



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Universidad de León

Grado en Finanzas

Curso 2016/2017

¿ESTÁN INFRAVALORADOS LOS BANCOS COTIZADOS ESPAÑOLES?
ARE SPANISH LISTED BANKS UNDERVALUED?

Realizado por el alumno D. Adrián Ferreras González

Tutelado por la Profesora D^a. M^a Teresa Tascón Fernández

León, 26 de junio de 2017

ÍNDICE DE CONTENIDOS

RESUMEN DEL TRABAJO	10
1. INTRODUCCIÓN.....	11
2. PROBLEMA Y MARCO TEÓRICO	12
3. METODOLOGÍA.....	16
4. ANÁLISIS DE FACTORES EXTERNOS E INTERNOS	19
4.1. BANCO SANTANDER.....	19
4.1.1. Factores macroeconómicos.....	19
4.1.2. Efecto de la regulación de capital sobre el Santander	22
4.1.3. El Banco Santander en la reestructuración financiera.....	25
4.1.4. Análisis interno.....	25
4.2. BBVA	28
4.2.1. Factores macroeconómicos.....	28
4.2.2. Efecto de la regulación de capital sobre el BBVA	31
4.2.3. El BBVA en la reestructuración financiera	31
4.2.4. Análisis interno.....	32
4.3. CAIXABANK	34
4.3.1. Factores macroeconómicos.....	34
4.3.2. Efecto de la regulación de capital sobre Caixabank	36
4.3.3. Caixabank en la reestructuración financiera.....	36
4.3.4. Análisis interno.....	37
4.4. BANCO SABADELL	39
4.4.1. Factores macroeconómicos.....	39
4.4.2. Efecto de la regulación de capital sobre Banco Sabadell	40
4.4.3. El Banco Sabadell en la reestructuración financiera	40
4.4.4. Análisis interno.....	40
4.5. BANCO POPULAR	43
4.5.1. Factores macroeconómicos.....	43
4.5.2. Efecto de la regulación de capital sobre Banco Popular	43
4.5.3. Banco Popular en la reestructuración financiera	43
4.5.4. Análisis interno.....	43

4.6. BANKINTER	45
4.6.1. Factores macroeconómicos.....	45
4.6.2. Efecto de la regulación de capital sobre Bankinter	46
4.6.3. Bankinter en la reestructuración financiera	46
4.6.4. Análisis interno.....	46
5. VALORACIÓN DE LOS BANCOS.....	49
5.1. CÁLCULO DEL COSTE DE CAPITAL.....	49
5.2. VALORACIÓN DE BANCO SANTANDER	50
5.2.1. Descuento de dividendos	50
5.2.2. Descuento de resultados anormales	53
5.3. VALORACIÓN DE BBVA	54
5.3.1. Descuento de dividendos	54
5.3.2. Descuento de resultados anormales	57
5.4. VALORACIÓN DE CAIXABANK	58
5.4.1. Descuento de dividendos	58
5.4.2. Descuento de resultados anormales	60
5.5. VALORACIÓN DE BANCO SABADELL.....	62
5.5.1. Descuento de dividendos	62
5.5.2. Descuento de resultados anormales	64
5.6. VALORACIÓN DE BANCO POPULAR	65
5.6.1. Descuento de dividendos	65
5.6.2. Descuento de resultados anormales	67
5.7. VALORACIÓN DE BANKINTER	69
5.7.1. Descuento de dividendos	69
5.7.2. Descuento de resultados anormales	71
6. VALORACIÓN DE RESULTADOS	73
6.1. BANCO SANTANDER.....	73
6.2. BBVA	74
6.3. CAIXABANK	75
6.4. BANCO SABADELL	76
6.5. BANCO POPULAR.....	77
6.6. BANKINTER	78
6.7. COMPARATIVA CONJUNTA.....	79

7. CONCLUSIONES.....	83
8. BIBLIOGRAFÍA Y FUENTES.....	85
ANEXO I - DIVIDENDOS.....	88
ANEXO II – RESULTADOS ANORMALES.....	91

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

GRÁFICOS:

Gráfico 2.1: Evolución del ratio <i>price-to-book</i> entre 2006 y 2017	12
Gráfico 4.2: Reparto del beneficio del Santander por zonas geográficas en 2016.....	19
Gráfico 4.3: Evolución de las divisas más importantes para el Banco Santander.....	22
Gráfico 4.4: Evolución del activo y el patrimonio neto donde 2011=100	26
Gráfico 4.5: Evolución del beneficio y del margen de intereses donde 2011=100.....	27
Gráfico 3.6: Reparto del beneficio del BBVA por zonas geográficas en 2015.....	28
Gráfico 4.7: Evolución de las divisas más importantes para el BBVA.....	30
Gráfico 4.8: Evolución del activo y el patrimonio neto donde 2011=100	32
Gráfico 4.9: Evolución del beneficio y del margen de intereses donde 2011=100.....	33
Gráfico 4.10: Evolución del ICC en España (2012-2017).....	35
Gráfico 3.11: Evolución del activo y el patrimonio neto donde 2011=100	37
Gráfico 4.12: Evolución del beneficio y del margen de intereses donde 2011=100.....	38
Gráfico 3.13: Descomposición del ROE de Caixabank	38
Gráfico 3.14: Reparto del beneficio del Sabadell por zonas geográficas en 2016.	39
Gráfico 4.15: Evolución del activo y el patrimonio neto donde 2011=100	41
Gráfico 4.16: Evolución del beneficio y del margen de intereses donde 2011=100.....	42
Gráfico 4.17: Descomposición del ROE de Banco Sabadell.....	42
Gráfico 4.18: Evolución del activo y el patrimonio neto donde 2011=100	44
Gráfico 4.19: Evolución del beneficio y del margen de intereses donde 2011=100.....	45
Gráfico 4.20: Evolución del activo y el patrimonio neto donde 2011=100	47
Gráfico 4.21: Evolución del beneficio y del margen de intereses donde 2011=100.....	48
Gráfico 5.22: Evolución del dividendo por acción del Banco Santander (2000-2024)..	51
Gráfico 5.23: Evolución de los RA del Banco Santander (2006-2024)	53
Gráfico 5.24: Evolución del dividendo por acción del BBVA (2000-2021).....	55
Gráfico 5.25: Evolución de los RA del BBVA (2006-2024)	57
Gráfico 5.26: Evolución del dividendo por acción de Caixabank (2011-2024).....	58
Gráfico 5.27: Evolución de los RA de Caixabank (2012-2024).....	61
Gráfico 5.28: Evolución del dividendo por acción de Banco Sabadell (2001-2024)	62
Gráfico 5.29: Evolución de los RA de Banco Sabadell (2006-2024).....	64

