

## Estrategia de Inversión en Bancos Europeos

Analista: Rafael Alonso

**Conclusión:** Nuestra recomendación de Comprar es **acertada** porque el sector acumula una subida >34,0% en 2021 (vs +19,0% del SX5E).

El entorno de tipos bajos va para largo (¿2024?) y las Fintech atacan negocios rentables (pagos y/o *direct lending*) con una regulación menos exigente. Aun así, identificamos **3 catalizadores** para 2S 2021/2022.

(1) la banca es una oportunidad de inversión "interesante" para capturar la **recuperación macro** en la UEM debido al carácter cíclico del crédito (+4,6% en el PIB estimado para 2021 y +4,7% en 2022), (2) los planes de negocio pivotan sobre la **eficiencia** y la rentabilidad/RoTE para mantener una **remuneración** atractiva para los accionistas (dividendos & recompra de acciones) y (3) los **múltiplos de valoración** todavía son atractivos (P/VC comprendido entre ~0,3x y 0,9x vs ~0,6x de media).

Nuestras entidades **favoritas** son: (1) **BBVA** (+47,9% YTD); (2) **ING** (+51,7%); (3) **Intesa** (+27,7% YTD); (4) **BNP** (+26,0%); (5) **Deutsche Bank** (+21,6% YTD) y (6) **Socgen** (+61,4% YTD) este último para los perfiles dinámicos en sustitución de Commerzbank (+3,6% YTD).

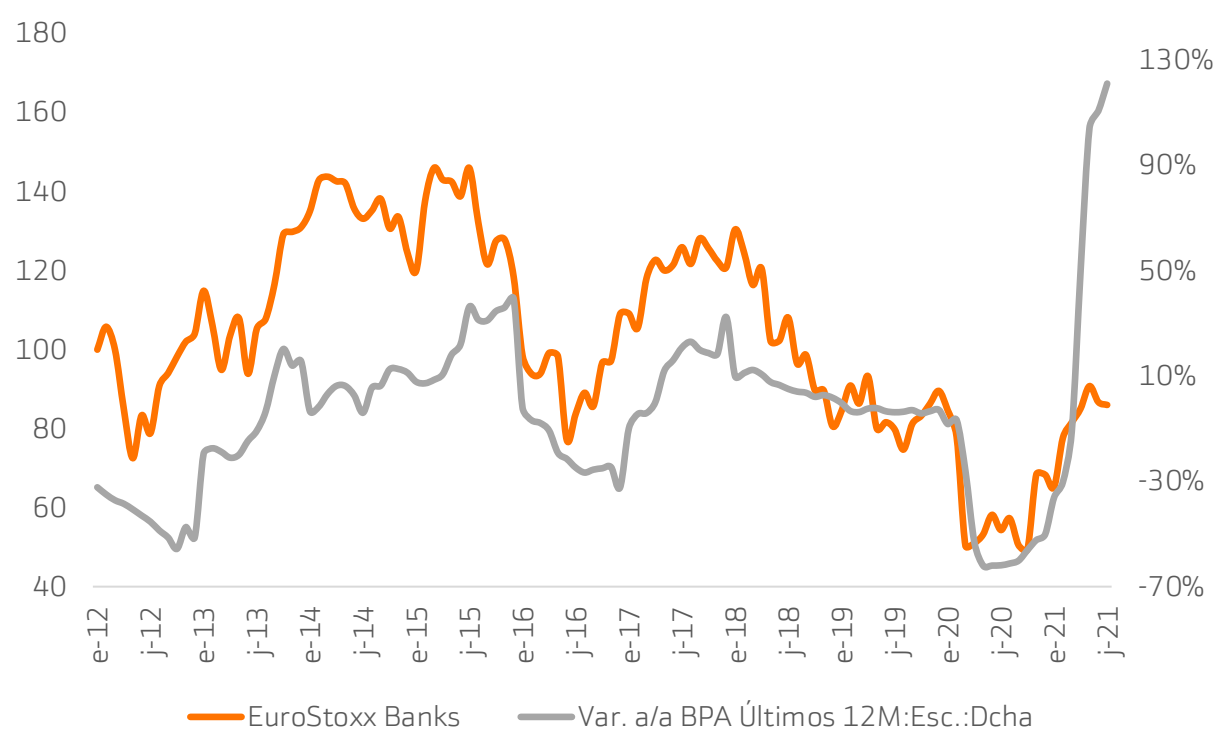
**Resultados 2T 2021:** Salvo excepciones como Commerzbank (defrauda en ingresos & márgenes) y Credit Suisse (coste legal & provisiones/Archegos), las cifras del 2T 2021 batieron las expectativas en las principales partidas de la cuenta de P&G (Ingresos, Provisiones & BNA). Las métricas de riesgo evolucionan positivamente (morosidad, cobertura y saldos categorizados como Stage 2/vigilancia especial).

Hay 3 factores que explican el cambio a mejor en BNA (> 120% en el sector): (i) el fuerte descenso en **provisiones/CoR** tras los esfuerzos realizados por el CV19 en 2020, (ii) los avances realizados en **eficiencia** (DB, SAN, ABN...) y (iii) el aumento en **comisiones** (BBVA, ING, ISP, UBS...) como vía para contrarrestar la presión en márgenes (tipos negativos) y el descenso en la demanda de crédito que se explica por el exceso de liquidez.

