

Estratégia de Investimento em Bancos Europeus

Analista: Rafael Alonso

Conclusão: Os bancos enfrentam um vencimento de 476,8 B.ão€ em TLTROs do BCE a 28/Jun, o que pode gerar preocupação/volatilidade, devido à redução de liquidez que implica, quedas preventivas nos preços das ações e/ou aumentos no custo de financiamento. O setor enfrenta os vencimentos numa boa posição de partida: excesso de liquidez, base de depósitos diversificada e geração de capital/liquidez. Neste contexto e como regra geral, interpretamos uma potencial correção (ações e obrigações) relacionada com os TLTROs como uma oportunidade de investimento a preços atrativos. A nossa recomendação de Compra de bancos europeus assenta em 3 eixos: (1) aumento do ROE (>12,0% para os principais bancos), (2) bons rácios de qualidade de crédito e (3) múltiplos de valoração atrativos (P/Vc ~0,6x e PER 2023 e ~6,2x vs 12,3x do ES-50) com uma dividend yield média de 7,5% (vs 3,3% estimado para o ES-50 vs 2,3% do Bund alemão a 10A).

A banca e os TLTROs do BCE: Em 28/Junho, os bancos enfrentam um vencimento de 476,8 B.ão€ em TLTROs do BCE (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) que podem gerar alguma preocupação/volatilidade, devido à redução de liquidez envolvida (representa ~6,2% do atual balanço do BCE, ~3,6% do PIB da UE e ~3,0% dos depósitos bancários), quedas preventivas nos preços das ações e/ou aumentos no custo de financiamento do setor (spreads das obrigações em alta).

Devemos estar preocupados? A nossa resposta é não, porque, com algumas exceções - bancos de média dimensão em Itália? - o setor enfrenta os vencimentos de TLTRO numa boa posição de partida: excesso de liquidez (empréstimos/depósitos ~91,0%), uma base de depósitos diversificada, baixa procura de crédito e elevada geração de capital/liquidez (rácio CET1 >13,0% e crescimento médio dos Resultados Líquidos >30% no 1T 2023). Neste contexto, é muito provável que o setor acelere o reembolso de TLTROs nos próximos meses, salvo uma mudança radical e inesperada na regulação e/ou nas condições de mercado. O mercado receia um aumento dos requisitos de liquidez na sequência da crise bancária regional dos EUA. No entanto, vale a pena notar que: (1) a regulação europeia é mais exigente do que a aplicada aos bancos regionais dos EUA, (2) as principais instituições europeias excedem confortavelmente os requisitos regulamentares (rácio LCR/Liquidity Coverage ratio e NSFRI/Net Stable Funding ratio) e (3) tendo em conta potenciais alterações de regulação, acreditamos que faz sentido fazer uma análise detalhada e do modelo de negócio para calibrar os requisitos de liquidez. Esta abordagem implicaria um ajuste das métricas e dos testes de esforço, mas não uma alteração radical da regulação.

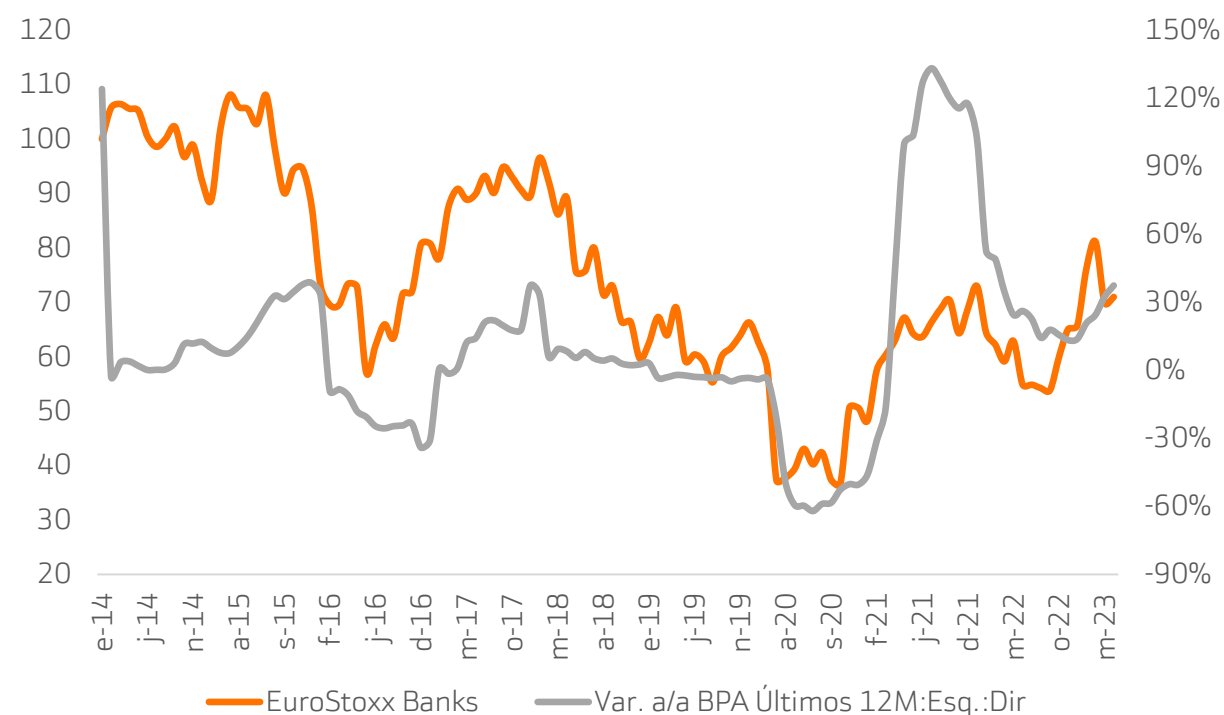
Antecedentes: Os TLTROs são um mecanismo de financiamento bancário de longo prazo (até 4 anos) que o BCE implementou para reativar a economia e a concessão de crédito num contexto de taxas de juro zero/negativas. As condições inicialmente fixadas pelo BCE faziam sentido do ponto de vista económico para os bancos, mas a subida das taxas de juro de referência (+375 p.b. em 12 meses para 3,25%/3,75%) e a diminuição da procura de crédito (link para o inquérito do BCE) favorecem o reembolso antecipado destes fundos.

