

Estrategia de Inversión en Bancos Europeos

Analista: Rafael Alonso

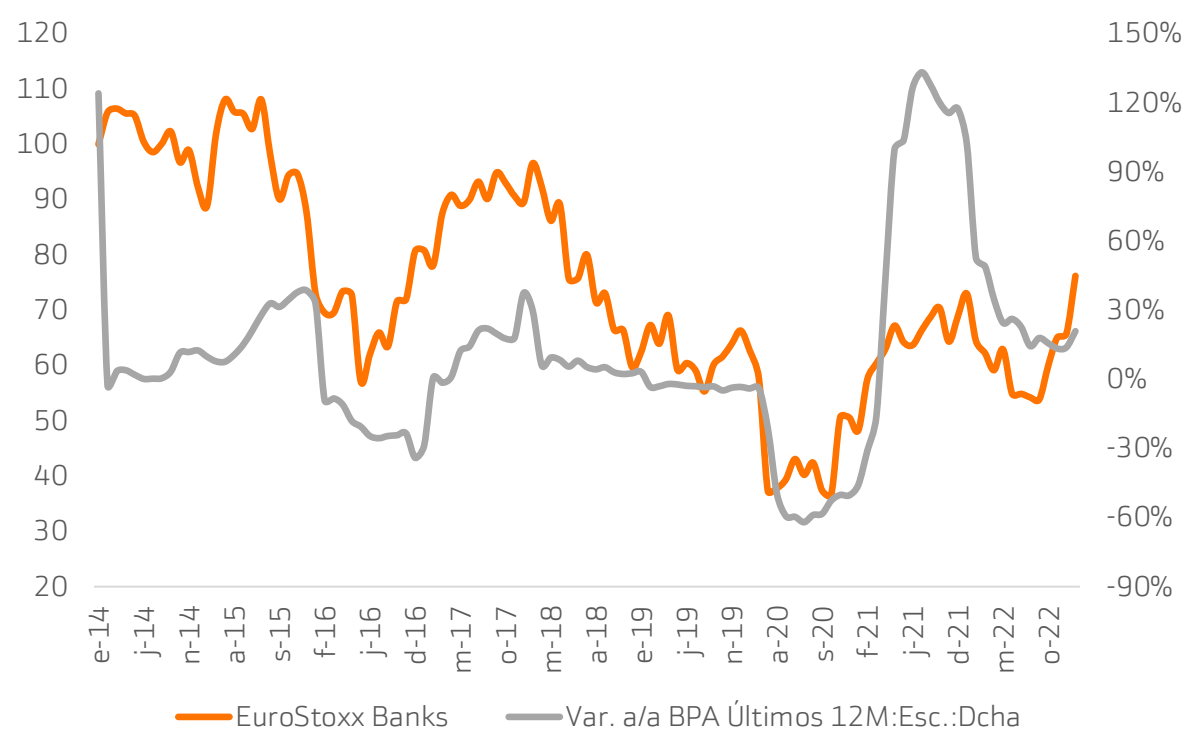
Conclusión: Nuestra recomendación de comprar banca europea funciona (+22,9% en 2023/YTD vs +12,0% del EuroStoxx50). Identificamos 3 factores clave que juegan a favor del sector para los próximos 12/18 meses: **Tipos de interés** al alza, exceso de liquidez & solvencia y **múltiplos de valoración** atractivos. Nuestra estrategia de inversión se puede implementar mediante 3 vías: (1) **ETF's:** ISHR Stoxx Eur 600 Banks (ISIN: DE000A0F5UJ7) y/o SPDR Europe Financials (ISIN: IE00BKWQOG16), (2) **Fondos de Inversión:** Fidelity Global Financial Services (ISIN: LU1391767586) y/o Robeco New World Financial (LU0187077481) y (3) **Acciones.** Nuestros favoritos son: **Sabadell** (+37,1% YTD), **Caixabank** (+8,9% YTD), **BBVA** (+28,0% YTD), **Intesa** (+21,7% YTD), **Unicredit** (+43,0% YTD), **BNP Paribas** (+22,3% YTD) e **ING** (+15,5% YTD).

Visión de mercado: Nuestra recomendación de comprar banca europea es acertada. El sector acumula una revaloración de +22,9% en 2023/YTD (vs +8,4% YTD en banca americana vs +12,0% YTD del EuroStoxx50). Tras el *rally*, la clave está en dilucidar si queda potencial para 2023/2024. La respuesta es sí, por eso mantenemos nuestra recomendación de Comprar, especialmente las entidades más orientadas hacia el **negocio retail/minorista** (España e Italia).