**Los test de estrés** confirman la resiliencia del sector y facilitan la vuelta al dividendo. Los resultados de las pruebas de esfuerzo que la EBA (*European Banking Authority*) realiza a las 50 mayores entidades europeas (representan el 70% de los activos) confirman la **solidez del sistema bancario**. En el escenario macro más adverso, el sector tendría un impacto en la ratio de **capital CET1 FL de -485 pb hasta el 10,2% en 2023** (vs 15,0% en 2020) - equivalente a una pérdida de 265 B€ -. **Nuestra estrategia de inversión**, se centra en aquellas entidades que cumplen los siguientes requisitos. (i) **ratios de capital/CET1** superiores a la media europea porque permiten implementar una política de remuneración atractiva y sostenible en el tiempo a los accionistas (BBVA, ING, ISP & BNP), (ii) modelos de negocio y/o planes estratégicos que pivotan sobre la **eficiencia en costes** para mejorar en rentabilidad/RoTE y (iii) aquellas entidades que se benefician del buen momento por el que atraviesan los mercados de capitales (M&A, salidas a bolsa, trading ...) como DB y SocGen.

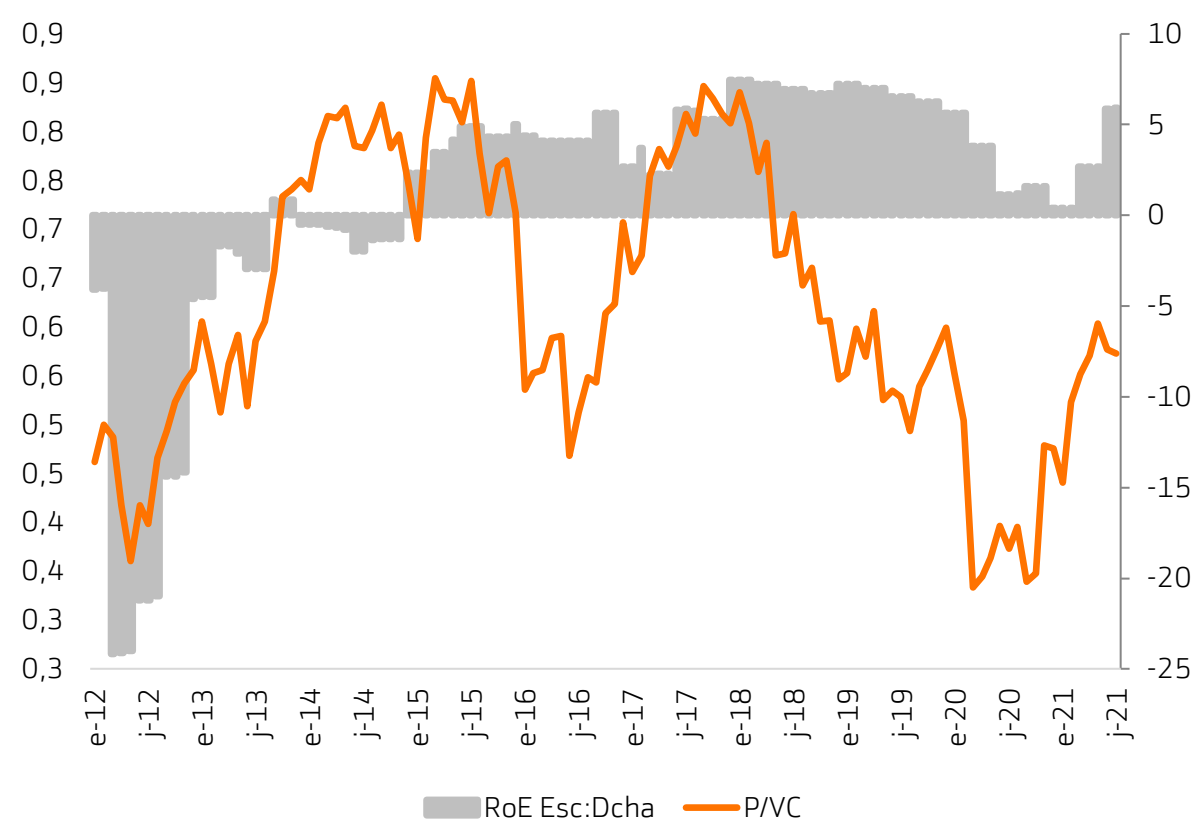
**Nuestras entidades favoritas son:** (1) **BBVA** (+47,9% YTD); (2) **ING** (+51,7%); (3) **Intesa** (+27,7% YTD); (4) **BNP** (+26,0%); (5) **Deutsche Bank** (+21,6% YTD) y (6) **Socgen** (+61,4% YTD) este último para los perfiles dinámicos en sustitución de Commerzbank (+3,6% YTD).

