

Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Analista: Rafael Alonso

La clave está en la selección de valores porque el entorno es desafiante (actividad a la baja & presión en márgenes).

Conclusión: La banca comienza el año con una revalorización de +3,7% YTD (vs +2,3% el S&P 500) a pesar de una caída media de -20,3% en el BNA del 4T 2022 y un entorno desafiante para 2023. Los **múltiplos de valoración** son razonables, incluso atractivos en términos relativos (vs S&P 500) y los índices de **calidad crediticia** buenos, pero aún es pronto para que ver un cambio de tendencia a mejor en resultados ¿1S 2023?

Nuestra estrategia de inversión se centra en las siguientes ideas idiosincrásicas: (1) **Citigroup:** Múltiplos de valoración atractivos & capacidad de generar capital, (2) **Bank of América:** Resiliencia en resultados y liderazgo en financiación minorista y (3) **Morgan Stanley:** Exceso de capital & una franquicia exitosa en Banca Privada.

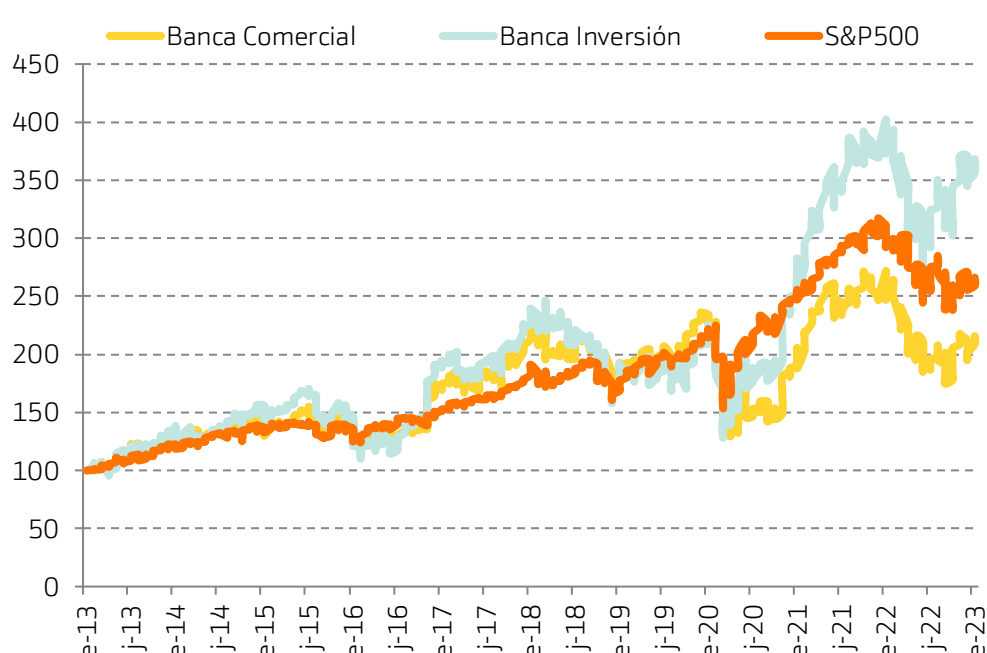
Nuestra visión: La banca americana empieza 2023 con buen pie. El sector registra una subida de +3,7% YTD vs +2,3% del S&P 500 a pesar de una caída media de -20,3% en el BNA del 4T 2022 (JP Morgan & Bank of América son dos excepciones) y un entorno desafiante en 2023 debido a: (1) la desaceleración macro prevista (**demanda de crédito a la baja**), (2) **presión en márgenes** - la curva de tipos *forward* anticipa un tipo de referencia/Fed Funds de 5,0% en junio (vs 4,25/4,50% actual) - pero el coste de los depósitos ronda mínimos históricos con una curva de tipos invertida (-70 pb en el tramo 2/10A) y (3) el **coste del riesgo/CoR** empieza a subir ante el deterioro en las métricas de riesgo (deuda/ebitda al alza en empresas & e ingresos reales a la baja en particulares) .

Resultados 4T 2022: Las subidas de tipos de 2022 (+425 pb en los Fed Funds) permiten aumentos de doble dígito en el Margen de Intereses (+22,6%), pero no compensan el desplome en Banca de Inversión (-50,0%), la presión en costes/Inflación y el repunte del CoR (+35,0% t/t). **¿Qué esperar en 2023?** (1) El **guidance** de las entidades es prudente - demanda de crédito a la baja & CoR al alza - y (2) la **retribución para los accionistas** vía dividendo & recompra de acciones pierde inercia (buffer/colchón de capital al alza).

Estrategia de Inversión: Los múltiplos de valoración son razonables, incluso atractivos en términos relativos (vs S&P 500) y los índices de calidad crediticia buenos (morosidad & cobertura), pero aún es pronto para que ver un cambio a mejor en beneficios ¿1S 2023?

En definitiva, la banca europea presenta un binomio rentabilidad/riesgo más atractivo que los bancos de EE.UU., de ahí que nos centremos en ideas idiosincrásicas como: (1) **Citigroup:** Múltiplos de valoración atractivos (PVC ~0,5x vs 1,1x en banca comercial) & capacidad de generar capital de manera inorgánica/venta de Banamex en México, (2) **Bank of América:** Resiliencia en resultados (+1,7% en el BNA del 4T 2022) y liderazgo en financiación minorista y (3) **Morgan Stanley:** Exceso de capital & una franquicia exitosa en Banca Privada.

Evolución Bursátil: Bancos vs S&P 500



Fuente: Bloomberg.