Catalizadores: Identificamos 3 factores clave que juegan a favor del sector con vistas a 12/18 meses: (1) **Tipos de interés:** Tras una década con tipos cero/negativos, baja rentabilidad/RoE & exigencias regulatorias al alza (Basilea IV), se atisba un cambio claro a mejor para 2023/2025. El giro en la política monetaria del BCE (tipo de referencia en 3,0%; +300 pb en 12 meses) y la subida/s de tipos prevista/s para 2023, ¿3,50%/3,75% para el tipo director? son el principal catalizador de la cuenta de P&G. ¿Qué podemos esperar? Un aumento significativo en los ingresos del sector ¿10,0%/20,0%? derivado de la habitual **expansión de márgenes** en este entorno y una mayor contribución de la cartera de bonos/ALCO. Como referencia, la rentabilidad/TIR del Bund alemán a 2 años (ahora en 3,15%) alcanza niveles no vistos desde 2008, con la TIR del BTP italiano a 2A en 3,67%, (2) el sector parte de una buena posición de partida en términos de **liquidez & solvencia** para afrontar el deterioro macro previsto - crecimiento & demanda de crédito a la baja & repunte de la morosidad - gracias al esfuerzo realizado en provisiones los últimos años, (3) los **múltiplos de valoración** son atractivos y la rentabilidad para los accionistas vía dividendo & recompra de acciones elevada. La banca europea cotiza con un con PER 2023 medio estimado ~7,7x (vs 12,4 x del EuroStoxx 50) y con un P/V ~0,7x, que consideramos interesante.

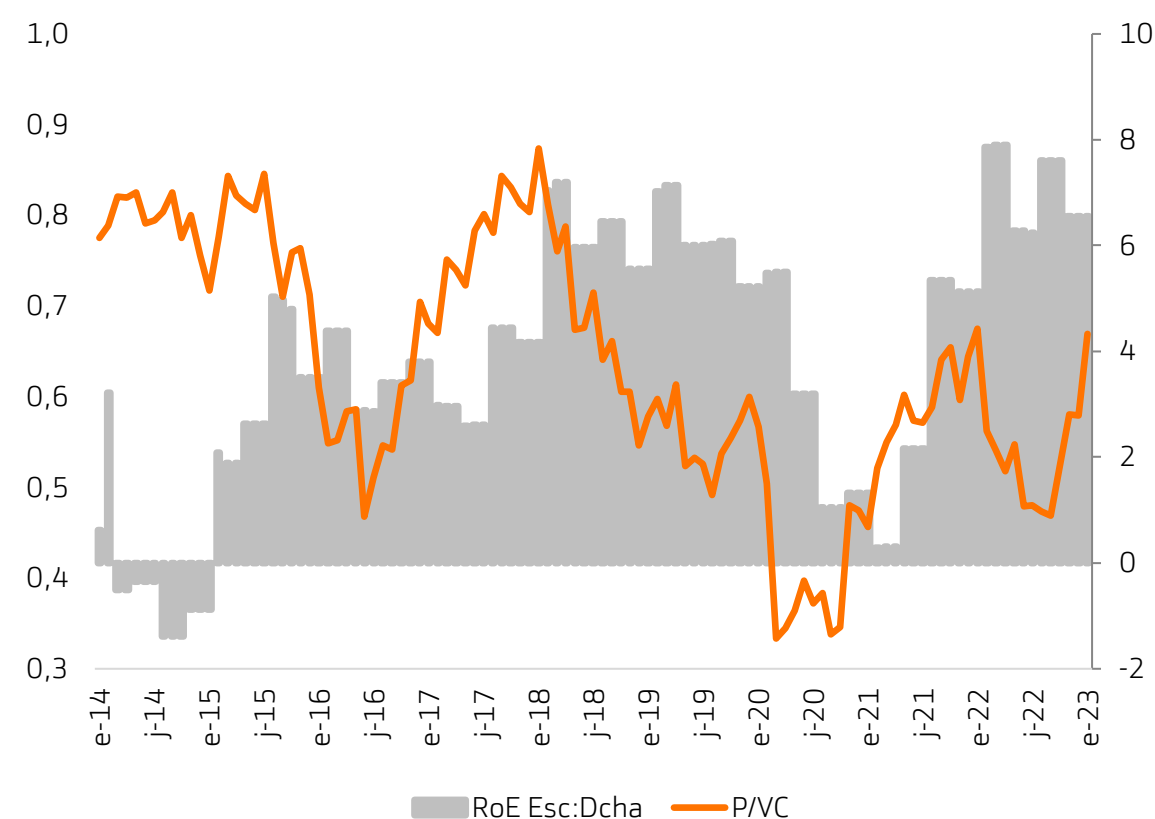
Estrategia: Nuestra estrategia de inversión se puede implementar mediante 3 vehículos de inversión: (1) **ETF's** (gestión pasiva) a través del ISHR Stoxx Eur 600 Banks (ISIN: DE000A0F5UJ7) y/o el SPDR Europe Financials (ISIN: IE00BKWQOG16), (ii) **Fondos de Inversión** (gestión activa): Fidelity Global Financial Services (ISIN: LU1391767586) y/o Robeco New World Financial (LU0187077481), y (3) Inversión directa en **acciones:** **Nuestras entidades favoritas** son: **Sabadell** (+37,1% YTD), **Caixabank** (+8,9% YTD), **BBVA** (+28,0% YTD), **Intesa** (+21,7% YTD), **Unicredit** (+43,0% YTD), **BNP Paribas** (+22,3% YTD) e **ING** (+15,5% YTD).