Gráfico I: EuroStoxx Banks (Base:100) vs Var. a/a Beneficios



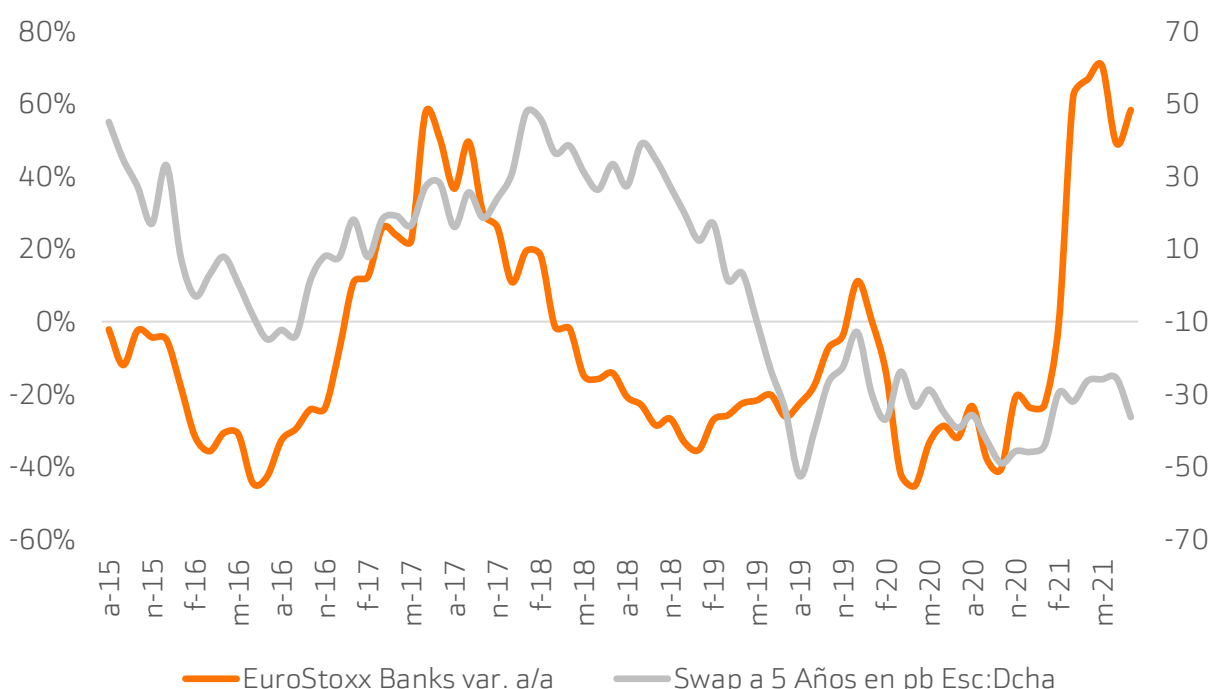
Fuente: Bloomberg

Gráfico II: EuroStoxx Banks: ROE vs P/PV



Fuente: Bloomberg

Gráfico III: EuroStoxx Banks vs Swap a 5A



Fuente: Bloomberg

## Estrategia de Inversión en Bancos Europeos

