

9 de abril de 2019

Cierre de este informe:

7:57 AM

#### Claves del día:

- ✓ Perspectivas Económicas del FMI (WEO)
- ✓ Cumbre UE/China

#### Ayer: "Toma de beneficios a la espera de novedades"

Tras 6 sesiones alcistas consecutivas el EuroStoxx-50 se tomaba un respiro, pero el S&P 500 encadenaba su 8ª subida seguida a la espera de progresos concretos en el frente comercial y del inicio de la publicación de resultados del 1T en EE.UU. a final de semana. El dato final de Pedidos de Bienes Duraderos de febrero en EE.UU. confirmaba la lectura preliminar (-1,6%) y aportaba poca dirección al mercado. En renta fija, se imponía también la atonía: Bund 0,004% (+0,2pb), T-Note 2,520% (-0,2pb). El Euro recuperaba algo de terreno: 1,1264 €/€ (+0,4%). El crudo alcanzaba máximos de 5 meses por los combates en Libia, a pesar del buen dato de pozos activos en EE.UU. (mayor desde mayo 2018): WTI 64,55\$ (+0,2% tras +2,1% el día anterior).

Bolsas	Último (*)	Anterior	% día	% año
Dow Jones Ind.	26.341	26.425	-0,3%	12,9%
S&P 500	2.896	2.893	0,1%	15,5%
NASDAQ 100	7.600	7.579	0,3%	20,1%
Nikkei 225	21.771	21.762	0,0%	8,8%
EuroStoxx50	3.438	3.447	-0,3%	14,5%
<b>IBEX 35</b>	<b>9.438</b>	<b>9.510</b>	<b>-0,8%</b>	<b>10,5%</b>
PSI20	5.311	5.309	0,0%	12,2%
DAX (ALE)	11.963	12.010	-0,4%	13,3%
CAC 40 (FRA)	5.472	5.476	-0,1%	15,7%
FTSE 100 (GB)	7.452	7.447	0,1%	10,8%
FTSE MIB (ITA)	21.772	21.759	0,1%	18,8%
Australia	6.216	6.221	-0,1%	10,1%
China (CSI-300)	4.062	4.057	0,1%	34,9%
Corea	2.219	2.211	0,4%	8,7%
Hong Kong	30.144	30.077	0,2%	16,6%
India	38.681	38.701	0,0%	7,2%
Brasil	97.369	97.108	0,3%	10,8%
México	45.436	44.990	1,0%	9,1%
MSCI World	2.153	2.150	0,1%	14,3%

\* Color rojo = festivo. En Asia no necesariamente cierres de sesión.

#### Mayores subidas y bajadas

Índice	% diario	% diario	
IBEX 35	-0,8%	10,5%	
ENCE ENERGIA	1,6%	CELLNEX TELE	-4,0%
ACCIONA SA	0,6%	BBVA	-3,0%
AMADEUS ITG	0,4%	BANCO SABADE	-2,4%
EuroStoxx 50	-0,3%		
AIRBUS SE	1,7%	BBVA	-3,0%
DANONE	0,9%	CRH PLC	-2,5%
DEUTSCHE POS	0,9%	SAFRAN SA	-2,0%
Dow Jones	0,3%		
APPLE INC	1,6%	BOEING CO/TH	-4,4%
PROCTER & GA	1,3%	NIKE INC-CL	-0,8%
HOME DEPOT I	0,7%	MCDONALDS CO	-0,5%

#### Futuros

	Último	Var. Pts.	% día
1er Vcto. mini S&P	2.895,50	-3,50	-0,12%
1er Vcto. EuroStoxx50	3.358	-6,0	-0,18%
1er Vcto. DAX	11.952	-22,00	0,00%
1er Vcto. Bund	165,25	0,01	0,01%

