

Conclusión: Nuestra estrategia de inversión está orientada a: (i) evitar entidades especialmente expuestas a países/mercados donde el flujo de noticias no acompaña e (ii) invertir en entidades con buenos fundamentales, ratios de capital CETI superiores a sus comparables y múltiplos de valoración atractivos. Nuestros bancos favoritos son los siguientes: (i) Bankia, (ii) ABN AMRO y (iii) Crédit Agricole.

De manera oportunista incluimos a: (iv) Santander, y (v) Commerzbank.

Evolución reciente: El sectorial de bancos europeos acumula una caída del ~20,0% en el conjunto del año que compara con el -4,5% registrado por el EuroStoxx 600. El retraso en las perspectivas sobre la primera subida en los tipos de interés de referencia por parte del BCE - desde el 1T'19 esperado hasta no antes del verano 2019 -, el aumento de la prima de riesgo italiana - actualmente en torno a 300 pb - y la crisis de los emergentes, especialmente en Turquía donde están presentes BBVA, BNP y ING, explican el mal comportamiento del sector en bolsa.

Nuestra visión: Pensamos que el sector puede ser uno de los que mejor se comporten en 2019 y nuestro razonamiento es el siguiente. (i) Los fundamentales - volumen de negocio, resultado ordinario, solvencia y RoTE - evolucionan positivamente a pesar de un entorno adverso en tipos de interés - Depósito en -0,40% y Referencia en 0,0% - y un marco regulatorio exigente, (ii) Salvo excepciones, las ratios de capital superan holgadamente los requisitos regulatorios y sientan las bases para aumentar la rentabilidad por dividendo - actualmente en torno al 4,5% - durante los próximos tres años, (iii) El sector cotiza con unos múltiplos de valoración atractivos en términos absolutos ($P/V < 1,0$) y relativos (vs EuroStoxx 600 vs Bancos en EE.UU), (iv) la situación macro de Turquía es complicada pero el riesgo parece estabilizarse tras la subida en los tipos de interés de referencia por parte del Banco Central y (v) la normalización de la política monetaria por parte del BCE está en marcha y los tipos de interés - principal catalizador para la cotización de los bancos - serán el mayor aliado del sector a medida que avance el año 2019.

Nuestra estrategia de inversión está orientada a: (i) evitar entidades especialmente expuestas a países/mercados donde el flujo de noticias no acompaña. Por esta razón, excluimos a los bancos italianos, BBVA, BNP e ING de nuestra lista de entidades favoritas e (ii) invertir en entidades con buenos fundamentales, ratios de capital CETI superiores a sus comparables y múltiplos de valoración atractivos. Nuestros bancos favoritos son los siguientes:

(i) **Bankia**, la actividad comercial gana tracción, el perfil de riesgo mejora paulatinamente y tiene un plan atractivo de remuneración a los accionistas (2.500 M€ para el período 2018/2020),

(ii) **ABN AMRO**, el negocio típico evoluciona positivamente, la morosidad desciende hasta mínimos históricos y el ROE alcanza el 13,5%,

(iii) **Crédit Agricole**, los ingresos típicos evolucionan positivamente, las provisiones descienden a tasas de doble dígito y el ROTE Ordinario alcanza el 13,1%.

De manera oportunista incluimos a:

(iv) **Santander**, por su elevada exposición a Brasil - representa el 26,0% del BNA Ordinario - donde el riesgo país mejora y la cotización del Real se recupera de las caídas registradas durante el verano y

(v) **Commerzbank**, es probablemente nuestra apuesta más arriesgada y se explica porque cotiza con unos múltiplos de valoración excesivamente bajos ($P/V \sim 0,4 x$), los índices de calidad crediticia mejoran y aumenta la probabilidad de convertirse en objetivo de cara a una posible operación corporativa (¿Deutsche Bank?).