Beneficio Neto BNA	12 M Trailing		Trimestres Estancos: Var % a/a				
	Mills \$	% Var	4T'21	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22
Wells Fargo	13.182	-38,8%	86,0%	-20,8%	-48,4%	-31,1%	-50,2%
JP Morgan	37.676	-22,1%	-14,3%	-42,1%	-27,6%	-16,7%	5,9%
Bank of America	27.528	-13,9%	28,2%	-12,2%	-32,3%	-7,9%	1,7%
Citigroup Inc	14.845	-32,4%	-26,4%	-45,8%	-26,6%	-25,1%	-20,8%
B. Comercial	93.231	-24,7%	5,3%	-33,2%	-32,5%	-18,2%	-10,7%
Goldman Sachs	11.261	-48,0%	-12,7%	-42,4%	-46,6%	-42,9%	-66,3%
Morgan Stanley	11.029	-26,6%	9,2%	-11,0%	-28,9%	-29,0%	-39,5%
B. Inversión	22.290	-39,2%	-3,3%	-30,6%	-39,7%	-37,2%	-53,3%
Total Bancos	115.521	-28,0%	3,2%	-32,6%	-34,0%	-22,8%	-20,3%

Indicadores de Riesgo & Liquidez	NPLs/AT Último ⁽ⁱⁱⁱ⁾	NPLs / Capital ⁽ⁱⁱⁱ⁾		L-t-D ratio ^(iv)		Pasivo Retail ^(v)	
		4T'21	4T'22	4T'21	4T'22	4T'21	4T'22
Wells Fargo	0,3%	3,8%	3,1%	62%	70%	84%	81%
JP Morgan	0,2%	2,7%	2,3%	44%	49%	71%	69%
Bank of America	0,1%	1,7%	1,4%	48%	55%	71%	69%
Citigroup Inc	0,1%	1,7%	0,0%	55%	52%	63%	62%
B. Comercial	0,2%	2,5%	1,7%	52%	56%	72%	70%
Goldman Sachs	0,0%	2,3%	1,9%	52%	49%	46%	49%
Morgan Stanley	0,0%	0,9%	0,4%	49%	53%	53%	54%
B. Inversión	0,0%	1,6%	1,2%	51%	51%	49%	51%
Total Bancos	0,1%	2,0%	1,5%	52%	54%	61%	61%

(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)	
		4T'21	4T'22	4T'21	4T'22	4T'21	4T'22
Wells Fargo	10,7%	7,3%	7,0%	1,8%	1,0%	15,2%	10,0%
JP Morgan	12,8%	5,5%	5,4%	3,0%	2,2%	23,7%	18,4%
Bank of America	10,8%	5,8%	5,5%	2,0%	1,7%	17,9%	16,2%
Citigroup Inc	#iDIV/O!	6,8%	6,5%	1,7%	1,6%	14,0%	9,5%
B. Comercial	#iDIV/O!	6,3%	6,1%	2,1%	1,6%	17,7%	13,5%
Goldman Sachs	14,6%	6,4%	4,8%	3,4%	1,7%	24,2%	15,1%
Morgan Stanley	14,8%	6,2%	5,8%	3,2%	2,4%	20,6%	21,3%
B. Inversión	14,7%	6,3%	5,3%	3,3%	2,0%	22,4%	18,2%
Total Bancos	#iDIV/O!	6,3%	5,7%	2,7%	1,8%	20,1%	15,9%

(vi) Capital Tangible Medio / APR's; (vii) BNA (12 m) / APR's Medios; (viii) BNA (12 m) / TCE Medio

Múltiplos de Valoración

	Mkt. Cap Mills \$	% Revalor.		PER		PVC e	Div Yield e
		P. Ultimo	YTD	23 e	24 e		
Wells Fargo	166.310	43,4	5,1	9,0 x	8,1 x	1,0 x	3,1%
JP Morgan	400.588	136,6	1,8	10,5 x	10,0 x	1,5 x	3,0%
Bank of America	269.651	33,7	1,8	9,6 x	9,0 x	1,1 x	2,8%
Citigroup Inc	95.746	49,4	9,3	8,5 x	7,3 x	0,5 x	4,0%
B. Comercial	583	3,3	9,7 x	9,0 x	1,0 x	3,2%	
Goldman Sachs	123.311	349,1	1,7	10,1 x	8,7 x	1,1 x	3,0%
Morgan Stanley	163.231	96,6	13,6	13,4 x	11,9 x	1,7 x	3,3%
B. Inversión	278	4,2	12,9 x	11,2 x	1,7 x	2,4%	
S&P 500	3.929	2,3	17,5 x	15,9 x	3,5 x	1,7%	

Fuente: Bloomberg.

Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

Cuenta de P&G sectorial ⁽ⁱ⁾

P&G Ajustada ⁽²⁾	4T'21	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	Acumulado		% Variación		
						12 M Trailing		4T'22	12M	
Datos en M€						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽³⁾	45.092	45.536	49.734	55.944	61.576	212.790	173.518	36,6%	10,1%	22,6%
Otros ingresos ⁽⁴⁾	44.098	45.187	40.335	39.287	35.169	159.978	187.620	-20,2%	-10,5%	-14,7%
Margen Bruto	89.190	90.723	90.069	95.231	96.745	372.768	361.138	8,5%	1,6%	3,2%
Gastos Generales	58.018	61.545	59.298	61.557	63.752	246.152	231.247	9,9%	3,6%	6,4%
Margen Neto	31.172	29.178	30.771	33.674	32.993	126.616	129.891	5,8%	-2,0%	-2,5%
Prov. insolvencias	-1.363	1.461	3.478	4.584	6.182	15.705	-19.932	-553,6%	34,9%	-178,8%
BAI.	32.535	27.717	27.293	29.090	26.811	110.911	149.823	-17,6%	-7,8%	-26,0%
Impuestos & otros	-6.200	-4.391	-4.731	-5.264	-3.294	-17.680	-26.011	-46,9%	-37,4%	-32,0%
BNA Publicado	26.335	23.326	22.562	23.826	23.517	93.231	123.812	-10,7%	-1,3%	-24,7%

(1) Incluye Wells Fargo, JP Morgan, Bank of America y Citi.