#### Bonos

	08-abr	05-abr	+/- día	+/- año
España 10 años	1,09%	1,11%	-1,8pb	-32,9pb
Alemania 2 años	-0,58%	-0,57%	-1,1pb	3,1pb
Alemania 10 años	0,01%	0,01%	0,0pb	-23,5pb
EEUU 2 años	2,36%	2,34%	2,3pb	-12,6pb
EEUU 10 años	2,52%	2,50%	2,7pb	-16,2pb
Japón 2 años	-0,155%	-0,149%	-0,6pb	-1,4pb
Japón 10 años	-0,045%	-0,029%	-1,6pb	-4,8pb

Diferenciales renta fija en puntos básicos

#### Divisas

	08-abr	05-abr	%Var.día	% año
Euro-Dólar	1,1263	1,1216	+0,4%	-1,8%
Euro-Libra	0,8623	0,8604	+0,2%	-4,1%
Euro-Yen	125,55	125,30	+0,2%	-0,2%
Dólar-Yen	111,33	111,48	-0,1%	+1,5%

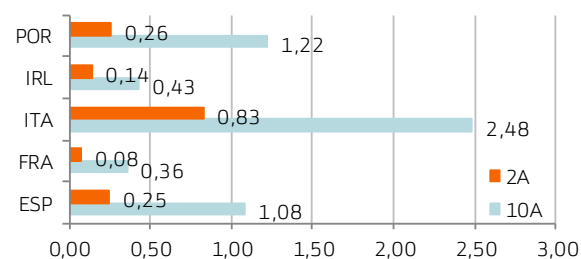
+/- día: en pb; %año: Var. desde cierre de año anterior

#### Materias primas

	08-abr	05-abr	% día	% año
CRBs	425,23	424,94	0,1%	3,9%
Brent (\$/b)	70,80	69,96	1,2%	33,2%
West Texas (\$/b)	64,4	63,08	2,1%	41,8%
Oro (\$/onza)*	1297,48	1291,75	0,4%	1,2%

\* Para el oro \$/onza troy; cotización M do. de Londres

#### Primas de riesgo (bonos 10 y 2 años vs Alemania, p.p.)



#### Equipo de Análisis de Bankinter

Ramón Forcada Rafael Alonso Esther Gutiérrez de la Torre Aránzazu Bueno Juan Tuesta Joao Pisco Luis Piñas  
Pilar Aranda Ana de Castro Elena Fernández-Trapiella Aránzazu Cortina Susana André (Mktg & Support)

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[www.bankinter.com/](http://www.bankinter.com/)

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

Avda de Bruselas, 14

28108 Alcobendas (Madrid)

#### Hoy: "Se nota cansancio; se prolongará el descanso"

Hoy la principal referencia será la publicación de las estimaciones de crecimiento del FMI (el famoso *World Economic Outlook*). Probablemente veamos una nueva revisión a la baja del crecimiento mundial como ya adelantó C. Lagarde la semana pasada. En enero, el FMI ya recortó su estimación de crecimiento mundial para 2019 en -0,2pp hasta +3,5% y -0,1pp hasta +3,6% en 2020. Destacó entonces la revisión de -0,3pp de la UEM hasta +1,6% (+1,7% en 2020). La nota positiva vendrá, probablemente, de la expectativa de que la UEM está cercana a tocar fondo, con ciertas perspectivas de mejora a medida que avanza el año, como así lo esperamos nosotros también. En el frente comercial, las conversaciones en Washington entre China y EE.UU. la semana pasada se cerraron sin fecha concreta para un acuerdo, aunque Kudlow afirmaba que éste está cercano. Las conversaciones prosiguen esta semana entre tecnócratas de alto nivel. Ayer EE.UU. proponía nuevos aranceles a algunos productos europeos en respuesta a supuestas ayudas de la UE a Airbus, rival de Boeing. Se inicia también hoy una cumbre entre China y la UEM en Bruselas. La UEM intentará conseguir concesiones en el frente arancelario pero no parece estar dispuesta a aplicar sanciones como ha hecho EE.UU. En términos más bien vagos, intentarán mejorar la coordinación. A la espera de referencias más importantes a partir de mañana (Reunión del BCE, cumbre extraordinaria de la UE sobre el Brexit y Actas de la Fed), los mercados mantendrán su actitud de espera con goteo a la baja.

