,7%	7,3%	5,3%	1,9%	2,0%	11,5%	16,6%
B. Inversión	13,4%	7,7%	6,3%	1,7%	1,5%	11,7%	13,7%
Total Bancos	12,4%	7,8%	6,9%	1,7%	1,4%	12,9%	12,9%

(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	281.248	58,0	-4,4	13,1 x	11,2 x	1,6 x	3,0%
JP Morgan	385.931	113,4	6,0	12,5 x	11,5 x	1,6 x	2,7%
Bank of America	307.891	30,8	4,2	12,1 x	10,6 x	1,3 x	2,0%
Citigroup Inc	179.031	70,2	-5,6	10,8 x	9,4 x	1,0 x	2,5%
US Bancorp	84.859	51,9	-3,2	12,7 x	11,9 x	1,9 x	2,9%
B. Comercial		588	0,7	12,2 x	10,9 x	1,4 x	2,3%
Goldman Sachs	91.709	233,8	-8,2	9,7 x	9,3 x	1,2 x	1,4%
Morgan Stanley	89.823	50,7	-3,3	10,5 x	9,9 x	1,2 x	2,4%
B. Inversión		168	-1,8	12,3 x	11,4 x	1,6 x	1,3%
S&P 500		2.807	5,0	17,5 x	15,9 x	3,2 x	1,9%

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

Aránzazu Cortina

Avda. Bruselas, nº14

Pilar Aranda

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⁾	2T'17	3T'17	4T'17	1T'18	2T'18	Acumulado		% Variación		
						12 M Trailing		2T'18	12M	
Datos en M€						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽³⁾	49.859	51.012	51.169	51.498	52.538	206.217	195.932	5,4%	2,0%	5,2%
Otros ingresos ⁽⁴⁾	43.946	41.809	38.310	45.780	43.457	169.356	170.000	-1,1%	-5,1%	-0,4%
Margen Bruto	93.805	92.821	89.479	97.278	95.995	375.573	365.932	2,3%	-1,3%	2,6%
Gastos Generales	55.325	55.046	58.715	59.025	57.055	229.841	220.354	3,1%	-3,3%	4,3%
Margen Neto	38.480	37.775	30.764	38.253	38.940	145.732	145.578	1,2%	1,8%	0,1%
Prov. insolvencias	7.213	8.013	8.944	7.076	7.365	31.398	29.274	2,1%	4,1%	7,3%
Rdo. Operativo	31.267	29.762	21.820	31.177	31.575	114.334	116.304	1,0%	1,3%	-1,7%
Deterioros & Extraordinarios	2.673	2.679	3.604	2.714	2.758	11.755	10.505	3,2%	1,6%	11,9%
BAI.	33.940	32.441	25.424	33.891	34.333	126.089	126.809	1,2%	1,3%	-0,6%
Impuestos & otros	-10.460	-9.830	-29.887	-6.830	-7.807	-54.354	-36.533	-25,4%	14,3%	48,8%
BNA Publicado	23.480	22.611	-4.463	27.061	26.526	71.735	90.276	13,0%	-2,0%	-20,5%

(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	2T'17	3T'17	4T'17	1T'18	2T'18	MM \$		Variación	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Datos en MM€						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁵⁾	1.879	1.896	1.843	1.991	1.875	-4	-116	-0,2%	-5,8%
Cartera Valores	2.468	2.501	2.428	2.446	2.475	6	29	0,3%	1,2%
Inversión Crediticia	3.780	3.800	3.845	3.849	3.852	72	3	1,9%	0,1%
Otros	950	934	954	950	934	-16	-16	-1,7%	-1,7%
Total Activo	9.076	9.130	9.071	9.236	9.135	59	-101	0,6%	-1,1%
Depósitos	5.314	5.337	5.397	5.465	5.367	53	-98	1,0%	-1,8%
Finac. Mayorista	2.747	2.778	2.692	2.790	2.789	42	-1	1,5%	0,0%
Fondos Propios	1.016	1.016	982	981	979	-37	-2	-3,6%	-0,2%
Total Pasivo & F.Propios	9.076	9.130	9.071	9.236	9.135	59	9.135	0,6%	-1,1%
APR 's ⁽⁶⁾	5.675	5.681	5.700	5.852	5.825	150	-27	2,6%	-0,5%
TCE ⁽⁷⁾	723	727	690	690	691	-32	1	-4,5%	0,2%