Gráfico 4.30: Evolución del dividendo por acción de Banco Popular (2000-2024)	65
Gráfico 5.31: Evolución de los RA de Banco Popular (2006-2024).....	68
Gráfico 5.32: Evolución del dividendo por acción de Bankinter (2000-2024)	69
Gráfico 5.33: Evolución de los RA de Bankinter (2006-2024).....	71
Gráfico 6.34: Comparativa de resultados del Santander	73
Gráfico 6.35: Comparativa de resultados del BBVA	75
Gráfico 6.36: Comparativa de resultados de Caixabank	76
Gráfico 6.37: Comparativa de resultados de Banco Sabadell	77
Gráfico 6.38: Comparativa de resultados de Banco Popular.....	78
Gráfico 6.39: Comparativa de resultados de Bankinter.....	79
Gráfico 6.40: Costes de capital descontados por el mercado	80
Gráfico 6.41: Diferencia en el <i>price-to-book</i> entre RA y mercado	81
Gráfico 6.42: Coste de capital para el que dividendos y RA coinciden	81

TABLAS:

Tabla 4.1: Proyecciones del PIB de las áreas de negocio del Banco Santander.....	20
Tabla 4.2: Tipos de interés de las áreas de negocio del Banco Santander.	21
Tabla 4.3: Composición de los requisitos de capital de Basilea III.....	23
Tabla 4.4: Ratios de capital del Banco Santander.	24
Tabla 4.5: Descomposición del ROE del Santander.....	27
Tabla 4.6: Proyecciones del PIB de las áreas de negocio del BBVA.....	29
Tabla 4.7: Tipos de interés de las áreas de negocio del BBVA.....	30
Tabla 4.8: Ratios de capital del BBVA.	31
Tabla 4.9: Descomposición del ROE del BBVA	33
Tabla 4.10: Ratios de capital de Caixabank.	36
Tabla 4.11: Descomposición del ROE de Banco Popular	45
Tabla 4.12: Descomposición del ROE de Bankinter.....	48
Tabla 5.13: Horquilla de costes de capital aplicados.....	50
Tabla 5.14: Resultados del descuento de dividendos del Santander	52
Tabla 5.15: Resultados del descuento de RA del Santander	54
Tabla 5.16: Resultados del descuento de dividendos del BBVA	57
Tabla 5.17: Resultados del descuento de RA del BBVA	58
Tabla 5.18: Resultados del descuento de dividendos de Caixabank	60

Tabla 5.19: Resultados del descuento de RA de Caixabank	62
Tabla 5.20: Resultados del descuento de dividendos de Banco Sabadell	64
Tabla 5.21: Resultados del descuento de RA de Banco Sabadell	65
Tabla 5.22: Resultados del descuento de dividendos de Banco Popular.....	67
Tabla 5.23: Resultados del descuento de RA de Banco Popular.....	69
Tabla 5.24: Resultados del descuento de dividendos de Bankinter.....	70
Tabla 5.25: Resultados del descuento de RA de Bankinter.....	72

ABREVIATURAS

AT1: *Additional Tier 1*

BPA: Beneficios Por Acción

CCoB: *Capital Conservation Buffer*

CET1: *Common Equity Tier 1*

DPA: Dividendos Por Acción

FCFE: *Free Cash Flow on Equity*

FMI: Fondo Monetario Internacional

FPA: Fondos Propios por Acción

G-SIB: *Global Systemically Important Banks*

ICC: Índice de Confianza del Consumidor

IS: Impuesto de Sociedades

NI: *Net Income*

NII: *Net Interest Income*

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

PB: *Price-to-Book* ratio

PBT: *Profit Before Taxes*

PE: *Price-Earnings* ratio

PIB: Producto Interior Bruto

PN: Patrimonio Neto

OI: *Operative Income*

RA: Resultados Anormales

ROE: *Return On Equity*

TA: *Total Assets*

TI: *Total Income*

WEO: *World Economic Outlook*

RESUMEN DEL TRABAJO

Tras el estallido de la crisis financiera, la cotización en bolsa de las principales entidades financieras españolas se ha visto enormemente reducida y se ha mantenido en niveles bajos desde entonces. Con el objetivo de determinar si esta situación se corresponde con la realidad de estos bancos, se propone la valoración de las entidades cotizadas mediante descuento de dividendos y el descuento de resultados anormales para estimar un valor de la acción, así como el coste de capital que el mercado estaría descontando en el momento actual. Del estudio se concluye que el mercado no está llevando a cabo una gran infravaloración de las entidades españolas, estando cinco de los seis bancos ligeramente por debajo del valor estimado y una de ellas ligeramente por encima. Los costes de capital descontados por el mercado parecen oscilar considerablemente, viéndose afectados aparentemente por la internacionalización de las entidades.

Palabras clave: valoración de bancos, descuento de dividendos, modelo de resultados anormales, valor de mercado, coste de capital, bancos, mercado.

ABSTRACT

After the financial crisis started, the market values of the main Spanish financial institutions have suffered a sharp cut and their shares have traded at really low levels since then. Trying to determine whether this situation is sound with the actual reality of Spanish banks, a valuation of these firms is done by applying the dividend discount model and the residual income model. The objective is to estimate the value per share and the cost of capital which is being discounted by the market. This study shows that the market is not carrying out a big undervaluation of Spanish banks. Five out of six banks are slightly undervalued, and the other one is slightly overvalued. The cost of capital applied by the market varies from one bank to another, apparently being affected by the internationalization of the firms.

Keywords: bank valuation, DDM, RIM, market value, cost of capital.

1. INTRODUCCIÓN

El sector financiero español ha sido el foco de la actualidad informativa durante los últimos años debido a su delicado estado de salud. Esta situación se ha transmitido a la cotización bursátil del sector, que ha experimentado grandes pérdidas desde el inicio de la crisis económica. En este trabajo se propone realizar una valoración de las principales entidades financieras cotizadas en España, a partir de información económica-financiera, sectorial y macroeconómica, con el objetivo de determinar si su valor en bolsa se adecúa realmente a su situación actual y a sus perspectivas de cara al futuro.

En la primera parte del estudio se realiza un análisis de los factores externos e internos que se consideran determinantes para hacer la valoración. Así, se analiza el efecto que algunos factores macroeconómicos ejercen sobre el comportamiento de cada banco, concretamente, el producto interior bruto, los tipos de interés y los tipos de cambio; también se analizan dos elementos sectoriales, cómo ha afectado al banco la regulación sobre el capital y el papel desempeñado por dicho banco en la reestructuración del sector financiero; finalmente, se analiza la evolución de las principales variables económico-financieras de las entidades analizadas.

