Commerzbank

CBK · Revisión v5 · Análisis propio TLT

Fecha del informe: 22/10/2026

Precio de referencia / reference_price: 35.90 EUR

Publicación en la web: 27/10/2026 · Revisión editorial: 26/10/2026 · Referencia del documento, no cotización actual.

Empresa:	8.10/10
Oportunidad:	7.80/10
NOTA FINAL:	8.00/10

ESPERAR

Riesgo: Medio-alto

La franquicia alemana y la generación de capital han mejorado. A 35,9 EUR, la incertidumbre de control y reestructuración impide tratar el PER futuro bajo como una ganga demostrada.

Horizonte de 5-10 años. Las tres notas son juicios separados; Nota Final no es una media. Fuentes, supuestos y límites se distinguen en el texto.

Negocio, novedades y caja

La franquicia alemana y la generación de capital han mejorado. A 35,9 EUR, la incertidumbre de control y reestructuración impide tratar el PER futuro bajo como una ganga demostrada.

Las relaciones empresariales y los depósitos sostienen la franquicia; el riesgo de crédito y el capital regulatorio son centrales. El FCF industrial no es adecuado.

El contraste primario de auditoría resuelve que la recompra no era únicamente permiso del BCE: la página corporativa identifica decisión de 3 de septiembre y periodo de ejecución desde 4 de septiembre hasta, como máximo, 10 de febrero de 2027, con volumen máximo 1.200 millones. El extracto actual contiene acumulados semanales, pero sin conservar todas las publicaciones históricas no certifico su disponibilidad exacta al corte ni uso acumulados observados hoy como caja gastada a 22 de octubre. Sí queda distinguido programa lanzado de límite totalmente ejecutado. La ficha primaria identifica ISIN DE000CBK1001; no se infiere la cifra exacta de acciones del pie ambiguo de la tabla del PDF.

Fuentes primarias efectivamente consultadas, con alcance parcial detallado en el expediente privado: Fuente primaria 1; Fuente primaria 2. Consulta editorial: 26/10/2026; sólo información disponible hasta el corte original.

Valoración y exigencias del precio

El BPA y el PER del informe presentan inconsistencias. A 35,9 EUR, un BPA de 3,06 implica 11,73 veces y 3,43 implica 10,47 veces. Son estimaciones, no beneficios confirmados.

Valoración y exigencia del precio. El PDF mezcla BPA estimado 3,06 en cabecera con 3,43 en proyecciones y PER 12,2 que no concilia con ninguno a 35,9. Recalculo: 11,73 y 10,47 veces respectivamente. El valor contable por acción 31,3 de cabecera da 1,147 veces, no P/TBV certificado. No comparo directamente ese P/B con RoTE sobre capital tangible. Como sensibilidad contemporánea de beneficio ordinario uso BPA de 2,5–3,5 EUR y múltiplos de 9–12: adverso conjunto 2,5 por 9=22,5 EUR, intermedio 3 por 11=33 y favorable 3,5 por 12=42. Estos son supuestos ilustrativos situados entre el BPA LTM del informe y sus estimaciones, con múltiplos próximos a referencias del sector incluidas, no precios objetivo ni una distribución de probabilidades. A 11 veces el precio necesita BPA ordinario 3,264; a 10 veces, 3,59. El precio reconoce mejora real, no sólo un banco deprimido.

Retorno/riesgo. El reparto objetivo de 3.200 millones frente a capitalización del informe de 38.800 es 8,25%, pero mezcla dividendos y recompras y no es rentabilidad garantizada ni un cupón de efectivo para cada acción. El crecimiento de BPA por recompras requiere desembolso y no se añade otra vez como retorno completo. Una sensibilidad adversa combina coste de riesgo mayor, ingresos perdidos de integración, inversión y reparto menor; el capital debe absorber esos efectos antes del accionista. El PER menor no compensa automáticamente ese escenario. No proyecto como certeza el beneficio 2030 de 5.900 millones ni calculo TIR sin calendario de retornos y capital retenido defendibles.

Riesgos, contraargumentos y seguimiento

Costes de integración, fuga de clientes, crédito alemán, litigios polacos y reparto condicionado. El permiso del BCE no equivale a control ejecutado.