(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	4T'21	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	MM \$		Variación	
						a/a	t/t	a/a	t/t
Datos en MM€									
Liquidez ⁽⁵⁾	2.704	2.750	2.527	2.497	2.508	-197	11	-7,3%	0,4%
Cartera Valores	2.626	2.758	2.516	2.456	2.583	-43	126	-1,6%	5,1%
Inversión Crediticia	3.714	3.757	3.833	3.834	3.863	149	29	4,0%	0,8%
Otros	2.109	2.262	2.339	2.318	2.061	-48	-257	-2,3%	-11,1%
Total Activo	11.153	11.527	11.215	11.106	11.014	-138	-92	-1,2%	-0,8%
Depósitos	7.326	7.449	7.203	7.051	7.020	-306	-31	-4,2%	-0,4%
Finac. Mayorista	2.869	3.145	3.077	3.119	3.044	175	-75	6,1%	-2,4%
Fondos Propios	957	933	935	935	949	-8	14	-0,8%	1,5%
Total Pasivo & F.Propios	11.153	11.527	11.215	11.106	11.014	-138	-92	-1,2%	-0,8%
APR's ⁽⁶⁾	5.715	5.921	5.816	6.152	4.521	-1.194	-1.631	-20,9%	-26,5%
TCE ⁽⁷⁾	681	658	658	689	680	-2	-9	-0,2%	-1,3%

(5) Incluye interbancario

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

Métricas de Gestión

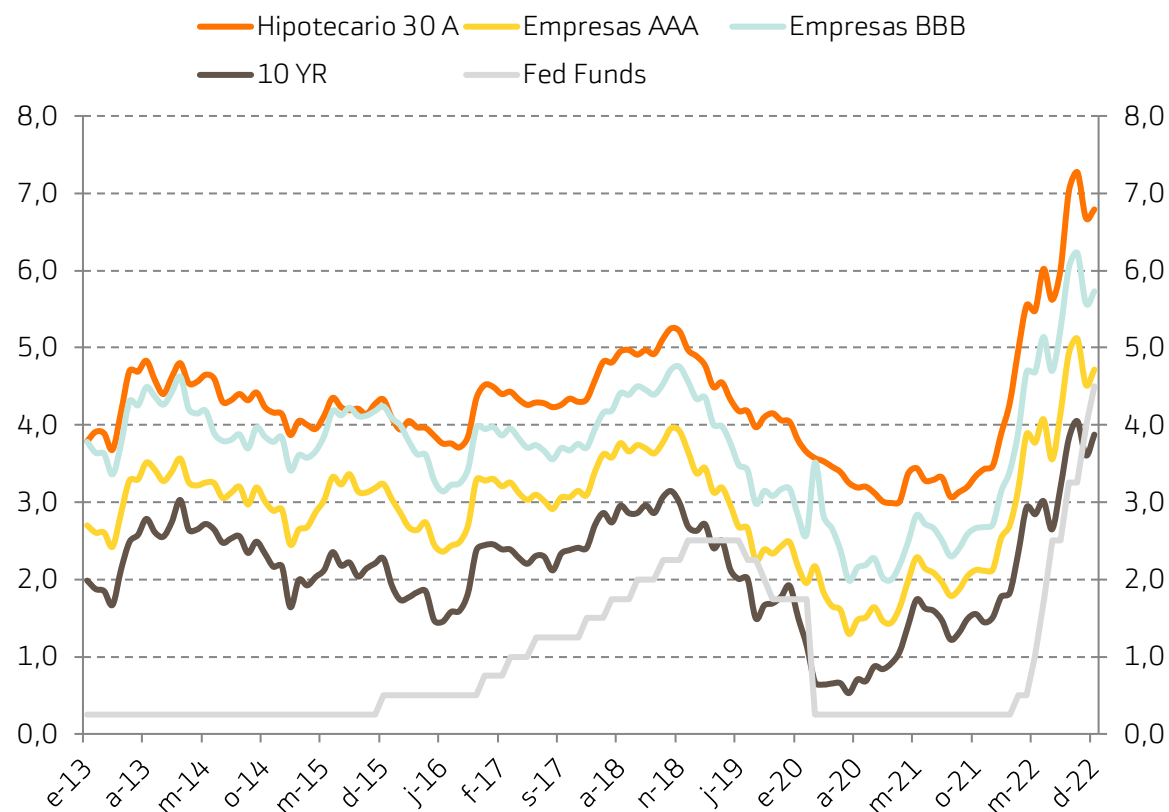
	4T'21	1T'22	2T'22	3T'22	4T'22	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁸⁾	50,7%	50,4%	53,2%	54,4%	55,0%	4,3 pb	0,7 pb
APR's/Activos ⁽⁹⁾	51,2%	51,4%	51,9%	55,4%	41,1%	-10,2 pb	-14,3 pb
TCE/Fondos Propios	71,2%	70,6%	70,4%	73,7%	71,6%	0,4 pb	-2,1 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	15,5%	14,2%	13,7%	13,8%	13,8%	-1,6 pb	0,0 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,9%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	-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