Calendário: Os bancos ainda detêm ~1.100 B.ão€ em TLTROs (~3,2% do balanço agregado do setor e ~7,1% dos depósitos), que devem ser reembolsados de acordo com um calendário trimestral até Dez. de 2024. Trata-se de uma redução significativa da liquidez, pois representa ~8,2% do PIB da UE e ~14,2% do balanço atual do BCE, com implicações macro (redução da massa monetária/M2, do crédito e da atividade). Descrevemos em pormenor as datas, os montantes e o peso em % de cada vencimento em relação ao total de TLTROs: Jun.2023 (476,8 B.ão€; 43,4%); Set.2023 (83,8 B.ão€; 7,6%); Dez.2023 (45,5 B.ão€; 4,1%); Mar.2024 (284,2 B.ão€; 25,9%); Jun.2024 (73,3 B.ão€; 6,6%); Set.2024 (90,9 B.ão€; 8,2%); Dez.2024 (43,9 B.ão€; 4,0%).

Situação pós TLTROs: De acordo com as nossas estimativas, os principais bancos podem reembolsar os TLTROs sem deteriorar significativamente as suas métricas de liquidez. O rácio de liquidez médio do setor (LCR) situa-se em ~160% (contra 100,0% exigidos pela regulação). Se o rácio L-t-D (investimentos/depósitos) se mantiver relativamente estável, o setor tem capacidade para reembolsar 100% dos TLTROs (Mar. 2024) e manter um rácio de liquidez/LCR >150% (vs. 130%/140% que o mercado e as agências de rating poderão exigir).

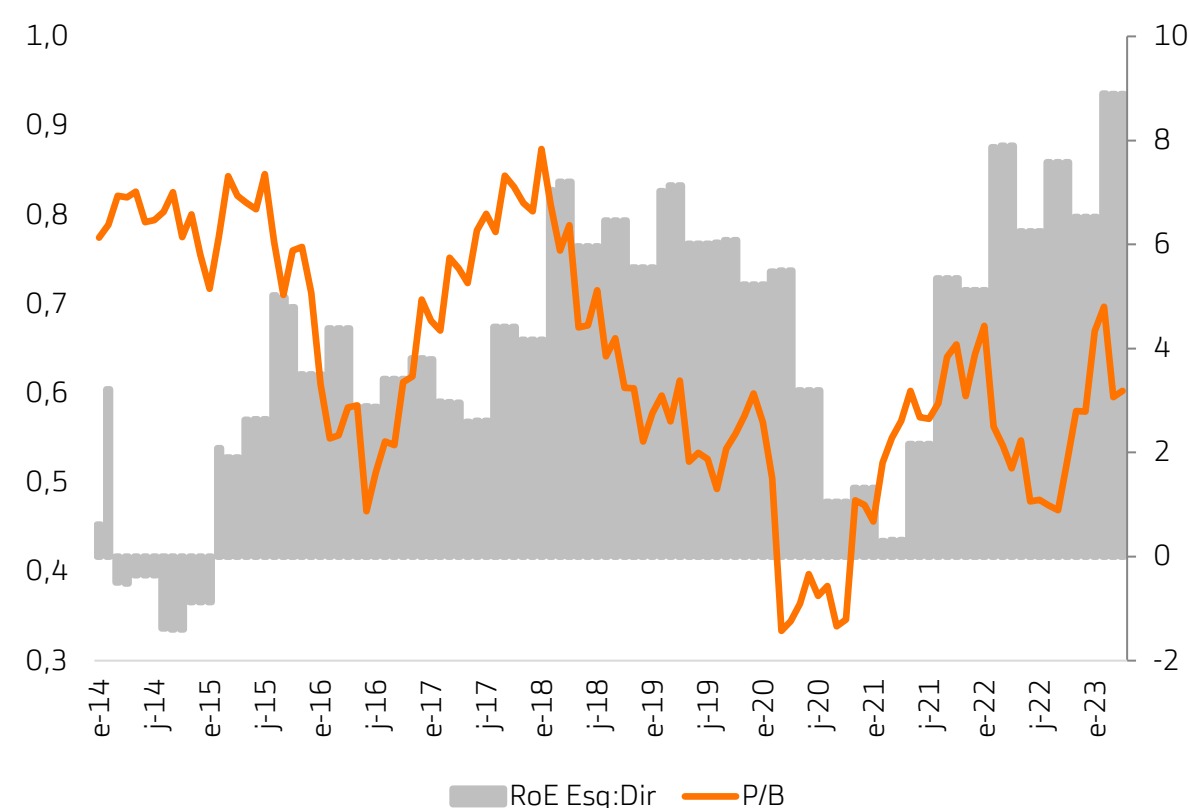
Estratégia: Neste contexto e regra geral, interpretamos uma potencial correção (ações e obrigações) relacionada com os TLTROs como uma oportunidade de investimento a preços atrativos. A nossa recomendação de compra de bancos europeus assenta em 3 eixos: (1) aumento do rendimento/ROTE (>12,0% nos principais bancos), (2) bons rácios de qualidade de crédito e (3) múltiplos de valoração atrativos (P/Vc ~0,6x e PER 2023 e ~6,2x vs 12,3x do ES-50) com uma dividend yield médio de 7,5% (vs 2,3% do Bund alemão a 10A).