Capital en lugar de FCF industrial. Un CFO negativo por movimientos de créditos y depósitos no demuestra consumo económico del negocio; tampoco un CFO positivo sería automáticamente distribuible. El FCF yield -21,7 y la alarma de caja del proveedor no se usan para valorar solvencia. El marco adecuado es beneficio atribuible ordinario, coste de riesgo, activos ponderados, CET1, liquidez y acceso a depósitos/mercados. La fuente primaria mantiene NPE de 1,1% y describe un coste de riesgo trimestral de 202 millones, pero no elimina la exposición al ciclo. El objetivo de repartir 3.200 millones procede de al menos 3.400 millones de beneficio menos aproximadamente 200 millones AT1, sujeto a ejecución y permisos. No sumo ese reparto a la totalidad del beneficio retenido ni a recompras ya incluidas. Los cupones AT1 no se cobran dos veces. La reducción objetivo de CET1 hacia 13,5% libera capital finito: no ingreso recurrente infinito.

Control y actualidad. El comunicado de UniCredit de 15 de octubre autoriza superar el 30% y aumentar sin techo; espera completar condiciones y alcanzar aproximadamente el 50% de votos a fin de año. Por ello corrijo la afirmación narrativa de que ya controla el 50%: permiso regulatorio y acciones/votos entregados son hitos distintos. No asigno automáticamente prima de opa en efectivo, sinergias al minoritario ni un cierre final en enero. Las cifras de 2.200 millones de reestructuración, 650 de ingresos perdidos y 1.400 de ahorro son supuestos de un analista recogidos por el PDF, no plan certificado ni coste neto atribuible. El mejor caso podría generar más beneficio; el peor erosiona relaciones y consume capital antes de ahorrar.

Conclusión y justificación de las notas

Mejor argumento contra esperar: la rentabilidad reciente, el capital y una disciplina de costes real pueden financiar repartos altos mientras el nuevo accionista mejora eficiencia. Esperar una integración sin incertidumbre puede costar una revalorización importante. Lo reconozco; la incertidumbre decisiva es el beneficio atribuible y capital repartible después de reestructuración, no la mera volatilidad. Empresa 8,1 premia la recuperación y relaciones comerciales con reservas de ciclo y gobernanza en transición. Oportunidad 7,8 reconoce precio razonable sobre beneficios mejorados, sin atribuir sinergias garantizadas. Nota Final 8,0 evalúa la combinación sin promediar: tesis plausible y retorno potencial, pero visibilidad insuficiente para una entrada decidida. Veredicto ESPERAR para nueva entrada; no infiero Vender una tenencia sin evidencia de pérdida permanente.

Por qué podemos estar equivocados: el ahorro y la retención de clientes podrían superar el coste y hacer muy atractivo el beneficio futuro. Qué dato nos haría cambiar: beneficio ordinario después de AT1, coste de riesgo, CET1 y reparto autorizado tras un plan de integración verificable, con control efectivamente ejecutado. Parte de la valoración con menos respaldo: la normalización posterior a UniCredit, incluidos ingresos perdidos y capital liberado, no la simple división precio/BPA.

Por qué podemos estar equivocados: el ahorro puede preservar clientes y generar más beneficio atribuible. Qué nos haría cambiar: CET1, coste de riesgo y reparto después de AT1 bajo un control efectivamente ejecutado. Parte menos respaldada: beneficio y capital repartible tras reestructuración.

Comparación con la ficha anterior. Empresa/Oportunidad/Final: 8,00/7,00/7,40 → 8,10/7,80/8,00. Veredicto: ESPERAR / VIGILAR → ESPERAR. Referencia anterior: 37.70 EUR · referencia del informe (15/10/2026); nueva: 35.9 EUR del 2026-10-22. Se priorizan beneficio después de AT1, RWA y capital repartible; permiso de UniCredit se distingue de control ejecutado, y recompra lanzada de importe íntegro gastado. Comparación de campos de la ficha anterior y metadatos de versión, no nueva lectura íntegra de todos sus PDF. Los periodos pueden solaparse; una fecha o juicio nuevo no demuestra un trimestre nuevo, un resultado predictivo ni rentabilidad obtenida. El juicio procede del audit nuevo y no se ajusta para reproducir las notas anteriores. Se conservan todas las versiones, punto cero, observaciones y tesis cerradas. La decisión de nueva entrada no ejecuta una salida ni inventa una posición personal.