Hora	País	Indicador	Tasa	Estim.	Anter.
15:00h		FMI Perspectivas Económicas (WEO)			
s/h		Cumbre UE/China Primeros Ministros			
Referencias más relevantes de la semana próxima					
X;	UEM	Cumbre extraordinaria Consejo Europeo extensión para Brexit			
X;13:45h	UEM	Tipo Referencia BCE. Comparecencia Draghi			
X;14:30h	EEUU	IPC	Mar	a/a	+1,8%
X;20:00h	EEUU	Actas de la Fed: Reunión del 19 y 20 marzo			+1,5%
J;s/h	India	Comienzan las elecciones. Desenlace 23 de mayo.			
J;3:30h	China	IPC	Mar	a/a	+2,3%
J;08:00h	ALE	IPC (final;preliminar +1,3%)	Mar	a/a	+1,3%
V;s/h	R.U.	Fecha límite decisión Brexit			
V;s/h	China	Balanza Comercial	Mar	000M\$	8,1b
V;9:00h	ESP	IPC	Mar	a/a	+1,3%
V;11:00h	UEM	Producción Industrial	Feb	a/a	-0,9%
V;16:00h	EEUU	Conf. U. de Michigan (Prel)	Abr	Ind.	98,1

### 1.- Entorno Económico

EE.UU.- Los Pedidos de Bienes Duraderos (final) y Pedidos de Fábrica de febrero evolucionaron en línea con lo previsto. (i) Los Pedidos de Bienes Duraderos (final) resultaron en línea con las expectativas en febrero, con una caída de -1,6% vs -1,6% publicado en el registro preliminar. En el mes de enero el avance fue del +0,1%. Excluyendo los componentes más volátiles del indicador como los elementos de transporte, el indicador muestra un retroceso de -0,1% vs +0,1% en el dato avanzado. En el mes de enero el indicador mostró una caída de -0,1%. (ii) Los Pedidos de Fábrica registraron una caída de -0,5% vs -0,5% estimado. El registro del mes anterior fue de +0,1%. Excluyendo transporte, los Pedidos de Fábrica registraron una subida de +0,3% vs el registro del mes anterior de -0,2%.

Información completa sobre nuestras notas macro en nuestro website:

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/broker+asesoramiento?secc=ASES&subs=IMAS>

### 2.- Sigüientes acontecimientos relevantes no inmediatos

**10 abril:** Cumbre extraordinaria del Consejo Europeo para decidir una posible extensión flexible del Brexit

**11 abril:** Elecciones en India (fecha de comienzo; duran varios días; resultados días 23/24)

**12 abril:** *Brexit duro*, en caso de no aprobación del acuerdo por el Parlamento Británico.

**12 al 14 abril:** Reuniones FMI y Banco Mundial.

**26 abril:** S&P revisa el *rating* de Italia.

**28 abril:** Elecciones generales en España.

**17 mayo:** Vence el plazo para que EE.UU. decida sobre la posible imposición de aranceles a los autos europeos.

**22 mayo:** Nueva fecha posible para el *Brexit* (en caso de aprobación del acuerdo por el Parlamento Británico)

**24 mayo:** Revisiones de *ratings* de Moody's sobre España y de Fitch sobre Portugal.

**23/26 mayo:** Elecciones al Parlamento Europeo (entre el 23 y el 26, de pendiendo del estado miembro) y en España: municipales y autonómicas (excepto en Andalucía, Cataluña, País Vasco y Galicia).

**1 junio 2020:** Primer vencimiento de los TLTRO II por importe de 399.290 M€ sobre un total de 740.190 M€. Sigüientes vencimientos: 2 septiembre 2020 (45.270 M€), 3 diciembre (62.160 M€) y 4 marzo 2021 (233.470 M€).