(5) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

	2T'17	3T'17	4T'17	1T'18	2T'18	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁸⁾	71,1%	71,2%	71,3%	70,4%	71,8%	0,6 pb	1,3 pb
APR 's/ Activos ⁽⁹⁾	62,5%	62,2%	62,8%	63,4%	63,8%	1,2 pb	0,4 pb
TCE/ Fondos Propios	71,2%	71,5%	70,2%	70,3%	70,5%	-0,6 pb	0,3 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	13,0%	12,4%	-2,6%	15,7%	15,4%	2,4 pb	-0,3 pb
ROA ⁽¹¹⁾	1,0%	1,0%	-0,2%	1,2%	1,2%	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

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Hoja 2 de 3

Ramón Forcada

Jesús Amador

Esther Gutierrez

Ramón Carrasco

Arancha Bueno

Aránzazu Cortina

Pilar Aranda

Ana de Castro

Elena Fernández - Trapiella

Joao Pischo

Susana Andre (Mkt Sup).

http://www.bankinter.com

Avda. Bruselas, nº14

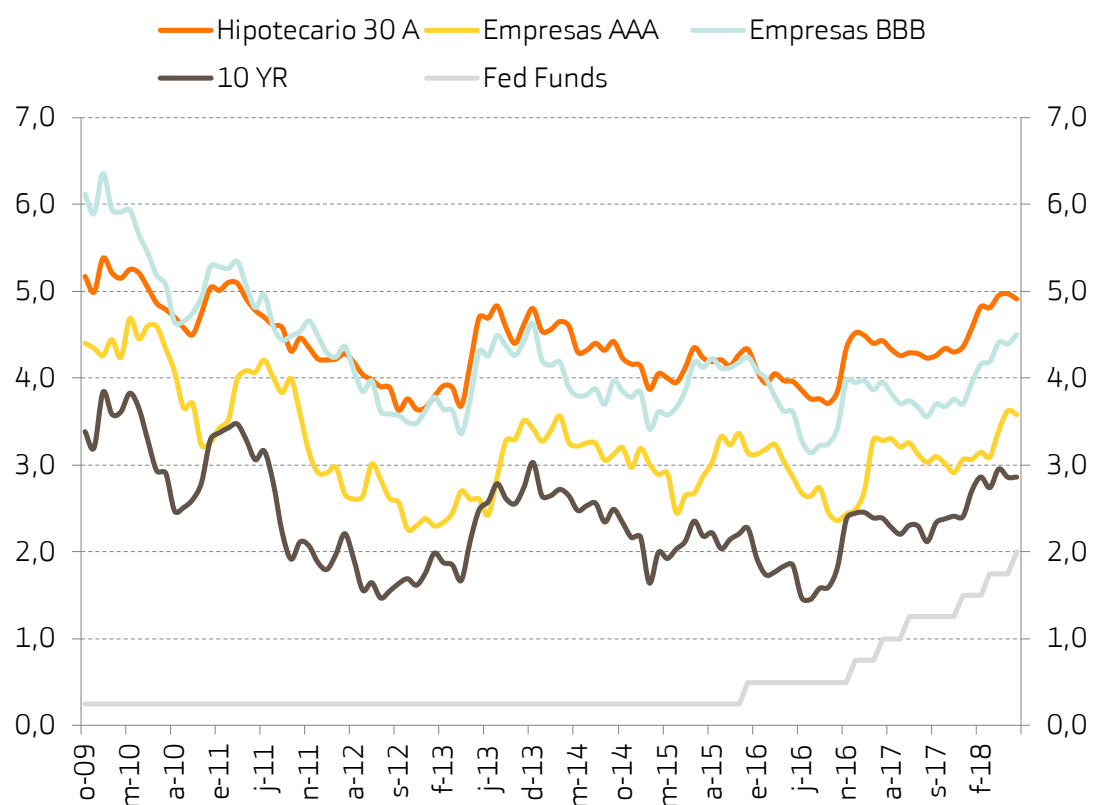
28108, Alcobendas (Madrid)