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



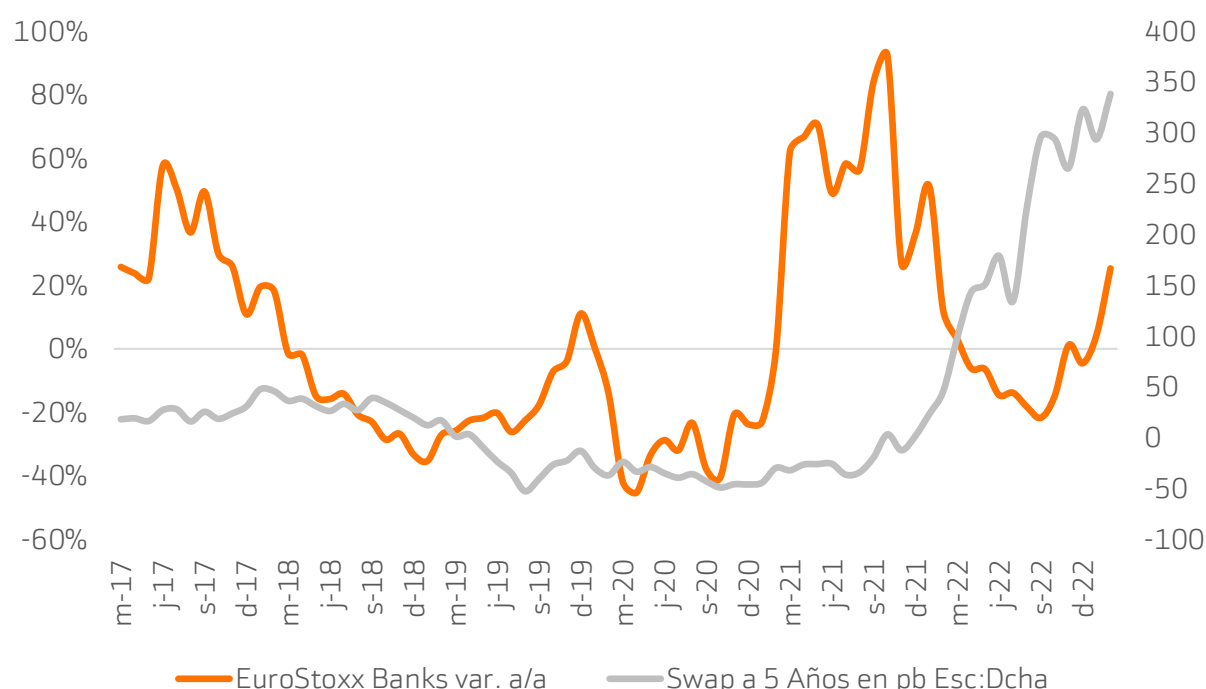
Fuente: Bloomberg

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 & Tipos de interés