### 1. Indicadores de Negocio: Inversión Crediticia

Gráfico 1.1 Crédito hipotecario (Stock): % Variación a/a

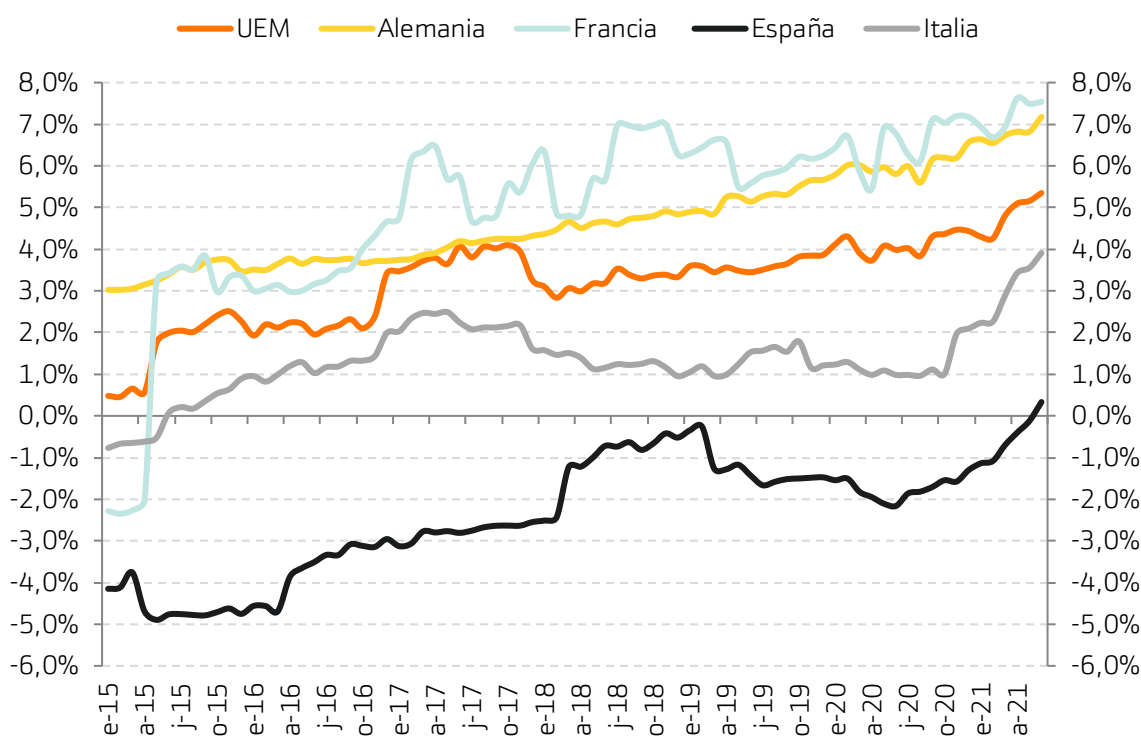


Gráfico 1.2 Crédito a empresas (Stock): % Var. Anual

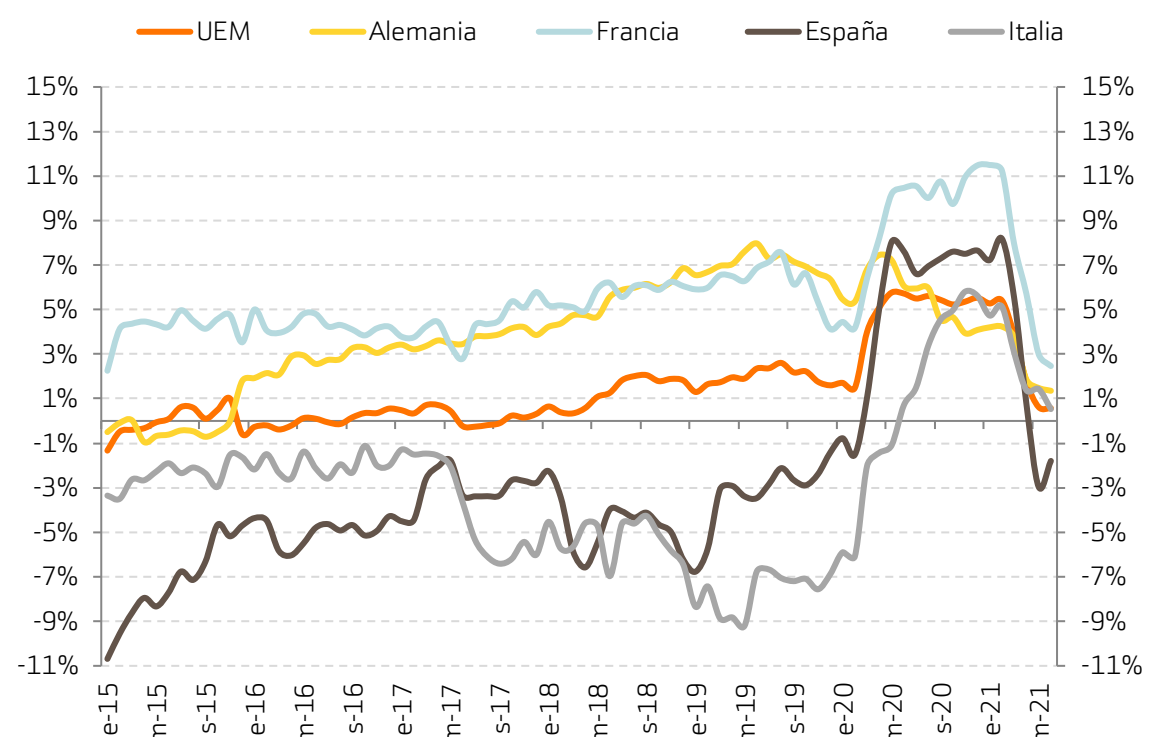


Gráfico 1.3 UEM: Coste de los Depósitos (Hogares)