<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

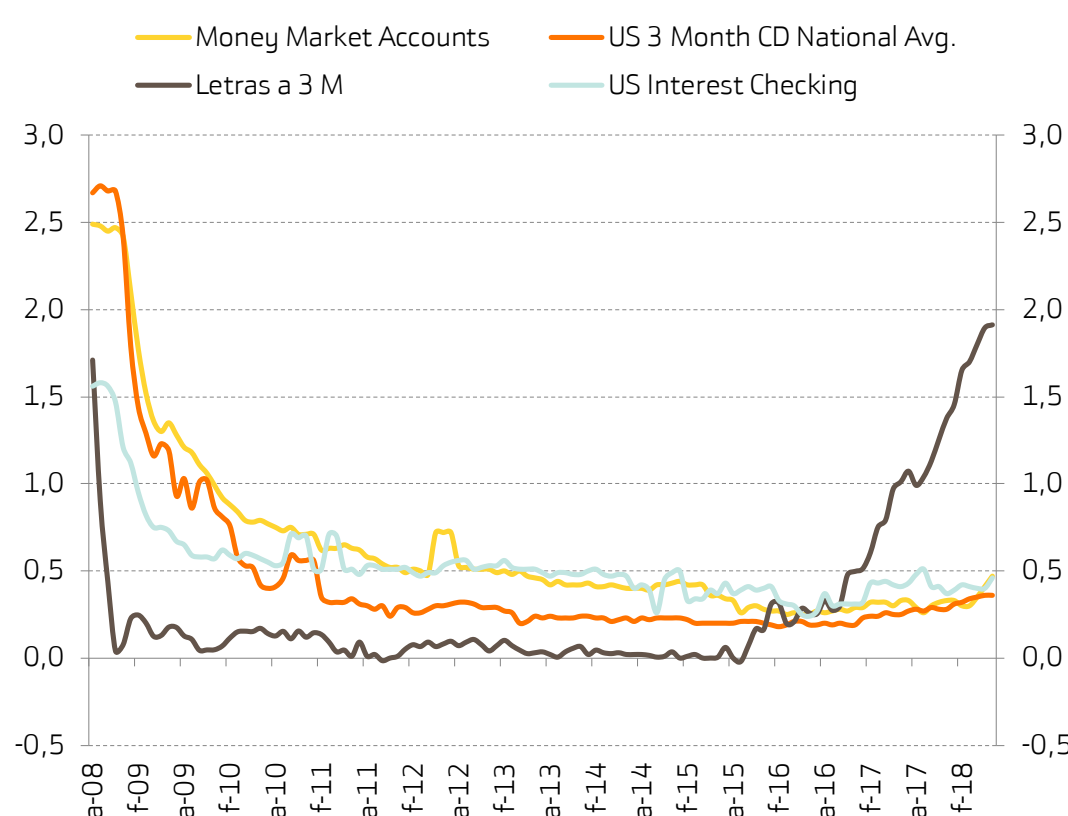
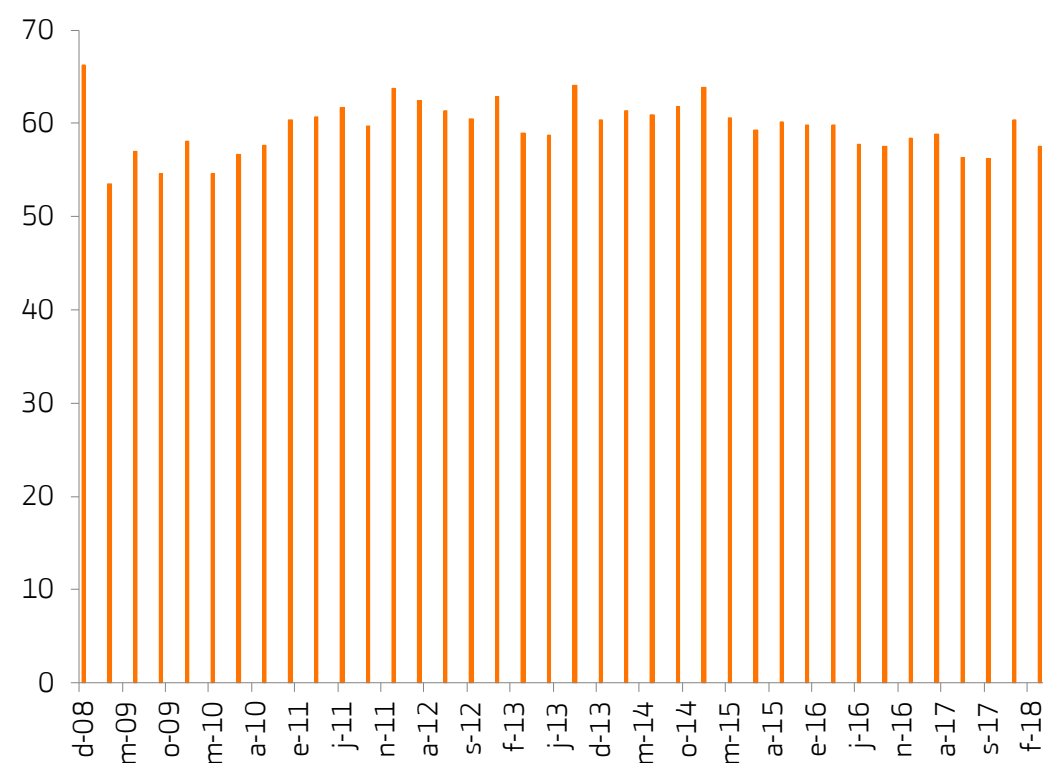


