



knowsquare .

OFELIA MARÍN-LOZANO

14 DE ABRIL DE 2015

ANÁLISIS ECONÓMICO MARZO 2015

INFORME

knowsquare .

Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa de la
Autora y Know Square S.L.

¿Cuánto valen los bancos?

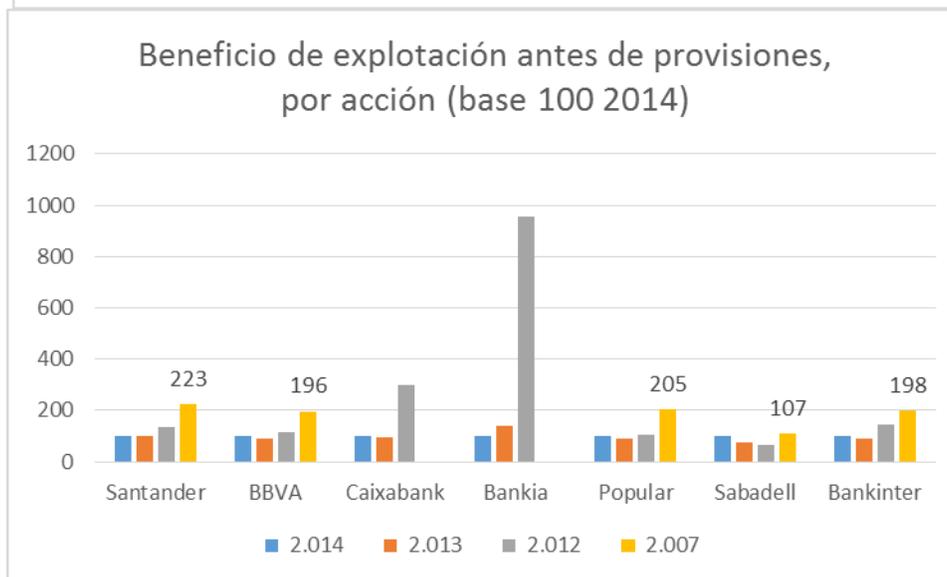
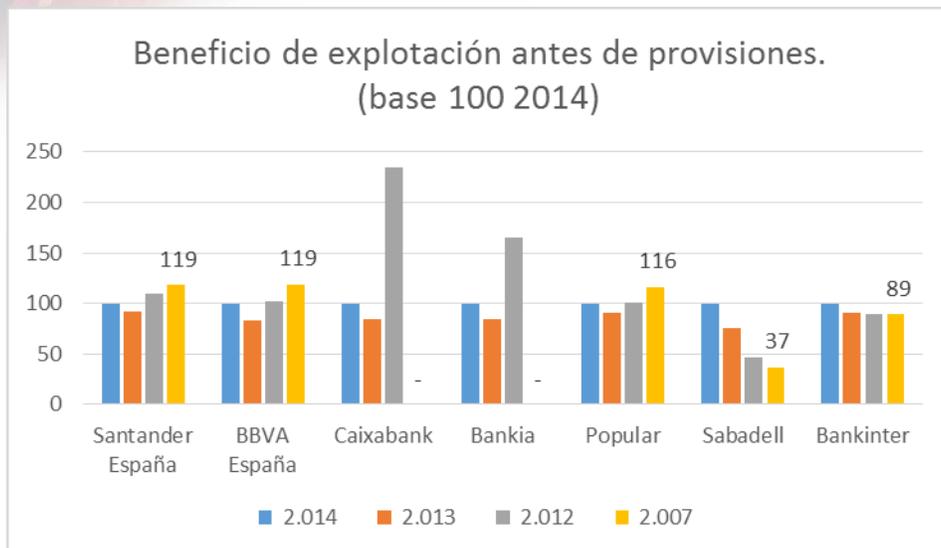
El índice bancario del Euro Stoxx 50 cotizó en 2007 en 450 puntos, se desplomó hasta 70 en medio de la crisis y en los últimos 2 años se ha recuperado, hasta los 160 puntos. De forma paralela, el beneficio de los grandes bancos cotizados españoles descendió entre 2007 y 2012 hasta niveles en torno a una cuarta parte de los máximos previos, y desde entonces se viene recuperando, aunque se situaba a cierre de 2014 aún en torno a la mitad de los niveles de 2007.