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

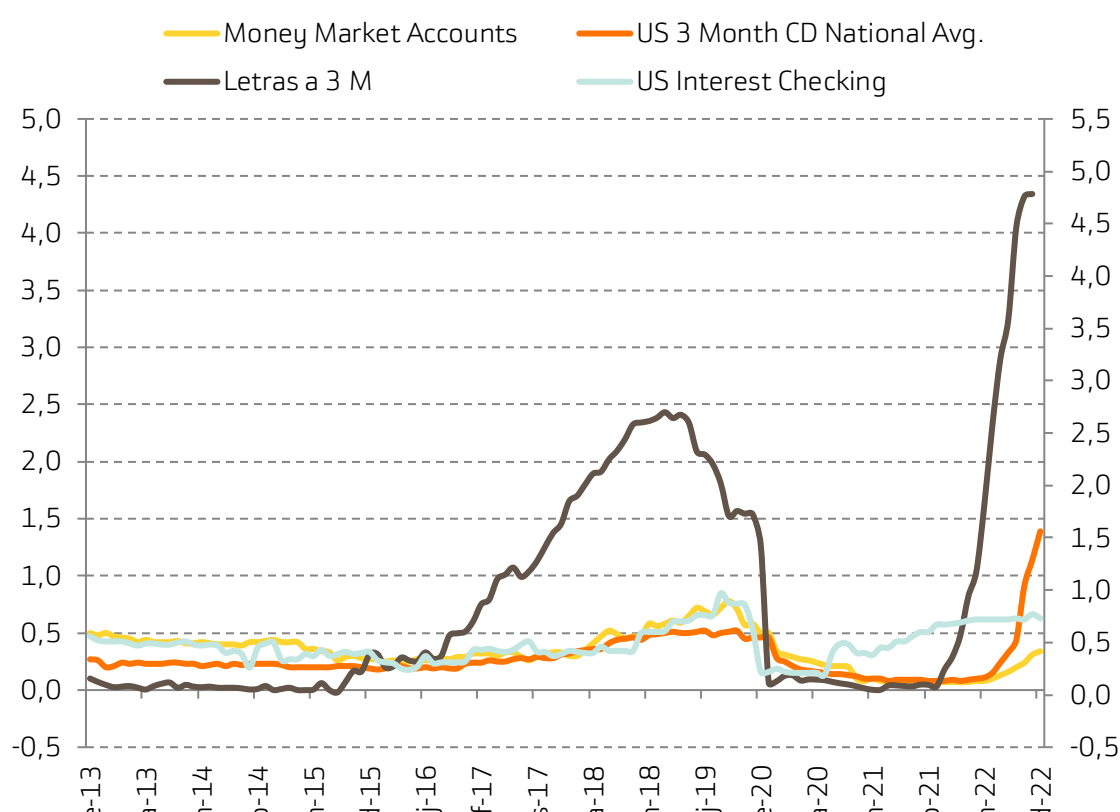
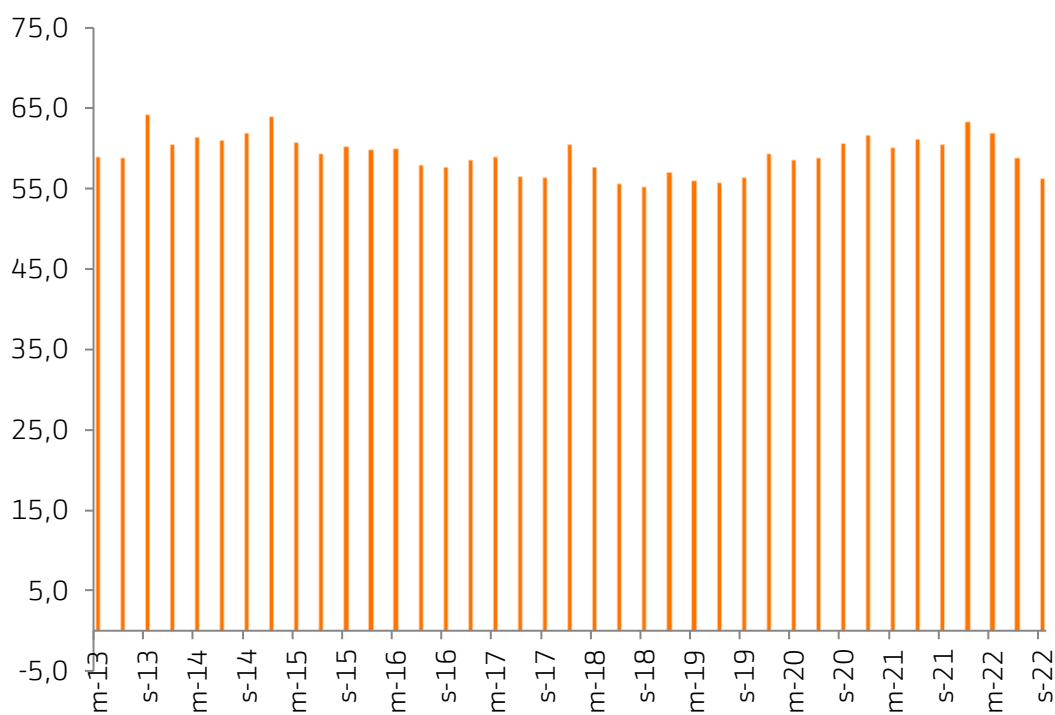