**21 junio:** Fitch revisa su *rating* sobre España.

**24 junio:** Dictamen del TSJE sobre el índice IRPH en banca.

**28/29 junio:** G20 en Osaka (Japón).

### 3.- Compañías Europeas

**FIAT CHRYSLER (Cierre: 13,9€; Var. Día: +1,9%): Multa de 110M\$. Impacto neutral.**- La Compañía pagará esta compensación a un grupo de inversores que demandaron a Fiat por las caídas en bolsa de sus acciones asociadas al incumplimiento de la normativa de emisiones. **OPINIÓN:** Malas noticias para Fiat aunque tendrán un impacto limitado en el valor. La multa representa alrededor del 2% del BNA estimado para este ejercicio. Sin embargo, Fiat asegura que está cubierto por la póliza de seguros contratada por la Compañía.

**NEINOR HOMES (Vender; Cierre: 10,79€; Var. Día: +0,75%): Revisa a la baja su objetivo de EBITDA 2019 en más de un 50%.** Neinor anunció ayer una revisión a la baja de su plan estratégico para el año 2019. El nuevo plan contempla entregar entre 1.200 y 1.700 viviendas en 2019, frente a las 2.000 previstas inicialmente, y lograr un EBITDA de 70M€ en el ejercicio, un 53% por debajo de los 150M€ previstos inicialmente. Además para 2020, revisa también las cifras a la baja con una previsión de entrega de viviendas de entre 1.700 y 2.400 unidades frente a las 4.000 anunciadas inicialmente. A nivel de EBITDA la compañía espera obtener 100M€ frente a los 300M€ previstos anteriormente. Por otro lado, la compañía también ha anunciado cambios en la cúpula de la compañía con el nombramiento de Borja García-Egotxeaga como nuevo consejero delegado. **OPINIÓN:** En los resultados de 4T2018 la compañía presentó un nivel de preventas muy débil que generó dudas sobre la capacidad de la compañía de cumplir con sus objetivos (teniendo en cuenta que además Neinor ya había revisado a la baja sus cifras en 2018). Este *profit warning* viene a confirmar nuestra visión prudente sobre el sector inmobiliario español donde consideramos que a pesar de la actual solidez de las cifras, algunos indicadores muestran las primeras señales de agotamiento (*yield*)

#### Equipo de Análisis de Bankinter

Ramón Forcada	Rafael Alonso	Esther Gutiérrez de la Torre	Aránzazu Bueno	Juan Tuesta	Joao Pisco	Luis Piñas
Pilar Aranda	Ana de Castro	Elena Fernández-Trapiella	Aránzazu Cortina	Susana André (Mktg & Support)		

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

[www.bankinter.com/](http://www.bankinter.com/)

Avda de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas (Madrid)

alquiler <4%, esfuerzo acceso vivienda en el 31% del salario, etc.). La acción de Neinor en lo que va de año lleva una caída acumulada del 17% si bien creemos que tras el anuncio de las nuevas guías para 2019 y 2020 podríamos ver recortes adicionales. En este sentido, rebajamos nuestra recomendación en el valor de Neutral a Vender.