Gráfico I: EuroStoxx Banks (Base:100) vs Var. a/a Benefícios



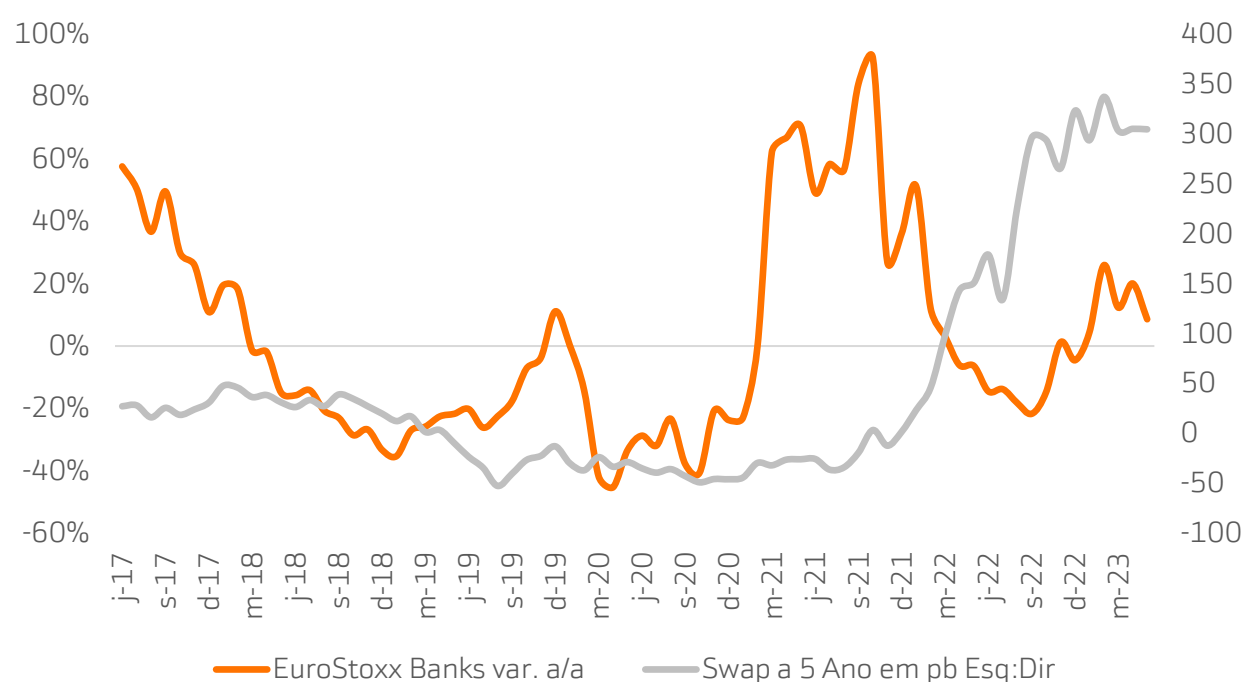
Fonte: Bloomberg

Gráfico II: EuroStoxx Banks: ROE vs P/PV



Fonte: Bloomberg

Gráfico III: EuroStoxx Banks vs Swap a 5A



Fonte: Bloomberg

Estratégia de Investimento em Bancos Europeus

1. Indicadores de Negócio: Crédito Investimento & Taxas de juro

Gráfico 1.1 Crédito hipotecário (Stock): % Variação a/a

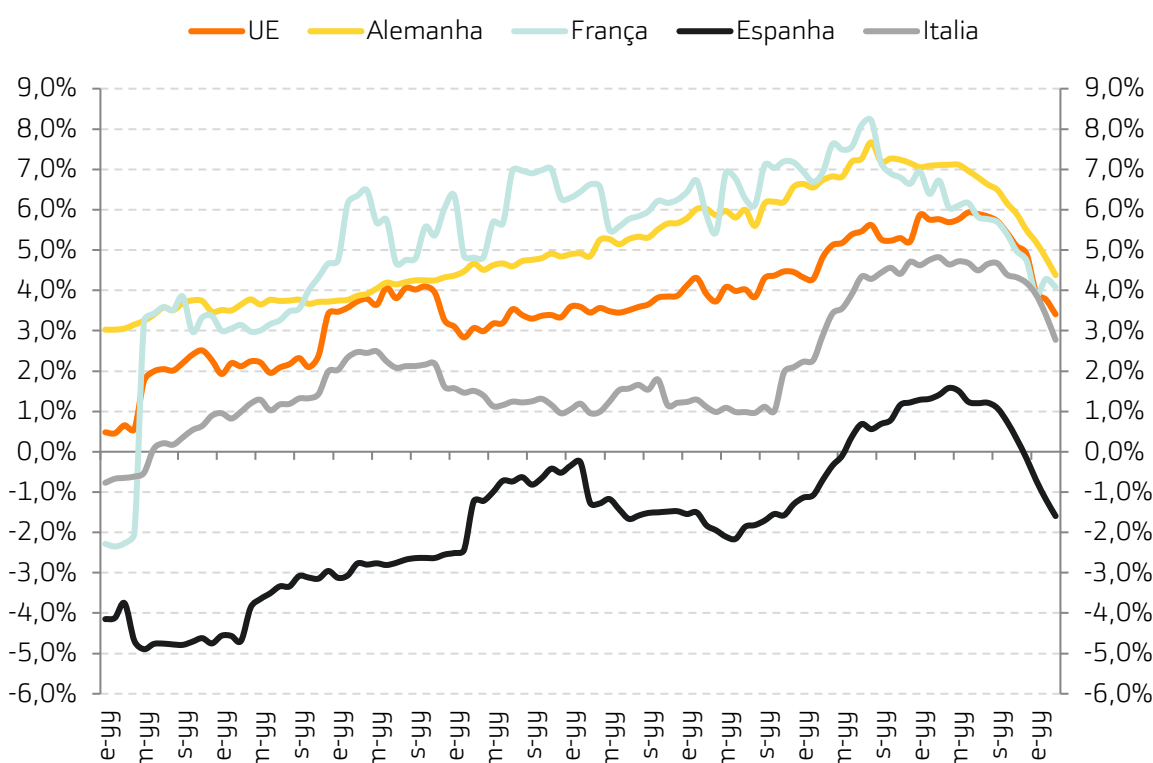


Gráfico 1.2 Crédito às empresas (Stock): % Var. Anual

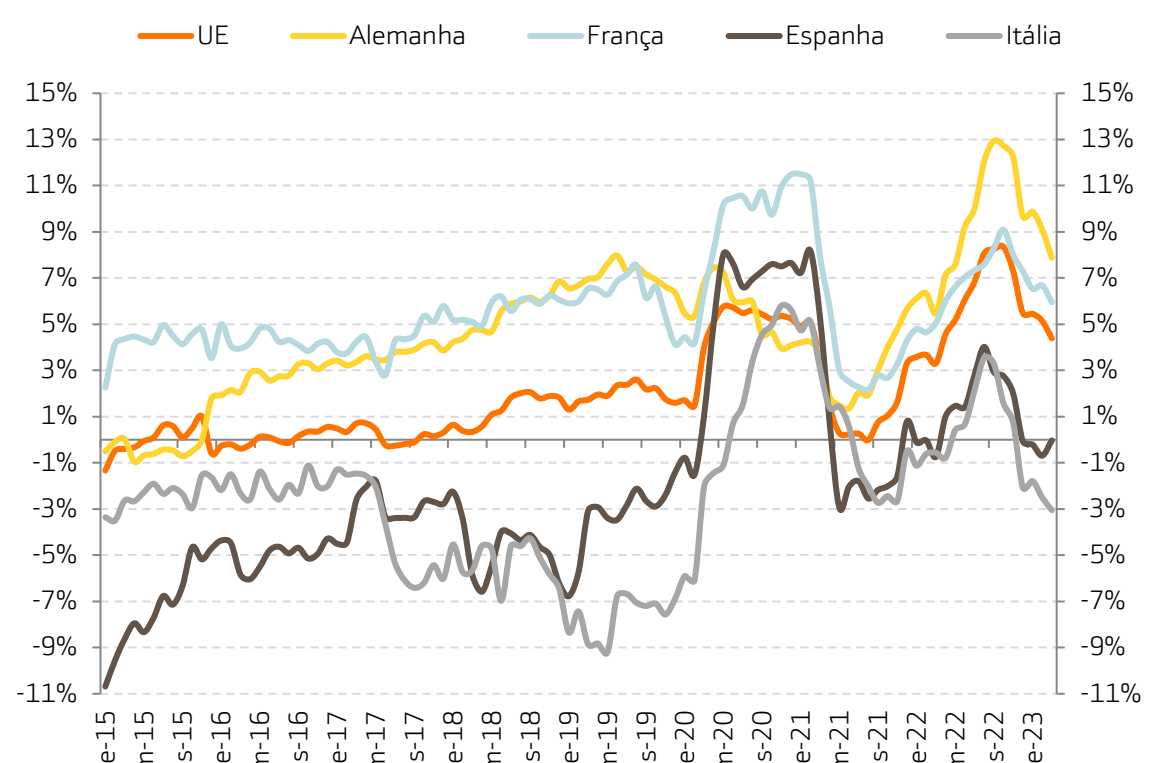


Gráfico 1.3 UE: Custo dos Depósitos (Famílias)