1. Indicadores de Negocio: Inversión Crediticia

Gráfico 1.1 Crédito hipotecario (saldo vivo): % Variación a/a

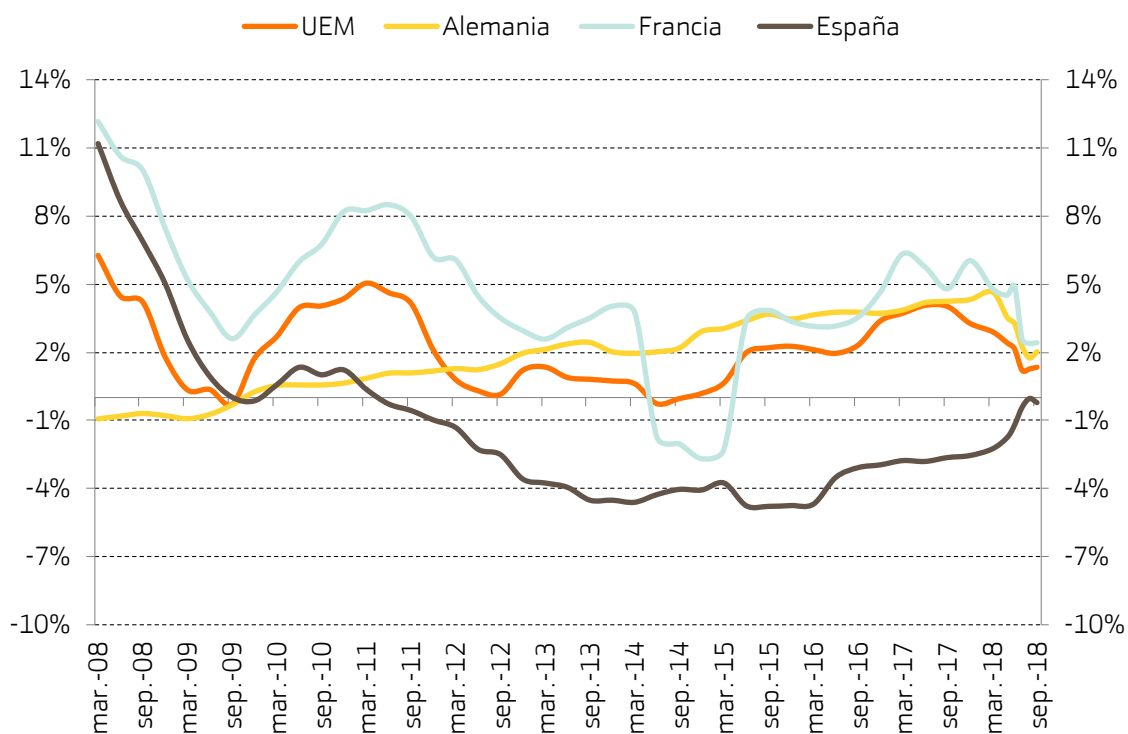


Gráfico 1.2 Crédito a empresas (saldo vivo): % Var. Anual

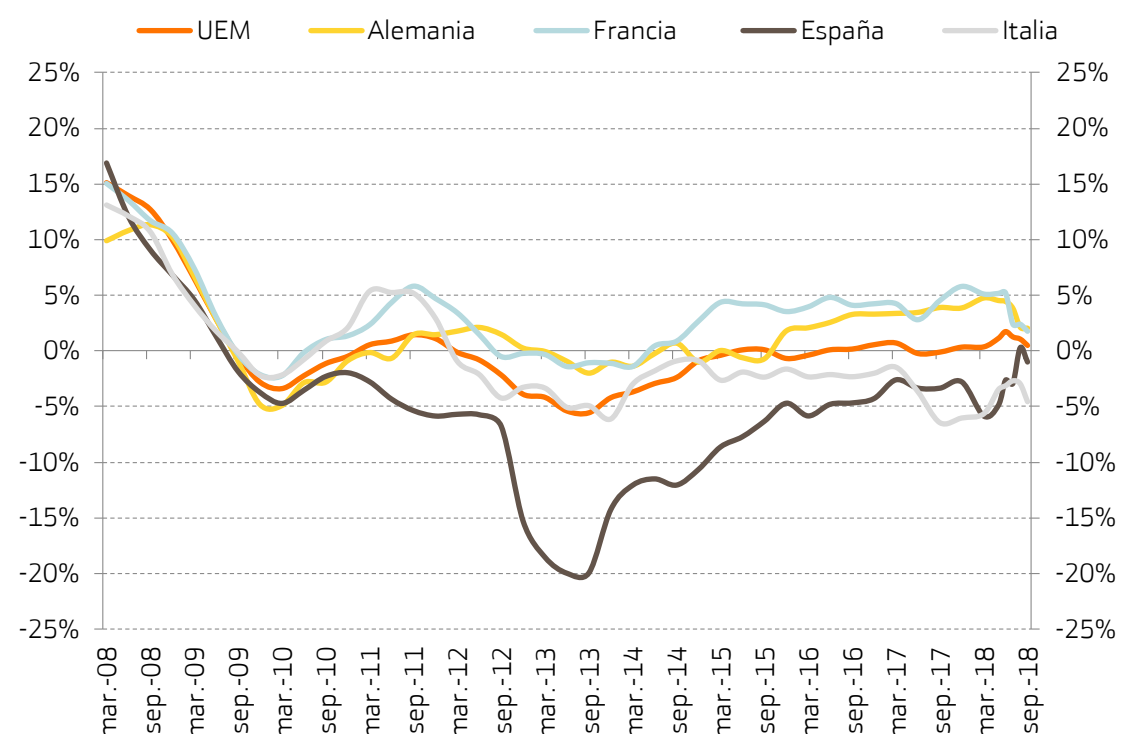


Gráfico 1.3 UEM: Evolución de la Demanda de Crédito

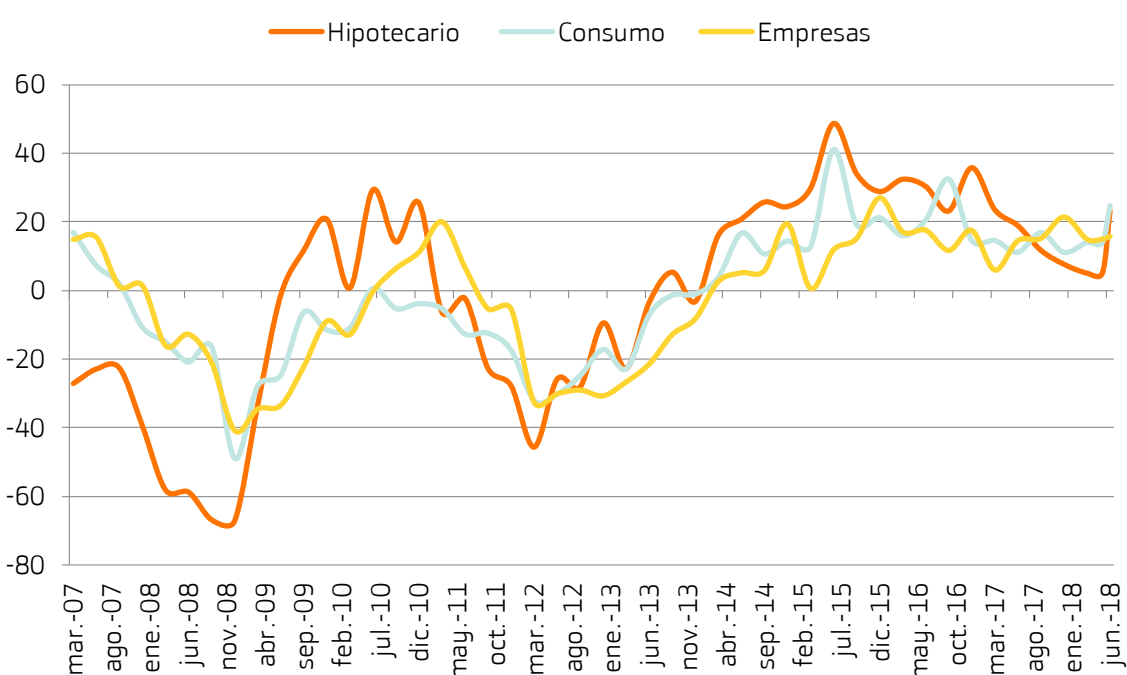


Gráfico 1.4 UEM: Evolución Prevista en la Demanda de Crédito

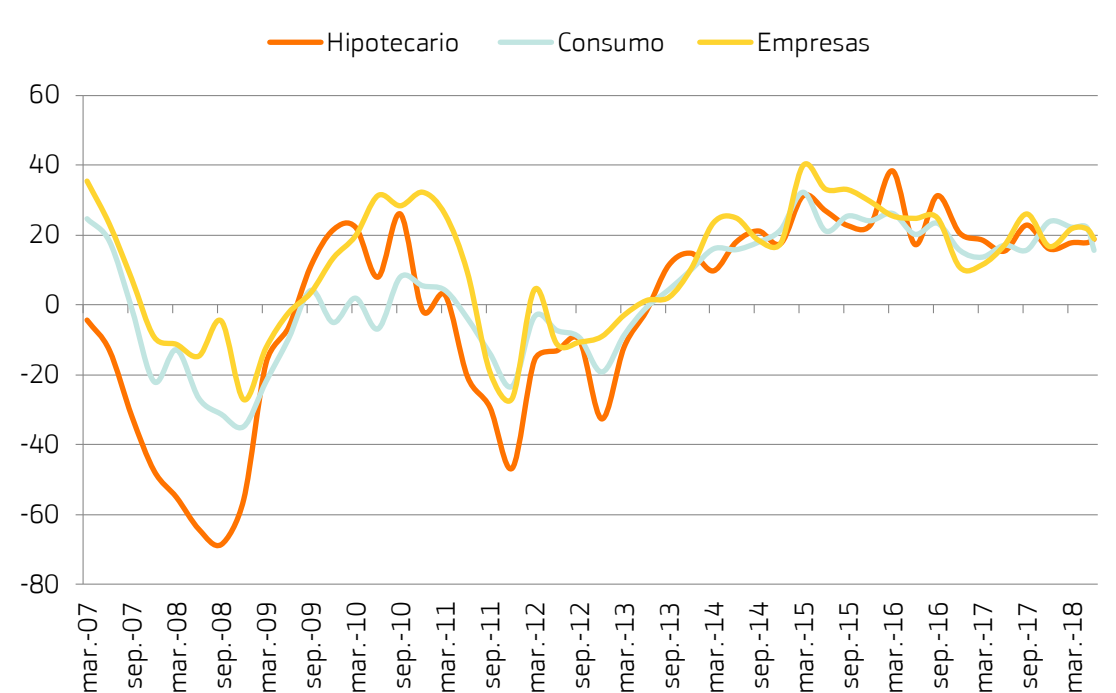


Gráfico 1.5 UEM: Perspectivas sobre el sector inmobiliario

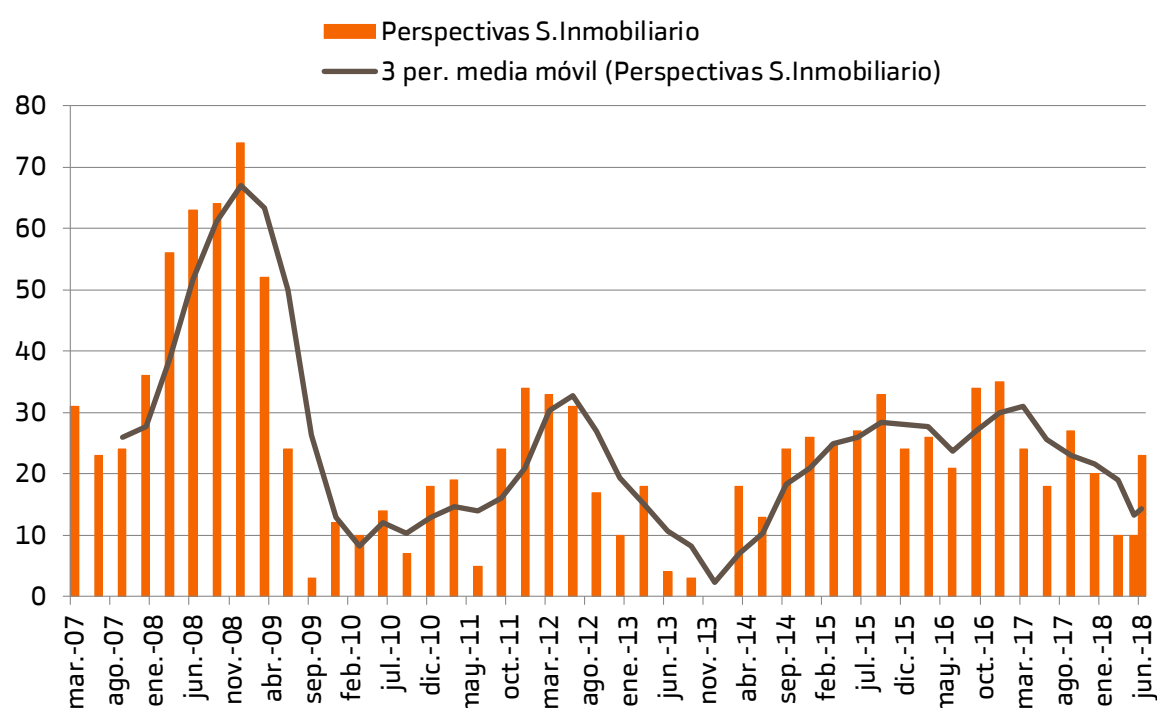
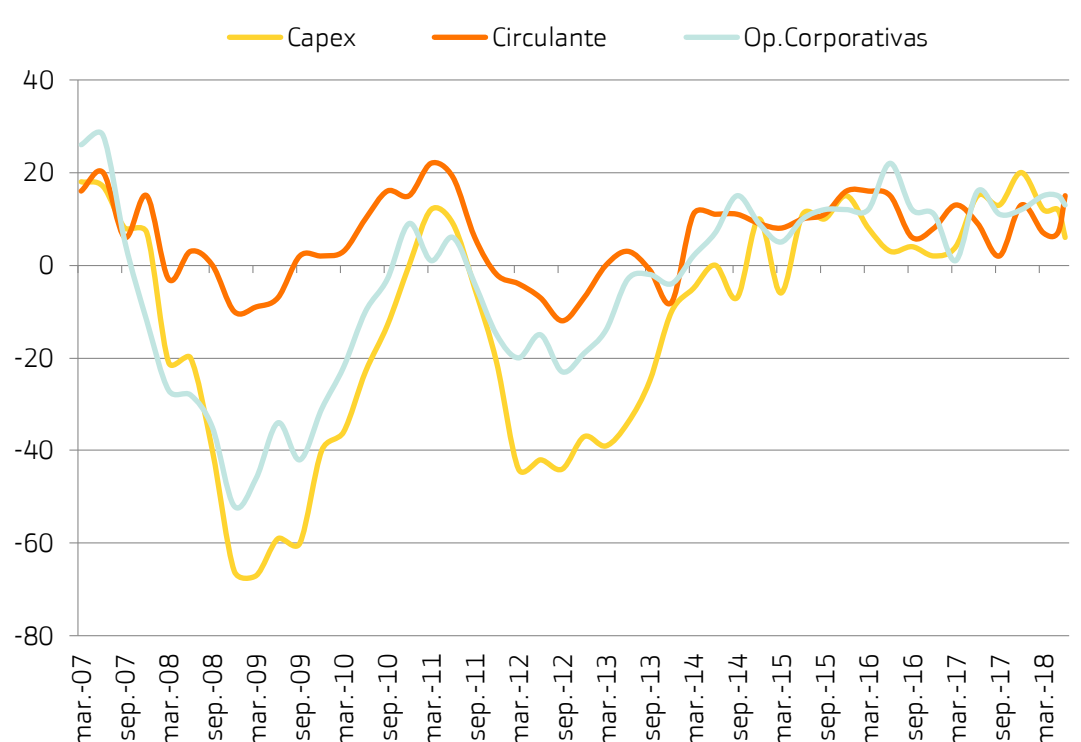


Gráfico 1.6 UEM: Demanda de Crédito empresarial por finalidades