**AIRBUS (Cierre 120,74€, Var. +1,74%) EE.UU. estudia aranceles a la UE por sus ayudas a la industria europea de la aviación.** La Oficina del Representante de Comercio de EE.UU. (USTR) emitió ayer una lista preliminar de productos que podrían sufrir impuestos adicionales (que incluyen una amplia variedad de artículos desde nuevos helicópteros a productos como filetes de salmón o quesos, entre otros). Además estima en el comunicado que subsidios a la industria europea de la aviación cuestan 11.000 M\$/ año a EE.UU. La UE no está de acuerdo y esta cantidad está sujeta al arbitraje de la Organización Mundial del Comercio (OMC), cuya resolución se espera para el verano. La lista preliminar contiene productos del sector de aviación civil, incluyendo productos de Airbus. Cuando se publique la resolución de la OMC, emitirán una lista definitiva. [Link al comunicado de la USTR](#). Según un artículo de ABC sobre el tema, la UE también ha denunciado las ayudas de EE.UU. a Boeing. Por otra parte, según informa Expansión, el pasado viernes Boeing anunció que recortará un 20% la producción del 737 tras el fallo del software de control automatizado del modelo MAX. Boeing produce actualmente 52 unidades al mes y esperaba llegar a las 57 a mediados de 2019, recortará la producción a 42 unidades a mediados de abril. **OPINIÓN:** Las disputas sobre el tema aeronáutico vienen de hace mucho tiempo. En el plano fundamental Airbus, tras un inicio más débil en 2018, finalizó el año cumpliendo con los objetivos de entregas de 800 aviones. Los objetivos para 2019 ponen de manifiesto, desde nuestro punto de vista, buenas perspectivas: (1) tanto en crecimiento en entregas (880-890 desde las 800 de 2018); (2) como en generación de caja, con un incremento aproximado en EBIT ajustado de +15% a/a, en generación de flujo de caja libre (antes de M&A y financiación de clientes), a 4.000M€ desde 2.912M€ en 2018.

**SACYR (Neutral; Cierre 2,34€; Var. Día: +0,78%): Sacyr reduce deuda por valor de 440M€ tras la venta del 49% de su filial en Chile.**- Sacyr ha cerrado un acuerdo para vender el 49% de su negocio de concesiones en Chile (cinco autopistas, un hospital y un aeropuerto) al fondo local Toesca. La operación implica un total de 440M€ que se dedicarán a reducir endeudamiento del grupo. La deuda neta de Sacyr se situó a cierre de 2018 en 4.045M€. **OPINIÓN:** Noticia positiva para la compañía, especialmente teniendo en cuenta que el actual ratio de Deuda Neta / EBITDA de 7,45x es uno de los más elevados del sector y por tanto cualquier anuncio relacionado con la reducción de los niveles de endeudamiento debería ser bien recogido por el mercado.

#### 4.- Compañías Americanas y de otros mercados

##### S&P por sectores.-

**Los mejores:** Energía+0,49%; *Consumo Básico* +0,43%; Tecnologías de la Información +0,41%.

**Los peores:** Utilities -0,73%; Inmobiliario -0,51%; Industriales -0,44%.

Entre las **compañías que MEJOR EVOLUCIÓN** ofrecieron ayer destacan: (i) **NEW AGE BEVERAGE (6,6\$; +38,5%)**, es una compañía de bebidas de baja capitalización (~500 M\$) pero ha llegado a un acuerdo con Wall Mart - uno de los principales distribuidores de EE.UU con una capitalización bursátil de 284.758 M\$ -, para distribuir sus productos de Té orgánico y café. El acuerdo contempla que los productos estén disponibles en los supermercados de Wall Mart este mismo mes, y (ii) **SNAP (12,2\$;+3,6%)**, la compañía de tecnología y servicios para las redes sociales alcanzó máximos de ocho meses tras la mejora de recomendación de algunos analistas. Al parecer las descargas realizadas de sus aplicaciones en Google Play evolucionan positivamente.

Entre los **valores que PEOR EVOLUCIÓN** ofrecieron ayer se encuentran: (i) **GENERAL ELECTRIC (9,49\$;-5,2%)** registró caídas de hasta el -7,0% durante la sesión tras la rebaja de estimaciones por parte de los analistas que dudan sobre la capacidad de generación de *cash flow* ante el elevado endeudamiento de la empresa, (ii) **BOEING (374,5\$;-4,4%)**, la compañía anunció un recorte de -20,0% en la producción de su modelo 737 Max que se ha visto involucrado en dos accidentes recientemente (Etiopía e Indonesia). La compañía entiende que las autoridades no permitirán la venta del 737 Max antes de dos meses aunque no se descarta que este plazo se prolongue aún más.

