

Analista: Rafael Alonso

Nota: Caixabank & Bankia

La integración Caixabank-Bankia tiene sentido estratégico y financiero para ambas entidades

Caixabank Precio Obj.: 2,15 €/acc Rec: Neutral
Bankia Precio Obj.: 1,44 €/acc Rec: Neutral

Datos Básicos CABK

Capitalización Bursátil	11.718 M€
Nº Acciones	5.981 M
Precio último	1,96 €/acc
Max/Min (52 sem)	2,94 / 1,50
Revalorización (YTD)	-30,0%
Cód. Reuters / Bloomberg	CABK.MC /CABK.SM

Múltiplos de Valoración CABK

	2019	2020 e	2021 e	2022 e
PER	7,2 x	11,7 x	11,2 x	7,1 x
P/VC	0,5 x	0,5 x	0,4 x	0,4 x
Div. Yield	4,1%	0,0%	0,0%	4,2%

Principales cifras y ratios: CABK

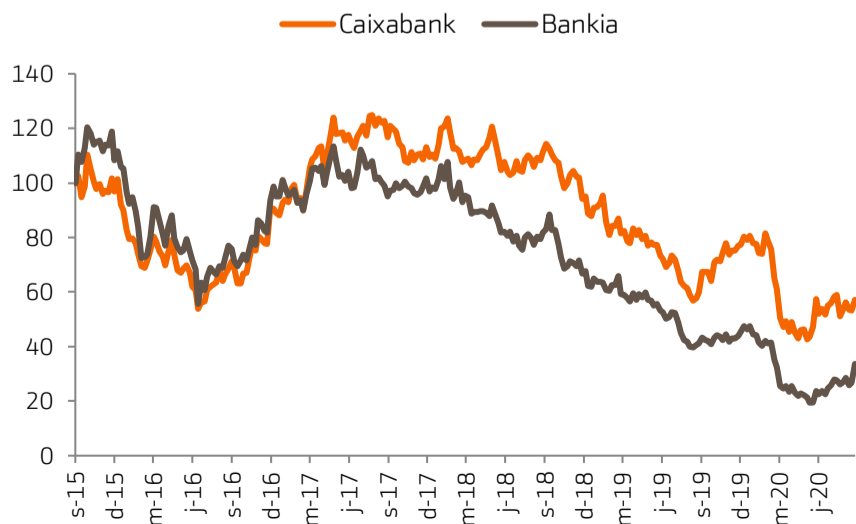
Datos en M€	2019 r	2020 e	2021 e	TAMI(1)
Margen Bruto	8.537	8.020	8.168	-2,2%
Margen Neto	2.787	3.295	3.357	+10%
Provisiones	-611	-2.025	-1.650	+64,3%
Tax, Min & Otros.	-539	-269	-659	n.s
BNA	1.637	1.001	1.048	-20,0%
BPA	0,27	0,17	0,18	-20,0%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración CABK: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,0%
ROTE sostenible estimado	5,2%
Coste de capital (Ke)	9,0%
Precio objetivo (€/acc.)	2,05
Impacto integración con BKIA año 2021	5,0%
Precio objetivo Post-BKIA (€/acc.)	2,15
Potencial de Revalorización	9,7%

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Conclusión: CABK y BKIA preparan una fusión que tiene **sentido estratégico y financiero** - mejoraría el BPA y la ratio de capital de CABK y BKIA obtendría una prima de control que se cobraría en **acciones (no en cash)** -. Tras el *rally* en las cotizaciones con la confirmación de las negociaciones (+32,9% BKIA y +12,4% CABK en una sesión) estimamos un potencial de revalorización limitado salvo que el ahorro en costes supere las expectativas (>28,0% de la base de costes conjunta).

Hasta conocer los detalles, mantenemos recomendación en **Neutral para ambas entidades** con Precio Objetivo ~**2,15 €/acc en CABK** (vs 2,05 €/acc anterior) y ~**1,44 €/acc en BKIA** (vs 1,15 €/acc ant.). El canje de acciones estimado en ~0,7 acc de CABK/1,0 acc BKIA es atractivo para BKIA y recomendamos **acudir al canje**, si la operación sale adelante (o vender para obtener *cash*). **Nuestra estrategia de evitar el sector no ha cambiado** porque los fundamentales (tipos de interés, márgenes, ROE, etc..) se mantienen inalterados y el entorno macro es desafiante.

La operación: CABK y BKIA trabajan en una fusión que daría lugar a la **primera entidad en España por volumen de activos** (>664.000 M€ vs 419.475 M€ en BBVA España vs 355.769 M€ en SAN España) - equivalente a una cuota de mercado del 28,0%/30,0% -, un BNA ~347 M€ en 1S20 (205 M€ CABK y 142 M€ BKIA), >6.700 oficinas (4.460 CABK & 2.267 BKIA) y 51.536 empleados (35.589 y 15.947 respectivamente).

La capitalización bursátil de BKIA representa ~25,0% de CABK por lo que técnicamente se produciría una **fusión por absorción de BKIA**, cuyos accionistas recibirían una prima de control que podría oscilar en torno a ~20,0%/30,0%. A los precios actuales, el grupo resultante (NewCo en adelante) estaría controlado por la Fundación Bancaria La Caixa con el ~30,0% del capital seguido del FROB, que diluiría su posición en BKIA desde el ~61,8% actual hasta ~15,9% en NewCo.

Es muy probable que la operación llegue a buen puerto - el BCE es proclive a las fusiones en un entorno macro y de tipos de interés desafiante - y podría llevarse a cabo mediante un intercambio de acciones (sin necesidad de ampliar capital) a razón de ~0,7 acciones de CABK por cada acción de BKIA (~1,5 acc de BKIA/1acc de CABK).