Fuente: Bloomberg & BCE.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada

Jesús Amador

Aránzazu Cortina

Joao Pisco

Elena Fernández-Trapiella

Aránzazu Cortina

Pilar Aranda

Esther Gutierrez de la Torre

Aránzazu Bueno

Ana de Castro

Susana André (Mkt. Sup.)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Las Compañías no han sido informadas sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

2. Indicadores de Negocio: Tipos de interés

Gráfico 2.1 Tipos de interés del stock hipotecario.

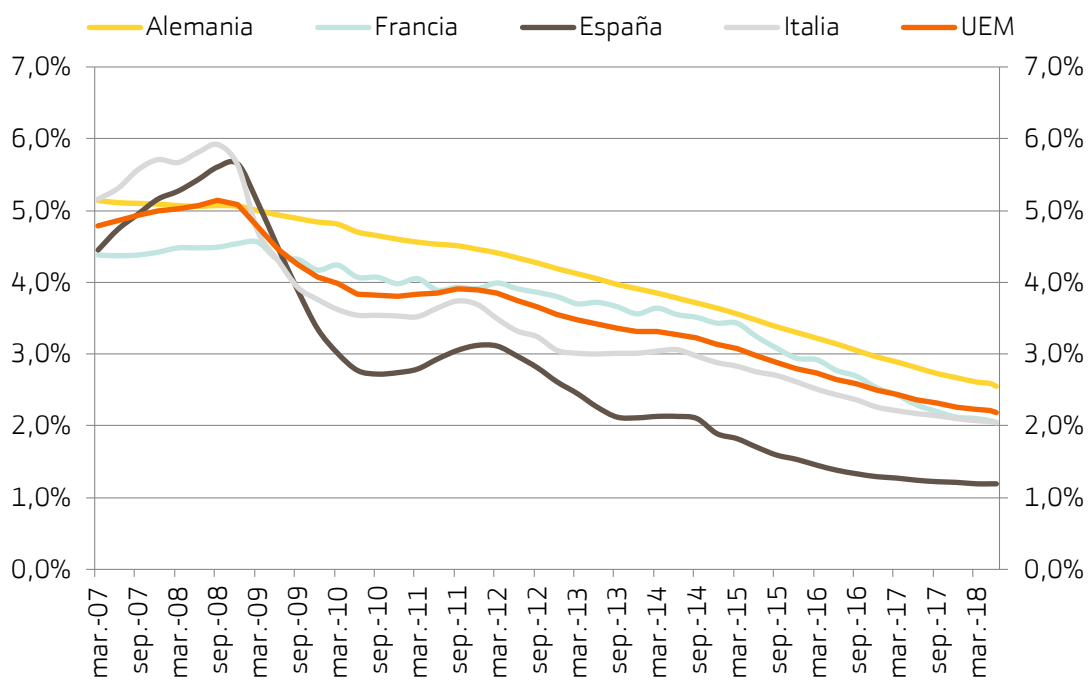


Gráfico 2.2 Tipos de interés de nuevas operaciones en hipotecario.