##### Equipo de Análisis de Bankinter

Ramón Forcada	Rafael Alonso	Esther Gutiérrez de la Torre	Aránzazu Bueno	Juan Tuesta	Joao Pisco	Luis Piñas
Pilar Aranda	Ana de Castro	Elena Fernández-Trapiella	Aránzazu Cortina	Susana André (Mktg & Support)		

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[www.bankinter.com/](http://www.bankinter.com/)

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

Avda de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas (Madrid)

Además de Boeing, se vieron negativamente afectados los principales proveedores de la compañía como (iii) TRIUMPH GROUP (22,5\$; -6,1%) y (iv) SPIRIT AEROSYSTEMS (85,0\$;-5,0%) que llegó a caer un -7,0% durante la sesión.

**PINTEREST (no cotiza):** La compañía de redes sociales tiene prevista su salida a bolsa para el próximo 17 abril. La valoración inicial se ha establecido en torno a ~9.000 M\$, equivalente a un precio inicial de cotización comprendido entre 15/17\$/acc. Esta valoración, supone una rebaja sustancial respecto a la valoración utilizada anteriormente para ampliar capital en 2017 (~12.000 M\$) - equivalente a 21,54\$/acc -. Pinterest cuenta con 250 millones de usuarios (+100,0% en 2 años) y un volumen de ventas ~756 M\$ (+60,0%) pero registró pérdidas de -63,0 M\$ en 2018.

Horas de cierres de mercados: España y resto Eurozona 17:30h, EE.UU. 22:00h, Japón 8:00h

Metodologías de valoración aplicadas (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico.

#### Equipo de Análisis de Bankinter

Ramón Forcada   Rafael Alonso   Esther Gutiérrez de la Torre   Aránzazu Bueno   Juan Tuesta   Joao Pisco   Luis Piñas  
Pilar Aranda   Ana de Castro   Elena Fernández-Trapiella   Aránzazu Cortina   Susana André (Mktg & Support)

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[www.bankinter.com/](https://www.bankinter.com/)

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

Avda de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas (Madrid)

## 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 <sup>(1)</sup>	L-t-D <sup>(2)</sup>	Pasivo	NPL's/TCE <sup>(3)</sup>	CoR <sup>(4)</sup>	APR's/	CET - I	ROTE	RoRWA's	Opex/	
	Bursátil	Totales	12 M	ratio	Retail	Ultimo	12 M	Activos	FL	12 M <sup>(5)</sup>	Ultimo <sup>(6)</sup>	Oper. <sup>(7)</sup>	APR's <sup>(8)</sup>
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%
<b>España</b>	<b>138.786</b>	<b>2.950.128</b>	<b>88.581</b>	<b>102,0%</b>	<b>61,4%</b>	<b>56,8%</b>	<b>0,61%</b>	<b>41,2%</b>	<b>11,5%</b>	<b>8,8%</b>	<b>5,8%</b>	<b>1,8%</b>	<b>3,7%</b>
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%
<b>Italia</b>	<b>73.242</b>	<b>2.035.442</b>	<b>52.324</b>	<b>123,5%</b>	<b>52,7%</b>	<b>123,0%</b>	<b>0,93%</b>	<b>42,6%</b>	<b>11,3%</b>	<b>5,1%</b>	<b>1,0%</b>	<b>0,7%</b>	<b>4,3%</b>
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%
<b>Francia</b>	<b>109.659</b>	<b>4.974.658</b>	<b>87.456</b>	<b>88,1%</b>	<b>37,2%</b>	<b>23,5%</b>	<b>0,29%</b>	<b>26,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,9%</b>	<b>7,6%</b>	<b>1,7%</b>	<b>4,5%</b>
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%
<b>Alemania</b>	<b>24.912</b>	<b>1.810.506</b>	<b>34.342</b>	<b>90,7%</b>	<b>47,9%</b>	<b>14,7%</b>	<b>0,16%</b>	<b>32,5%</b>	<b>13,3%</b>	<b>2,0%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>0,5%</b>	<b>5,4%</b>
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%
<b>Austria</b>	<b>21.916</b>	<b>376.907</b>	<b>13.278</b>	<b>86,0%</b>	<b>79,9%</b>	<b>36,6%</b>	<b>0,08%</b>	<b>50,1%</b>	<b>13,1%</b>	<b>14,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>2,6%</b>	<b>4,6%</b>
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%
<b>Benelux</b>	<b>90.673</b>	<b>1.552.133</b>	<b>36.860</b>	<b>101,5%</b>	<b>66,3%</b>	<b>21,2%</b>	<b>0,10%</b>	<b>32,2%</b>	<b>16,3%</b>	<b>15,9%</b>	<b>10,6%</b>	<b>2,8%</b>	<b>5,1%</b>
<b>Media</b>	<b>14.730</b>	<b>626.168</b>	<b>14.321</b>	<b>98,1%</b>	<b>50,7%</b>	<b>44,5%</b>	<b>0,41%</b>	<b>33,9%</b>	<b>12,3%</b>	<b>9,4%</b>	<b>5,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>4,5%</b>

