

## UN BANCO REGIONAL DIFERENTE

Liberbank es el banco resultante de la unión de CajAstur, Caja de Extremadura y Caja Cantabria cuya actividad se concentra en sus regiones de origen (90% de clientes y 79% de sus oficinas). Valoramos el banco en Eur 1,287m (Eur 0.91/acc), lo que supone un múltiplo de valoración implícito de P/NAV de 0.88x y PE15e de 8.6x. El banco podría merecer una prima respecto a sus competidores dada la calidad de sus activos, la cómoda posición de liquidez y su capacidad para recortar costes. Sin embargo creemos que esto se compensa por la escasa diversificación geográfica la falta de 'track record' y la presencia de CoCos y DTAs. En el corto plazo el hecho de que el *free float* (29%) provenga de un canje de híbridos, junto con la posible baja liquidez, podría afectar negativamente a la cotización. Por ello, no esperamos que en los primeros meses ésta exceda del rango consistente con un P/NAV similar a sus comparables, 0.60 a 0.70€/acc (ver página 10).

### Cartera crediticia conservadora –con espacio para incrementar riesgo

Liberbank es el banco cotizado con la cartera crediticia con menor riesgo dado su perfil netamente minorista (61% hipotecas a individuos con bajos LTVs relativos) y su escasa exposición a empresas de promoción inmobiliaria y a activos adjudicados tras el traspaso al SAREB. Calculamos que el ratio de mora pro-forma (exc EPA y promotor/constructor) es de 5.5% y la cobertura de estos préstamos morosos es del 38% a Dic12. Los niveles de cobertura están en línea con los de sus competidores aunque con una cartera más conservadora.

### Recorte de costes – motor del cambio y foco en rentabilidad

Esperamos que Liberbank alcance un ROE del 12% en 2016e apoyado en una fuerte reducción de costes. El banco espera reducir los gastos generales en un 45% desde Eur 643m en 2010 y Eur512m en 2012 a Eur 353m en 2014. Nosotros somos algo más cautos y esperamos que si bien los gastos se reduzcan significativamente no lo hagan de una manera tan agresiva. Estimamos un ratio de eficiencia del 45% en 2016e.

### Cómoda posición de liquidez

El banco cuenta con una cómoda posición de liquidez que le permitirá defender de forma más efectiva su margen de intereses. Destacamos que Liberbank cuenta con un bajo ratio de LtD (104% en 2013e), una base de depósitos estable y unos vencimientos mayoristas y una exposición al BCE (9.5% sobre activos) manejables.

### Solvencia reforzada – Las acciones empezarán a cotizar el 16 Mayo

LBK cuenta a Dic12 con un ratio CT1 EBA pro-forma del 9.4%. El banco ha llevado a cabo un plan de recapitalización que incluía: i) gestión de híbridos ii) Traspaso de activos al SAREB iii) inyección de CoCos (eur 124m) y iv) venta de activos.

### Riesgos – Activos fiscales, CoCos, diversificación y cartera de inversión

Identificamos 4 riesgos específicos para Liberbank: i) los Eur 1,580m de activos fiscales diferidos netos (106% de los RRPP13e). Existe el riesgo de que si el banco no es capaz de consumirlos se deteriore su posición de solvencia. Estos activos fiscales suponen el mayor impacto bajo BIS III ii) La cartera de renta variable a Mar13 asciende a Eur 1.2bn (82% RRPP 2013e). La volatilidad de esta cartera podría afectar negativamente la solvencia del banco iii) Aunque esperamos que el banco pueda devolver los CoCos una desviación de nuestras estimaciones podría suponer un riesgo de dilución. iv) Escasa diversificación geográfica. Un deterioro significativo de alguna de las regiones origen podría afectar la solvencia del banco.

## LIBERBANK

### DATOS DE LA COMPAÑÍA

TICKER	n.d.
PRECIO	n.d.
SECTOR	Bancos y Financieras
Nº DE ACCIONES (MILLONES)	1.412
CAPITALIZACIÓN	n.d.
FREE FLOAT	29%
VOLUMEN MEDIO DIARIO ULT. 12 MESES	n.d.
ÚLTIMO PRECIO (FECHA)	n.d.
PRECIO MAX. PERIODO (ÚLTIMOS 12 MESES)	n.d.

Este informe de análisis ha sido realizado antes del inicio de la cotización en la Bolsa española de Liberbank. Su fecha de publicación es el 30 de abril de 2013

### DATOS FINANCIEROS CLAVE (€)

	2012	2013e	2014e	2015e
Margen Intereses	534	502	543	551
Margen Bruto	864	880	839	857
Margen Neto	307	402	393	411
Rtdo Atribuido	-1,834	40	78	149

### RATIOS RELEVANTES (%)

	2012	2013e	2014e	2015e
Mt sobre TA	1.16	1.13	1.25	1.37
Ratio de eficiencia	59	49	48	47
ROE	ns	2.7	5.1	9.0
Ratio mora (exc EPA)	6.7	8.1	8.3	7.3

### RATIOS DE VALORACION (%) (\*)

	2012	2013e	2014e	2015e
P/E	ns	31.9x	16.5x	8.6x
Dividend Yield (%)	0.0	0.0	0.0	2.3
P/BV	1.30x	0.88x	0.83x	0.77x
PNAV	1.44x	0.94x	0.88x	0.82x

(\*) Los ratios de valoración están calculados con el precio de valoración propuesto en este informe (0.91 euros por acción). Este informe de análisis ha sido realizado antes del inicio de la cotización en la Bolsa española de Liberbank. Su fecha de publicación es el 30 de abril de 2013