¿Purga necesaria de la burbuja o potencial de recuperación aún no recogido en las cotizaciones? Si miramos al margen de explotación antes de provisiones registrado por la banca en España, verdadero determinante de la rentabilidad en una situación normalizada, éste se sitúa hoy cerca de un 20% por debajo de los niveles de 2007 en la mayoría¹ de entidades. Pero, considerando las ampliaciones de capital realizadas en los últimos siete años, el margen de explotación por acción se sitúa en torno a la mitad de su nivel de 2007. Sabadell y Bankinter como excepciones a la primera regla, ya que han logrado a pesar de la crisis aumentar esa magnitud. Y Sabadell es excepción en el segundo caso, ya que ha registrado en 2014 un margen de explotación por acción similar al de 2007, si bien este resultado incluye un importante componente beneficio de operaciones financieras, que no pueden considerarse recurrentes².

El **XXII Encuentro del Sector Financiero**, organizado por Sociedad de Tasación, Deloitte y ABC y celebrado los pasados 8 y 9 de abril en Madrid, nos permite conocer de primera mano cómo los bancos ven su futuro. Incluimos a continuación algunos gráficos reflejo de la situación del sector, los comentarios de los primeros ejecutivos en el encuentro y unas reflexiones propias a modo de conclusiones.

¹ En el caso de Bankia y Caixabank no existen datos comparables de 2007 ya que entonces no tenían la configuración actual.

² Sabadell ha sido muy activo en los últimos años en adquirir deuda pública española que más tarde ha vendido en mercado con grandes plusvalías como consecuencia de la caída de tipos.



La **situación del sector** era brevemente resumida desde Santander por José Antonio Álvarez: el beneficio del sector es la mitad que antes de la crisis, mientras que el capital es el doble; la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) ha pasado del 20% al 7% o el 8%. Repitiendo los beneficios de 2007, el ROE con el capital actual sería del 11%.

La estrategia del **Santander** en este contexto pasa por **vincular más a los clientes (no más, sino mejores)**, mantener máxima disciplina en el uso del capital y cambiar la cultura, con mayor atención a todos los stakeholders (ser banco top 3 para trabajar, seguir siendo banco top 10 en el Dow Jones Sustainability Index, apoyar a las universidades con 700 M€ en los próximos años). Espera que en 2015 aumente el crédito en sus diez mercados principales: 3%-5% en los mercados maduros (incluye España, R. Unido, Alemania y EE.UU.) y doble dígito en emergentes. Santander está entrando en un ciclo de crecimiento para volver a los

niveles tradicionales de beneficio. Objetivo de rentabilidad sobre recursos propios: ROTE³ 12%-14% en 2017 (frente a 10%-11% en 2014).

En cuanto a la visión de sector para las dos próximas décadas, el consejero delegado augura un sistema bancario europeo más similar al estadounidense, con bancos locales fuertes, bancos regionales que operen en 10/15 países, y bancos paneuropeos con cuotas relevantes en la eurozona, superiores a las actuales (hoy la mayor cuota es un 2%-3%, frente al 10% que mantienen en EE.UU. Bank of America o Wells Fargo).

Angel Cano, en nombre de **BBVA**, resumía el esfuerzo de reestructuración acometido por el sector financiero español entre 2008 y 2014 en cuatro cifras: provisiones de casi 300.000 M€, más capital por valor de 50.000 M€ y reducción del 30% en el número de oficinas. Los depósitos se mantienen en niveles similares (algo más del 100% del PIB) mientras que el crédito se ha contraído (ha purgado los excesos previos), retrocediendo hasta el 130% del PIB en 2014 frente al 170% de 2008. Así, la evolución de ambas magnitudes desde 2000 sigue ahora trayectorias similares (aumento equivalente al 47% del PIB para los depósitos y del 45% para el crédito). De cara al futuro, BBVA espera un proceso de concentración adicional, en países como Francia o Alemania, con sectores financieros aún muy fragmentados. Y pone el énfasis en la tecnología con sus cambios exponenciales y en el **potencial de los servicios bancarios a través de smartphones** (hoy un 90% de las transacciones se realizan no a través de oficinas sino de canales remotos; los clientes móviles crecen en torno a un 150% al año; un smartphone tiene hoy mayor capacidad de procesamiento que los ordenadores usados para llevar al hombre a la luna...).

