Commerzbank

CBKG · Revisión v6 · Análisis propio TLT

Fecha del informe: 29/10/2026

Precio de referencia / reference_price: 38.40 EUR

Publicación en la web: 02/11/2026 · Revisión editorial: 02/11/2026 · Referencia del documento, no cotización actual.

Empresa:	7.90/10
Oportunidad:	7.20/10
NOTA FINAL:	7.50/10

Esperar: rentabilidad bancaria mejor, derechos y valoración por aclarar

Riesgo: Medio-alto

Los resultados y capital mejoran, pero el precio ya supera el valor contable del proveedor y las previsiones de BPA discrepan. La autorización de UniCredit no equivale a control ya adquirido ni a rentabilidad garantizada para el minoritario.

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

Commerzbank financia empresas y hogares; su ventaja combina relaciones con Mittelstand, depósitos, distribución y mBank. No es un software de ingresos contractuales: tipos, coste de depósitos y pérdidas de crédito pueden modificar la rentabilidad rápidamente.

H1 muestra beneficio atribuible 1.810 millones EUR y RoTE12,6%, con CET1 del 14,4% a junio. El beneficio después de AT1 es 1.594 millones, base distinta para el accionista ordinario. El crecimiento frente 2025 también refleja costes de reestructuración previos; no se extrapola todo como mejora recurrente.

Caja y capital: el CFO negativo del proveedor no demuestra quema industrial ni el FCF yield-21,3% valora un banco. Hay que seguir depósitos, liquidez, crédito, CET1 y capital requerido por RWA. Pagar dividendo o recomprar exige beneficio atribuible y autorización; repartir 100% no elimina necesidad de capital.

Crecimiento financiado: ampliar préstamos consume RWA, las inversiones de IA y reducción de costes cuestan antes de ahorrar, y el plan 2030 es objetivo. La liberación de capital por modelos requiere autorización y no es una entrada de caja nueva. Los flujos del banco no se distribuyen como si fueran una cuenta libre.

Balance y derechos: la primaria confirma permiso BCE a UniCredit para superar 30% el 15/10, pero otros procesos y condiciones quedaban pendientes hacia fin de año. No hay fusión cerrada al 29/10. Los derechos de minoritarios, contraprestación y costes de integración importan tanto como la sinergia anunciada; no doy por ejecutado un calendario de analistas.

Valoración y exigencias del precio

A 38,40 EUR, el BPA 3,16 de cabecera produce 12,15x, pero la tabla de proyecciones muestra 3,53, que produciría 10,88x. El original no resuelve esa discrepancia. El valor contable 31,30 implica 1,23x; no se confunde con tangible book ni se usa su ratio junto a RoTE como si fueran denominadores iguales.

Sensibilidad de beneficio normalizado contemporáneo:2,80×9=25,20 EUR;3,40×11=37,40;4×12=48. El caso central ya queda cerca de referencia. Son supuestos explícitos, no BPA guía reconstruido desde acciones no certificadas, precio de oferta ni terminal futuro sin descuento.

A 5-10 años el retorno depende de RoTE sostenible frente al capital retenido, dividendo y precio terminal. No sumo dividendo más un crecimiento del valor contable que supone retener ese mismo beneficio. La distribución 3.200 millones anunciada es plan condicionado, no rendimiento ejecutado ni suma segura a recompras futuras.

UniCredit y Erste comparten riesgos bancarios europeos, pero geografía, capital, tipos y costes de integración difieren. Los PER de proveedor no justifican imponer la media. El escenario favorable requiere mejoras propias y trato económico correcto al minoritario, sin capitalizar sinergias brutas ignorando reestructuración.

Riesgos, contraargumentos y seguimiento

Podemos estar siendo demasiado cautos: comisiones, cartera de réplica y eficiencia podrían sostener rentabilidad aun con presión de depósitos; una integración razonable también puede crear valor. Esa contraevidencia respalda estudiar conservar, no pagar cualquier prima por la operación.

Adverso conjunto: competencia de depósitos, mayor coste de riesgo y reestructuración consumen beneficio y capital simultáneamente. El capital regulatorio de junio es un colchón, no garantía frente a todos los costes futuros ni caja que pueda añadirse entera a la valoración.

No están cerrados el BPA comparable, el coste neto de integración ni los derechos definitivos de control. Las cifras de ahorro y costes de una nota de RBC no son resultados corporativos realizados. Q3 previsto 5/11 queda fuera del corte 29/10.

Conclusión y justificación de las notas

Empresa 7,9 por franquicia y capital; Oportunidad 7,2 por precio próximo a normalización y derechos inciertos; Final 7,5 como juicio global separado, no media. Esperar para nuevas entradas. Quien ya posee debe revisar la posición según capital, crédito y condiciones de control, no vender sólo por no ser Compra.

Por qué podemos estar equivocados: subestimar comisiones y eficiencia y el valor de colaborar con UniCredit. Qué cambia la opinión: retorno atribuible persistente con capital tras costes y términos claros para minoritarios. Parte menos respaldada: beneficio por acción normalizado y valor neto de la operación tras reestructuración.

Revisar la posición: la rentabilidad y el capital respaldan un argumento de conservar, pero la incertidumbre de control y de derechos exige revisar los términos antes de asumir que la operación beneficia al minoritario.

Conservar mientras capital, liquidez y retorno atribuible sigan adecuados y los términos de control protejan los derechos económicos del minoritario.

Considerar reducir si costes de integración o pérdidas de crédito erosionan de forma persistente capital y retorno mientras el precio sigue exigiendo mejora.