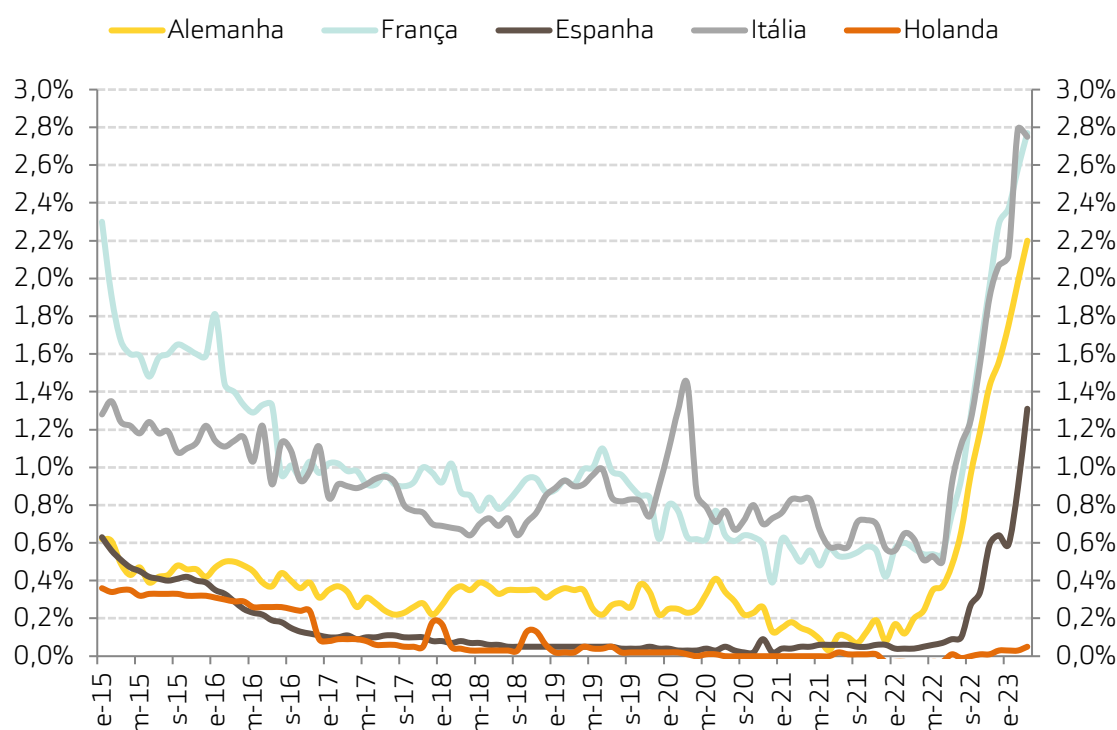


Gráfico 1.4 UE: Evolução Esperada da Procura de Crédito

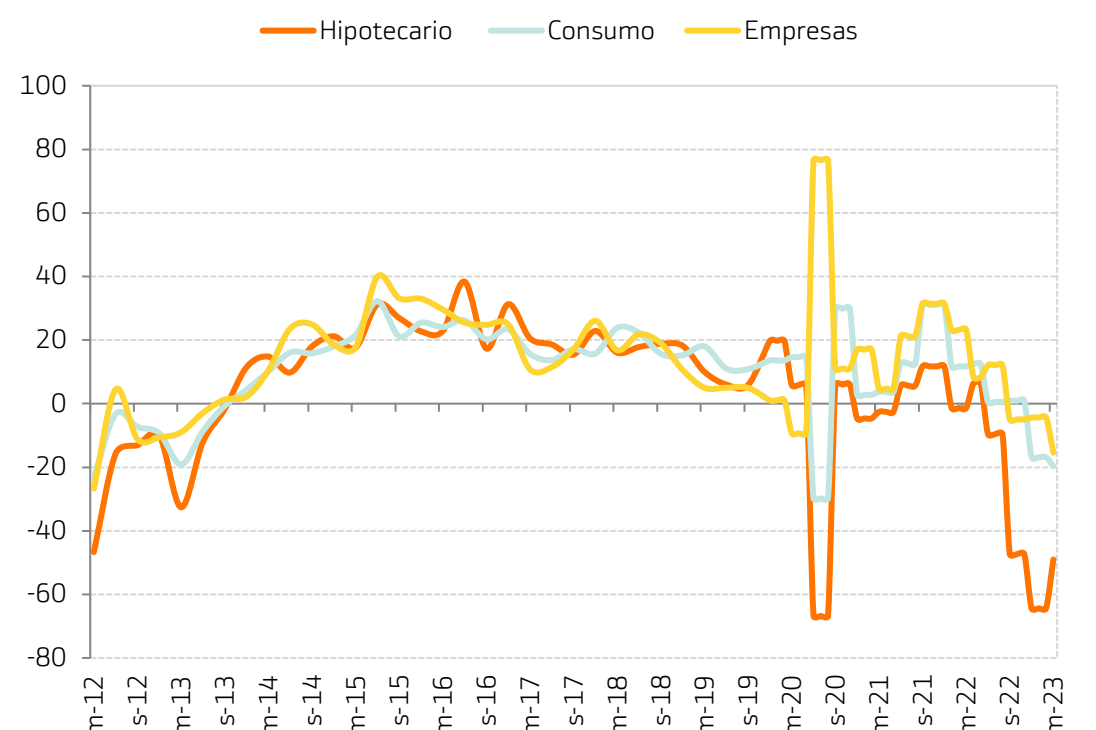


Gráfico 1.5 Hipotecário: Taxas de juro novas operações