Gráfico 1.3: Ratio de Eficiencia



Fuente: Bloomberg & FDIC

Gráfico 1.4: Ratio de morosidad

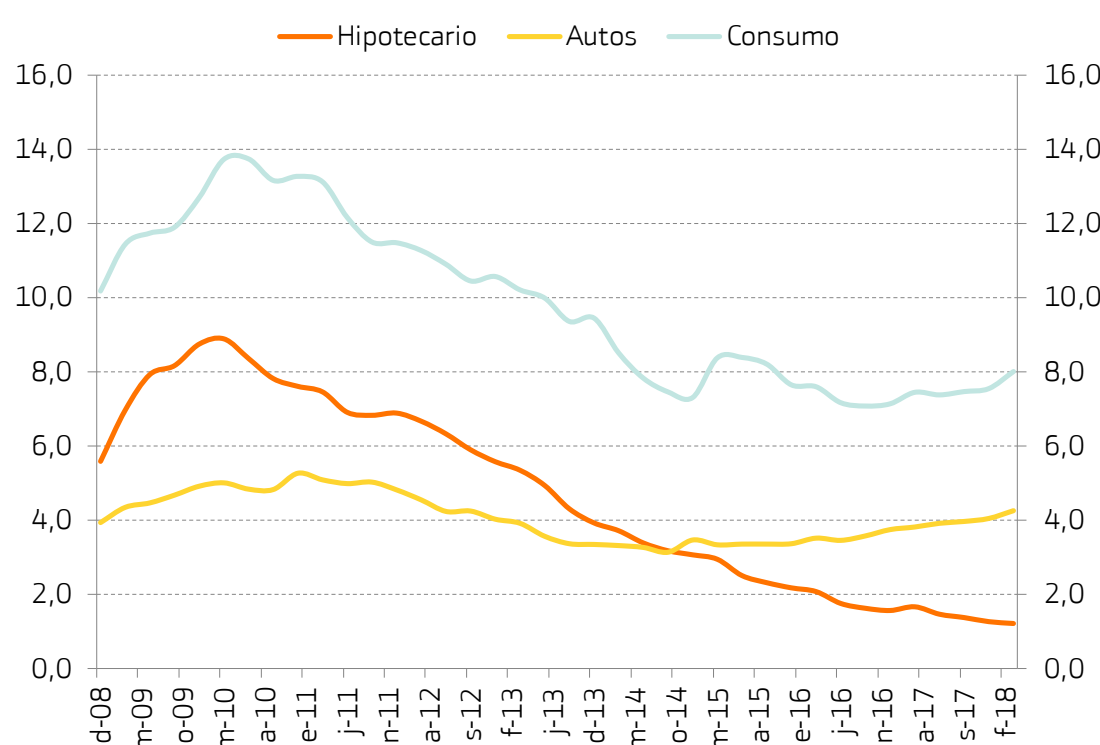