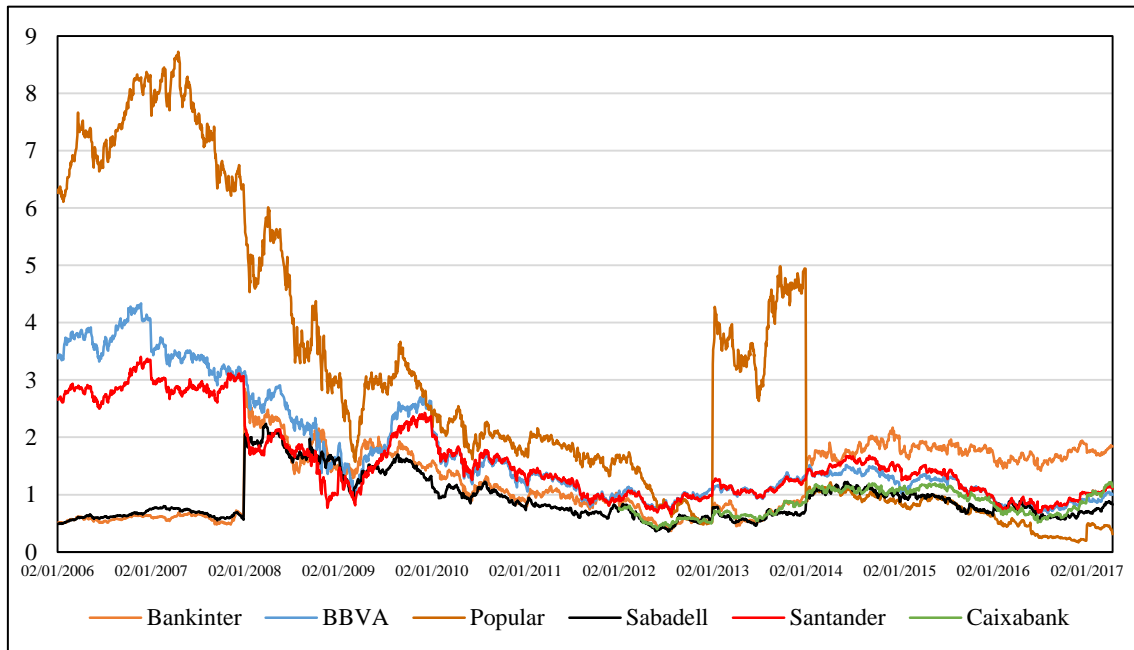
En la segunda parte del estudio se procede a aplicar los métodos escogidos, descuento de dividendos y descuento de resultados anormales, a cada una de las entidades estudiadas. Para ello, se analiza la evolución pasada tanto de dividendos como de resultados anormales y se establecen hipótesis sobre la evolución futura de los bancos.

Con los valores ya calculados, se realiza un análisis de los resultados obtenidos entidad por entidad y en su conjunto. Finalmente, de estos resultados se extraerán las conclusiones acerca del coste de capital descontado por el mercado y del valor de las entidades de acuerdo con la valoración.

2. PROBLEMA Y MARCO TEÓRICO

Durante la crisis económica y financiera, la cotización de las principales entidades financieras españolas se desplomó, pasando de valer de media 3,46 veces su valor en libros a valer apenas la mitad de su valor en libros.

Gráfico 2.1: Evolución del ratio *price-to-book* entre 2006 y 2017



Como se puede observar, la tónica general tras la crisis ha sido la de una valoración baja a nivel generalizado, excepto por breves periodos de recuperación. Tras la crisis, la entidad que mejor parada sale es Bankinter, con un ratio *price-to-book* considerablemente superior al resto de sus competidores. El caso contrario lo protagoniza Banco Popular, que ha pasado de tener la mejor valoración respecto al valor en libros a tener la peor, exceptuando el periodo entre 2013 y 2014 en que la entidad acometió un *contra-split* que afectó al cálculo del ratio.

Es razonable que el valor de las empresas baje cuando el ciclo económico no es favorable, pero nueve años después del estallido de la crisis la cotización de las entidades analizadas sigue encontrándose en niveles muy bajos, a pesar del aparente cambio de ciclo en España. Los continuados focos de incertidumbre a los que se ha visto enfrentado nuestro país en la última década (crisis, rescate y reestructuración del sistema financiero, dudas sobre la economía griega, Brexit, etc.) han podido afectar a la valoración que da el mercado de los bancos españoles. Sin embargo, cabe preguntarse si realmente estas entidades valen tan poco.

Existen diversos factores que podrían explicar el mal comportamiento de las entidades españolas en el mercado. De acuerdo con Berges y Valero (2016), se ha dado una “peligrosa combinación” de una coyuntura de negocio muy débil por los bajos tipos de interés y la entrada en vigor de una nueva regulación que altera el esquema de absorción de pérdidas que restringe el pago de dividendos. Los bancos se verían afectados no tanto por los cambios en sí como por la incertidumbre sobre su aplicación. Las modificaciones normativas suponen la creación de un escenario sustancialmente distinto al preexistente, alterando el modo en que las entidades plantean su negocio. Además, cabría esperar novedades normativas en los próximos años, mientras se comprueba la eficacia sobre el terreno de las propuestas y se ajustan.

Además, según el Fondo Monetario Internacional (FMI) (2017a), el sistema financiero español se enfrenta a una “sobrebancarización”. Si bien reconoce que tras la crisis ha habido un esfuerzo por reducir el exceso de capacidad, recortando el número de oficinas y de empleados, la institución recomienda profundizar en el proceso de aumento de eficiencia. Para ello, propone la fusión de entidades, proceso que se ha retomado recientemente con el inicio de la fusión entre Bankia y Banco Mare Nostrum (BMN) y que podría continuar en el futuro con el Banco Popular, cuya delicada situación ha puesto sobre la mesa la posible necesidad de una fusión. Esta situación suma una mayor incertidumbre al conjunto del sistema financiero, afectando a su valoración.