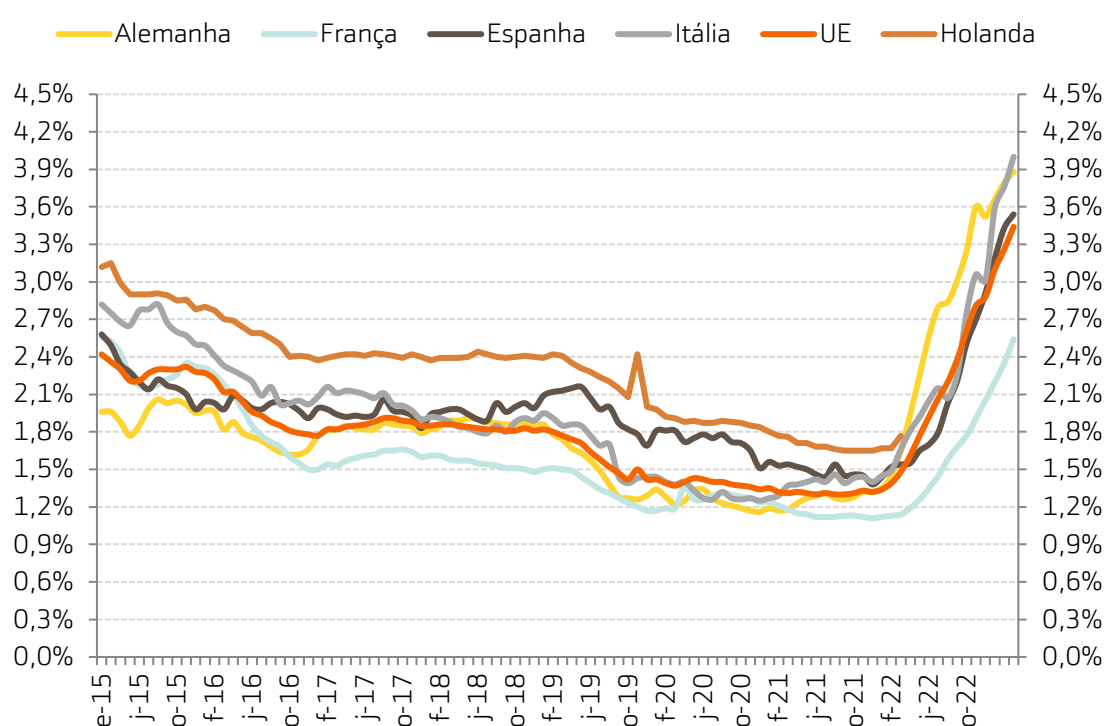
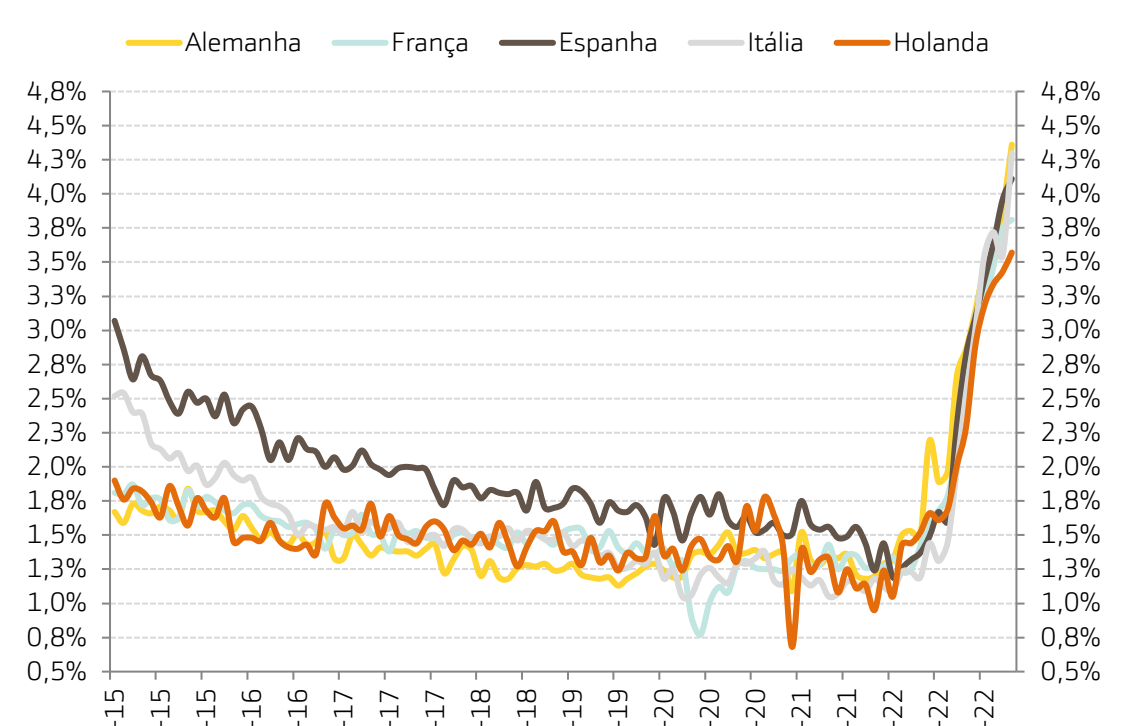


Gráfico 1.6 Crédito empresarial: Taxas de juro novas operações



Fonte: Bloomberg & BCE.