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

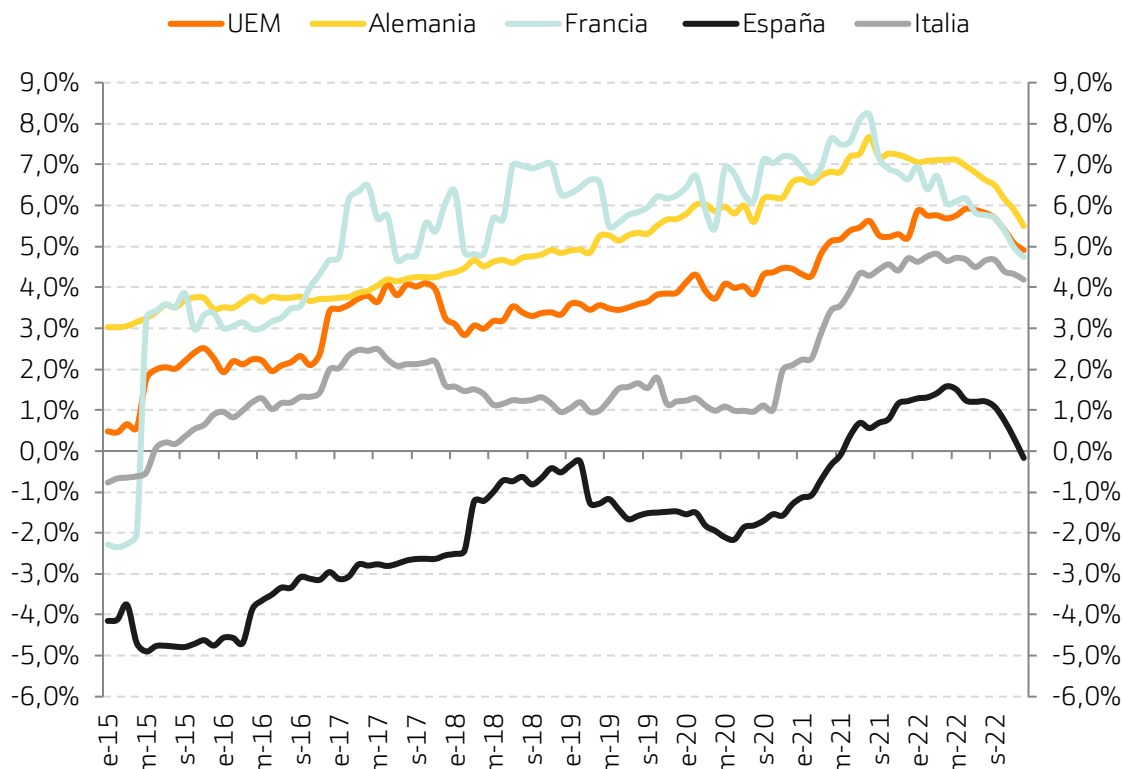


Gráfico 1.2 Crédito a empresas (Stock): % Var. Anual

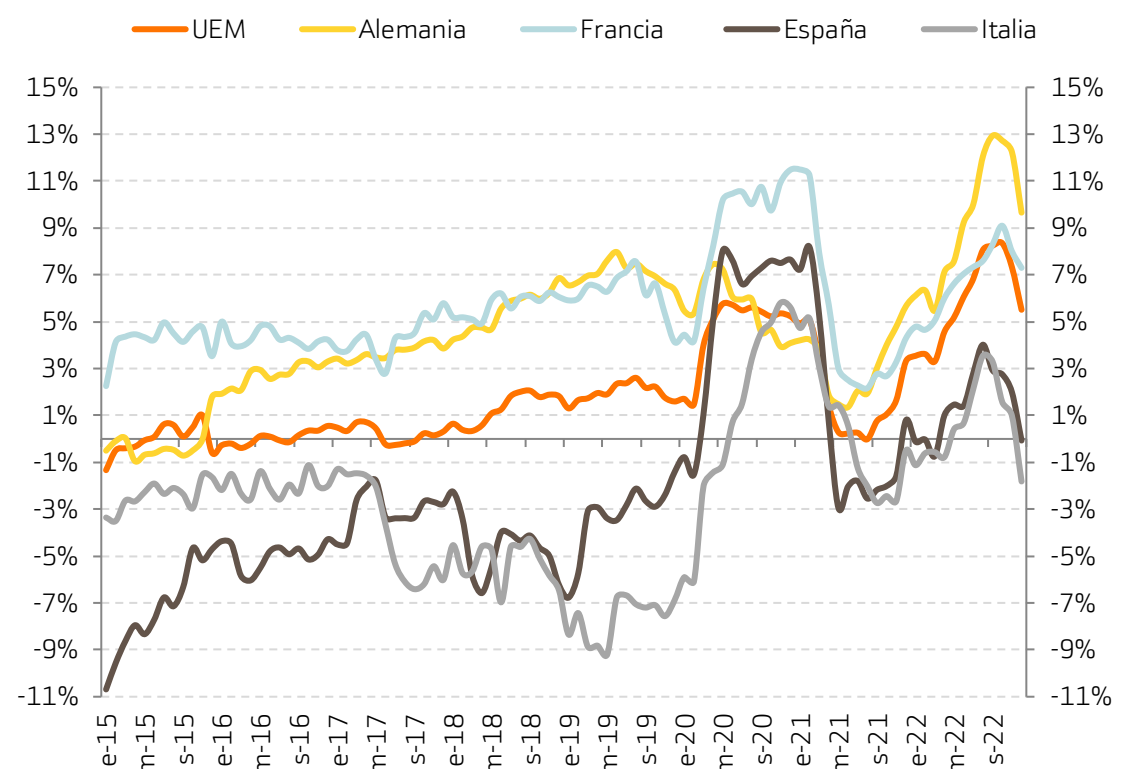


Gráfico 1.3 UEM: Coste de los Depósitos (Hogares)