Otro factor que se debe tener en cuenta es que el mal rendimiento bursátil de las entidades financieras en España no es un caso aislado, sino que se trata de una circunstancia generalizada en toda Europa. El sector bancario se ha visto ensombrecido por una baja rentabilidad, dudas sobre el crecimiento económico en el continente y la existencia de gran cantidad de activos no productivos en el balance de buena parte de las entidades europeas (BCE, 2016a). En los últimos meses se ha visto incrementado el coste de capital (o rentabilidad exigida) de las entidades financieras hasta niveles que han llegado a rondar el 10%, mientras que el ROE medio se quedaba estancado en el 5%. Esto supone un problema puesto que aquellas entidades que no logren elevar su rentabilidad hasta aproximarse a la rentabilidad exigida podrían ver dificultado su acceso a los mercados en el largo plazo, incrementado los costes para su endeudamiento y minorando aún más su rentabilidad (BCE, 2016b). Este cúmulo de circunstancias, sumado a la incertidumbre regulatoria, explica en parte la gran inestabilidad bursátil del sector durante los últimos años.

Resulta interesante destacar que la información contable no es siempre igual de relevante para la formación de los precios en el mercado. En un estudio de Hail (2013), se concluye que en países con un sistema de derecho continental, la información del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias ha experimentado una tendencia decreciente en cuanto a su importancia sobre la valoración, especialmente esta última. También se debe tener en cuenta que la asimetría informativa entre las empresas y los inversores desempeña un gran papel a la hora de interpretar la información contable, puesto que existen incentivos para publicar solo aquellas partes que resulten beneficiosas, introduciendo un sesgo en la propia contabilidad. No son pocos los escándalos relacionados con la falsificación o manipulación de los estados financieros de grandes empresas. Sin llegar a tal envergadura, recientemente el Banco Popular se ha visto obligado a modificar sus cuentas anuales correspondientes al ejercicio 2016 por no recoger fielmente las provisiones por deterioro de activos y el resultado del ejercicio, entre otros aspectos.

En una línea similar a lo anteriormente expuesto, Huizinga y Laeven (2012) recogen una serie de discrepancias entre el valor de mercado y el valor contable de los bancos estadounidenses durante y tras la crisis económica de 2008. Concluyen que la divergencia en el precio de estas entidades puede deberse a la lentitud de estas para ajustar el valor en libros de sus activos. Esto no se explicaría solo por la rigidez de las normas contables, sino que sería un reflejo de cómo los bancos han hecho uso de discrecionalidad directiva para prevenir el deterioro de su valor contable.

Teniendo en cuenta que en el trabajo se va a emplear la metodología de descuento de resultados anormales, resulta interesante repasar algunos trabajos que relacionan dicho método con la relevancia valorativa. Agostino, Drago y Silipo (2011) señalan que las entidades de mayor envergadura han experimentado un incremento en la importancia del valor en libros y de los beneficios para explicar las variaciones de su valor de mercado tras la implantación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Destacan además que estas dos variables aumentan su poder explicativo aún más para entidades con mayores niveles de transparencia. Anandarajan, Francis, Hasan y John (2011) también inciden en la importancia de la transparencia para que el valor en libros y los beneficios tengan relevancia valorativa. De acuerdo con los autores, mayores niveles de transparencia en las entidades financieras permitirían un mayor entendimiento de los estados financieros por parte de los inversores. También señalan la

importancia del factor “entorno corporativo”, medido mediante el crédito al sector privado sobre el Producto Interior Bruto (PIB). En países con valores más altos en esta variable la relevancia valorativa del valor en libros y de los beneficios es mayor. En general, ambos estudios parecen coincidir en que en aquellos países con mayores niveles de desarrollo, el valor de mercado de las entidades financieras puede ser explicado de forma más adecuada con la información usada en el descuento de resultados anormales.

Precisamente con los dos sumandos de esta metodología (valor en libros y resultados anormales) Bolibok (2014) estima una regresión para las empresas cotizadas en el principal índice bursátil de Polonia. El modelo planteado explica un 86% de las variaciones de los precios en el mercado de las compañías analizadas. Esto puede ser extrapolado para otros mercados europeos como el español.

Además, las conclusiones obtenidas en todos estos estudios pueden ser aplicadas también al método de descuento de dividendos. Esto es así ya que el modelo de descuento de resultados anormales puede ser derivado del de dividendos, siempre que se cumpla la relación de “excedente limpio” (*clean surplus*), es decir, que el valor en libros del año t debe ser igual al del año $t-1$ sumado el beneficio y restado el reparto de dividendos (Henry, Pinto, Robinson, Stowe; 2010). Por tanto, ambos modelos serían equivalentes en teoría, y deberían dar resultados similares aplicados de forma coherente y consistente entre sí.

Parece claro que la información contable no es todo lo fiable que cabría esperar. También se deduce que la situación para el sector bancario no es ni mucho menos óptima. Sin embargo, resulta llamativo el continuado estado de depresión de los precios de las entidades financieras españolas en bolsa en relación con sus valores contables. Esto es aún más destacable si se tiene en cuenta la existencia de evidencias que parecen apuntar a que los beneficios y el valor contable de las compañías son buenos indicadores para aproximar los valores de sus acciones. Cabría preguntarse si el pesimismo predominante en los mercados para con el sector es excesivo, lo cual no quiere decir que no pueda estar justificado. Por ello, el objetivo de este trabajo es averiguar, previa valoración de los bancos españoles, qué costes de capital está descontando el mercado y si los precios se ajustan a su situación real.

3. METODOLOGÍA

En este trabajo se va a realizar una valoración de los bancos españoles. Puesto que el objetivo del estudio es comparar los resultados obtenidos con los precios del mercado, solo se tendrán en cuenta entidades cotizadas en bolsa. En el momento actual, hay siete: Banco Popular¹, Banco Sabadell, Banco Santander, Bankia, Bankinter, BBVA y CaixaBank. Dado que Bankia se encuentra inmersa en un proceso de fusión con BMN y realizar tal valoración entrañaría una dificultad digna de un estudio por separado, se ha decidido eliminarlo de la muestra. Son así seis las entidades finalmente objeto de estudio.

Existen diversas metodologías que se pueden aplicar para la valoración de empresas. Se pueden distinguir cuatro grandes grupos o enfoques (Deev, 2011):

- Enfoques basados en el patrimonio: consistentes en valorar los activos y los pasivos de la compañía y calcular la diferencia para obtener el valor del capital. Es difícil de aplicar para entidades transfronterizas o con diversidad de negocios.
- Enfoques basados en el mercado: también conocidos como valoración relativa, consisten en obtener ratios de un grupo de referencia, que relacionen el valor de mercado con una magnitud relevante para la valoración (como el *Price-Earnings*, PE o el *Price-to-Book*, PB), y usarlos para determinar el valor de la compañía (como un valor proporcional). La dificultad recae en formar grupo de empresas de referencia con características similares a las de la entidad objeto de estudio.
- Enfoques basados en los ingresos: consisten en hallar el valor actual de los ingresos esperados para el futuro. Se pueden actualizar distintos tipos de flujos monetarios, tales como FCFE (*free cash flow on equity*) o dividendos. Las principales dificultades que presentan estas metodologías son la estimación del coste de capital para descontar los flujos así como la subjetividad de los resultados, ya que aunque las expectativas futuras de la empresa se basan en la información disponible sobre la entidad y sobre el entorno en el que desarrolla su negocio, es el valorador con su criterio quien concreta esas expectativas en previsiones para realizar la valoración.