Estratégia de Investimento em Bancos Europeus

Métricas de Gestão

| Tabela 1 | Tamanho | | | Liquidez, Risco & Solvência | | | | | | Rentabilidade & Eficiência | | | |
|-----------------|------------------------|------------------|---------------------------------|-------------------------------|-------------------|-------------------------------------|----------------------------|-------------------|---------------|-----------------------------|---------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|
| | Dados em M.ão € | | | Dados em % | | | | | | Dados em % | | | |
| | Capitaliz. Bolsista | Ativos Totais | Receitas ⁽¹⁾ 12 M | L-t-D ⁽²⁾ rácio | Passivo Retail | NPL 's/TCE ⁽³⁾ Último | CoR ⁽⁴⁾ 12 M | APR 's/ Ativos | CET - I FL | ROTE 12 M ⁽⁵⁾ | RoRWA 's Last ⁽⁶⁾ | Opex/ Oper. ⁽⁷⁾ | Opex/ APR 's ⁽⁸⁾ |
| Santander | 50.851 | 1.749.402 | 55.852 | 99,4% | 60,5% | 48,1% | 1,21% | 35,5% | 12,0% | 13,5% | 14,3% | 2,3% | 4,7% |
| BBVA | 37.435 | 739.564 | 25.844 | 91,5% | 57,5% | 29,0% | 1,00% | 47,1% | 12,6% | 14,9% | 16,2% | 3,1% | 3,3% |
| Caixabank | 26.137 | 618.708 | 11.287 | 91,1% | 66,0% | 43,8% | 0,29% | 34,8% | 12,5% | 11,3% | 12,2% | 2,1% | 2,7% |
| Sabadell | 5.244 | 248.481 | 5.026 | 96,4% | 68,4% | 55,3% | 0,55% | 31,3% | 12,5% | 8,0% | 7,7% | 1,5% | 3,8% |
| Espanha | 119.668 | 3.356.155 | 98.009 | 94,6% | 63,1% | 44,0% | 0,76% | 37,2% | 12,4% | 11,9% | 12,6% | 2,2% | 3,7% |
| Intesa | 39.975 | 955.175 | 25.281 | 94,6% | 49,8% | 0,0% | 0,48% | 0,0% | 13,5% | 11,3% | 17,5% | 2,3% | 5,5% |
| Unicredit | 35.559 | 895.327 | 21.769 | 89,7% | 57,7% | 20,5% | 0,16% | 33,4% | 16,0% | 14,7% | 13,5% | 3,7% | 3,4% |
| Banco BPM | 5.608 | 198.712 | 4.648 | 102,5% | 56,2% | 38,7% | 0,63% | 25,5% | 13,4% | 7,0% | 8,8% | 2,1% | 4,5% |
| MPS | 2.683 | 124.286 | 3.293 | 103,7% | 61,0% | 40,7% | 0,56% | 39,7% | 15,6% | 0,3% | 11,6% | 1,3% | 4,6% |
| Itália | 83.825 | 2.173.500 | 54.991 | 97,6% | 56,2% | 25,0% | 0,46% | 24,6% | 14,6% | 8,3% | 12,8% | 2,3% | 4,5% |
| BNP | 67.543 | 2.693.796 | 45.594 | 85,3% | 39,1% | 19,1% | 0,35% | 25,8% | 12,3% | 12,3% | 17,0% | 1,8% | 4,4% |
| SocGen | 17.659 | 1.553.624 | 27.449 | 92,2% | 36,3% | 25,6% | 0,26% | 23,2% | 13,3% | 3,4% | 5,6% | 2,2% | 5,1% |
| Crédit Agricole | 32.389 | 2.167.621 | 23.985 | 58,6% | 39,4% | 33,2% | 0,29% | 17,0% | 11,2% | 19,6% | 12,3% | 2,3% | 3,9% |
| França | 117.591 | 6.415.041 | 97.028 | 78,7% | 38,3% | 26,0% | 0,30% | 22,0% | 12,3% | 11,8% | 11,6% | 2,1% | 4,4% |
| Deutsche Bank | 19.523 | 1.306.777 | 27.446 | 81,5% | 48,0% | 21,4% | 0,27% | 27,5% | 13,4% | 10,3% | 9,3% | 1,6% | 5,7% |
| Commerzbank | 11.980 | 497.357 | 9.985 | 90,2% | 62,2% | 22,3% | 0,18% | 34,5% | 14,1% | 6,7% | 7,4% | 0,3% | 1,1% |
| Alemanha | 31.503 | 1.804.134 | 37.431 | 85,9% | 55,1% | 21,8% | 0,22% | 31,0% | 13,8% | 8,5% | 8,3% | 0,9% | 3,4% |
| Erste Group | 12.984 | 342.921 | 9.369 | 83,6% | 74,0% | 25,5% | 0,11% | 42,6% | 14,2% | 14,8% | 14,2% | 2,5% | 3,9% |
| Raiffeisen | 4.546 | 210.977 | 11.255 | 98,6% | 64,6% | 19,2% | 0,76% | 46,7% | 16,0% | 25,2% | 16,9% | 6,0% | 4,5% |
| Austria | 17.530 | 553.898 | 20.624 | 91,1% | 69,3% | 22,4% | 0,44% | 44,7% | 15,1% | 20,0% | 15,5% | 4,3% | 4,2% |
| ING (Holanda) | 42.218 | 1.022.188 | 19.528 | 95,8% | 68,1% | 23,1% | 0,16% | 32,0% | 14,5% | 9,7% | 12,6% | 2,2% | 3,4% |
| ABN (Holanda) | 12.260 | 403.764 | 8.455 | 95,2% | 68,7% | 23,7% | 0,00% | 32,6% | 15,2% | 20,4% | 10,1% | 2,0% | 4,4% |
| KBC (Bélgica) | 25.422 | 347.355 | 8.300 | 78,5% | 70,3% | 11,0% | 0,08% | 31,0% | 15,4% | 18,2% | 18,3% | 3,6% | 4,0% |
| Benelux | 79.900 | 1.773.307 | 36.283 | 89,8% | 69,0% | 19,3% | 0,08% | 31,9% | 15,0% | 16,1% | 13,7% | 2,6% | 3,9% |
| Média | 15.158 | 734.781 | 15.810 | 86,6% | 51,9% | 28,1% | 0,39% | 28,3% | 13,1% | 11,7% | 11,9% | 2,1% | 4,1% |