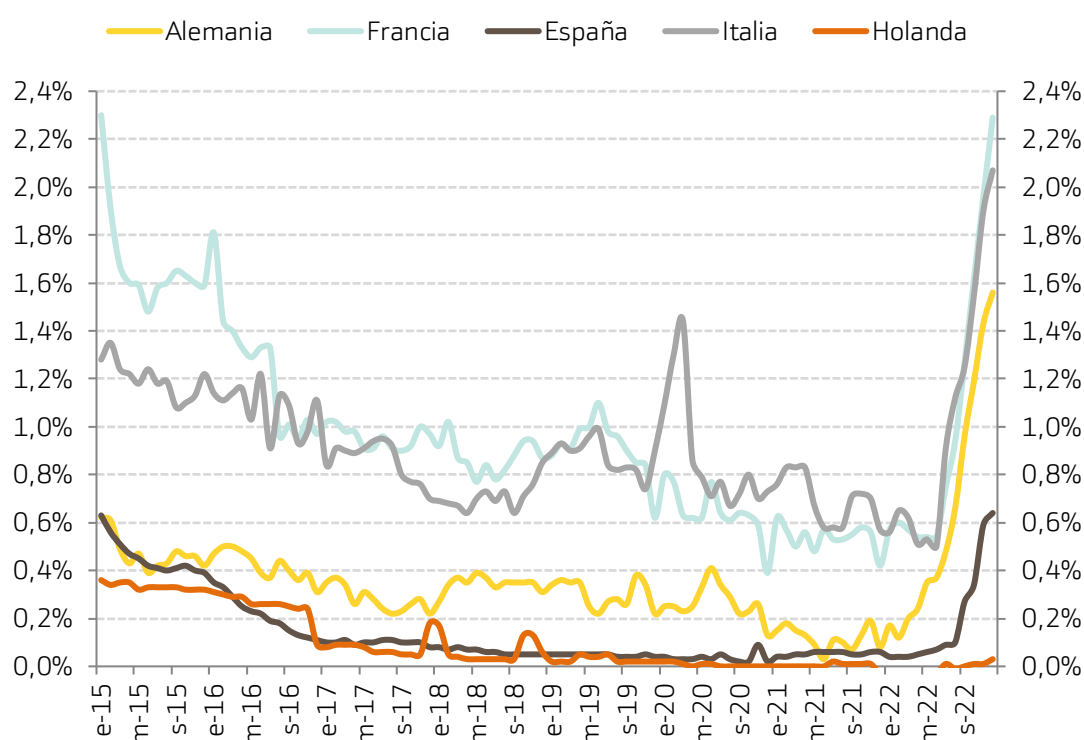


Gráfico 1.4 UEM: Evolución Prevista en la Demanda de Crédito

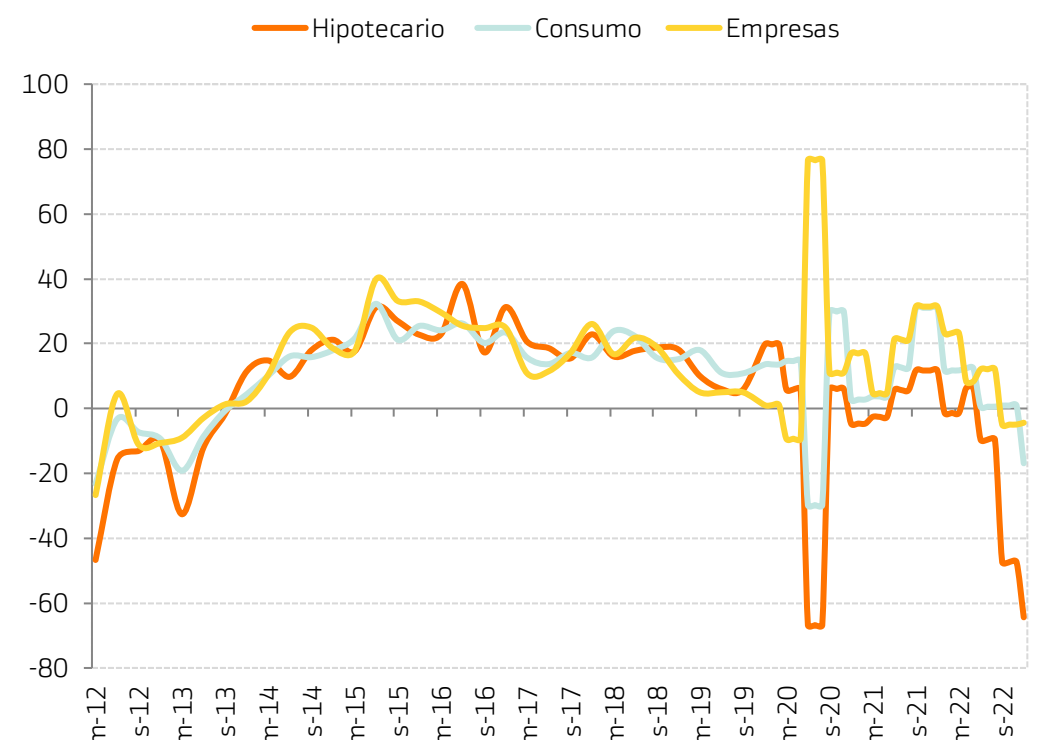