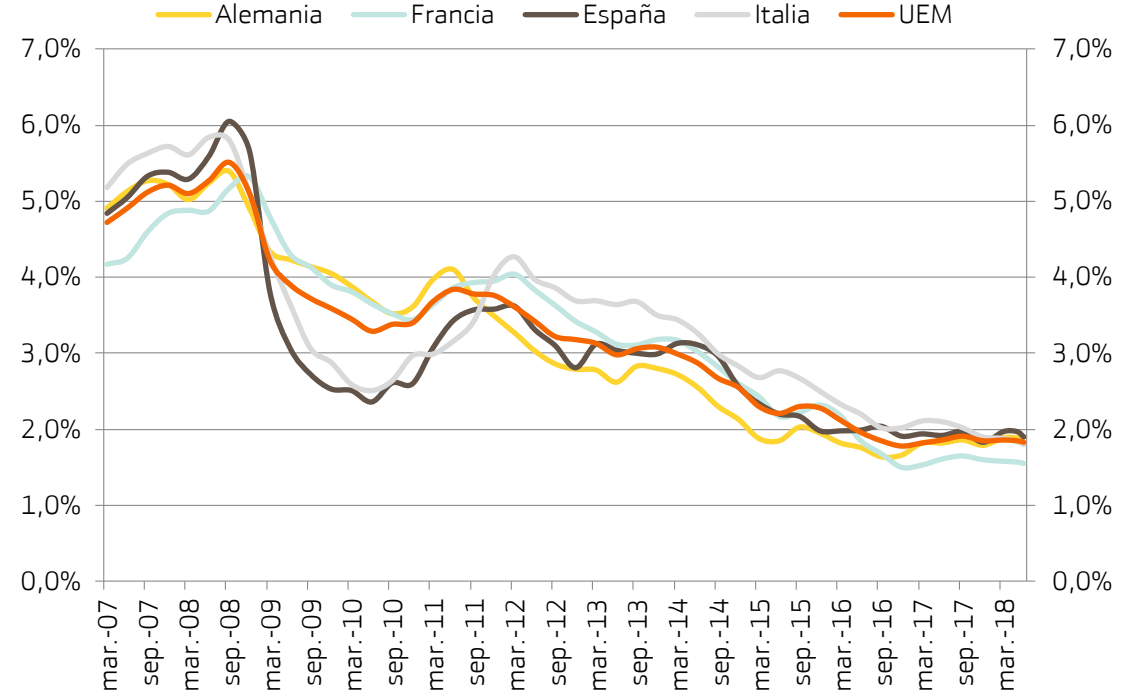


Gráfico 2.3 Tipos de interés del stock en empresas.

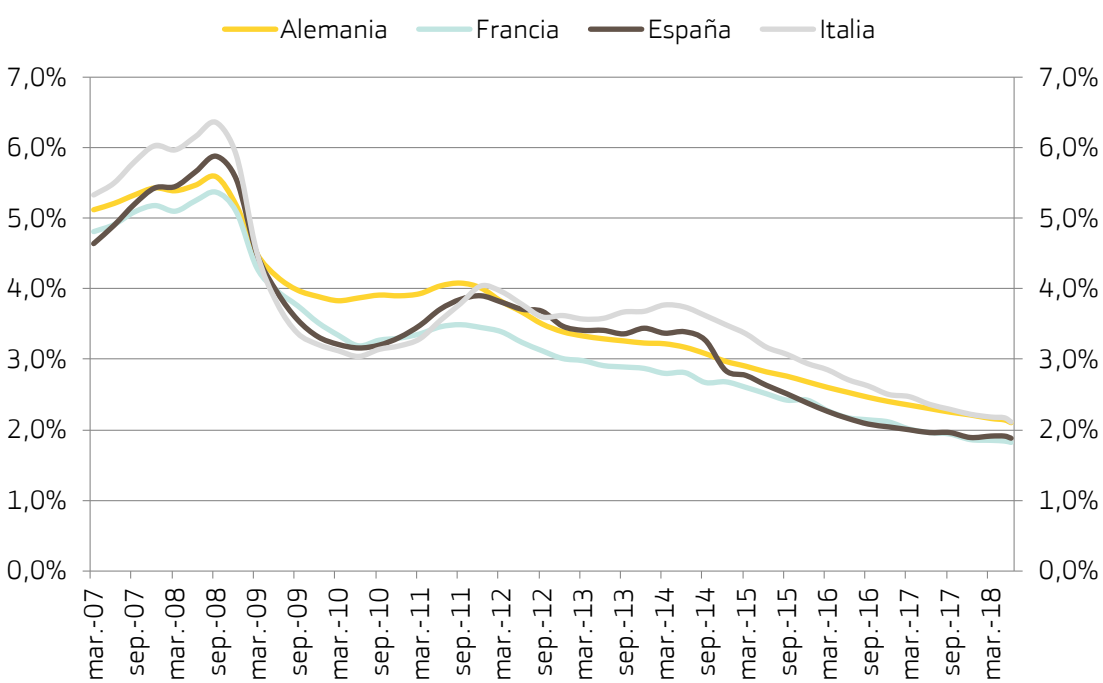


Gráfico 2.4 Tipos de interés en nuevas operaciones de empresas.