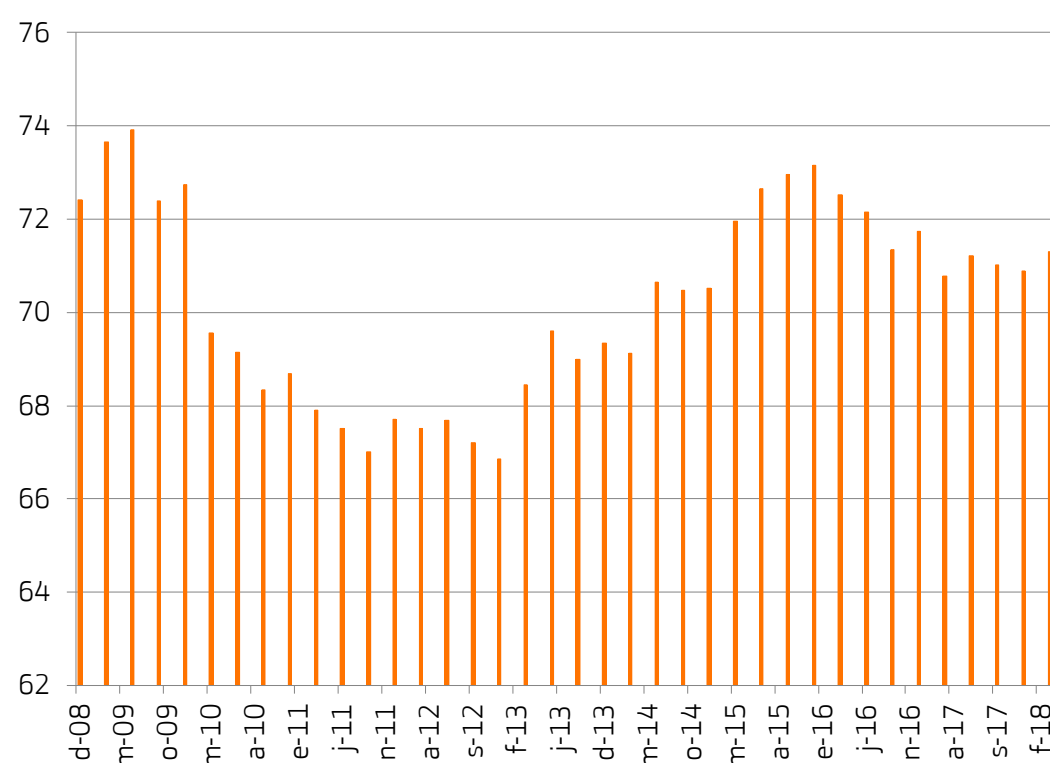


Gráfico 1.5: Densidad de capital



Fuente: Bloomberg & FDIC

Gráfico 1.6: RoE

