

Nuestra visión sobre el proceso de consolidación que se avecina en el mercado alemán.

Antecedentes:

La rentabilidad RoTE de los bancos alemanes oscila entre ~1,0/3,5% y se aleja notablemente de la obtenida por las principales entidades europeas (~8,0/10,0%). Los índices de calidad crediticia superan la media europea y las ratios de solvencia (~13,0%) se sitúan en el rango medio/alto del sector.

¿Qué factores explican este diferencial de rentabilidad? Fundamentalmente tres:

- (i) el **entorno competitivo** en Alemania es especialmente exigente. Los bancos regionales (Landesbanken & Sparkassen) y las cooperativas de crédito tienen una cuota de mercado elevada (en torno a ~60,0%), la demanda de crédito se mantiene estable y el ratio de endeudamiento de familias y empresas es reducido,
- (ii) el impacto de los **tipos de interés** actuales (cero/negativo) entorpece especialmente la gestión del margen típico bancario debido a un **elevado exceso de liquidez**, y
- (iii) la **ratio de eficiencia** (costes/ingresos ~70,0%) supera ampliamente la media europea (~55,0/60%). Esta pérdida de competitividad en costes presiona la rentabilidad del sector (RoTE) a la baja a pesar de disfrutar de un coste del riesgo/provisiones bajo (~12/20 pb vs ~40/50 pb en la UEM).

¿Cuál es el reto inmediato de la banca en Alemania?

Reducir costes operativos para (i) equiparar las ratios de eficiencia a la media europea y (ii) alcanzar una rentabilidad RoTE similar al coste del capital exigido por el mercado (~10/12,0%). **La consolidación del sector (fusiones) es una de las vías para conseguirlo** ya que permite ganar competitividad mediante economías de escala, sinergias de costes operativos (red comercial & personal) y menores costes de financiación mayorista.

¿Qué opciones hay?

La más evidente es la integración de **Deutsche Bank (DB en adelante) y Commerzbank (CBK en adelante)**. Ambas entidades se encuentran en conversaciones para llevar adelante una fusión que daría lugar a un grupo con 1,8 Tr. € en activos (por detrás de HSBC y BNP) y una capitalización bursátil de ~25.000 M€ (~15.700 M€ de DBK y ~9.300 M€ de CBK). Ambas entidades cuentan con ratios de capital elevados (~13,0%) y cotizan con múltiplos de valoración bajos (P/V~0,3/0,4 x).

Según nuestras estimaciones y asumiendo una prima de control del 20,0%, **una hipotética adquisición de CBK por parte de DB permitiría generar un fondo de comercio de ~15.000 M€** que facilitaría abordar un proceso de reestructuración sin dañar las ratios de capital. Pensamos que **la operación podría llevarse a cabo mediante un intercambio de acciones** aunque el mercado especula con una posible ampliación de capital de DB por hasta 10.000 M€,

(ii) Según la prensa económica, la entidad italiana **Unicredit analiza la posibilidad de adquirir CBK** si las negociaciones de fusión de la entidad alemana con DB no prosperan.

Pensamos que la operación tendría sentido estratégico - Unicredit está presente en Alemania a través de HypoVereinsbank - y podría tener encaje financiero si la prima de control no fuera excesiva. Nuestro razonamiento es el siguiente:

- (i) Con una capitalización conjunta de ~**36.300 M€** (~27.000 de UC y 9.300 de CBK) a los precios actuales, se crearía una entidad con un volumen de activos ~1,3 Tr. € por detrás de BNP, SAN y DB en la UEM,
- (ii) **Las ratios de capital de ambas entidades son holgadas** (la ratio de capital CET-I FL de Unicredit se sitúa en ~12,0% y la de Commerzbank ~12,9%) y
- (iii) los múltiplos de valoración de ambas entidades son atractivos en términos de P/V (0,5 x Unicredit y 0,4 x CBK). Pensamos que **Unicredit podría pagar una prima de control superior al 20,0%** porque sus múltiplos de valoración (P/V~0,5x) superan a los de DB (P/V~ 0,3x) y que una parte de su oferta podría realizarse en efectivo (más atractivo que el puro intercambio de acciones).

¿Cuál es nuestra estrategia de inversión?

Desde el pasado mes de octubre/2018, mantenemos nuestra **recomendación de Comprar en Commerzbank (+28,0% YTD)** debido a (i) la posibilidad creciente de ser **objetivo en una operación corporativa**, (ii) la mejora en los índices de calidad crediticia y (iii) a unos múltiplos de valoración atractivos.