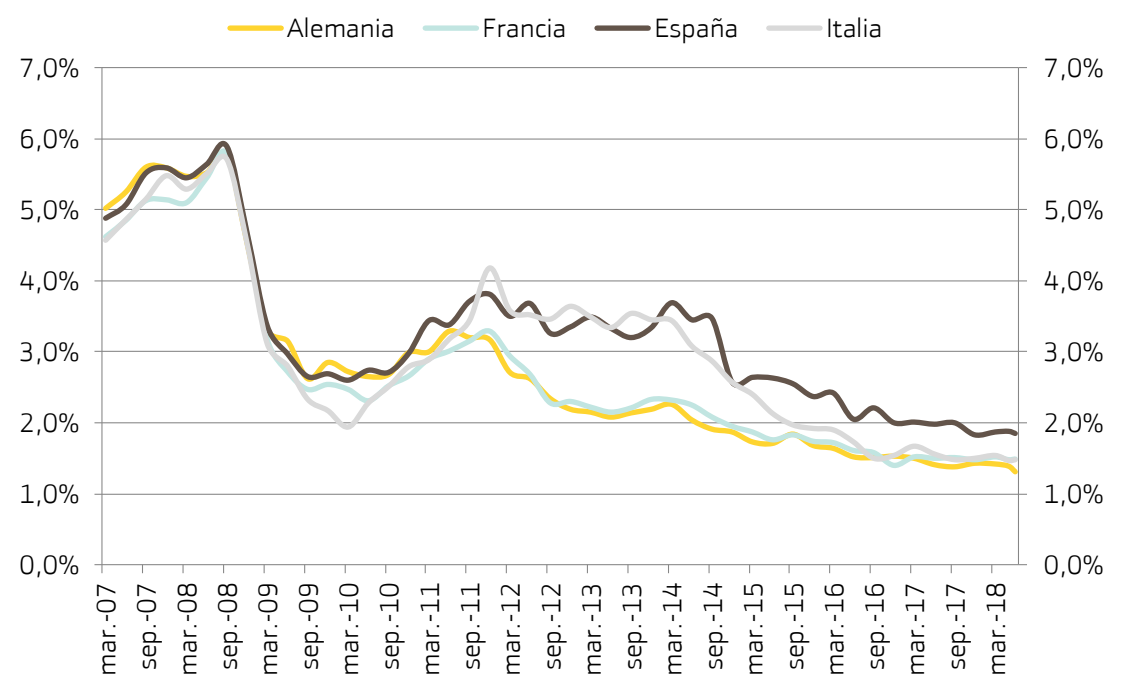


Gráfico 2.5 Coste de los depósitos a plazo (stock): Hogares

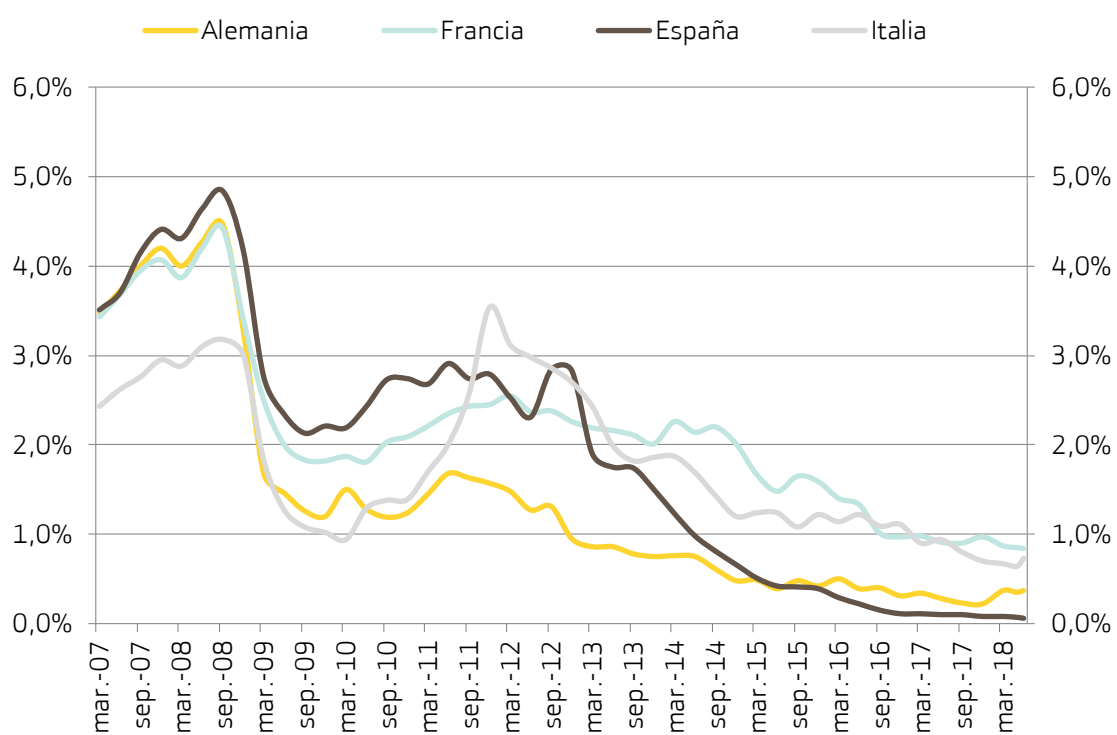
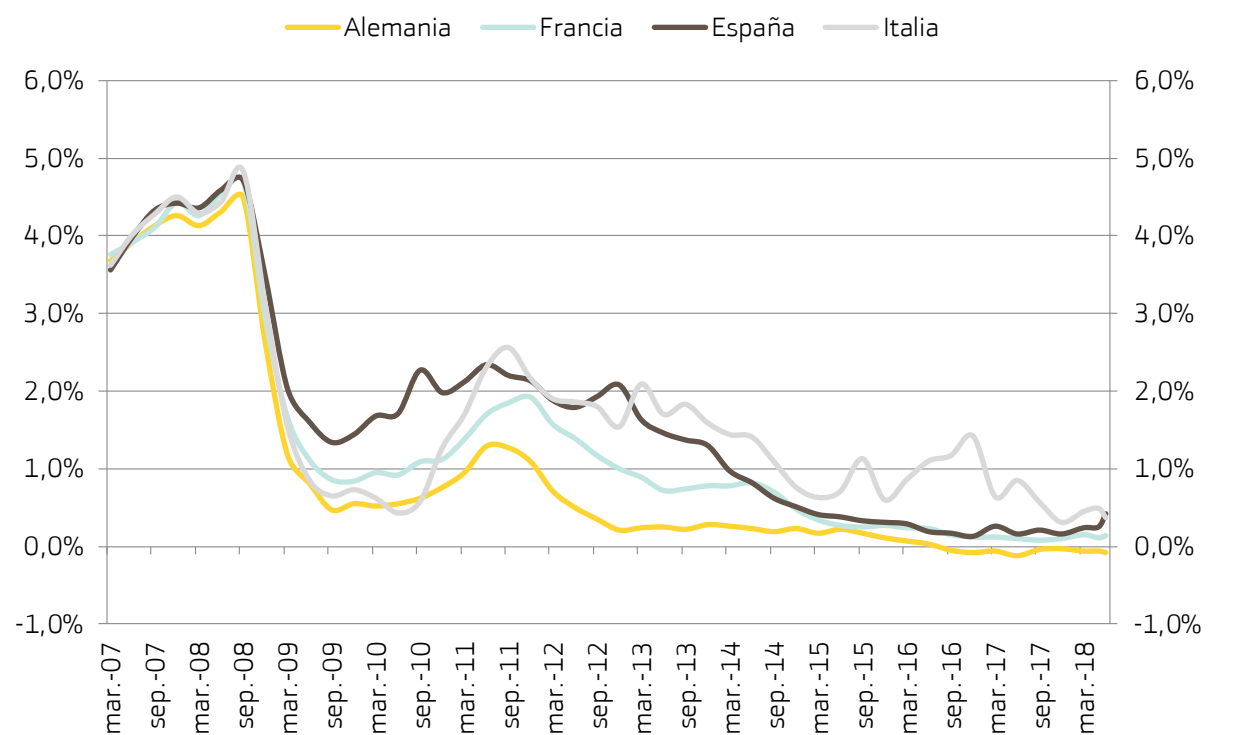


Gráfico 2.6 Coste de los depósitos a plazo (nuevas): Empresas



Fuente: Bloomberg & BCE.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Aránzazu Cortina
Pilar Aranda Esther Gutierrez de la Torre Aránzazu Bueno

Página 3 de 6

Joao Pisco Elena Fernández-Traipiellé Aránzazu Cortina
Ana de Castro Susana André (Mkt. Sup.)

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>
Avd. Bruselas, nº 124
28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón. Las Compañías no han sido informadas sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