Gráfico 1.3: Ratio de Eficiencia



Fuente: Bloomberg & FDIC

Gráfico 1.4: Ratio de morosidad

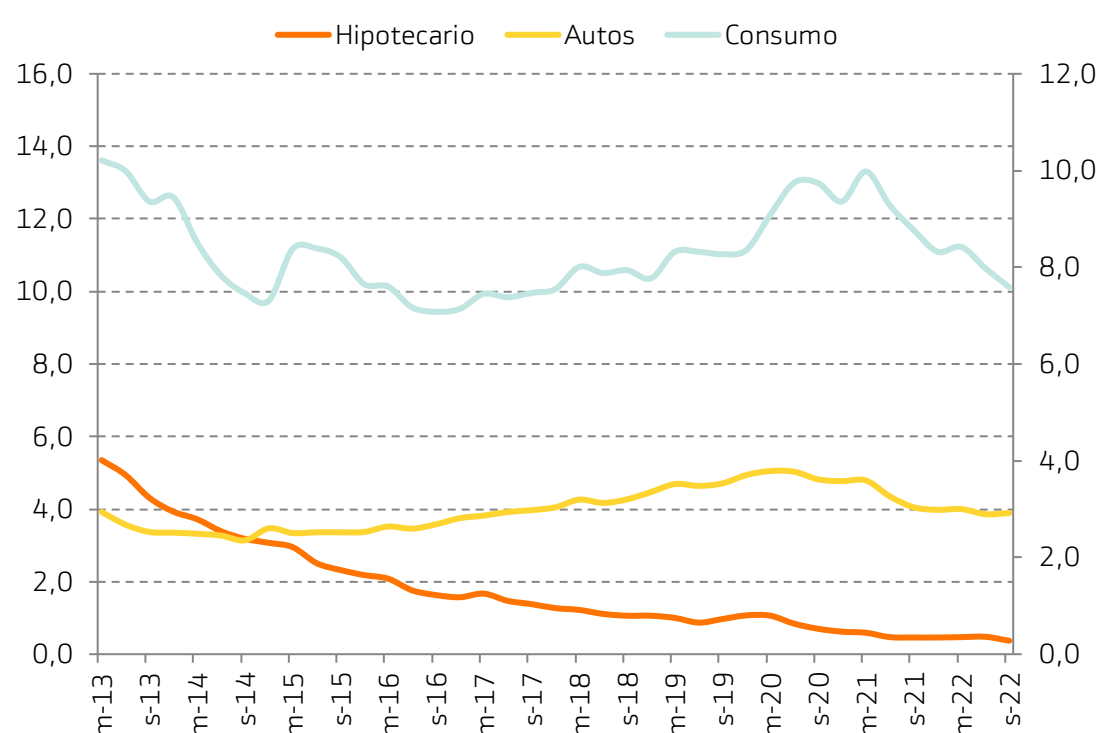
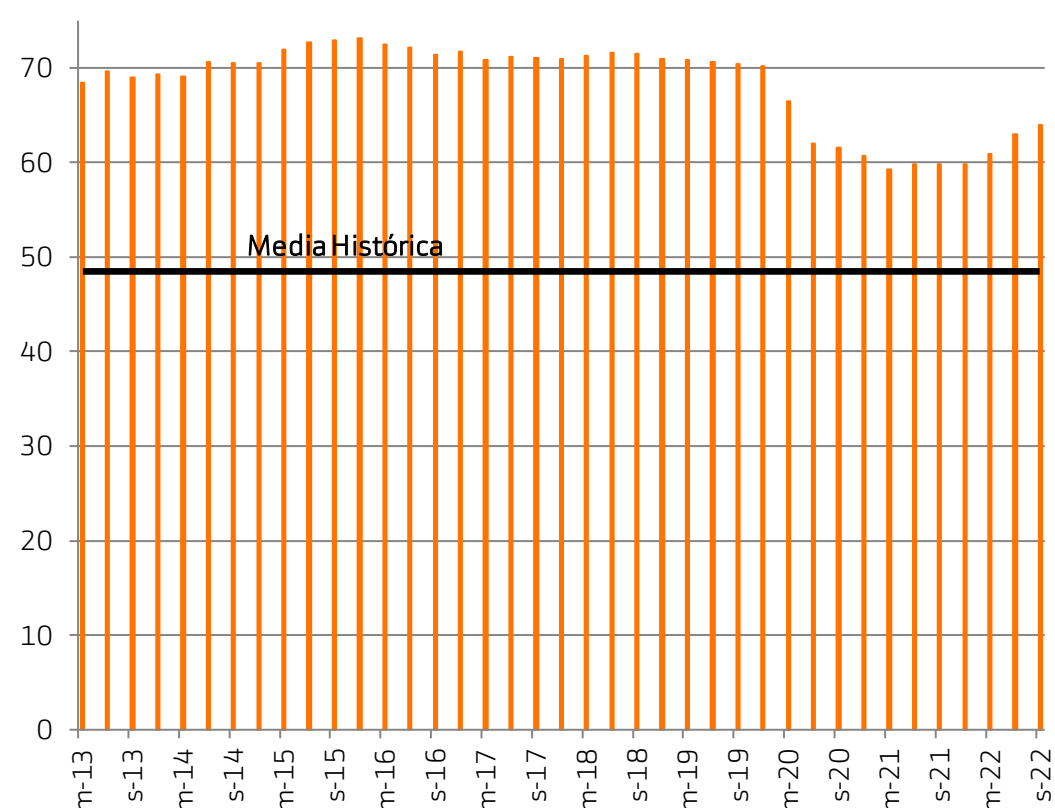
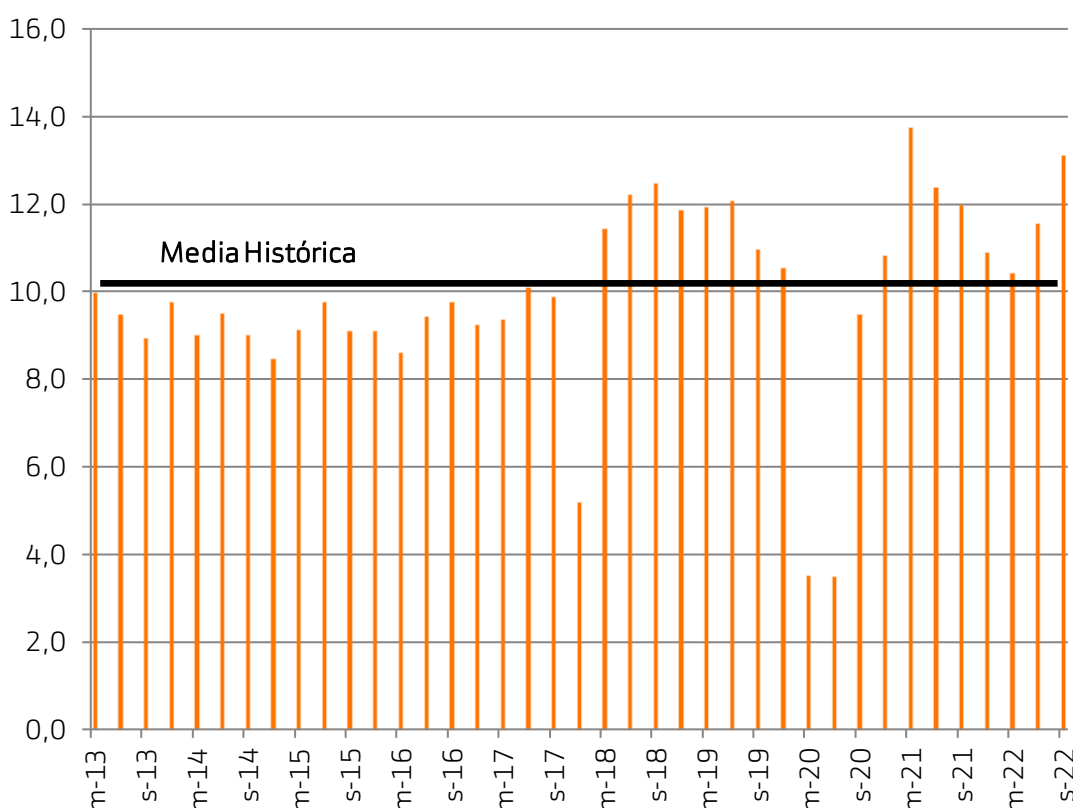