Desde **Caixabank**, Gonzalo Gortázar destacaba que Caixabank ha pasado en el periodo 2007-14 **de ser la tercera a la primera entidad financiera en España**, gracias a crecimiento tanto orgánico como inorgánico; controla actualmente cuotas de mercado de entre el 15% y 17% en los principales baremos, ligeramente por encima de BBVA o Santander, y **mantiene su vocación de crecer**. Hincapié también en su liderazgo en oficinas (5.250, cuota del 17,3%), reflejo de una estrategia centrada en la venta y en la proximidad al cliente (el personal en servicios centrales representa sólo un 6% del total; la primera razón para elegir un banco es la proximidad). Frente a la rentabilidad sobre recursos propios (ROTE) del 3,4% en 2014, el objetivo es alcanzar un 12%-14%.

Desde **Bankia**, José Sevilla se centraba en el cumplimiento de los exigentes objetivos trazados en el plan de reestructuración diseñado con motivo de la recapitalización acometida en 2012: reducción de entre el 30% y 40% en costes de explotación, oficinas y plantilla. El **objetivo** ahora es **incrementar los ingresos** y para ello el crédito (aumentará su cartera de crédito a PYMEs, autónomos y consumo más de un 10% este año), con el objetivo de ir corrigiendo el excesivo sesgo hipotecario; también impulsar la venta de productos generadores de comisiones,

³ ROTE: return on tangible equity. Tangible equity son los recursos propios "core tier 1", es decir, los fondos propios contables menos el activo intangible (básicamente el fondo de comercio).

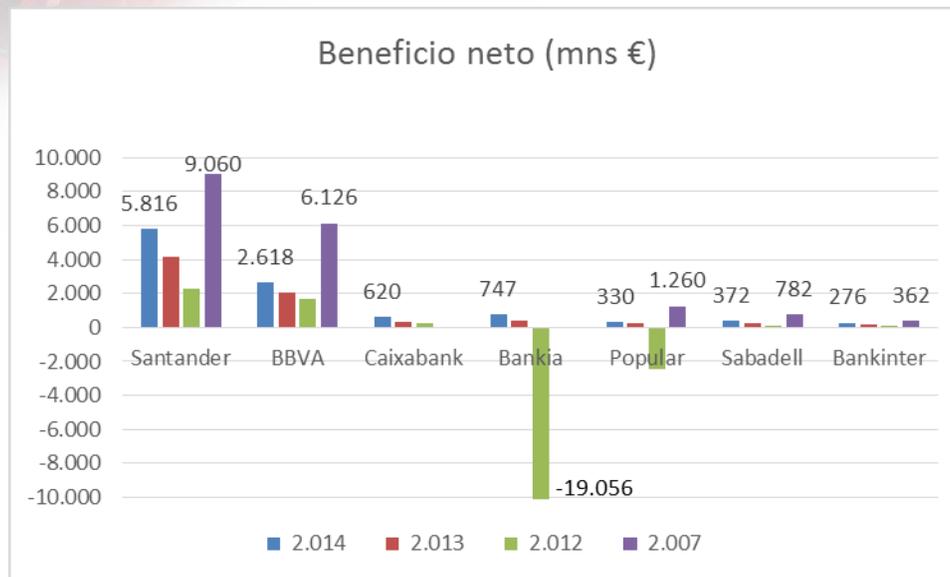
como seguros o fondos de inversión, donde Bankia ostenta una posición modesta para su tamaño y está consiguiendo mejoras relevantes. Bankia cerró 2014 con un beneficio neto de 966 M€ (747 M€ tras provisiones por reclamaciones ligadas a la OPV), con ROE del 8,6% (6,6% en el segundo supuesto). Objetivo de ROE 2015: 10%.

En **Sabadell**, Jaime Guardiola constataba que, tras el fuerte crecimiento registrado en los últimos años (Guipuzcoano, CAM, negocio de Mare Nostrum en Cataluña y Aragón, Banco Gallego...), el objetivo ahora es **extraer valor del cambio de dimensión y de la base de clientes** adquirida. Sobre la última adquisición anunciada, el británico TSB (Trustee Savings Bank), subrayó el efecto neutro en capital y el esperado impacto positivo en BPA a medio plazo. Es destacable que, de todos los bancos aquí comentados, Sabadell es el único que logró ya en 2014 recuperar el margen de explotación antes de provisiones previo a la crisis (aunque tan margen incluye en 2014 resultado positivo por operaciones financieras que difícilmente pueden considerarse recurrentes).