Métricas de Gestión

| Tabla 1 | Tamaño | | | Liquidez, Riesgo & Solvencia | | | | | | Rentabilidad & Eficiencia | | | |
|-----------------|------------------|------------------|-------------------------|------------------------------|--------------|--------------------------|--------------------|--------------|--------------|---------------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|
| | Datos en Mills € | | | Datos en % | | | | | | Datos en % | | | |
| | Capitaliz. | Activos | Ingresos ⁽ⁱ⁾ | 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⁾ | Ultimo ⁽⁶⁾ | Oper. ⁽⁷⁾ | APR's ⁽⁸⁾ |
| Santander | 70.862 | 1.433.833 | 47.878 | 111,3% | 58,3% | 55,4% | 1,01% | 41,5% | 10,8% | 10,2% | 10,3% | 2,6% | 4,0% |
| BBVA | 35.280 | 689.632 | 24.609 | 102,7% | 57,6% | 49,8% | 0,89% | 51,8% | 11,1% | 10,2% | 14,0% | 2,1% | 3,9% |
| Caixabank | 23.477 | 396.117 | 7.835 | 100,9% | 58,0% | 63,3% | 0,26% | 37,3% | 11,7% | 10,5% | 11,8% | 1,5% | 3,4% |
| Bankia | 10.353 | 208.208 | 3.037 | 94,7% | 65,8% | 81,8% | 0,30% | 40,2% | 12,3% | 3,8% | 8,6% | 0,8% | 3,0% |
| Sabadell | 7.248 | 215.935 | 5.671 | 105,0% | 67,2% | 76,2% | 0,71% | 37,3% | 12,8% | 4,5% | -5,7% | 0,3% | 5,5% |
| España | 147.220 | 2.943.724 | 89.030 | 102,9% | 61,4% | 65,3% | 0,63% | 41,6% | 11,8% | 7,8% | 7,8% | 1,5% | 3,9% |
| Intesa | 36.886 | 793.718 | 21.297 | 120,0% | 41,3% | 91,5% | 0,78% | 35,6% | 14,0% | 9,2% | 8,6% | 1,7% | 4,8% |
| Unicrédito | 27.293 | 823.908 | 20.455 | 100,6% | 59,4% | 81,7% | 0,55% | 43,8% | 13,6% | 10,9% | 7,9% | 1,7% | 3,3% |
| Banco BPM | 2.892 | 167.029 | 4.467 | 119,7% | 52,4% | 203,8% | 1,74% | 40,2% | 11,9% | 8,2% | 5% | -0,4% | 4,5% |
| MPS | 2.189 | 135.723 | 3.825 | 118,0% | 56,7% | 226,2% | 1,15% | 47,4% | 14,2% | 0,3% | 4,6% | 0,3% | 4,1% |
| UBI Banca | 3.552 | 126.904 | 4.038 | 136,4% | 58,7% | 165,6% | 0,75% | 47,4% | 11,4% | 2,6% | 5,0% | 0,5% | 5,0% |
| Italia | 72.813 | 2.047.282 | 54.082 | 118,9% | 53,7% | 153,8% | 0,99% | 42,9% | 13,0% | 6,2% | 6,3% | 0,8% | 4,4% |
| BNP | 64.765 | 2.234.485 | 42.930 | 96,3% | 36,4% | 0,0% | 0,38% | 29,4% | 11,8% | 9,3% | 12,2% | 1,5% | 4,6% |
| SocGen | 29.808 | 1.298.022 | 25.029 | 101,7% | 32,4% | 37,4% | 0,33% | 28,0% | 11,4% | 11,5% | 8,9% | 1,5% | 5,0% |
| Crédit Agricole | 36.157 | 1.603.013 | 19.306 | 62,2% | 36,8% | 42,4% | 0,32% | 19,1% | 11,7% | 9,9% | 16,7% | 1,8% | 4,1% |
| Francia | 130.730 | 5.135.520 | 87.265 | 86,7% | 35,2% | 26,6% | 0,35% | 25,5% | 11,6% | 10,2% | 12,6% | 1,6% | 4,6% |
| Deutsche Bank | 20.143 | 1.420.960 | 25.843 | 70,0% | 41,3% | 0,0% | 0,14% | 24,5% | 14,0% | -2,4% | 2,7% | 0,1% | 7,1% |
| Commerzbank | 10.972 | 487.537 | 9.948 | 90,9% | 48,3% | 16,1% | 0,29% | 36,0% | 14,1% | 4,4% | 4,4% | 0,8% | 4,5% |
| Alemania | 31.115 | 1.908.497 | 35.791 | 80,4% | 44,8% | 8,1% | 0,21% | 30,3% | 14,1% | 1,0% | 3,5% | 0,5% | 5,8% |
| Erste Group | 15.404 | 229.878 | 7.427 | 89,8% | 73,5% | 49,2% | 0,03% | 50,6% | 12,9% | 13,2% | 16,2% | 1,9% | 4,4% |
| Raiffeisen | 8.194 | 143.556 | 5.859 | 97,4% | 60,3% | 42,2% | 0,17% | 51,8% | 12,7% | 13,8% | 15,0% | 2,7% | 5,0% |
| Austria | 23.598 | 373.434 | 13.287 | 93,6% | 66,9% | 45,7% | 0,10% | 51,2% | 12,8% | 13,5% | 15,6% | 2,3% | 4,7% |
| ING (Holanda) | 43.065 | 905.984 | 17.716 | 105,5% | 65,1% | 22,7% | 0,09% | 35,2% | 14,7% | 10,4% | 11,9% | 2,3% | 3,1% |
| ABN (Holanda) | 22.663 | 395.365 | 10.550 | 116,7% | 63,6% | 14,9% | 0,11% | 26,4% | 17,7% | 23,4% | 13,0% | 3,2% | 6,6% |
| KBC (Bélgica) | 27.632 | 301.934 | 8.303 | 83,0% | 61,9% | 34,8% | -0,07% | 30,8% | 16,3% | 14,8% | 18,0% | 3,6% | 5,4% |
| Benelux | 93.360 | 1.603.283 | 36.569 | 101,7% | 63,5% | 24,1% | 0,04% | 30,8% | 16,2% | 16,2% | 14,3% | 3,0% | 5,0% |
| Media | 16.140 | 640.220 | 14.471 | 95,9% | 48,9% | 51,1% | 0,45% | 33,2% | 12,7% | 8,6% | 9,7% | 1,5% | 4,6% |

(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

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Aránzazu Cortina Joao Pisco Elena Fernández-Trapielle Aránzazu Cortina
Pilar Aranda Esther Gutierrez de la Torre Aránzazu Bueno Ana de Castro Susana André (Mkt. Sup.)

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>
Avd. Bruselas, nº 14
28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Las Compañías no han sido informadas sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