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⁾	Ultimo ⁽⁶⁾	Oper. ⁽⁷⁾	APR's ⁽⁸⁾
Santander	71.473	1.459.271	47.854	109,0%	57,7%	52,6%	1,04%	40,6%	11,3%	11,7%	12,2%	2,6%	3,9%
BBVA	36.640	676.689	23.757	99,7%	60,1%	42,1%	1,07%	51,5%	11,3%	14,1%	10,3%	2,2%	3,5%
Caixabank	17.789	386.622	8.195	104,7%	57,4%	55,5%	0,04%	37,8%	11,5%	9,8%	4,3%	1,9%	3,7%
Bankia	7.487	205.223	3.400	93,7%	65,8%	65,3%	0,36%	40,1%	12,4%	5,5%	-1,2%	1,2%	2,4%
Sabadell	5.396	222.322	5.375	102,8%	66,2%	68,3%	0,53%	36,1%	11,1%	3,1%	3,3%	1,0%	4,8%
España	138.786	2.950.128	88.581	102,0%	61,4%	56,8%	0,61%	41,2%	11,5%	8,8%	5,8%	1,8%	3,7%
Intesa	39.116	787.721	20.086	120,1%	40,9%	81,2%	0,68%	35,1%	12,0%	9,0%	9,2%	1,8%	4,7%
Unicrédito	26.859	831.469	20.416	119,8%	54,5%	80,0%	0,52%	44,5%	12,1%	7,8%	14,5%	1,7%	3,1%
Italia	73.242	2.035.442	52.324	123,5%	52,7%	123,0%	0,93%	42,6%	11,3%	5,1%	1,0%	0,7%	4,3%
BNP	55.622	2.040.836	42.516	97,5%	41,1%	0,0%	0,36%	31,8%	11,8%	9,5%	7,1%	1,4%	4,7%
SocGen	21.531	1.309.428	25.205	105,4%	32,1%	33,2%	0,24%	28,7%	11,2%	14,6%	4,6%	1,7%	4,8%
Crédit Agricole	32.505	1.624.394	19.735	61,5%	38,3%	37,3%	0,27%	18,9%	11,5%	11,7%	11,2%	2,0%	4,1%
Francia	109.659	4.974.658	87.456	88,1%	37,2%	23,5%	0,29%	26,5%	11,5%	11,9%	7,6%	1,7%	4,5%
Deutsche Bank	15.484	1.348.137	25.133	76,1%	44,1%	14,0%	0,12%	26,0%	13,6%	0,5%	-3,2%	0,3%	6,7%
Commerzbank	9.428	462.369	9.209	105,2%	51,6%	15,4%	0,19%	39,0%	12,9%	3,4%	1,8%	0,7%	4,2%
Alemania	24.912	1.810.506	34.342	90,7%	47,9%	14,7%	0,16%	32,5%	13,3%	2,0%	-0,7%	0,5%	5,4%
Erste Group	14.781	236.792	7.394	89,5%	74,0%	41,1%	-0,03%	48,4%	12,8%	15,8%	19,0%	2,2%	4,3%
Raiffeisen	7.135	140.115	5.883	82,6%	85,9%	32,2%	0,19%	51,9%	13,4%	13,1%	3,9%	3,0%	4,8%
Austria	21.916	376.907	13.278	86,0%	79,9%	36,6%	0,08%	50,1%	13,1%	14,5%	11,5%	2,6%	4,6%
ING (Holanda)	44.026	887.030	18.088	106,5%	66,5%	20,9%	0,11%	35,4%	14,5%	9,7%	10,4%	2,1%	3,4%
ABN (Holanda)	19.655	381.295	10.521	114,7%	65,6%	16,9%	0,24%	27,6%	18,4%	21,6%	5,9%	2,9%	6,5%
KBC (Bélgica)	26.992	283.808	8.251	83,2%	66,8%	25,8%	-0,04%	33,4%	16,0%	16,4%	15,6%	3,5%	5,3%
Benelux	90.673	1.552.133	36.860	101,5%	66,3%	21,2%	0,10%	32,2%	16,3%	15,9%	10,6%	2,8%	5,1%
Media	14.730	626.168	14.321	98,1%	50,7%	44,5%	0,41%	33,9%	12,3%	9,4%	5,6%	1,6%	4,5%