¹ El 7 de junio de 2017, Banco Popular dejó de cotizar y fue subastado y vendido al Banco Santander por el precio simbólico de 1€. Sin embargo, en la fecha de realización de este trabajo, el banco sí cotizaba.

- Enfoques basados en modelos de valoración de opciones: como su propio nombre indica, consisten en aplicar modelos matemáticos empleados para valorar opciones. Para realizar la valoración se parte de otros métodos, como podría ser el descuento de dividendos o de *free cash-flows*.

Estas metodologías son aplicables a la gran mayoría de empresas. Sin embargo, los bancos reúnen una serie de características especiales que hacen que no todos sean adecuados. Entre las principales dificultades que presenta el sector a la hora de valorar se encuentran su fuerte regulación, que afecta a las previsiones sobre reinversión y crecimiento; el hecho de que la deuda de las entidades financieras actúe como materia prima de su negocio y la dificultad para estimar *cashflows*. (Damodaran, 2013). Debido a estas circunstancias, las posibilidades a la hora de valorar entidades financieras se ven considerablemente reducidas. Puesto que no se pueden estimar los FCFE, se pueden emplear los dividendos como aproximación, ya que estos son observables y se dispone de datos con relativa facilidad en empresas que los paguen. También se puede centrar el foco en los resultados anormales, o exceso de rentabilidad de los bancos sobre el coste de capital o rentabilidad esperada. Estas serán las dos metodologías empleadas en el trabajo para estimar la valoración de las entidades objeto de estudio.

El descuento de dividendos es un método consistente en hallar el valor de una acción mediante la actualización de todos los dividendos esperados en el futuro. Para poder aplicarlo, se requiere estimar los dividendos futuros, una tasa de crecimiento a perpetuidad para la empresa valorada y un coste de capital con el que descontar los flujos. Este enfoque funciona mejor para entidades con una política de dividendos estable. La fórmula general sería:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{DPA_t}{(1 + k_e)^t}$$

Donde V_0 es el valor actual por acción, DPA_t es el dividendo por acción para cada periodo t y k_e es el coste de capital.

El descuento de resultados anormales se basa en calcular el valor de una empresa sumando el valor contable del capital en el momento presente con el valor actual de los resultados anormales que se espera que la entidad obtenga en el futuro. Los resultados anormales (RA) serían la rentabilidad obtenida por encima (o por debajo) del coste de

capital. Así, una entidad que obtiene una rentabilidad similar a su coste de capital vería convergir el valor de sus acciones a su valor teórico contable. Una entidad con una rentabilidad inferior al coste de capital vería su valor caer por debajo del valor teórico, y de forma análoga, en caso de obtener una rentabilidad superior, su valor se situaría por encima. Los RA se calculan como:

$$RA_t = BPA_t - FPA_{t-1} \cdot k_e$$

Donde BPA_t es el beneficio por acción del periodo t , FPA_{t-1} son los fondos propios por acción del periodo $t-1$ y k_e es el coste de capital.

Una vez calculados los RA, la fórmula general a aplicar sería:

$$V_0 = FPA_0 + \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{RA_t}{(1 + k_e)^t}$$

Donde V_0 es el valor de la acción, FPA_0 son los fondos propios por acción en el momento presente, RA_t es el resultado anormal de cada periodo t y k_e es el coste de capital.

4. ANÁLISIS DE FACTORES EXTERNOS E INTERNOS

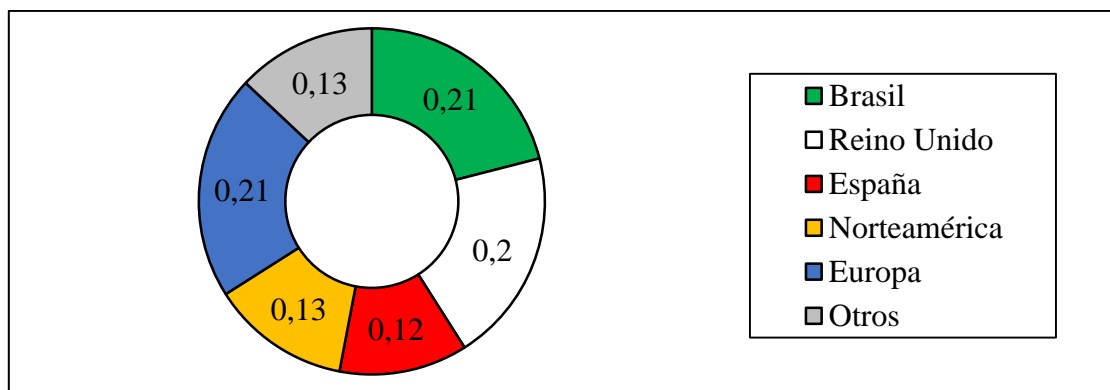
En este apartado se procede a realizar un análisis de los principales factores que van a determinar la valoración de los seis bancos objeto de estudio. Para poder plantear hipótesis sobre la futura evolución de las entidades, se deben tener en cuenta una serie de factores de carácter externo, como variables macroeconómicas, regulación o sector; así como factores de carácter interno, propios de cada una de las compañías.

4.1. BANCO SANTANDER

4.1.1. Factores macroeconómicos

Para poder realizar un análisis de los principales factores macroeconómicos que afectan al Banco Santander, primero se debe tener en cuenta cuáles son las principales áreas geográficas donde desarrolla su negocio. Para ello, se consulta el último Informe Anual publicado, que corresponde con 2016:

Gráfico 4.2: Reparto del beneficio del Banco Santander por zonas geográficas en 2016



El principal mercado del Santander es Brasil (21%), seguido de cerca por Reino Unido (20%). A mayor distancia se sitúa España, como tercer país de mayor relevancia (12%). En cuanto a las regiones, Europa (excluyendo España) aporta un 21% a través de *Santander Consumer Finance*, corporación especializada en los créditos al consumo. Por último, Norteamérica aporta un 13%, gracias a la presencia en Estados Unidos y México. Estas son las cinco regiones que se van a tener en cuenta a la hora de estudiar las distintas variables de carácter macroeconómico que afectan a la evolución futura de la entidad.