(i): Margem Bruta ex - Rdos posta em enquadramento; (2) Investimento Crédito/Depósitos; (3) Duvidosos/Tangible Common Equity. (4) CoR (12 m Trailing): Provisiones/Inversión crediticia

(5) RL/ TCE médio; (6) RL anualizado / TCE; (7) M.Exploração/Ativos Ponderados por Risco; (8) Gtos Operativos/APR 's

Estratégia de Investimentos em Bancos Europeus

Desempenho das ações e Múltiplos de valoração

| Tabela 2 | Preço Último | % Revalorização | | | | | PER | | P/B 2023 e | P/TBV 2023 e | PTBV/ROTE Último | % Cash Div. Yield 2023 e |
|-----------------|-----------------|-----------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|---------------|-----------------|---------------------|-----------------------------|
| | | YTD | 1M | 3M | 6 M | 12 M | 23 e | 24 e | | | | |
| Santander | 3,09 | 10,3 | -3,0 | -17,0 | 8,4 | 2,5 | 5,3 x | 4,8 x | 0,6 x | 0,7 x | 0,05 x | 5,9 |
| BBVA | 6,21 | 10,2 | -6,6 | -15,8 | 10,6 | 22,2 | 5,6 x | 5,6 x | 0,8 x | 0,8 x | 0,05 x | 8,7 |
| Caixabank | 3,48 | -5,1 | 3,9 | -14,0 | -2,2 | 3,4 | 6,8 x | 6,8 x | 0,8 x | 0,9 x | 0,07 x | 8,6 |
| Sabadell | 0,93 | 5,8 | -1,4 | -24,5 | 4,8 | 11,9 | 5,5 x | 5,5 x | 0,4 x | 0,5 x | 0,06 x | 8,0 |
| Espanha | | 6,2 | -2,5 | -17,0 | 6,1 | 9,0 | 6,0 x | 5,8 x | 0,7 x | 0,8 x | 0,06 x | 7,7 |
| Intesa | 2,19 | 5,2 | -8,3 | -14,6 | 3,0 | 7,7 | 5,9 x | 5,8 x | 0,7 x | 0,9 x | 0,05 x | 11,8 |
| Unicredit | 18,32 | 38,1 | 2,1 | -5,3 | 40,7 | 68,1 | 5,4 x | 4,9 x | 0,6 x | 0,6 x | 0,05 x | 6,6 |
| Banco BPM | 3,70 | 11,0 | 0,4 | -10,3 | 11,7 | 14,0 | 5,1 x | 4,8 x | 0,4 x | 0,5 x | 0,06 x | 10,1 |
| MPS | 2,13 | 10,7 | 2,0 | -15,6 | 13,1 | -86,7 | 4,5 x | 5,2 x | 0,3 x | 0,4 x | 0,03 x | 0,0 |
| Itália | | 19,7 | -3,0 | -10,4 | 19,9 | 30,7 | 5,6 x | 5,3 x | 0,6 x | 0,7 x | 0,05 x | 9,1 |
| BNP | 54,72 | 2,8 | -6,6 | -17,3 | 2,4 | 3,0 | 6,5 x | 5,8 x | 0,6 x | 0,7 x | 0,04 x | 8,1 |
| SocGen | 21,85 | -6,9 | -0,8 | -20,0 | -8,9 | -12,6 | 5,3 x | 4,1 x | 0,3 x | 0,3 x | 0,05 x | 7,2 |
| Crédit Agricole | 10,70 | 8,9 | -3,4 | -7,4 | 11,4 | 3,8 | 7,1 x | 6,4 x | 0,5 x | 0,5 x | 0,04 x | 7,5 |
| França | | 3,0 | -4,9 | -15,0 | 3,2 | 0,9 | 6,5 x | 5,7 x | 0,5 x | 0,6 x | 0,04 x | 7,8 |
| Deutsche Bank | 9,57 | -9,6 | -3,8 | -18,9 | -5,5 | -7,8 | 4,8 x | 4,3 x | 0,3 x | 0,4 x | 0,04 x | 4,7 |
| Commerzbank | 9,57 | 8,3 | -5,0 | -17,0 | 19,5 | 18,4 | 5,9 x | 5,0 x | 0,4 x | 0,5 x | 0,06 x | 5,5 |
| Alemanha | | -2,8 | -4,2 | -18,2 | 4,0 | 2,2 | 5,2 x | 4,6 x | 0,4 x | 0,4 x | 0,05 x | 5,0 |
| Erste Group | 30,21 | 1,0 | -8,2 | -18,7 | 2,1 | 4,1 | 5,6 x | 5,7 x | 0,7 x | 0,8 x | 0,06 x | 7,2 |
| Raiffeisen | 13,82 | -10,0 | -0,6 | -12,5 | -8,1 | 11,7 | 2,0 x | 3,2 x | 0,3 x | 0,3 x | 0,02 x | 4,1 |
| Austria | | -1,8 | -6,2 | -17,1 | -0,6 | 6,1 | 4,7 x | 5,0 x | 0,6 x | 0,7 x | 0,05 x | 6,4 |
| ING (Holanda) | 11,66 | 3,1 | 4,1 | -12,1 | 1,3 | 11,6 | 7,0 x | 6,5 x | 0,8 x | 0,9 x | 0,07 x | 7,4 |
| ABN (Holanda) | 13,66 | 5,7 | -5,9 | -18,2 | 11,6 | 25,3 | 6,4 x | 5,6 x | 0,6 x | 0,6 x | 0,06 x | 7,6 |
| KBC (Bélgica) | 60,94 | 1,4 | -5,9 | -13,8 | 15,5 | 4,9 | 8,3 x | 7,9 x | 1,2 x | 1,5 x | 0,08 x | 8,5 |
| Benelux | | 3,0 | -0,6 | -13,6 | 7,4 | 11,5 | 7,3 x | 6,8 x | 0,9 x | 1,0 x | 0,07 x | 7,8 |
| Média | | 5,1 | -3,6 | -15,0 | 6,4 | 8,1 | 6,1 x | 5,6 x | 0,6 x | 0,7 x | 0,05 x | 7,6 |