Gráfico 1.5 Hipotecario: Tipos interés nuevas operaciones

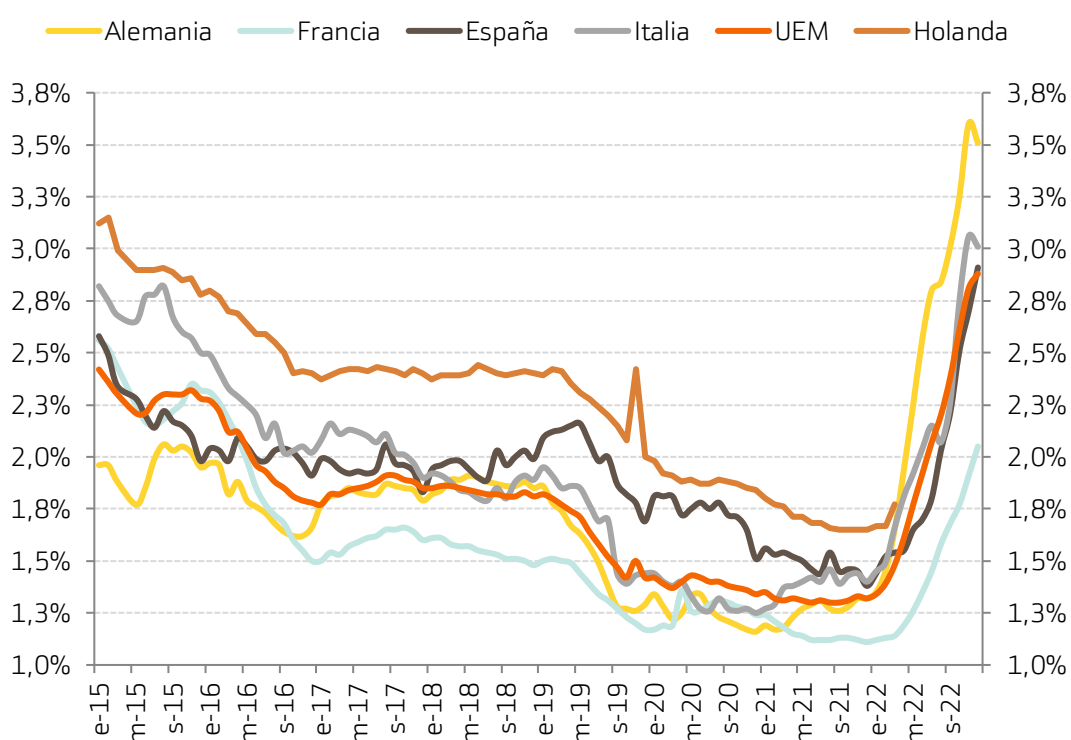
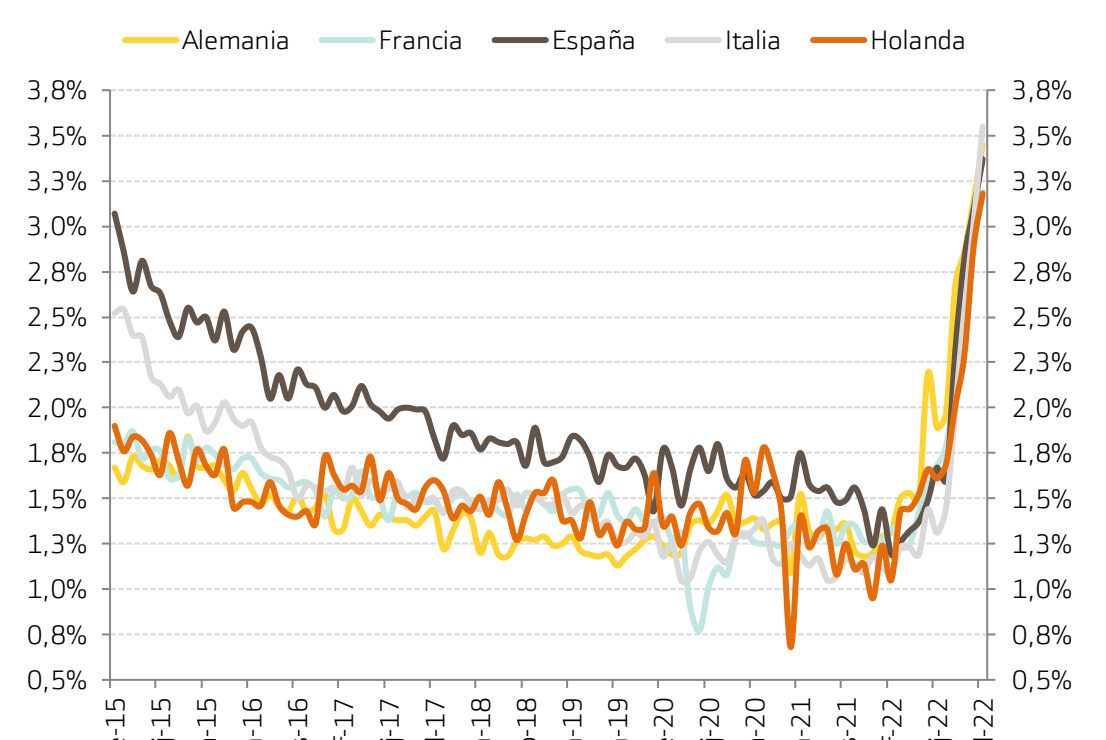