El primer factor a tener en cuenta es el Producto Interior Bruto, que se empleará como indicador de las perspectivas de crecimiento del Banco Santander partiendo de la marcha económica de sus áreas de negocio. Según el FMI (2017b), las proyecciones esperadas de crecimiento son las siguientes:

Tabla 4.1: Proyecciones del PIB de las áreas de negocio del Banco Santander.

	2015	2016	2017*	2018*
Brasil	-3,8	-3,5	0,2	1,5
Reino Unido	2,2	2,0	1,5	1,4
España	3,2	3,2	2,3	2,1
Europa	2,0	1,7	1,6	1,6
Norteamérica	2,6	1,9	2,0	2,2

En su informe, el FMI contempla una mejora de las perspectivas económicas de los países desarrollados gracias al posible cambio de políticas aplicadas por el gobierno de Estados Unidos, el cual se supone aplicará estímulos fiscales a corto plazo. En general, los mercados en los que el Santander está presente muestran cierta estabilidad y continuidad en los años venideros. Se estima que la economía carioca comenzará a recuperarse de una dura recesión en 2017, afianzándose el crecimiento en 2018. En cuanto a Reino Unido, se prevé un menor crecimiento que en años precedentes, debido a la incertidumbre que rodea al país tras el referéndum del Brexit. España presenta también un menor crecimiento para el bienio 2017-2018, si bien la institución mejora en una y dos décimas respectivamente sus previsiones. Además, la expansión de la economía española podría ser superior, ya que el FMI tiene tendencia a ser conservador con este país: en el *World Economic Outlook* publicado en abril de 2016, la previsión para 2016 era de un 2,6 frente al 3,2 reconocido finalmente. Por este motivo, podría esperarse cierta mejora respecto a los datos aquí presentados. Finalmente, para Europa se proyectan crecimientos modestos, mientras que en Norteamérica se prevé un ligero aumento de la expansión económica. Los ya comentados estímulos fiscales de Estados Unidos mejoran las perspectivas de su economía, si bien México se ve afectado por las medidas del nuevo Gobierno estadounidense y ve bajar sus previsiones en seis décimas tanto para 2017 como para 2018.

Otra de las principales variables a tener en cuenta para la valoración, especialmente en el caso de una entidad financiera, es el tipo de interés. Su evolución determina la capacidad de los bancos para desarrollar su negocio básico, la intermediación: tomar fondos de los depósitos y transformarlos en productos financieros para luego venderlos

a los clientes. Tipos de interés más bajos suponen un margen de intermediación bancaria más reducido, minorando a su vez los ingresos de las entidades. Los tipos de las principales áreas de negocio del Santander se muestran a continuación, así como el sentido en el que han evolucionado recientemente (Global-rates.com):

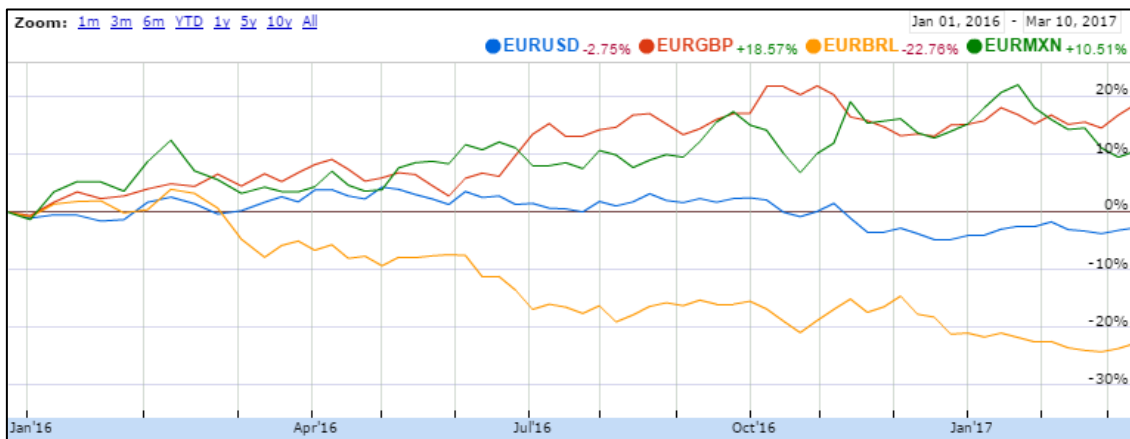
Tabla 4.2: Tipos de interés de las áreas geográficas del Banco Santander.

	T/i	Sentido
Brasil	12,25%	↓
Reino Unido	0,25%	↓
Zona Euro	0,00%	↓
EEUU	0,75%	↑
México	6,25%	↑

Tanto en Brasil como en el Reino Unido y la Zona Euro, la tendencia es de reducción de los tipos de interés, aunque parten de escenarios diferentes: Brasil tiene un tipo de interés básico muy elevado, mientras que los dos países desarrollados están rozando los tipos cero. Esto reduce la rentabilidad del negocio bancario en estas zonas, si bien los bancos centrales no tienen ya mucho margen para seguir reduciendo los tipos, con lo que se podría considerar que se ha alcanzado un suelo. La situación en México y los Estados Unidos es bien distinta, pues ambos países están incrementando sus tipos de interés. Especialmente reseñable es la subida por parte de la Reserva Federal, ya que podría arrastrar al alza los tipos de interés de otros países.

Por último, se analiza la evolución del tipo de cambio de las divisas de las principales áreas geográficas del Santander con respecto al euro. Es importante estudiar las posibles apreciaciones/depreciaciones así como la variabilidad en sus cotizaciones ya que esto afecta al beneficio obtenido en estas zonas. A continuación se muestra el tipo de cambio del euro con las cuatro principales divisas con las que trabaja el Santander, según datos de Google Finance:

Gráfico 4.3: Evolución de las divisas más importantes para el Banco Santander.



El dólar es la divisa que muestra una mayor estabilidad, presentando pequeñas variaciones porcentuales en el último año, que culminan con una depreciación del euro frente al dólar del 2,75%, lo cual afecta poco a la entidad. El real brasileño es la moneda que más se aprecia frente al euro, un 22,76%, invirtiéndose parte de la fuerte depreciación que sufrió esta divisa al entrar en recesión la economía brasileña. Son buenas noticias para el Santander, que ve apreciados sus ingresos en su principal área de negocio. Peores noticias para la entidad son el fortalecimiento del euro frente a la libra esterlina y al peso mexicano. A raíz del Brexit la divisa británica ha perdido valor, hasta cerrar el último año con una depreciación frente al euro del 18,57%, penalizando considerablemente los ingresos obtenidos en la segunda mayor área de negocio del banco. En cuanto a México, la depreciación es de menor envergadura (casi el 11%) y afecta en menor medida al aportar la zona una proporción menor de ingresos.