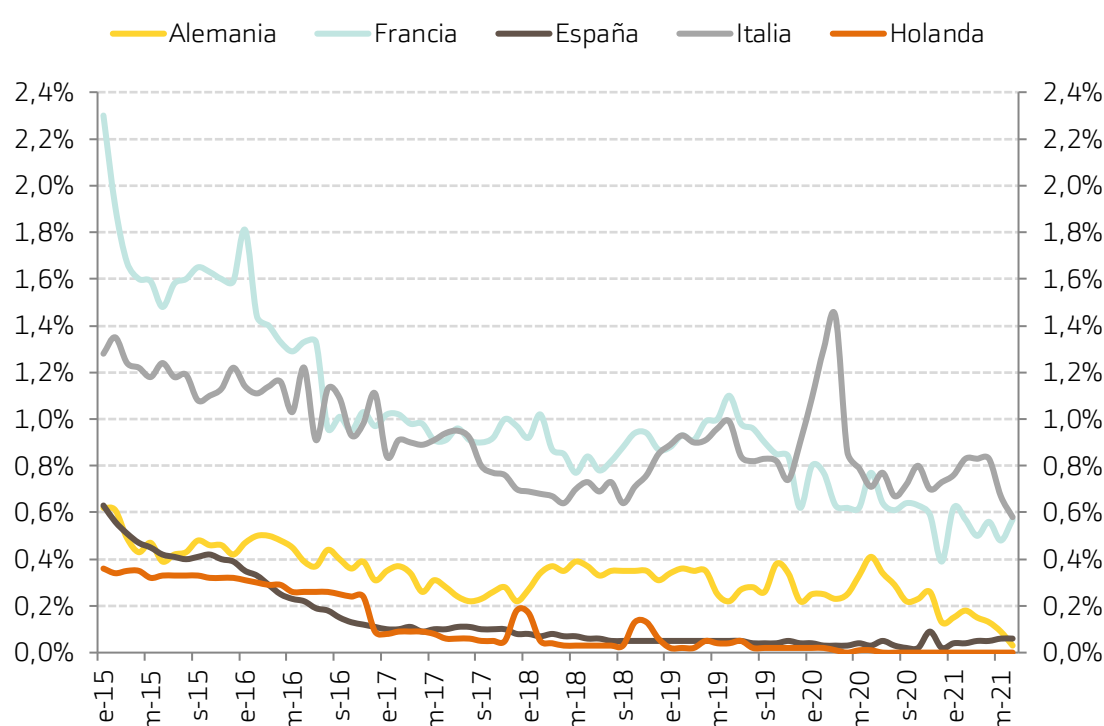


Gráfico 1.4 UEM: Evolución Prevista en la Demanda de Crédito

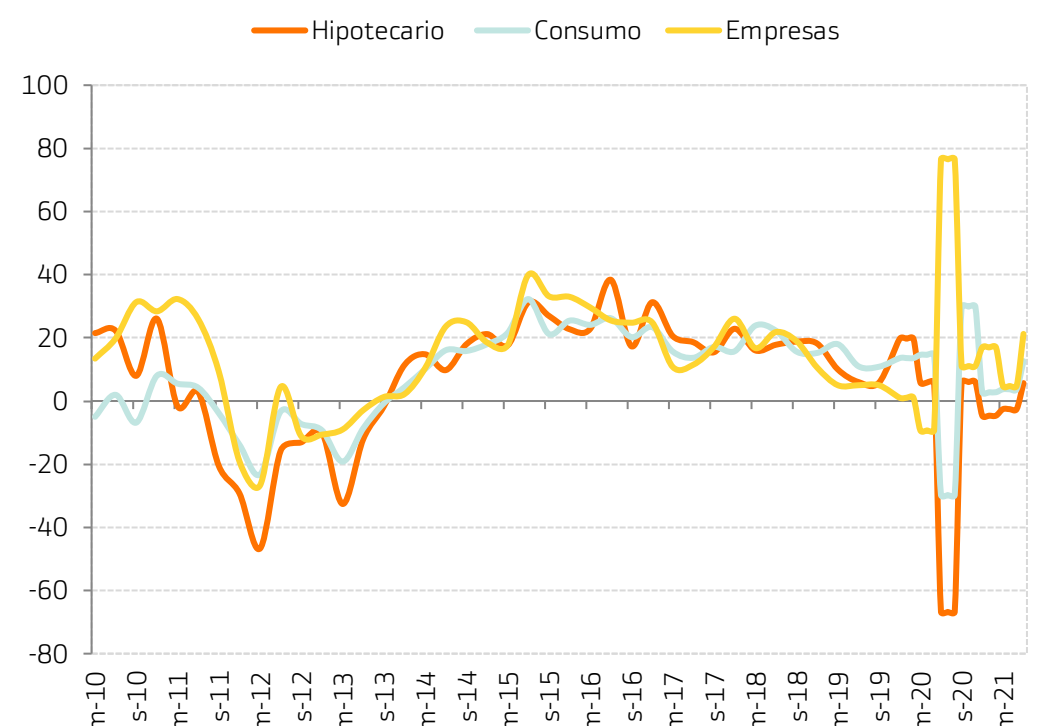


Gráfico 1.5 Hipotecario: Tipos interés nuevas operaciones