Evolución bursátil, Múltiplos de Valoración y Recomendación

| Tabla 2 | Precio Ultimo | % Revalorización YTD | % Revalorización | | | | PER | | P/VC 2018 e | P/TBV | PTBV/ROTE | | % Div Yield | Recomend. |
|-----------------|---------------|----------------------|------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|----------------|---------------|-------------|-----------|
| | | | 1M | 3M | 6 M | 12 M | 17 e | 18 e | | | 12 M | Ultimo | | |
| Santander | 4,39 | -19,8 | 3,2 | -7,5 | -17,9 | -21,7 | 8,9 x | 8,1 x | 0,7 x | 1,1 x | 0,11 x | 0,10 x | 5,1 | Comprar |
| BBVA | 5,29 | -25,6 | 1,8 | -14,8 | -17,6 | -26,4 | 7,4 x | 7,6 x | 0,7 x | 0,9 x | 0,09 x | 0,07 x | 4,7 | Neutral |
| Caixabank | 3,93 | 0,9 | -2,2 | 2,1 | -1,4 | -3,0 | 10,9 x | 9,7 x | 1,0 x | 1,1 x | 0,11 x | 0,10 x | 3,8 | Neutral |
| Bankia | 3,36 | -15,8 | -0,3 | 2,5 | -9,8 | -15,7 | 12,3 x | 11,8 x | 0,8 x | 0,8 x | 0,20 x | 0,09 x | 3,3 | Comprar |
| Sabadell | 1,29 | -22,2 | -4,6 | -12,6 | -23,9 | -22,6 | 12,6 x | 7,9 x | 0,6 x | 0,7 x | 0,15 x | -0,12 x | 5,4 | Neutral |
| España | | -17,6 | 1,6 | -7,6 | -15,1 | -19,2 | 10,1 x | 9,2 x | 0,8 x | 1,1 x | 0,12 x | 0,09 x | 4,9 | |
| Intesa | 2,11 | -20,6 | -10,9 | -16,6 | -27,5 | -23,8 | 9,6 x | 8,6 x | 0,4 x | 0,8 x | 0,08 x | 0,09 x | 9,6 | Neutral |
| Unicredito | 12,24 | -21,5 | -9,7 | -16,1 | -28,6 | -27,8 | 8,0 x | 6,5 x | 0,5 x | 0,5 x | 0,05 x | 0,07 x | 2,6 | Neutral |
| Banco BPM | 1,91 | -27,1 | -14,7 | -28,8 | -33,4 | -37,3 | 13,8 x | 5,4 x | 0,3 x | 0,3 x | 0,03 x | 0,05 x | 0,0 | n.a |
| MPS | 1,92 | -51,0 | -19,3 | -21,9 | -30,0 | -87,3 | n.s | 6,4 x | 0,2 x | 0,2 x | 0,73 x | 0,05 x | 0,0 | Vender |
| UBI Banca | 3,10 | -14,9 | -15,4 | -7,3 | -19,2 | -24,3 | 10,7 x | 6,9 x | 0,4 x | 0,4 x | 0,17 x | 0,09 x | 3,5 | n.a |
| Italia | | -21,8 | -11,1 | -16,6 | -27,9 | -27,8 | 8,9 x | 7,5 x | 0,4 x | 0,6 x | 0,09 x | 0,08 x | 6,0 | |
| BNP | 51,82 | -16,8 | 2,4 | -3,0 | -15,5 | -23,1 | 8,3 x | 7,9 x | 0,7 x | 0,8 x | 0,09 x | 0,07 x | 5,8 | Neutral |
| SocGen | 36,90 | -14,3 | 3,6 | 0,8 | -16,5 | -24,1 | 8,1 x | 7,6 x | 0,6 x | 0,6 x | 0,05 x | 0,06 x | 6,0 | Vender |
| Crédit Agricole | 12,61 | -8,6 | 3,5 | 9,1 | -4,9 | -17,4 | 9,4 x | 8,8 x | 0,7 x | 0,7 x | 0,07 x | 0,04 x | 5,0 | Comprar |
| Francia | | -13,94 | 2,97 | 1,24 | -12,8 | -21,8 | 8,5 x | 8,1 x | 0,7 x | 0,7 x | 0,07 x | 0,06 x | 5,6 | |
| Deutsche Bank | 9,75 | -38,6 | 1,8 | 0,1 | -14,7 | -31,9 | 27,0 x | 11,6 x | 0,3 x | 0,4 x | -0,16 x | 0,14 x | 1,1 | Neutral |
| Commerzbank | 8,76 | -29,9 | 4,3 | 3,5 | -19,9 | -24,3 | 11,9 x | 10,5 x | 0,4 x | 0,4 x | 0,10 x | 0,10 x | 0,0 | Comprar |
| Alemania | | -35,6 | 2,7 | 1,3 | -16,6 | -29,2 | 21,7 x | 11,2 x | 0,3 x | 0,4 x | -0,07 x | 0,12 x | 0,7 | |
| Erste Group | 35,84 | 2,6 | 0,8 | 1,8 | -8,0 | 0,0 | 10,8 x | 10,2 x | 1,1 x | 1,4 x | 0,10 x | 0,08 x | 3,3 | n.a |
| Raiffeisen | 24,91 | -17,5 | 3,3 | -6,8 | -9,7 | -9,9 | 6,8 x | 7,4 x | 0,8 x | 0,9 x | 0,06 x | 0,06 x | 2,5 | n.a |
| Austria | | -4,4 | 1,7 | -1,2 | -8,6 | -3,4 | 9,4 x | 9,2 x | 1,0 x | 1,2 x | 0,09 x | 0,08 x | 3,0 | |
| ING (Holanda) | 11,07 | -27,8 | -0,8 | -12,0 | -19,8 | -29,6 | 8,3 x | 8,1 x | 0,8 x | 0,9 x | 0,08 x | 0,07 x | 6,1 | Neutral |
| ABN (Holanda) | 24,11 | -10,4 | 3,3 | 9,6 | -4,1 | -7,3 | 10,1 x | 9,9 x | 1,1 x | 1,1 x | 0,05 x | 0,08 x | 6,0 | Comprar |
| KBC (Bélgica) | 66,44 | -6,6 | 4,3 | 0,5 | -7,1 | -7,5 | 10,8 x | 11,3 x | 1,6 x | 1,7 x | 0,12 x | 0,09 x | 4,5 | Comprar |
| Benelux | | -17,3 | 1,7 | -3,0 | -12,2 | -17,6 | 9,5 x | 9,5 x | 1,1 x | 1,2 x | 0,08 x | 0,08 x | 5,6 | |
| Media | | -18,8 | 0,4 | -3,8 | -15,7 | -22,0 | 10,8 x | 8,8 x | 0,7 x | 0,8 x | 0,1 x | 0,08 x | 4,8 | |