En **Popular**, Francisco Gómez Martín subrayaba el **foco clásico** del banco **en las PYMES**, donde ostenta el liderazgo con una cuota de mercado del 17% y 31.000 M€ de financiación. También en la holgura de sus ratios de capital (Common Equity Tier 1 del 11,5%, fully loaded del 10,32%) y en la vuelta en 2015 al pago de dividendo en efectivo. Popular registró en 2014 un beneficio neto de 330 M€. La necesidad de altos saneamientos atravesada en 2012 (pérdidas de 2.460 M€) ha quedado atrás.

En **Bankinter**, M^a Dolores Dancausa subrayó que en 2015 el banco cumple su 50 aniversario, siendo el único que no ha participado en ningún proceso de integración. Sus **resultados de 2014** (276 M€) son los mejores de los últimos siete años y también los **mejores de su historia en términos ordinarios y recurrentes**. Los considera sostenibles en el futuro. Destaca igualmente su elevado ratio de capital (Core Equity Tier 1 fully loaded⁴ del 11,5%), entre los primeros de la banca cotizada española y europea.

⁴ Cet1 *fully loaded*: capital de máxima calidad, con todas las deducciones que se aplicarán paulatinamente hasta 2019.



Conclusiones

- “El sector bancario será en el futuro: más capitalizado, más seguro, más pequeño y menos rentable”. Esta previsión, con que el Subgobernador del Banco de España resumía el año pasado la situación del sector, se ha cumplido ya. El reto ahora es mejorar la rentabilidad (que debería situarse en algún lugar inferior al pasado pero superior al actual).
- El **capital se encuentra en niveles que no hacen previsibles ampliaciones de capital adicionales** en los próximos años, al menos en cuantía relevante, y en ausencia de grandes operaciones corporativas. Ello debido a que el capital está ya en niveles holgadamente superiores a los requisitos de CET1 fully loaded de Basilea III (ratios de entre el 9,7% y el 12,3% en 2014 frente al requisito⁵ de entre 7% y 9,5% en 2017; ver gráficos), y al proceso ya iniciado de normalización (reducción) de provisiones, que son las que ponen el riesgo el capital.
- A partir de ahora, **la preocupación pasa por tanto del capital a los resultados**. Al margen de la normalización de provisiones esperada en la parte baja de la cuenta de resultados, la atención se centrará en el beneficio operativo

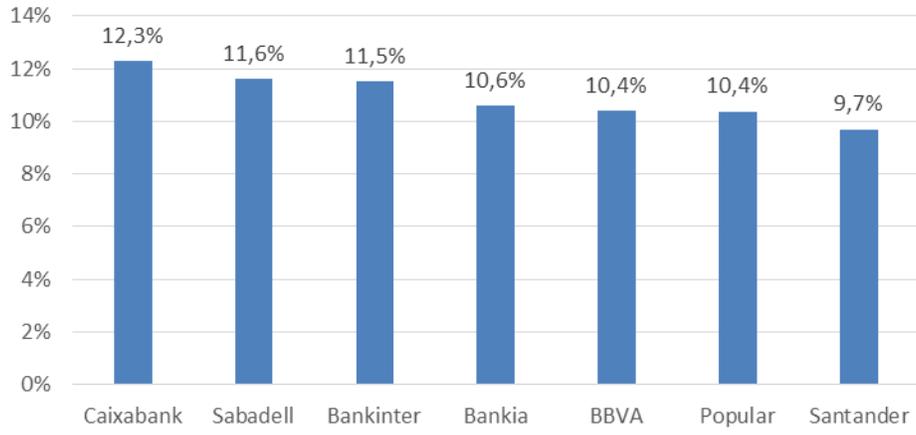
⁵ Mínimo regulatorio CET 1 fully loaded 2019 es, en principio para todos los bancos, 7%. En el caso de los bancos sistémicos (los más grandes y globales), se requiere entre un 1% y un 2,5% adicional. El mínimo en un banco grande sería pues del 8% o el 9,5%.

(**beneficio de explotación antes de provisiones**), que es el decisivo y distintivo entre los bancos, y **determinante de su ROE**.