Una integración BBVA/BKIA o BKIA/SAB también tiene sentido, pero las negociaciones CABK/BKIA parecen ir bien y se reduce la probabilidad de ver **una contra-oferta por BKIA por parte de otro competidor (¿BBVA?)**.

Nuestra visión: La operación tiene **sentido estratégico** debido a: (1) la diversificación del negocio - BKIA tiene un peso mayoritario en Hipotecas y CABK en Empresas y Consumo - con una posición de claro liderazgo en regiones como Madrid, Cataluña, Valencia y Baleares y (2) el **riesgo de ejecución parece asumible** porque se trata de una integración doméstica y ambas entidades tienen experiencia en procesos similares (CABK con Banca Cívica o Banco de Valencia y BKIA con BMN o Caja Madrid y Bancaja).

Financieramente, la operación es interesante porque: (1) sería **"relutiva" para CABK** (aumenta el BPA) gracias a las sinergias de costes, los múltiplos de valoración de BKIA (P/VC~0,3x vs ~0,6x en CABK) y la generación de un fondo de comercio negativo >8.300 M€ que amortiguaría el coste de adelgazar la estructura y realizar provisiones extraordinarias (¿CV19?). Si nuestras estimaciones son acertadas (ver Pag.2), el BPA de CABK mejoraría +5,0% en 2021 y +18,3% en 2023 y (2) la ratio de capital CET1 FL de BKIA se sitúa entre las más altas del sector (13,2% en 2T20 vs 11,8% en CABK). **El incremento en BPA se explicaría principalmente por mejoras de eficiencia**. Estimamos un ahorro ~40,0% en la base de costes de BKIA - equivalente al 28,7% de NewCo y 533 M€ netos en 2023 -.

En definitiva, pensamos que las cotizaciones actuales reflejan en gran medida el atractivo de la operación. Revisamos Precio Objetivo hasta ~**2,15 €/acc en CABK** (vs 2,05 €/acc anterior) y ~**1,44 €/acc en BKIA** - equivalente a una prima del 25% sobre nuestro Precio Objetivo anterior de 1,15 €/acc - con recomendación de Neutral en ambas hasta conocer los detalles del plan de integración.

Detalles	Caixabank	Bankia	NewCo	CABK	BKIA
Capitalización Bursátil (M€)	12.201	4.224	16.426	74,3%	25,7%
Nº acciones actual (Mills)	5.981	3.070	Nº acc. nuevas CABK (Mills)		2.071
Precio/acc	2,04 €/acc	1,38 €/acc	Total acciones CABK		8.052
Ecuación de canje teórica actual	1,48 acc de BKIA/1 acc de CABK 0,67 acc de CABK/ 1 acc de BKIA				
Valor Contable Tangible 2020	20.096	12.556			
Fondo Comercio Negativo (M€)			8.332		
Precio/Valor Contable Tangible	0,61 x	0,34 x			

Estimación de Sinergias (Escenario Central)	2020 e	2021 e	2022 e	2023 e
Base de costes operativos 2020 e (Bankia)	1.902 M€			
% Potencial de ahorro en costes estimado	0%	40%	40%	40%
% consecución sinergias acumulado estimado	0%	33%	67%	100%
Sinergias Brutas	0	254	507	761
Sinergias Netas (post-tax)	30%	178	355	533
+ Sinergias de Ingresos (Neto)	0	0	0	0
= Total Sinergias	0	178	355	533

Impacto en Resultados (BNA)

Estimación de Sinergias	2019 r	2020 e	2021 e	2022 e	2023 e
BNA (CABK - standalone)	1.637	1.001	1.048	1.645	1.725
+ BNA (BKIA)	541	185	255	418	490
+ Sinergias netas		0	178	355	533
= BNA recurrente (Pro-forma)	2.178	1.186	1.480	2.418	2.748
BPA (CABK stand-alone)		0,167	0,175	0,275	0,288
BPA (CABK & BKIA)		0,147	0,184	0,300	0,341
Aumento (Disminución en BPA)		-12,0%	5,0%	9,2%	18,3%

Impacto en Capital	2T 2020	2020 e	2021 e	2022 e	2023 e
CET-I (CABK stand-alone)	18.122	18.679	19.412	20.235	21.097
+ Precio de Adquisición		4.224	4.224	4.224	4.224
+ Fondo Comercio Negativo		8.332	8.332	8.332	8.332
+ BNA (BKIA) & Sinergias		185	618	1.391	2.413
- Costes de Reestructuración		-1.997	-1.997	-1.997	-1.997
- Saneamientos extraordinarios (provisiones)		-336	-336	-336	-336
= CET-I (Pro-forma)		29.087	30.253	31.848	33.733
APR's CABK (stand alone)	147.334	147.776	152.209	152.742	159.615
+ APR's (BKIA)	76.514	76.514	78.809	79.085	82.644
= APR's Pro-forma	223.848	224.290	231.019	231.827	242.259
CET-I FL CABK stanalone	12,30%	12,6%	12,8%	13,2%	13,2%
CET-I FL CABK Proforma		13,0%	13,1%	13,7%	13,9%
Impacto estimado en CET-I		33 pb	34 pb	49 pb	71 pb

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- 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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Rafael Alonso - Bancos	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Pilar Aranda - Petróleo	Ana de Castro - Seguros	Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Juan Moreno - Inmobiliarias	Aránzazu Cortina - Industriales	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología	Luis Piñas - Consumo	Elena Fernández-Trapiella - Lujo & Telecomunicaciones

Temáticas y activos de responsabilidad comparti

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