Evolución bursátil y Múltiplos de Valoración

Gráfico 3.1 Bancos Europeos: Evolución Bursátil

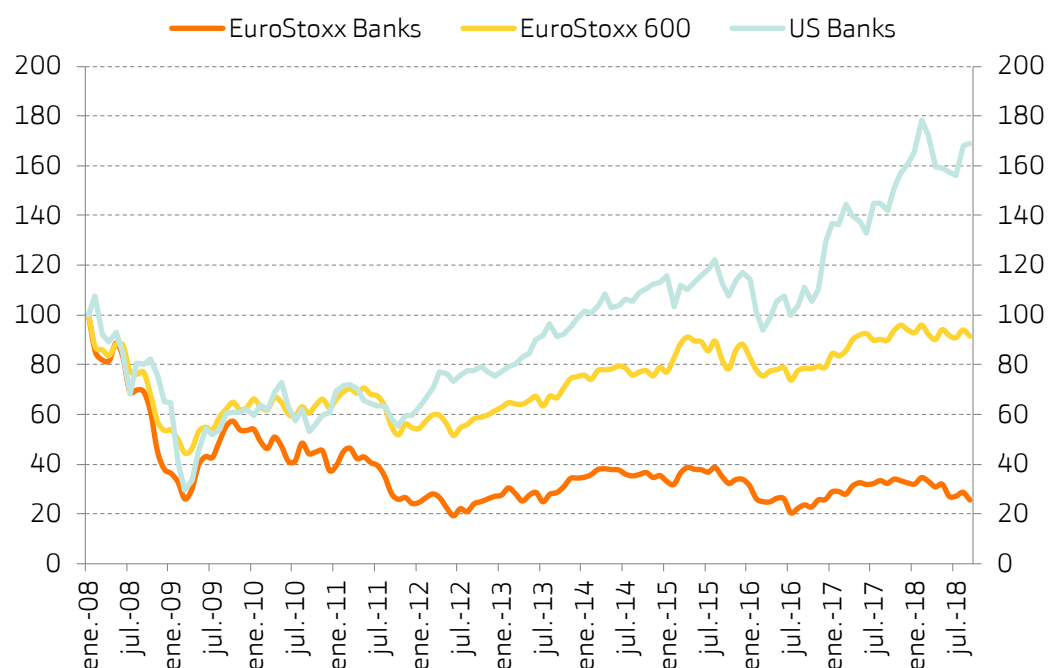


Gráfico 3.2 Bancos: Evolución del ROE

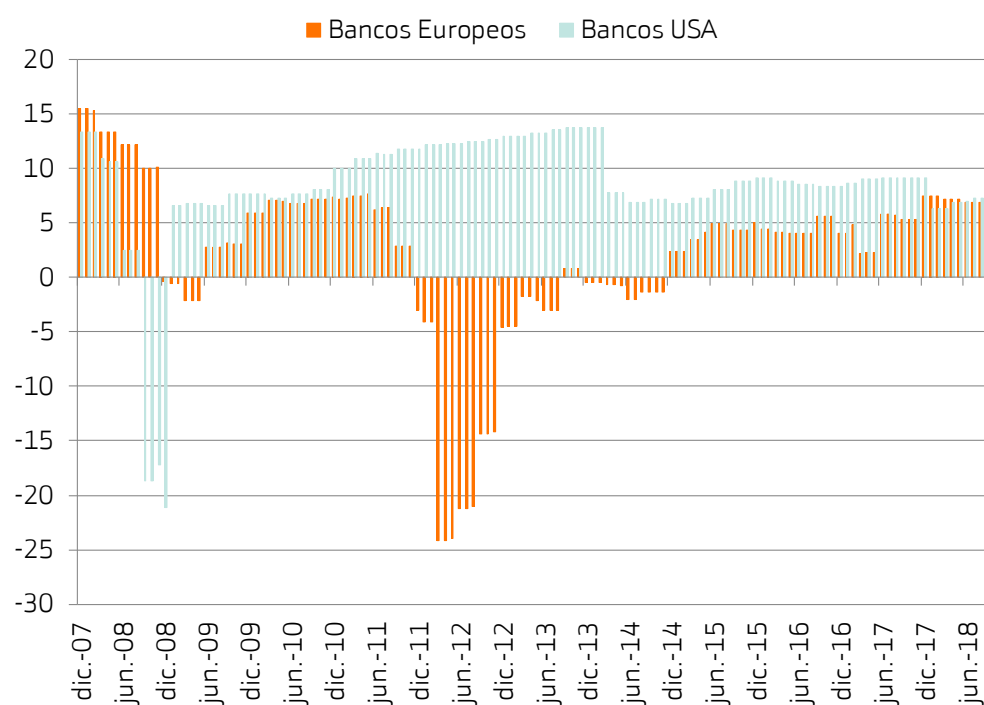


Gráfico 3.3 Bancos Europeos: PER Histórico

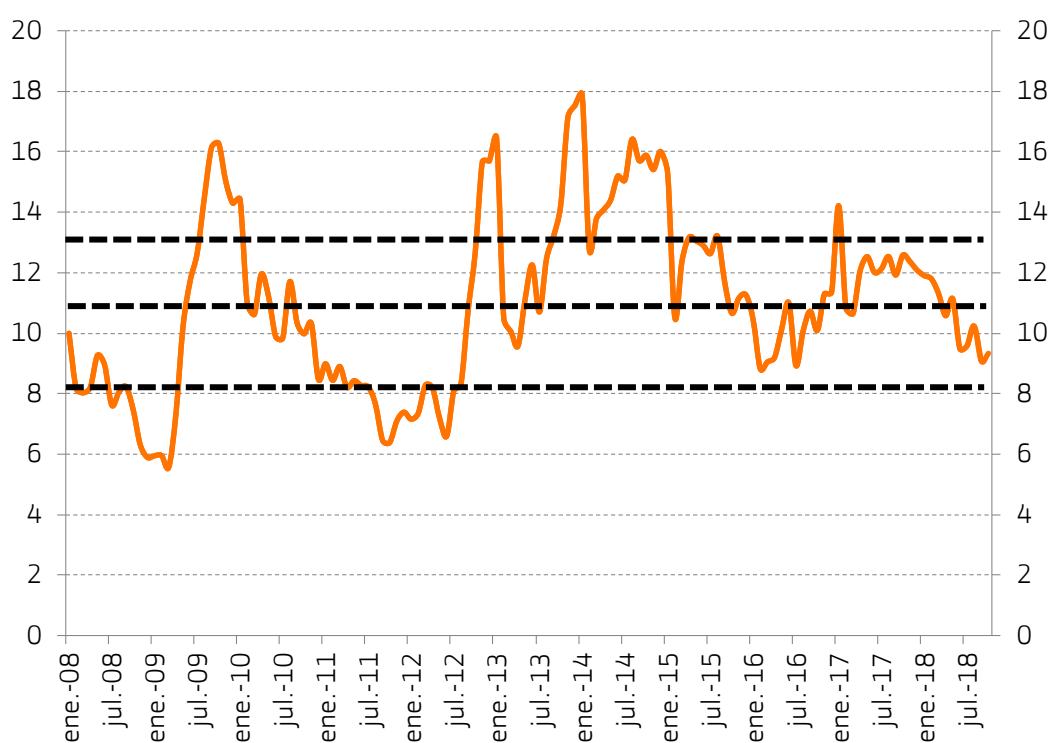


Gráfico 3.4 Bancos Europeos: PER Relativo

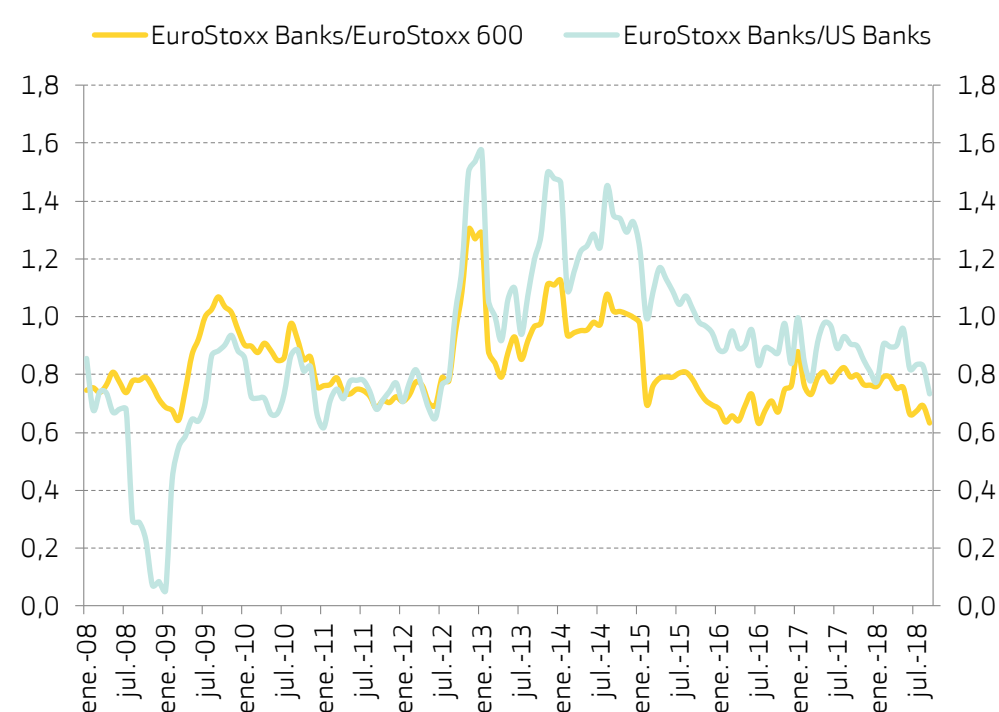


Gráfico 3.5 Bancos Europeos: P/V Histórico

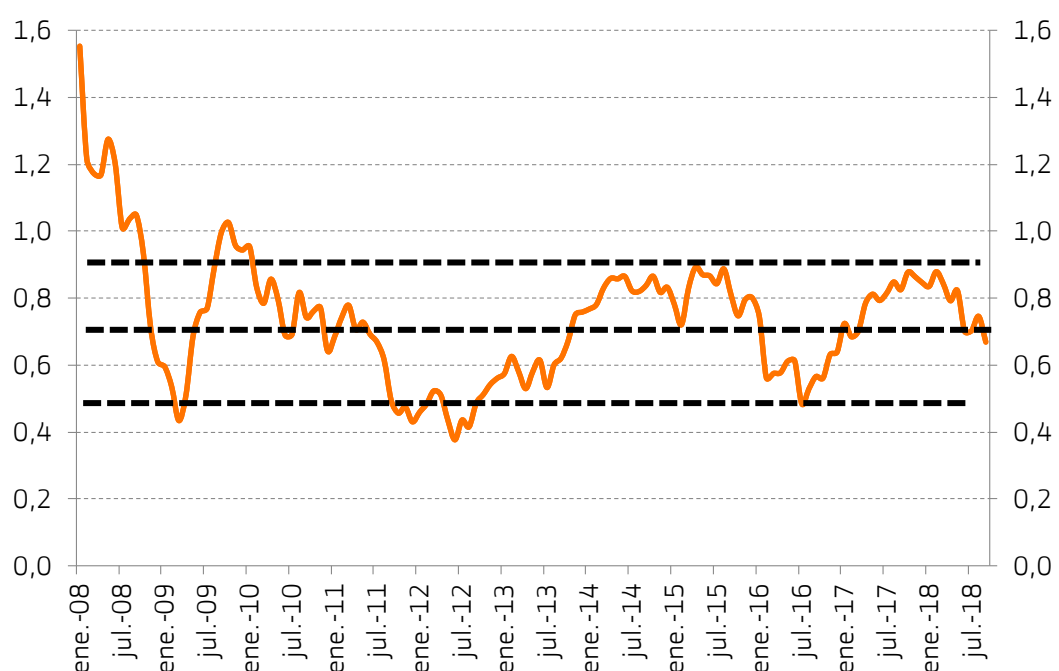


Gráfico 3.6 Bancos Europeos: P/V Relativo