(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
<b>España</b>		<b>9,2</b>	<b>1,6</b>	<b>4,6</b>	<b>-4,0</b>	<b>-21,1</b>	<b>9,2 x</b>	<b>8,6 x</b>	<b>0,8 x</b>	<b>1,0 x</b>	<b>0,09 x</b>	<b>0,10 x</b>	<b>5,0</b>	
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
<b>Italia</b>		<b>15,6</b>	<b>2,1</b>	<b>12,2</b>	<b>0,7</b>	<b>-26,9</b>	<b>8,3 x</b>	<b>7,6 x</b>	<b>0,6 x</b>	<b>0,7 x</b>	<b>0,06 x</b>	<b>0,06 x</b>	<b>6,0</b>	
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
<b>Francia</b>		<b>11,64</b>	<b>0,44</b>	<b>8,28</b>	<b>-15,6</b>	<b>-26,3</b>	<b>7,7 x</b>	<b>7,2 x</b>	<b>0,5 x</b>	<b>0,6 x</b>	<b>0,06 x</b>	<b>0,08 x</b>	<b>6,7</b>	
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
<b>Alemania</b>		<b>16,1</b>	<b>-2,2</b>	<b>9,0</b>	<b>-20,2</b>	<b>-33,4</b>	<b>12,8 x</b>	<b>9,1 x</b>	<b>0,3 x</b>	<b>0,3 x</b>	<b>0,40 x</b>	<b>0,02 x</b>	<b>0,9</b>	
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
<b>Austria</b>		<b>11,6</b>	<b>5,6</b>	<b>4,8</b>	<b>-7,9</b>	<b>-19,9</b>	<b>8,6 x</b>	<b>8,3 x</b>	<b>0,9 x</b>	<b>1,1 x</b>	<b>0,07 x</b>	<b>0,10 x</b>	<b>3,3</b>	
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
<b>Benelux</b>		<b>14,5</b>	<b>0,5</b>	<b>10,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>-15,2</b>	<b>9,4 x</b>	<b>9,1 x</b>	<b>1,1 x</b>	<b>1,1 x</b>	<b>0,08 x</b>	<b>0,11 x</b>	<b>5,8</b>	
<b>Media</b>		<b>12,6</b>	<b>0,7</b>	<b>8,2</b>	<b>-9,5</b>	<b>-24,6</b>	<b>8,9 x</b>	<b>8,0 x</b>	<b>0,6 x</b>	<b>0,7 x</b>	<b>0,1 x</b>	<b>0,08 x</b>	<b>5,2</b>	

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada

Elena Fernández-Traipiella

Juan Tuesta

Página 3 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.