4.1.2. Efecto de la regulación de capital sobre el Santander

Los bancos están sometidos a una fuerte regulación, factor que se debe tener muy en cuenta a la hora de valorarlos. A las entidades financieras se les exige mantener unos niveles mínimos de capital medidos como ratios sobre su exposición al riesgo (riesgo calculado mediante la variable “activos ponderados por riesgo”). A la hora de valorar y realizar hipótesis sobre el futuro crecimiento de una entidad, se debe tener en cuenta si esta cumple con los requisitos mínimos de capital, así como si se contempla la posibilidad de futuros cambios en la regulación, lo cual añade incertidumbre al futuro de la compañía (Damodaran, 2013).

Los requisitos mínimos de capital de la banca española vienen determinados por Basilea III, cuya normativa está siendo implantada de forma paulatina hasta que resulte de aplicación obligatoria en todos sus apartados el 1 de enero de 2019. Es de vital importancia que las entidades financieras sean capaces de cumplir los objetivos marcados de forma cómoda y a ser posible con antelación, para asegurar la estabilidad de su negocio y dar una señal de fortaleza al mercado. Dificultades para alcanzar estos niveles mínimos reflejarían una debilidad del negocio y fragilidad en la entidad, además de afectar al reparto de dividendos futuro y a las inversiones previstas puesto que se requerirán esfuerzos para situar el banco en el lugar deseado. Por ello, a la hora de valorar cada uno de los bancos españoles, el cumplimiento de estos requisitos mínimos de capital es un factor a tener muy en cuenta.

Basilea III exige que las entidades financieras cumplan una serie de ratios con los que miden distintas partes de su capital. En la siguiente tabla se muestran los múltiples componentes del capital total de los bancos:

Tabla 4.3: Composición de los requisitos de capital de Basilea III.

CAPITAL TOTAL	TIER 1	Acciones ordinarias (CET1)	Pilar I
			Pilar II
			CCoB
			G-SIB*
	Tier 1 Adicional (AT1)		
	Colchón anticíclico*		
	TIER 2		

El TIER 1 (calculado como activos ponderados por riesgo entre capital computable) es el capital considerado de máxima calidad. Incorpora principalmente el capital accionario de la compañía y los beneficios de ejercicios pasados. Además, incluye tres colchones o *buffers*: el colchón anticíclico, que puede ser exigido para hacer frente a posibles cambios en el ciclo económico; el colchón de conservación (CCoB) para tener una red de seguridad en el capital en caso de tener que asumir pérdidas y un colchón especial que se le exige a entidades consideradas como sistémicas globales (G-SIB) o, en algunos casos, sistémicas regionales. El TIER 2 (calculado como activos ponderados

por riesgo entre capital computable) es capital adicional considerado como menos seguro que el TIER 1, como deuda subordinada y productos híbridos. Sumados forman el capital total de la entidad. Son estos distintos componentes los que se examinarán para cada uno de los bancos.

De acuerdo con el informe “Información con relevancia prudencial” de 2016, el Banco Santander presentó los siguientes ratios de capital al cerrar dicho ejercicio:

Tabla 4.4: Ratios de capital del Banco Santander.

Concepto	2015	2016	Meta 2019*
CET1	10,05%	10,55%	9,5%
TIER1	11,00%	11,53%	11%
Capital total	13,05%	13,87%	13%

Los ratios aquí presentados son los *fully-loaded*, es decir, que están calculados con la normativa que entrará en vigor en 2019 y no con la del actual periodo de transición (estos serían los ratios *phase-in*). La meta indicada en la tabla es meramente orientativa, ya que no se puede determinar en el momento actual cuál es el ratio exacto que se le exigirá al Banco Santander o a cualquier otra entidad en un plazo de dos años vista. El colchón para entidades sistémicas se determina de forma anual, y puede haber variaciones en la exigencia de los reguladores. Lo mismo ocurre con el colchón anticíclico: el Banco de España lo fijó en el 0% para el 2016, pero esta situación podría cambiar en el futuro. Sin embargo, aunque sean ratios teóricos, son útiles para evaluar el estado de cada entidad frente a los objetivos teóricos fijados.

El Banco Santander presenta unos muy buenos datos, situándose ya ligeramente por encima de la meta de 2019. Se observa además una mejora de los ratios entre 2015 y 2016, lo cual apunta a una tendencia positiva y estable. En los próximos años no requerirá excesivos aprovisionamientos para afianzar su solvencia, más allá de generar recursos que cubran el aumento de sus negocios, puesto que ya se encuentra en una buena situación. Existe la posibilidad de que se cambien determinados detalles de la normativa, como las metodologías con que se calculan las exposiciones al riesgo o los instrumentos financieros que se pueden agrupar en cada una de las categorías de capital. Sin embargo, el Santander cuenta con la ventaja de estar ya por encima de los objetivos,

pudiendo adaptarse de forma relativamente fácil a esta incertidumbre regulatoria. Por último, cabe destacar la gran cantidad de capital CET1 que acumula la entidad (1% por encima del objetivo). Este es capital de máxima calidad, con el que primero se asumirían las pérdidas de la entidad, lo que le da un buen margen de cara a posibles crisis.

4.1.3. El Banco Santander en la reestructuración financiera

El último apartado dedicado a factores externos se centra en analizar la posición de cada una de las entidades dentro del proceso de reestructuración del sistema financiero español.