Qué vigilamos

- CET1 tras distribuciones y crecimiento de activos ponderados
- Control ejecutado, costes de reestructuración y retención de ingresos

Fuentes y alcance

h1 | Search extract of official release; live open 502. No full release capture.

capital | Search-extracted capital-return slide; not full PDF.

control | Search extract of price-sensitive release, dated 19:40; approval and future conditions distinguished.

interim | Search extract only; live PDF open timed out.

buyback-audit | Search extract of official programme: board date and start/end/max size. Live open timed out. Current weekly aggregates viewed but not treated as a historical cutoff capture.

Commerzbank

CBK · v5 · Report 22/10/2026 · Reference 35.90 EUR

Company 8.10/10 | Opportunity 7.80/10 | Overall 8.00/10

Wait

Risk: Medium-high

The German client franchise and capital generation have improved. At EUR 35.9, takeover and restructuring uncertainty prevent treating the low future P/E as a settled bargain.

Business, developments and cash

The German client franchise and capital generation have improved. At EUR 35.9, takeover and restructuring uncertainty prevent treating the low future P/E as a settled bargain.

Corporate relationships and deposits support the franchise; credit risk and regulatory capital remain central. Industrial free cash flow is inappropriate.

The review verifies that the EUR 1.2bn buyback was launched, rather than merely approved, but does not equate the ceiling with completed expenditure. ECB permission for UniCredit is still distinguished from completed voting control. Earnings, AT1 coupons and capital retention remain separate. Scores and Wait are maintained.

Primary sources actually consulted, with partial-access limits recorded privately: Fuente primaria 1; Fuente primaria 2. Editorial review: 26 October 2026; only information available by the original cutoff supports this judgment.

Valuation and price expectations

The report EPS and P/E are internally inconsistent. At EUR 35.9, EPS of 3.06 implies 11.73x and 3.43 implies 10.47x. These are estimates, not confirmed earnings.

All scenarios are contemporary earnings × multiple sensitivities, not a validated DCF, probability interval or present value of future consensus earnings. The lower case combines weaker operations, cash/capital conversion and a lower multiple. Future growth must fund operating investment, credit/insurance capital and announced transactions before distribution. Peer selection follows business economics; incomplete accounting and capital reconciliation prevents a numerical peer-average value.

Risks and monitoring

Integration costs, client attrition, German credit deterioration, Polish legal exposure and conditional capital returns. ECB permission is not completed control.

Reported cash is separated from customer, restricted, regulatory and operational liquidity. Retained capital is still owned but cannot all be distributed at once. No future refinancing is treated as committed merely because past market access existed. Tax timing and exceptional gains are not assumed permanent. The audit is an internal same-system review and leaves financial and editorial approvals false.

Conclusion and independent score judgments

Positive franchise trajectory over 5–10 years, with an unusually wide range of outcomes under a changing shareholder structure.

Company 8.1/10 reflects the franchise and balance-sheet economics; Opportunity 7.8/10 addresses the original price; Overall 8/10 is an independent editorial judgment without averaging or invented weights. Wait applies to a new entry and does not itself instruct an existing holder to sell.

Why we may be wrong: durable growth and funded capital returns could exceed the cautious normalisation. What would change our view: demonstrable recurring attributable earnings and capital/cash generation after the specific investment and obligations highlighted above. Least-supported valuation component: sustainable shareholder-distributable earnings/cash under the joint downside, rather than the arithmetic of the quoted price.

Why we may be wrong: efficiency gains could preserve customers and deliver stronger attributable earnings. What would change our view: CET1, credit costs and distributions after AT1 coupons under completed voting control. Least-supported component: post-restructuring earnings and distributable capital.

Previous dated Company/Opportunity/Overall: 8/7/7.4; current: 8.1/7.8/8. The reference is 35.9 EUR on 2026-10-22, not a verified market close. The new audit judgment is separate from previous scores; overlapping periods and a new reference do not establish a newly reported quarter or predictive success. Earlier versions, baseline and observations remain unchanged.

The original ProResearch is retained in the private case file; this PDF is TLT's own editorial analysis. Internal review by the same system is not an independent audit and does not guarantee returns. This is not personalized advice.