(1) 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

Elena Fernández-Trapiella

Juan Tuesta

Página 2 de 3

Joao Pisco

Aránzazu Cortina

Pilar Aranda

Esther Gutierrez de la Torre

Aránzazu Bueno

Ana de Castro

Luis Piñas

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	YTD	% Revalorización				PER		P/VC 2019 e	P/TBV	PTBV/ROTE		% Div Yield	Recomend.
			1M	3M	6 M	12 M	18	19 e			12 M	Ultimo		
Santander	4,40	10,8	3,7	5,8	2,0	-18,4	8,6 x	8,1 x	0,7 x	1,1 x	0,09 x	0,09 x	5,1	Comprar
BBVA	5,50	18,5	3,5	13,3	4,4	-15,6	8,5 x	8,1 x	0,8 x	0,9 x	0,07 x	0,09 x	4,5	Neutral
Caixabank	2,97	-6,0	-4,2	-8,4	-23,2	-24,3	8,3 x	7,8 x	0,7 x	0,9 x	0,09 x	0,20 x	5,0	Neutral
Bankia	2,43	-5,2	-9,5	-8,4	-28,1	-34,2	11,0 x	10,0 x	0,6 x	0,6 x	0,11 x	-0,47 x	4,5	Comprar
Sabadell	0,96	-4,1	-4,1	-8,1	-25,6	-43,0	6,6 x	6,1 x	0,4 x	0,6 x	0,18 x	0,17 x	3,1	Neutral
España		9,2	1,6	4,6	-4,0	-21,1	9,2 x	8,6 x	0,8 x	1,0 x	0,09 x	0,10 x	5,0	
Intesa	2,23	15,2	3,4	11,7	6,5	-22,3	10,1 x	9,1 x	0,7 x	0,9 x	0,10 x	0,09 x	9,1	Neutral
Unicrédito	12,03	21,5	1,7	17,8	-3,1	-30,7	6,4 x	6,0 x	0,5 x	0,6 x	0,07 x	0,04 x	2,7	Comprar
Italia		15,6	2,1	12,2	0,7	-26,9	8,3 x	7,6 x	0,6 x	0,7 x	0,06 x	0,06 x	6,0	
BNP	44,51	12,7	0,0	9,2	-14,2	-27,2	7,5 x	7,0 x	0,6 x	0,7 x	0,07 x	0,10 x	6,8	Neutral
SocGen	26,65	-4,2	-1,4	-6,1	-27,6	-40,3	6,6 x	6,1 x	0,3 x	0,4 x	0,03 x	0,09 x	8,3	Vender
Crédit Agricole	11,34	20,3	2,4	16,1	-10,0	-15,4	8,6 x	8,1 x	0,6 x	0,6 x	0,05 x	0,05 x	5,6	Comprar
Francia		11,64	0,44	8,28	-15,6	-26,3	7,7 x	7,2 x	0,5 x	0,6 x	0,06 x	0,08 x	6,7	
Deutsche Bank	7,49	7,5	-7,1	0,8	-22,8	-35,7	14,6 x	9,9 x	0,2 x	0,3 x	0,58 x	-0,09 x	1,5	Comprar
Commerzbank	7,53	30,2	5,7	22,5	-15,9	-29,4	9,8 x	7,7 x	0,3 x	0,4 x	0,11 x	0,21 x	0,0	Comprar
Alemania		16,1	-2,2	9,0	-20,2	-33,4	12,8 x	9,1 x	0,3 x	0,3 x	0,40 x	0,02 x	0,9	
Erste Group	34,39	18,4	3,0	10,7	-5,0	-13,8	9,9 x	9,4 x	1,1 x	1,2 x	0,08 x	0,07 x	3,5	n.a
Raiffeisen	21,69	-2,3	11,0	-7,5	-14,0	-32,6	6,1 x	6,1 x	0,7 x	0,7 x	0,06 x	0,18 x	2,9	n.a
Austria		11,6	5,6	4,8	-7,9	-19,9	8,6 x	8,3 x	0,9 x	1,1 x	0,07 x	0,10 x	3,3	
ING (Holanda)	11,31	20,1	0,6	14,9	2,5	-18,4	8,5 x	8,2 x	0,9 x	0,9 x	0,09 x	0,09 x	5,9	Neutral
ABN (Holanda)	20,91	1,8	0,4	-1,9	-12,6	-16,6	9,2 x	8,9 x	0,9 x	0,9 x	0,04 x	0,16 x	6,9	Comprar
KBC (Bélgica)	64,86	14,4	0,5	11,5	-3,0	-8,9	11,2 x	10,8 x	1,6 x	1,7 x	0,10 x	0,11 x	4,6	Comprar
Benelux		14,5	0,5	10,3	-2,4	-15,2	9,4 x	9,1 x	1,1 x	1,1 x	0,08 x	0,11 x	5,8	
Media		12,6	0,7	8,2	-9,5	-24,6	8,9 x	8,0 x	0,6 x	0,7 x	0,1 x	0,08 x	5,2	

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Página 3 de 3

Ramón Forcada

Elena Fernández-Trafiella

Juan Tuesta

Joao Pisco

Aránzazu Cortina

Pilar Aranda

Esther Gutierrez de la Torre

Aránzazu Bueno

Ana de Castro

Luis Piñas

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.