Gráfico 1.5: Densidad de capital



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

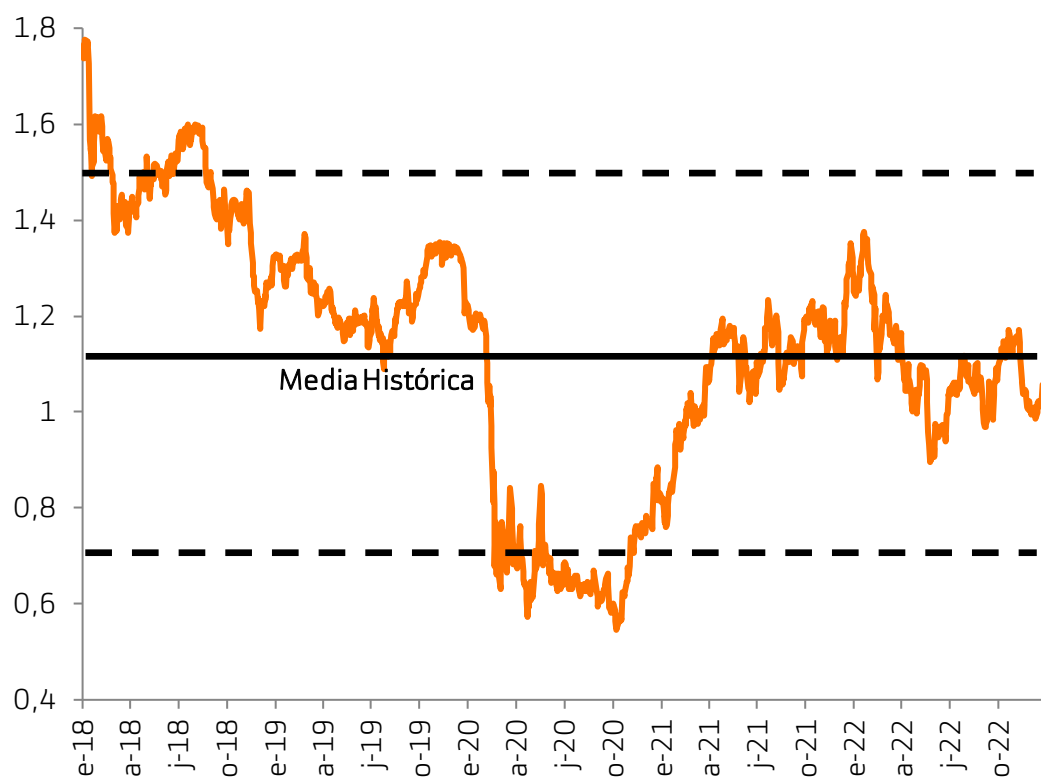


Gráfico 1.14: P/VC histórico de JP Morgan

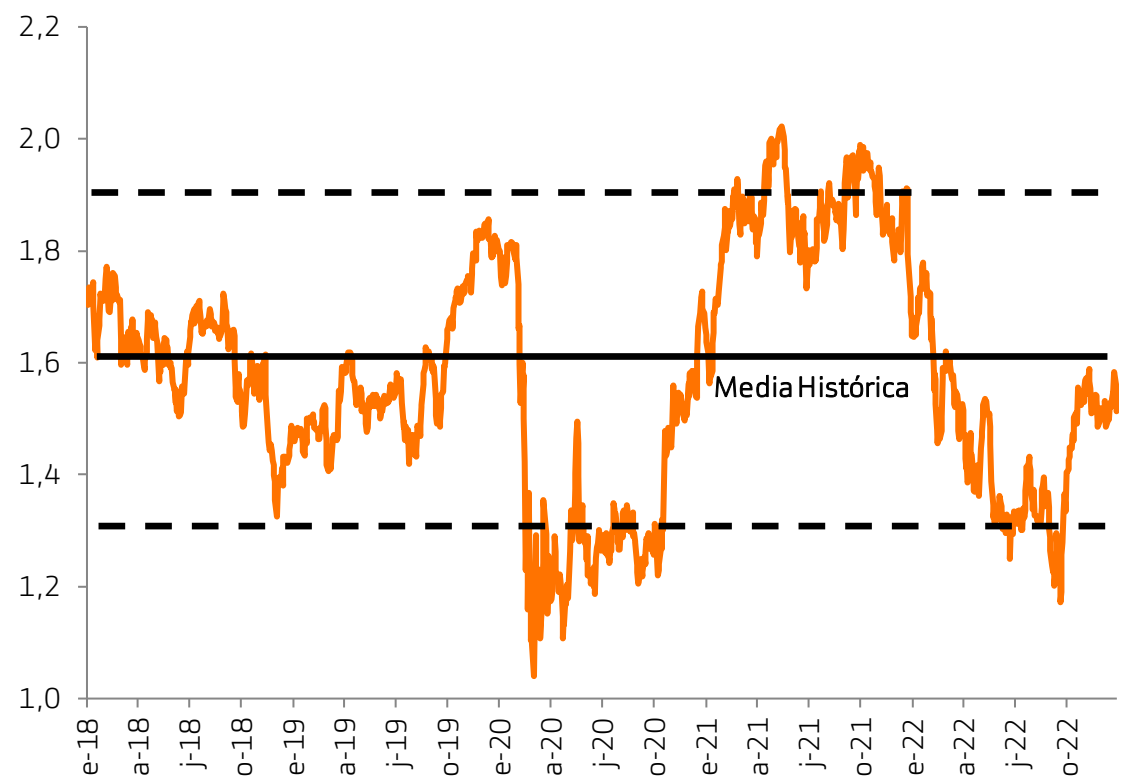


Gráfico 1.15: P/VC histórico de Bank of America

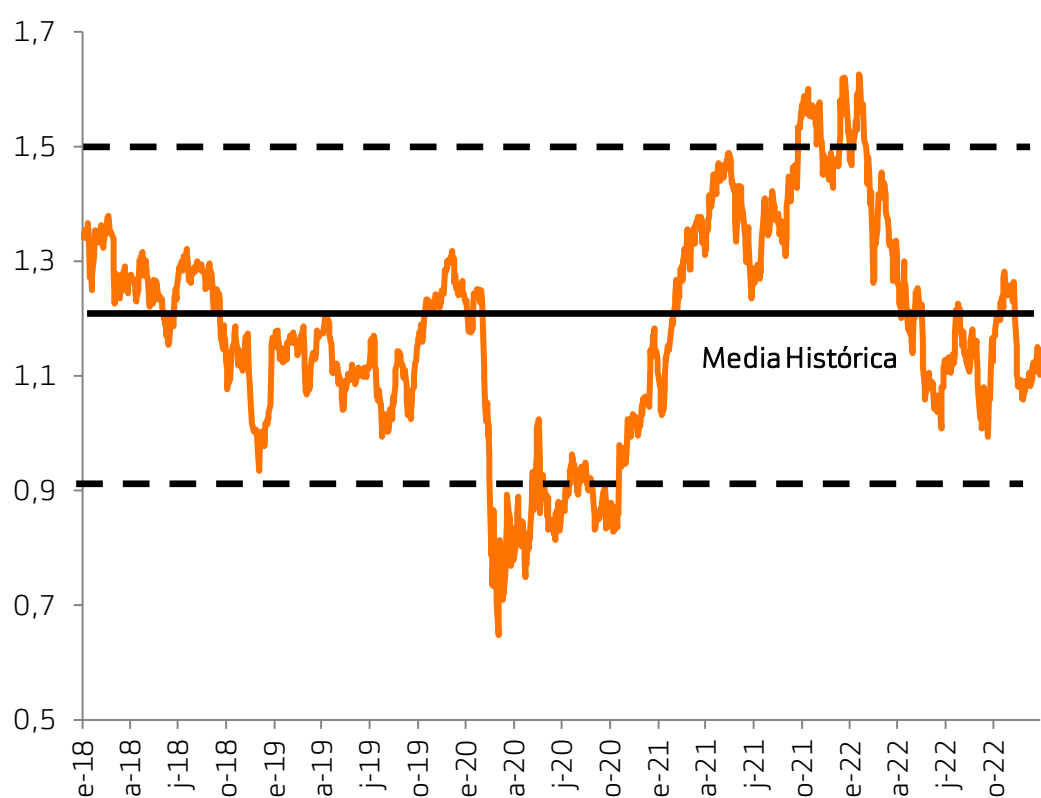


Gráfico 1.16: P/VC histórico de Citigroup

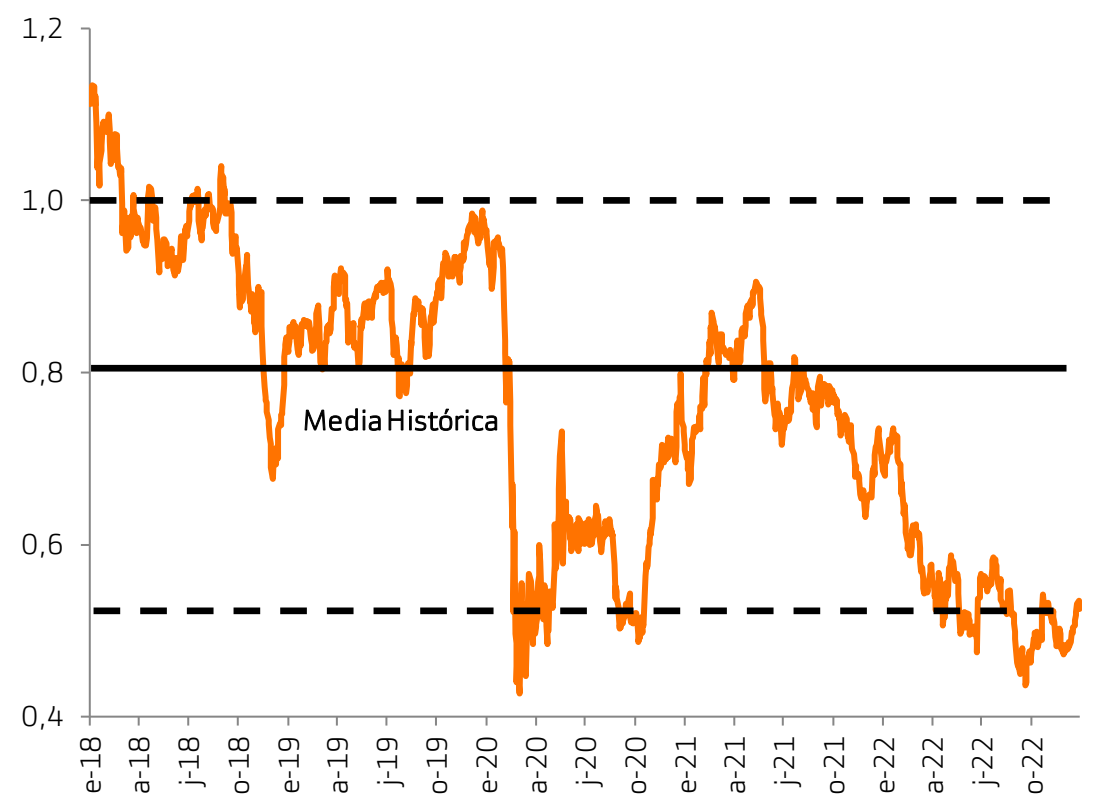