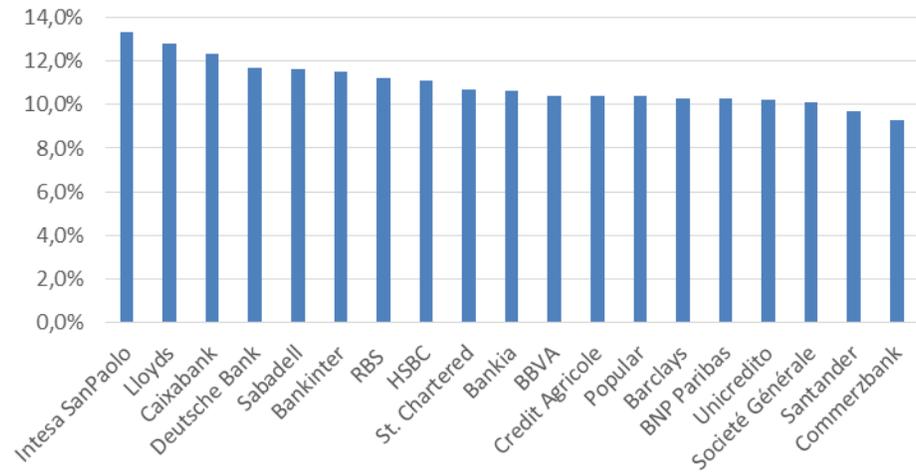
- El comparar con los resultados pasados puede conducir a equívocos. El beneficio de explotación antes de provisiones registrado en España está aún en 2014, en la mayoría de bancos españoles, por debajo de los niveles de 2007, pero no drásticamente por debajo. Bankinter y Sabadell son la excepción, con un beneficio de explotación antes de provisiones superior en 2014 al de los niveles pre-crisis. Sin embargo **el beneficio de explotación antes de provisiones por acción de los bancos ha sido en 2014 del orden de la mitad que en 2007**, con la excepción del Sabadell.
- **Las expectativas de ROE futuro de los bancos son modestas** si las comparamos con datos pasados, **pero en todos los casos son de doble dígito⁶ y muestran una mejora frente a la situación actual**.
- **El ROE futuro condicionará la relación Precio/valor contable y por tanto la cotización de los bancos**, como lo ha hecho en el pasado (ver gráficos de Santander y BBVA). Si bien cabe esperar que, en un contexto de tipos de interés muy bajos en términos históricos, **el lógico descenso de las tasas de rentabilidad exigidas se traduzca en que un mismo ROE justifique una relación P/VC más alta que en el pasado**. Si en el pasado un ROE del 10% justificaba una relación precio/valor contable de 1, tal ROE bien podría justificar ahora una relación P/VC de 1,25, con tipos de referencia a largo plazo que podrían consolidarse en niveles al menos dos puntos porcentuales por debajo del pasado. De igual manera, un ROE del 12% podría justificar una relación P/VC de 1,50. Simplificando, los bancos muy rentables podrían cotizar a 1,5 veces su valor contable, los menos rentables a 1.0.
- **Las cotizaciones mantienen potencial para subir, en la medida en que esperamos mejoras en el ROE**. En general es de esperar que la banca minorista española, en un entorno normalizado de provisiones, sea capaz de obtener ROEs superiores al 12%, por lo que en media debería tender a cotizar alrededor de 1,5 veces valor contable frente al entorno de 1 vez con que cotiza ahora.

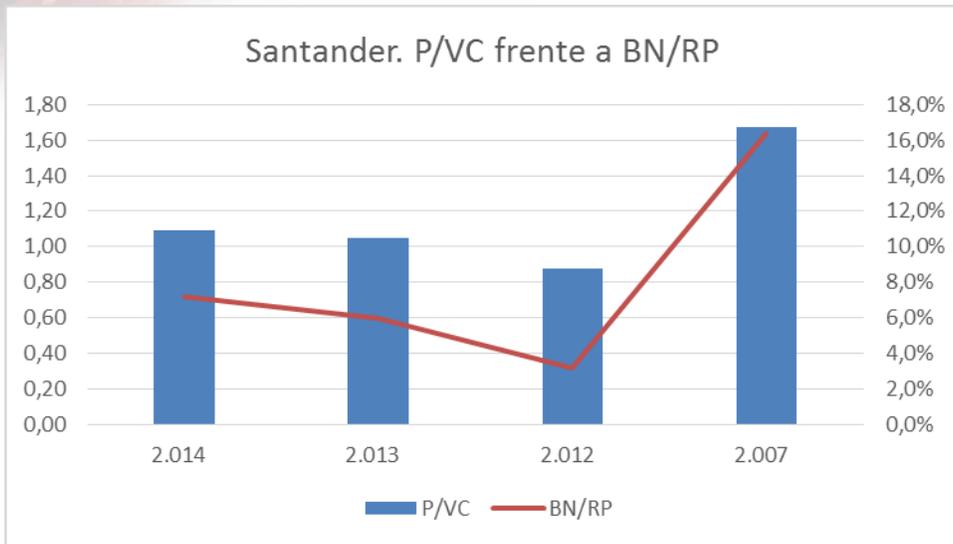
⁶ Expectativas de rentabilidad sobre recursos propios: son en general superiores al 10% en 2015 y no inferiores al 12% a dos años vista: Santander y Caixabank, ROTE objetivo del 12%-14% en 2017, Bankia ROE >10% 2015, Sabadell ROTE 12% 2016.