Considerar vender si financiación, trato al minoritario o deterioro crediticio invalidan de forma duradera la razón de conservar tras contrastar las condiciones reales.

La mejora de comisiones y eficiencia y una integración bien ejecutada pueden crear valor; salir sólo por incertidumbre de operación puede perder ese retorno.

No están cerrados BPA normalizado, coste neto de reestructuración ni términos finales de control.

Qué vigilamos

- Seguir CET1, liquidez y coste de crédito después de distribuciones, sin tratar objetivos como hechos.
- Exigir términos claros para minoritarios y conciliar BPA antes de capitalizar sinergias.

Fuentes y alcance

ProResearch autorizado Commerzbank29/10/2026 | 2026-10-29 | Original y extracción conservados; PDF completo leído

Commerzbank resultados H1 2026 | 2026-08-06 | Extracto indexado oficial de resultados, capital y guía; resumen propio, sin captura literal íntegra

Commerzbank informe semestral2026 | 2026-08-06 | Extractos indexados de cifras clave; apertura PDF falló por timeout, no se afirma lectura íntegra

UniCredit: autorización BCE sobre Commerzbank | 2026-10-15 | Comunicado oficial abierto íntegro; control aún sujeto a condiciones

Commerzbank

CBKG · v6 · Report 29/10/2026 · Reference 38.40 EUR

Company 7.90/10 | Opportunity 7.20/10 | Overall 7.50/10

Wait: improving bank profitability, rights and valuation need clarity

Risk: Medium-high

Results and capital improve, but price exceeds vendor book value and EPS forecasts conflict. UniCredit approval is not completed control or guaranteed minority-shareholder value.

Business, developments and cash

Commerzbank finances companies and households; its advantage combines Mittelstand relationships, deposits, distribution and mBank. This is not contractual-revenue software: rates, funding costs and credit losses can rapidly alter profitability.

H1 attributable profit is EUR 1,810 million and RoTE12.6%, with CET1 of 14.4% atJune. Profit after AT1 is EUR 1,594 million, a different common-shareholder basis. Growth against 2025 also reflects prior restructuring costs; it is not all recurring improvement.

Cash and capital: negative vendor CFO is not industrial cash burn and a-21.3% FCF yield does not value a bank. Deposits, liquidity, loans, CET1 and RWA capital requirements matter. Dividends and buybacks require attributable earnings and permissions;100% payout does not remove capital needs.

Funded growth: lending growth consumes RWA, AI and cost reductions require upfront spending, and 2030 plans are targets. Model-based capital release requires approval and is not new cash inflow. Banking flows are not a freely distributable account.

Balance and rights: primary evidence confirms 15October ECB permission for UniCredit to exceed 30%, while other processes and conditions remained pending toward year-end. There is no completed merger at 29October. Minority rights, consideration and integration costs matter alongside synergies; analyst timetables are not executed events.

Valuation and price expectations

At EUR 38.40, header EPS 3.16 gives 12.15x, but the forecast table shows 3.53, giving 10.88x. The original does not resolve this conflict. Book value 31.30 implies 1.23x; it is not tangible book and cannot be combined with RoTE as if denominators were identical.

Current normalised EPS sensitivity:2.80×9=EUR 25.20;3.40×11=37.40;4×12=48. Central value is already near reference. These are explicit assumptions, not EPS reconstructed from unverified shares, takeover consideration or an undiscounted future terminal.

Over 5-10 years, return depends on sustainable RoTE relative to retained capital, dividends and terminal price. A dividend is not added alongside book growth that assumes retention of the same earnings. Planned EUR 3,200 million distribution is conditional, not an executed yield or a guaranteed addition to future buybacks.

UniCredit and Erste share European banking risks, but geography, capital, rates and integration costs differ. Vendor P/Es do not justify imposing an average. The favourable case requires own improvements and fair minority economics without capitalising gross synergies while ignoring restructuring.

Risks and monitoring

We may be too cautious: fees, replication and efficiency could sustain returns despite deposit pressure; sensible integration could create value. This supports evaluating holding, not paying any deal premium.

Joint downside: deposit competition, credit costs and restructuring consume earnings and capital together. June regulatory capital is a buffer, not protection against every future cost or cash that can all be added to value.

Comparable EPS, net integration costs and final control rights remain unresolved. RBC savings/cost assumptions are not realised corporate results. Q3 scheduled 5November falls after the 29October cutoff.

Conclusion and independent score judgments

Company 7.9 for franchise and capital; Opportunity 7.2 for near-normalised price and uncertain rights; Final 7.5 as a separate overall judgment, not an average. Wait before opening. Existing holders should review capital, credit and control conditions rather than sell merely because this is not a Buy.

Why we may be wrong: underestimating fees, efficiency and UniCredit collaboration. What changes the view: durable attributable returns with capital after costs and clear minority terms. Least-supported valuation component: normalised EPS and deal value after restructuring.

Review the position: profitability and capital support a holding argument, but uncertain control and rights require checking terms before assuming minority shareholders benefit.

Retain while capital, liquidity and attributable returns remain adequate and control terms protect minority economic rights.

Consider reducing if integration costs or credit losses persistently erode capital and returns while price still requires improvement.

Consider selling if financing, minority treatment or credit deterioration permanently invalidate the holding case after actual conditions are checked.

Improved fees and efficiency and well-executed integration can create value; exiting simply because deal terms are uncertain could forgo that return.

Normalised EPS, net restructuring cost and final control terms remain unresolved.

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.