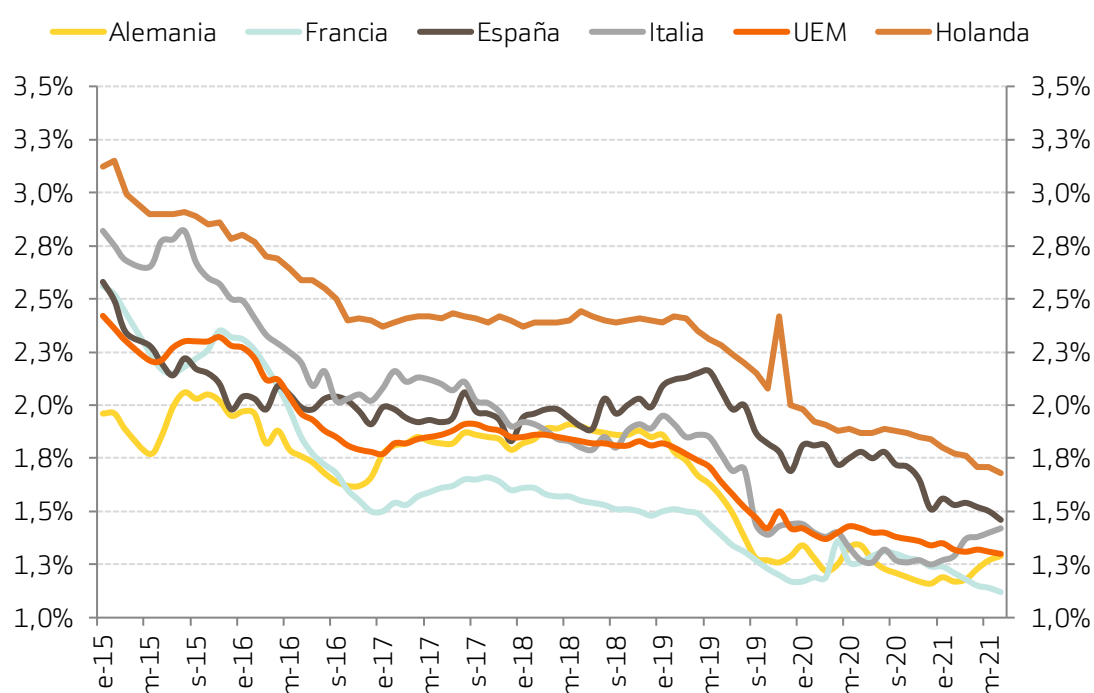
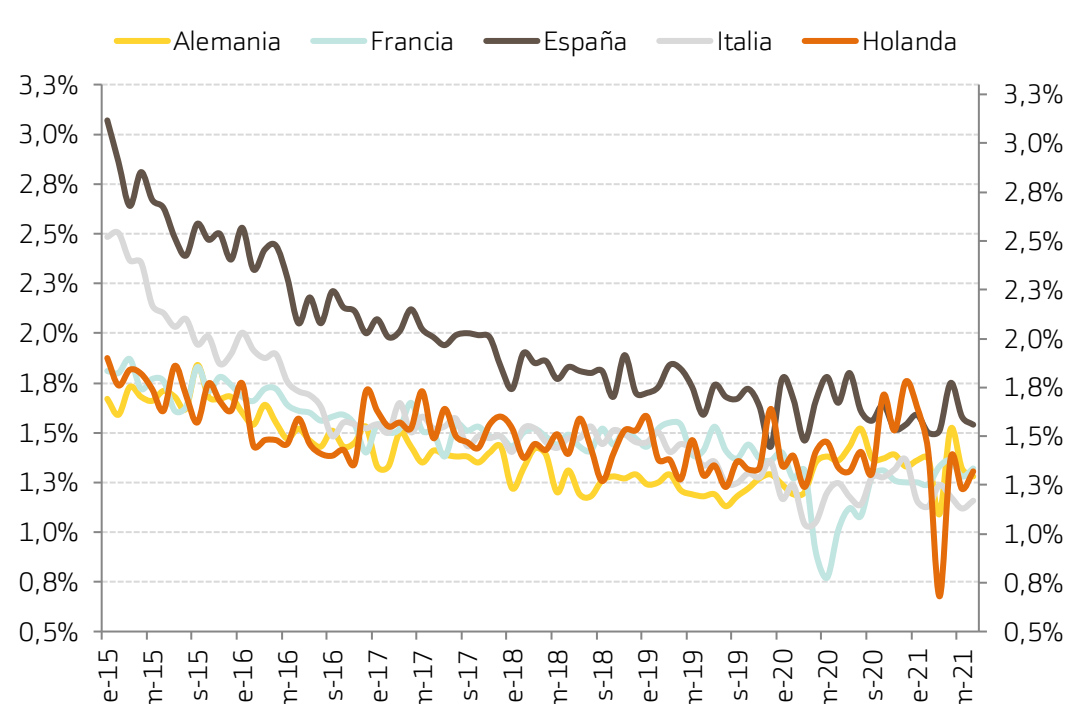


Gráfico 1.6 Crédito empresarial: Tipos interés nuevas operaciones



Fuente: Bloomberg & BCE.