Gráfico 1.16: P/VC histórico de Goldman Sachs

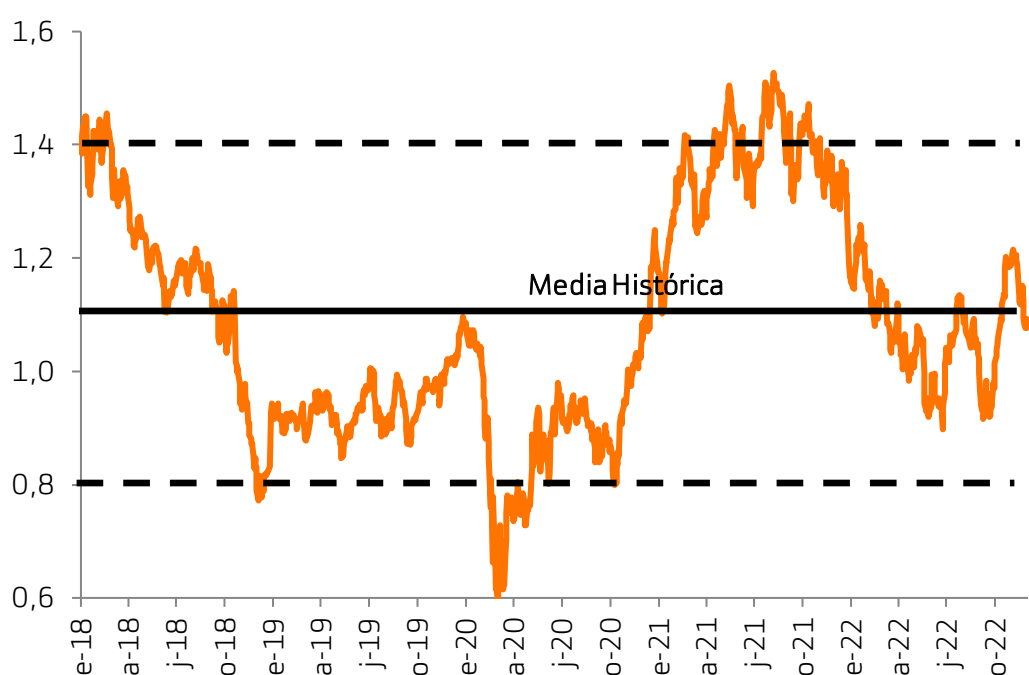
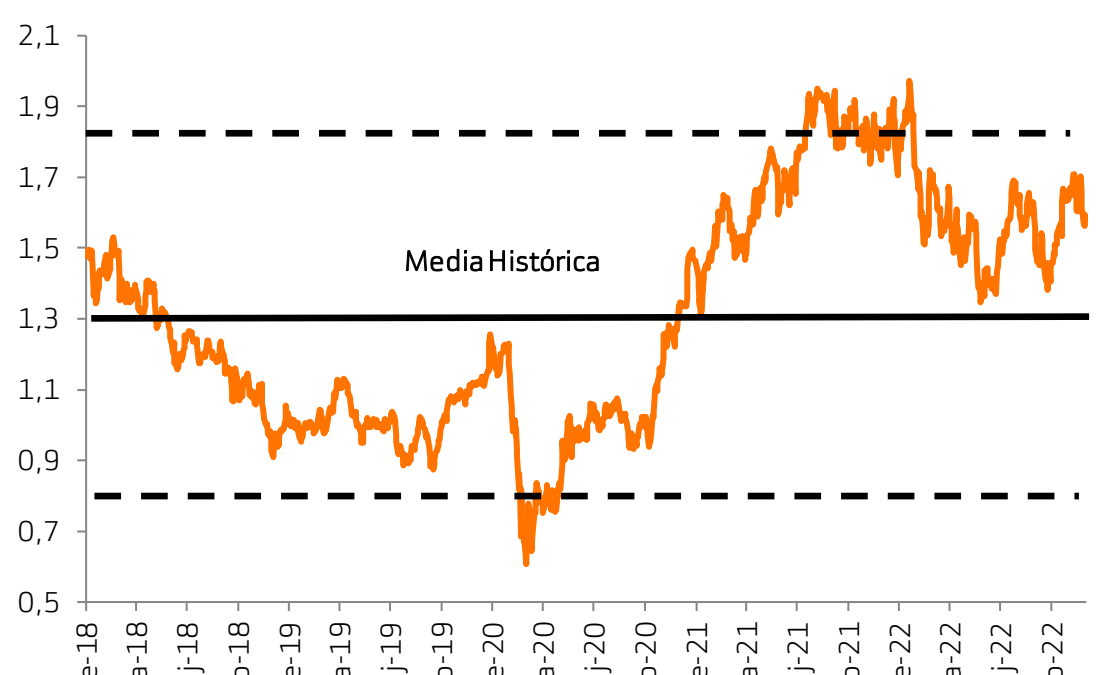


Gráfico 1.17: P/VC histórico de Morgan Stanley



Fuente: Bloomberg.

Estrategia de Inversión en Bancos EE.UU.

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://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	Eduardo Cabero - Seguros
Pilar Aranda - Petróleo	Aránzazu Cortina - Industriales	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Juan Moreno - Inmobiliarias	Pedro Echeguren - Farma & Salud	Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología	Elena Fernández - Consumo	Carlos Pellicer - Alimentación & Distribución
Jorge Pradilla - Logística	Pedro Ribeiro - Analista	

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por tod

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