Gráfico 1.6 Crédito empresarial: Tipos interés nuevas operaciones



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.	Activos	Ingresos ⁽¹⁾	L-t-D ⁽²⁾	Pasivo	NPL 's/TCE ⁽³⁾	CoR ⁽⁴⁾	APR 's/	CET - I	ROTE	RoRWA 's	Opex/	
	Bursátil	Totales	12 M	ratio	Retail	Ultimo	12 M	Activos	FL	12 M ⁽⁵⁾	Last ⁽⁶⁾	Oper. ⁽⁷⁾	APR 's ⁽⁸⁾
Santander	62.039	1.734.659	52.728	97,2%	62,6%	49,2%	1,09%	35,1%	12,0%	12,0%	13,0%	2,3%	4,6%
BBVA	43.893	713.140	24.836	90,9%	59,4%	30,1%	0,94%	47,3%	12,6%	14,8%	14,1%	3,1%	3,3%
Caixabank	30.451	592.234	11.331	90,4%	70,0%	43,4%	0,16%	36,3%	12,5%	10,6%	9,5%	1,9%	3,0%
Sabadell	6.972	251.380	4.973	96,7%	68,9%	54,3%	0,53%	31,6%	12,5%	8,1%	5,6%	1,5%	3,7%
España	143.355	3.291.413	93.868	93,8%	65,2%	44,2%	0,68%	37,6%	12,4%	11,4%	10,5%	2,2%	3,7%
Intesa	48.678	975.683	23.985	97,1%	48,0%	24,2%	0,65%	33,2%	13,5%	9,1%	9,1%	1,9%	4,6%
Unicredit	37.368	857.773	20.860	87,9%	61,9%	22,9%	0,44%	36,0%	16,0%	11,9%	18,0%	2,9%	3,3%
Banco BPM	6.271	189.686	4.570	101,7%	59,8%	41,5%	0,63%	31,8%	12,8%	6,2%	7,3%	1,9%	4,4%
MPS	3.154	120.173	3.193	100,0%	64,8%	21,8%	0,57%	38,0%	15,6%	-3,3%	8,0%	1,0%	5,1%
Italia	95.471	2.143.315	52.608	96,7%	58,6%	27,6%	0,57%	34,8%	14,5%	6,0%	10,6%	1,9%	4,3%
BNP	81.342	2.666.376	50.419	86,5%	39,7%	19,9%	0,34%	28,0%	12,3%	10,2%	8,5%	1,8%	4,5%
SocGen	21.866	1.486.818	28.059	94,8%	37,0%	26,6%	0,33%	24,2%	13,5%	3,4%	7,8%	2,2%	5,2%
Crédit Agricole	34.804	2.167.621	23.802	58,6%	39,4%	33,6%	0,36%	16,7%	11,0%	12,5%	15,7%	2,1%	4,0%
Francia	138.012	6.320.815	102.280	80,0%	38,7%	26,7%	0,34%	23,0%	12,3%	8,7%	10,6%	2,0%	4,6%
Deutsche Bank	24.032	1.336.788	27.062	77,8%	49,1%	20,7%	0,25%	26,9%	13,4%	10,3%	14,2%	1,5%	5,7%
Commerzbank	14.271	477.000	10.168	97,5%	55,2%	19,3%	0,33%	0,0%	13,6%	7,6%	3,1%	0,2%	1,0%
Alemania	38.303	1.813.788	37.230	87,7%	52,2%	20,0%	0,29%	13,5%	13,5%	9,0%	8,6%	0,8%	3,3%
Erste Group	15.649	323.865	8.914	87,1%	75,0%	0,0%	0,15%	0,0%	14,5%	14,3%	13,1%	2,3%	3,9%
Raiffeisen	5.197	207.057	10.422	78,5%	93,0%	0,0%	0,69%	47,2%	16,0%	25,2%	21,8%	5,3%	4,4%
Austria	20.846	530.922	19.336	82,8%	84,0%	0,0%	0,42%	23,6%	15,3%	19,7%	17,5%	3,8%	4,1%
ING (Holanda)	49.161	968.310	18.562	99,3%	69,8%	22,1%	0,29%	34,2%	14,5%	7,3%	8,9%	1,6%	3,3%
ABN (Holanda)	15.007	379.581	8.260	95,7%	71,5%	25,3%	0,02%	33,9%	15,2%	36,6%	6,9%	1,8%	4,6%
KBC (Bélgica)	29.627	355.843	9.620	75,9%	69,8%	13,4%	0,09%	30,9%	15,4%	16,6%	19,1%	3,2%	5,4%
Benelux	93.794	1.703.734	36.442	90,3%	70,4%	20,3%	0,13%	33,0%	15,0%	20,1%	11,7%	2,2%	4,4%
Media	17.721	718.363	15.668	87,2%	53,4%	28,1%	0,42%	27,6%	13,1%	10,5%	10,7%	2,0%	4,2%