## Estrategia de Inversión en Bancos Europeos

## Métricas de Gestión

Tabla 1	Tamaño			Liquidez, Riesgo & Solvencia						Rentabilidad & Eficiencia			
	Datos en Mills €			Datos en %						Datos en %			
	Capitaliz. Bursátil	Activos Totales	Ingresos <sup>(1)</sup> 12 M	L-t-D <sup>(2)</sup> ratio	Pasivo Retail	NPL 's/TCE <sup>(3)</sup> Ultimo	CoR <sup>(4)</sup> 12 M	APR 's/ Activos	CET - I FL	ROTE 12 M <sup>(5)</sup>	RoRWA 's Last <sup>(6)</sup>	Opex/ Oper. <sup>(7)</sup>	APR 's <sup>(8)</sup>
Santander	56.929	1.568.636	45.962	102,4%	60,7%	47,1%	1,00%	37,3%	11,9%	8,5%	12,0%	1,9%	4,4%
BBVA	39.274	648.169	19.786	93,2%	56,6%	35,6%	1,01%	47,1%	11,7%	10,4%	6,6%	2,3%	3,1%
Caixabank	21.385	674.088	9.140	92,8%	59,8%	54,3%	0,26%	32,7%	13,1%	20,8%	-8,1%	0,3%	3,4%
Sabadell	3.470	250.120	5.198	97,9%	66,6%	59,8%	0,92%	32,4%	12,0%	0,8%	5,9%	0,5%	4,2%
<b>España</b>	<b>121.058</b>	<b>3.141.013</b>	<b>80.086</b>	<b>96,6%</b>	<b>60,9%</b>	<b>49,2%</b>	<b>0,80%</b>	<b>37,4%</b>	<b>12,2%</b>	<b>10,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>1,3%</b>	<b>3,8%</b>
Intesa	47.575	1.057.595	25.482	109,6%	45,2%	41,2%	0,79%	31,8%	15,4%	7,6%	12,0%	1,4%	5,1%
Unicrédito	23.867	950.046	18.214	91,2%	51,5%	41,1%	0,80%	34,5%	15,1%	2,8%	7,9%	1,4%	3,1%
Banco BPM	4.253	198.530	4.417	101,1%	56,9%	60,4%	1,25%	34,7%	13,2%	2,4%	9%	0,8%	3,7%
MPS	1.165	145.750	3.070	106,1%	56,6%	71,6%	0,47%	34,3%	9,9%	-6,6%	5,7%	-0,5%	5,8%
<b>Italia</b>	<b>76.861</b>	<b>2.351.921</b>	<b>51.183</b>	<b>102,0%</b>	<b>52,5%</b>	<b>53,6%</b>	<b>0,83%</b>	<b>33,8%</b>	<b>13,4%</b>	<b>1,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>0,8%</b>	<b>4,4%</b>
BNP	68.239	2.671.803	45.317	84,6%	39,1%	25,6%	0,54%	26,3%	12,8%	8,8%	12,2%	1,5%	4,3%
SocGen	23.527	1.492.609	24.153	96,8%	33,0%	29,4%	0,36%	24,2%	13,2%	6,4%	10,1%	1,5%	4,7%
Crédit Agricole	38.069	2.062.329	21.713	56,6%	38,0%	32,3%	0,42%	17,3%	12,9%	9,2%	18,3%	1,9%	3,7%
<b>Francia</b>	<b>129.835</b>	<b>6.226.741</b>	<b>91.183</b>	<b>79,3%</b>	<b>36,7%</b>	<b>29,1%</b>	<b>0,44%</b>	<b>22,6%</b>	<b>13,0%</b>	<b>8,2%</b>	<b>13,5%</b>	<b>1,6%</b>	<b>4,2%</b>
Deutsche Bank	22.735	1.320.384	24.788	75,7%	46,3%	21,4%	0,15%	26,1%	13,6%	4,6%	6,4%	1,0%	6,0%
Commerzbank	6.854	543.643	9.032	62,5%	75,2%	18,9%	0,49%	32,7%	13,2%	-13,1%	-8,9%	-1,7%	6,1%
<b>Alemania</b>	<b>29.589</b>	<b>1.864.027</b>	<b>33.820</b>	<b>69,1%</b>	<b>60,8%</b>	<b>20,2%</b>	<b>0,32%</b>	<b>29,4%</b>	<b>13,4%</b>	<b>-4,3%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>6,1%</b>
Erste Group	15.138	303.435	7.913	81,6%	72,7%	31,4%	0,46%	41,9%	14,2%	10,4%	16,1%	1,8%	3,8%
Raiffeisen	6.980	181.700	5.916	100,9%	65,1%	25,5%	0,39%	46,7%	13,6%	9,3%	13,7%	2,1%	4,4%
<b>Austria</b>	<b>22.118</b>	<b>485.135</b>	<b>13.828</b>	<b>91,3%</b>	<b>68,9%</b>	<b>28,4%</b>	<b>0,42%</b>	<b>44,3%</b>	<b>13,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>14,9%</b>	<b>1,9%</b>	<b>4,1%</b>
ING (Holanda)	45.794	978.246	17.675	98,4%	67,4%	21,8%	0,13%	31,5%	15,5%	7,4%	10,6%	1,9%	3,6%
ABN (Holanda)	11.054	411.464	8.142	100,1%	63,1%	39,3%	0,14%	26,1%	17,7%	14,7%	8,3%	1,3%	6,0%
KBC (Bélgica)	29.819	368.596	8.242	72,9%	65,0%	15,2%	-0,05%	28,2%	17,6%	13,7%	15,9%	3,1%	4,9%
<b>Benelux</b>	<b>86.667</b>	<b>1.758.306</b>	<b>34.059</b>	<b>90,5%</b>	<b>65,2%</b>	<b>25,4%</b>	<b>0,07%</b>	<b>28,6%</b>	<b>16,9%</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,6%</b>	<b>2,1%</b>	<b>4,8%</b>
<b>Media</b>	<b>15.773</b>	<b>723.569</b>	<b>13.914</b>	<b>86,5%</b>	<b>51,0%</b>	<b>35,2%</b>	<b>0,51%</b>	<b>29,2%</b>	<b>13,4%</b>	<b>6,6%</b>	<b>9,0%</b>	<b>1,3%</b>	<b>4,4%</b>