Ratio de capital CET 1 fully loaded, 2014.
Bancos españoles

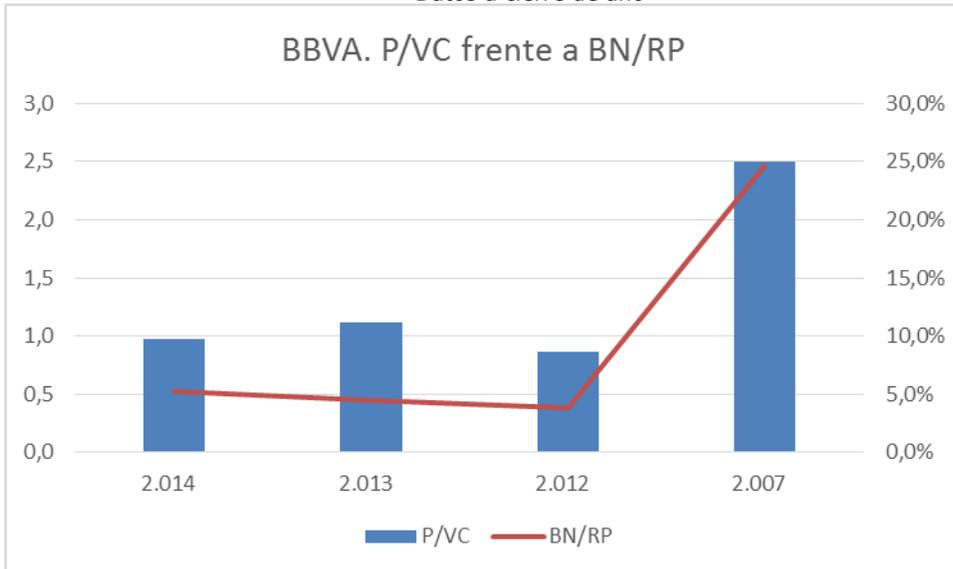


CET 1 fully loaded 2014. Bancos europeos

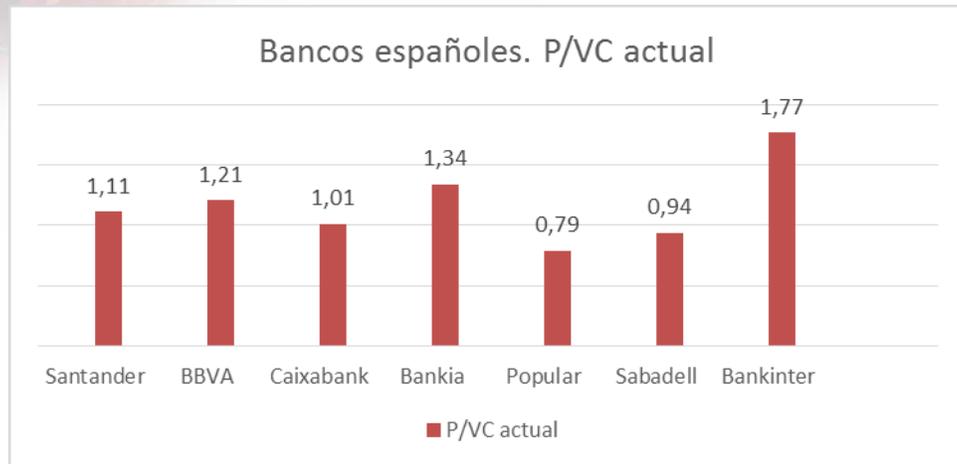




Datos a cierre de año



Datos a cierre de año



Muchas gracias por su confianza,

© Ofelia Marín-Lozano
Consejera Delegada
1962 Capital SICAV, S.A.
© Know Square S.L.