(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

Tabla 2	Precio Ultimo	YTD	% Revalorización				PER		P/VC 2023 e	P/TBV	PTBV/ROTE Ultimo	% Cash Div. Yield 2023 e
			1M	3M	6 M	12 M	23 e	24 e				
Santander	3,69	31,8	15,3	29,6	52,8	23,8	6,6 x	6,0 x	0,7 x	0,9 x	0,07 x	4,5
BBVA	7,28	29,2	12,6	29,7	62,1	37,6	6,9 x	6,9 x	0,9 x	1,0 x	0,07 x	7,1
Caixabank	4,06	10,5	-0,2	14,0	35,1	38,1	8,8 x	8,3 x	0,9 x	1,0 x	0,11 x	6,5
Sabadell	1,24	40,7	3,5	39,3	80,3	59,9	8,0 x	7,5 x	0,5 x	0,7 x	0,12 x	5,6
España		27,1	10,6	27,0	54,4	34,0	7,6 x	7,2 x	0,8 x	1,0 x	0,08 x	6,0
Intesa	2,56	23,4	6,4	20,8	48,8	11,8	7,6 x	7,1 x	0,9 x	1,1 x	0,12 x	9,2
Unicredit	19,25	45,1	7,7	47,8	96,5	69,1	7,0 x	6,0 x	0,7 x	0,7 x	0,04 x	5,3
Banco BPM	4,14	24,1	0,3	25,0	66,7	34,3	6,7 x	6,0 x	0,5 x	0,5 x	0,07 x	7,6
MPS	2,50	30,1	2,2	33,0	-62,1	-86,0	6,9 x	7,0 x	0,4 x	0,4 x	0,05 x	0,0
Italia		32,1	6,3	32,1	65,0	32,5	7,3 x	6,6 x	0,8 x	0,9 x	0,08 x	7,3
BNP	65,90	23,8	4,8	23,3	41,8	25,5	7,8 x	7,2 x	0,7 x	0,8 x	0,09 x	6,6
SocGen	27,06	15,2	-0,8	12,8	22,5	5,5	6,6 x	4,9 x	0,3 x	0,4 x	0,05 x	5,6
Crédit Agricole	11,50	17,0	4,2	19,7	25,2	0,3	8,1 x	7,0 x	0,6 x	0,6 x	0,04 x	6,4
Francia		20,7	3,7	20,7	34,5	16,0	7,7 x	6,8 x	0,6 x	0,7 x	0,07 x	6,4
Deutsche Bank	11,63	9,8	-4,8	14,9	39,7	3,3	6,3 x	5,4 x	0,4 x	0,4 x	0,03 x	3,8
Commerzbank	11,40	29,0	8,9	42,3	71,9	51,2	7,9 x	6,4 x	0,6 x	0,6 x	0,19 x	4,1
Alemania		17,0	0,3	25,1	51,7	21,1	6,9 x	5,8 x	0,5 x	0,5 x	0,09 x	3,9
Erste Group	36,41	21,8	4,8	23,0	62,0	13,8	7,7 x	7,4 x	0,9 x	1,0 x	0,08 x	5,3
Raiffeisen	15,80	2,9	-4,0	5,1	25,0	7,7	4,4 x	4,3 x	0,3 x	0,3 x	0,02 x	4,0
Austria		17,1	2,6	18,5	52,8	12,3	6,9 x	6,6 x	0,8 x	0,8 x	0,06 x	4,9
ING (Holanda)	13,19	16,6	-0,5	14,6	51,5	30,0	9,0 x	7,8 x	1,0 x	1,0 x	0,11 x	6,0
ABN (Holanda)	16,72	29,4	9,9	36,7	74,6	41,0	10,1 x	7,7 x	0,7 x	0,8 x	0,11 x	5,0
KBC (Bélgica)	71,02	18,2	4,7	34,7	49,9	19,4	10,4 x	9,5 x	1,5 x	1,7 x	0,09 x	6,8
Benelux		19,2	2,8	24,5	54,7	28,4	9,6 x	8,3 x	1,1 x	1,2 x	0,11 x	6,1
Media		22,9	5,0	24,4	47,6	23,8	7,7 x	6,9 x	0,7 x	0,8 x	0,08 x	6,1

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- 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
- La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:
https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf
- Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf

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	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Pilar Aranda - Petróleo	Eduardo Cabero - Seguros	Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Aránzazu Cortina - Industriales
Jorge Pradilla - Logística	Pedro Ribeiro - Químicas	Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Elena Fernández-Tрпиella - Consumo & Lujo		Carlos Pellicer - Alimentación & Distribución	

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión y Planes de Pensiones
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable
- Capital Asvisor y Bankinter Roboadvisor