(i): 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

## Estrategia de Inversión en Bancos Europeos

## Evolución bursátil, Múltiplos de Valoración y Recomendación

Tabla 2	Precio Ultimo	% Revalorización					PER		P/VC 2020 e	P/TBV	PTBV/ROTE Ultimo	% Div Yield e	Reomend.
		YTD	1M	3M	6 M	12 M	21 e	22 e					
Santander	3,28	30,5	6,5	0,6	18,5	77,4	8,5 x	7,8 x	0,7 x	0,9 x	0,07 x	4,7	Comprar
BBVA	5,89	47,9	14,4	20,4	35,7	133,1	10,8 x	10,1 x	0,9 x	0,9 x	0,14 x	3,4	Comprar
Caixabank	2,65	26,3	5,8	-5,0	17,8	31,7	7,4 x	8,4 x	0,6 x	1,0 x	-0,12 x	4,4	Comprar
Sabadell	0,62	74,2	13,1	-7,6	60,3	76,1	17,6 x	9,6 x	0,3 x	0,4 x	0,06 x	1,9	Neutral
<b>España</b>		<b>38,5</b>	<b>9,7</b>	<b>5,9</b>	<b>26,3</b>	<b>88,9</b>	<b>9,7 x</b>	<b>9,1 x</b>	<b>0,7 x</b>	<b>0,9 x</b>	<b>0,06 x</b>	<b>4,3</b>	
Intesa	2,45	28,5	7,9	3,6	17,2	31,7	11,7 x	10,2 x	0,8 x	1,0 x	0,08 x	7,6	Comprar
Unicrédito	10,67	39,5	11,7	6,6	27,1	29,7	9,8 x	8,2 x	0,4 x	0,5 x	0,06 x	3,9	Neutral
Banco BPM	2,81	55,3	5,2	8,2	28,5	95,5	11,3 x	9,7 x	0,3 x	0,4 x	0,04 x	0,0	n.a
MPS	1,16	11,4	4,1	-2,6	-10,3	-21,5	n.s	n.s	0,2 x	0,2 x	0,04 x	0,0	n.a
<b>Italia</b>		<b>33,1</b>	<b>8,8</b>	<b>4,7</b>	<b>20,5</b>	<b>33,8</b>	<b>10,9 x</b>	<b>9,4 x</b>	<b>0,6 x</b>	<b>0,8 x</b>	<b>0,07 x</b>	<b>5,9</b>	
BNP	54,60	26,7	7,4	-2,6	17,5	47,6	8,6 x	8,3 x	0,6 x	0,7 x	0,06 x	6,5	Comprar
SocGen	27,57	62,0	12,3	7,3	55,1	94,2	n.s	7,9 x	0,4 x	0,4 x	0,04 x	5,6	Comprar
Crédit Agricole	12,31	19,3	6,3	-6,9	13,2	38,2	8,1 x	8,2 x	0,6 x	0,6 x	0,03 x	7,2	Neutral
<b>Francia</b>		<b>30,90</b>	<b>7,96</b>	<b>-2,08</b>	<b>23,0</b>	<b>53,3</b>	<b>6,9 x</b>	<b>8,2 x</b>	<b>0,6 x</b>	<b>0,7 x</b>	<b>0,05 x</b>	<b>6,6</b>	
Deutsche Bank	11,00	22,9	5,9	-5,1	22,5	36,3	n.s	8,7 x	0,4 x	0,5 x	0,07 x	2,0	Comprar
Commerzbank	5,47	3,9	-1,9	-12,7	6,9	14,1	n.s	10,6 x	0,3 x	0,3 x	-0,03 x	0,0	Neutral
<b>Alemania</b>		<b>18,5</b>	<b>4,1</b>	<b>-6,8</b>	<b>18,9</b>	<b>31,1</b>	<b>0,0 x</b>	<b>9,1 x</b>	<b>0,4 x</b>	<b>0,4 x</b>	<b>0,05 x</b>	<b>1,5</b>	
Erste Group	35,22	41,2	14,5	9,3	32,7	69,5	10,7 x	10,1 x	0,9 x	1,1 x	0,07 x	4,8	n.a
Raiffeisen	21,22	27,2	13,1	9,5	27,1	33,1	8,3 x	7,2 x	0,6 x	0,6 x	0,05 x	5,1	n.a
<b>Austria</b>		<b>36,8</b>	<b>14,1</b>	<b>9,4</b>	<b>30,9</b>	<b>58,0</b>	<b>10,0 x</b>	<b>9,2 x</b>	<b>0,8 x</b>	<b>1,0 x</b>	<b>0,06 x</b>	<b>4,9</b>	
ING (Holanda)	11,73	53,5	10,0	10,6	40,5	68,7	10,1 x	10,2 x	0,8 x	0,9 x	0,08 x	7,8	Comprar
ABN (Holanda)	11,76	46,6	19,3	13,1	34,1	37,9	n.s	10,1 x	0,6 x	0,6 x	0,07 x	6,0	Neutral
KBC (Bélgica)	71,56	24,9	9,3	6,5	20,8	42,7	12,3 x	13,1 x	1,4 x	1,6 x	0,10 x	7,7	n.a
<b>Benelux</b>		<b>42,8</b>	<b>11,0</b>	<b>9,5</b>	<b>32,9</b>	<b>55,8</b>	<b>9,6 x</b>	<b>11,2 x</b>	<b>1,0 x</b>	<b>1,1 x</b>	<b>0,09 x</b>	<b>7,5</b>	
<b>Media</b>		<b>32,6</b>	<b>8,5</b>	<b>1,6</b>	<b>24,0</b>	<b>55,0</b>	<b>7,6 x</b>	<b>9,0 x</b>	<b>0,6 x</b>	<b>0,8 x</b>	<b>0,06 x</b>	<b>5,4</b>	



## 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](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	Aránzazu Bueno - Eléctricas	Aránzazu Cortina - Industriales
Pilar Aranda - Petróleo	Eduardo Cabero - Seguros	Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Luis Piñas - Consumo
Juan Moreno - Inmobiliarias	Pedro Echeguren - Farma & Salud		Filipe Aires (Papeleras & Químicas)
Juan Tuesta - Construcción	Jorge Pradilla - Logística		

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

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