Análise e Mercados

EQUIPA DE RESEARCH BANKINTER SA – ANALISTAS FINANCEIROS [*]

| | | |
|---------------------------------------|--|---|
| Ramón Forcada – Diretor | Rafael Alonso – Banca | Pedro Echeguren – Farmacêuticas & Saúde |
| Eduardo Cabero – Seguros | Aránzazu Bueno – Eléctricas | Pilar Aranda – Petróleo |
| Aránzazu Cortina – Industrial | Esther Gutiérrez de la Torre – Autos | Juan Moreno – Imobiliário, Infraestruturas e Hotéis |
| Juan Tuesta – Construção & Tecnologia | Elena Fernández-Trapiella – Consumo/Luxo | Jorge Pradilla - Logística |
| Pedro Ribeiro – Químicas e Papel | Carlos Pellicer – Alimentação e Distribuição | |

[*] Analistas Financeiros sujeitos ao Regulamento Interno de Conduta em mercados de valores mobiliários, disponível em <https://www.bankinter.pt/analise>

TEMÁTICAS/ATIVOS REPARTIDOS POR TODA A EQUIPA:

- Macroeconomia
- Estratégia de Investimento
- Obrigações
- Moedas
- Fundos de Investimento
- ETFs
- Carteiras Modelo de Fundos de Investimento e de Ações

SISTEMA DE RECOMENDAÇÕES

A informação incluída no presente relatório constitui uma análise de investimento para efeitos da Diretiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros e, como tal, contém uma explicação objetiva e independente das matérias contidas na recomendação. Apesar de se considerar que o conjunto de informações contidas nos relatórios foram obtidas junto de fontes consideradas fiáveis, nada obsta que aquelas possam, a qualquer momento e sem aviso prévio, ser objeto de alteração ou modificação pelo Bankinter S.A.

As recomendações são absolutas e adequadamente fundamentadas. Existem três categorias ou tipos de recomendações:

- Comprar: potencial de valorização positivo no horizonte definido (fim do ano corrente ou posterior);
- Vender: potencial de valorização negativo no horizonte definido (fim do ano corrente ou posterior);
- Manter: potencial de valorização próximo de zero no horizonte definido (fim do ano corrente ou posterior).

METODOLOGIA DE AVALIAÇÃO

As metodologias de avaliação de empresas mais frequentemente aplicadas pelo Departamento de Análise Financeira do Bankinter as seguintes : *discounted cash flow*, rácios comparáveis, *net present value*, *warranted equity value*, PER teórico, etc. (lista não exaustiva).

DECLARAÇÕES («DISCLOSURE»)

O presente relatório foi elaborado pelo Departamento de Análise Financeira do Bankinter, S.A. Todas as opiniões e estimativas contidas no presente relatório constituem a opinião técnica pessoal da equipa de Análise Financeira, por referência à data de emissão deste relatório e, portanto, suscetível de alteração sem aviso prévio.

Certifica-se que os analistas financeiros não receberam, não recebem e não receberão, direta ou indiretamente, qualquer remuneração ou incentivo relativamente às recomendações ou opiniões específicas contidas no presente relatório.

O sistema retributivo do/s analista/s dos relatórios é baseado em diversos critérios entre os quais figuram os resultados obtidos no exercício económico pelo Grupo Bankinter, mas em nenhum caso a retribuição dos analistas está vinculada direta ou indiretamente ao sentido das recomendações contidas nos relatórios.

A entidade responsável pela elaboração deste documento, bem como pelos dados, opiniões, estimativas, previsões e recomendações nele contidos, é o Bankinter S.A., atuando através da sua Sucursal em Portugal, sujeita à supervisão da autoridade competente (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários), inscrita no seu Registo Oficial sob o número 369.

AVISO LEGAL («DISCLAIMER»)

Este documento não foi preparado com nenhum objetivo específico de investimento. Os dados, opiniões, estimativas, previsões e recomendações contidos no presente documento são proporcionados apenas para fins informativos e não constituem consultoria para investimento. Por conseguinte, não devem ser entendidos como uma recomendação pessoal ao investidor e, em caso algum, como uma oferta de compra, venda, subscrição ou negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos.

O investidor deve considerar a informação produzida pelo Departamento de Análise Financeira do Bankinter como mais um instrumento no seu processo de tomada de decisão de investimento. Deve estar consciente de que os valores e instrumentos financeiros mencionados no presente documento podem não ser adequados ou compatíveis com os seus objetivos de investimento e situação financeira. O investidor deve ter em conta que a evolução passada dos valores e instrumentos ou os resultados passados dos investimentos não garantem a evolução ou resultados futuros. Eventuais alterações nas taxas de câmbio de investimentos não denominados na moeda local do investidor poderão gerar um efeito adverso no seu valor, preço ou rendimento.

Salvo indicação em contrário, todos os preços indicativos são fixados com um horizonte temporal de 12 meses, a contar da data de publicação dos relatórios. Os preços indicativos não implicam compromissos de reavaliação nem devem ser entendidos como indicações de recomendações de investimento. Salvo se expressamente indicado no presente relatório, não existe intenção de atualizar a presente informação. Qualquer decisão de compra ou venda de valores mobiliários emitidos pela sociedade incluída no presente relatório deve ser realizada considerando a informação pública disponível e, quando aplicável, o conteúdo do Prospeto de tais valores mobiliários registado na CMVM, disponível no respetivo sítio de internet, na Bolsa de Valores relevante, bem como nos sítios de internet das entidades emitentes. Os relatórios emitidos pelo Departamento de Análise de Bankinter S.A. estão disponíveis aos clientes no sítio da internet do Bankinter S.A – Sucursal em Portugal em <http://www.bankinter.pt/analise>

O Grupo Bankinter não assume qualquer responsabilidade por qualquer perda direta ou indireta sofrida em resultado da utilização da informação contida no presente relatório.

Os relatórios elaborados pelo Departamento de Análise do Bankinter não podem ser reproduzidos, distribuídos, publicados ou citados, ainda que parcialmente, sem prévia autorização e consentimento expresso do Bankinter S.A.

Para mais informações consulte, a todo o tempo, o nosso documento de advertências importantes em www.bankinter.pt/analise