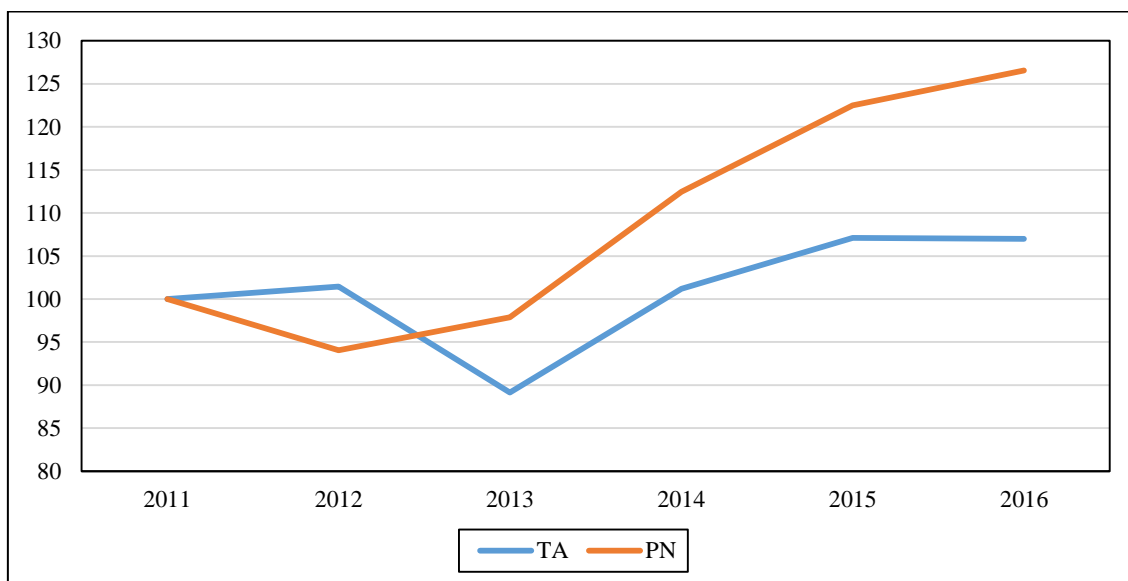
El Banco Santander es de las pocas entidades que no participó del proceso de fusiones y adquisiciones de otros bancos y cajas de ahorros de menor tamaño. En el año 2012, la entidad procedió a integrar sus filiales Banesto y Banif dentro de su negocio principal, pasando a operar bajo la marca del Banco Santander.

En la segunda oleada de fusiones e integraciones iniciada en este año 2017, la entidad ha adquirido el negocio del Banco Popular tras la resolución de dicha entidad por el Mecanismo Único Europeo de Resolución por ser considerado inviable. Al ser este hecho posterior a la realización de la valoración, no se ha tenido en cuenta dentro de las hipótesis sobre el futuro del Santander.

4.1.4. Análisis interno

En este último apartado se va a realizar un breve análisis de las magnitudes más importantes de la entidad que permita diagnosticar la situación actual de la empresa en términos económico-financieros.

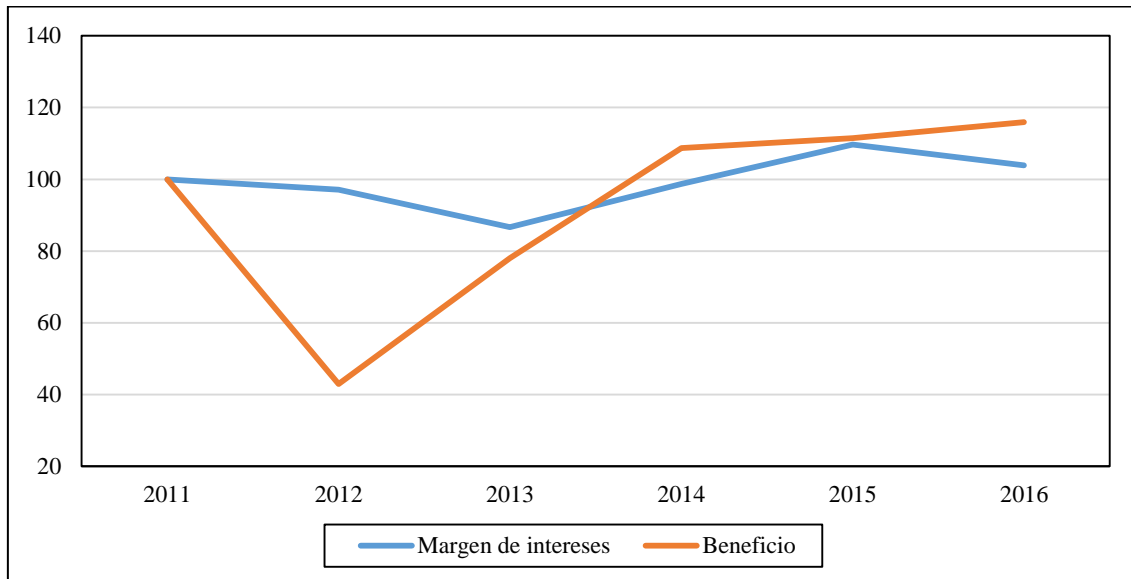
Gráfico 4.4: Evolución del activo y el patrimonio neto donde 2011=100



En primer lugar se analiza la evolución del total activo y del patrimonio neto entre 2011 y 2016, tomando como base 100 el primer año. Mientras que el activo muestra un modesto crecimiento del 5%, el patrimonio neto se incrementa algo más de un 25%. Esto es resultado de los ya estudiados incrementos en los requerimientos de capital, que han obligado a las entidades financieras a aumentar la proporción de capital en sus balances. Con esto, el Santander consigue una mejora de su solvencia y da síntomas de buena salud y estabilidad. El menor crecimiento del activo se explica por el deterioro de parte de los activos de carácter inmobiliario.

En segundo lugar, se analiza la evolución del margen de intereses (negocio principal de los bancos) y del beneficio del Santander entre 2011 y 2016, tomando de nuevo el valor del primero año como base 100. Destaca la gran divergencia en el crecimiento de estas dos variables: mientras que el beneficio se incrementa algo más de 2,5 veces, el margen oscila durante todo el periodo alrededor del valor inicial, manteniéndose relativamente constante. La principal razón para este comportamiento tan dispar es que el beneficio del Santander se ha ido viendo progresivamente menos afectado por las pérdidas por deterioro de activos financieros, partida que lastraba su cuenta de resultados. Por otro lado, el pobre crecimiento del margen de intereses se explica por la política de bajada de los tipos de interés básicos de los distintos países en que opera la entidad.

Gráfico 4.5: Evolución del beneficio y del margen de intereses donde 2011=100



Por último, se analiza la evolución del ROE aplicando la siguiente descomposición (Massari, Gianfrate y Zanetti; 2014):

$$ROE = \frac{NI}{E} = \frac{NI}{PBT} \cdot \frac{PBT}{OI} \cdot \frac{OI}{TI} \cdot \frac{TI}{NII} \cdot \frac{NII}{TA} \cdot \frac{TA}{E}$$

Donde NI es el resultado del ejercicio, PBT es el resultado antes de impuestos, OI es el margen bruto, TI es el resultado antes de impuestos, NII es el margen de intereses, TA es el total activo y E es el patrimonio neto.

Tabla 4.5: Descomposición del ROE del Santander.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	6,61%	2,77%	5,14%	7,30%	6,65%	6,28%
NI/PBT	0,6740	0,6405	0,5659	0,5446	0,6249	0,5762
PBT/OI	0,1801	0,0809	0,1860	0,2506	0,2080	0,2434
OI/TI	4,5353	11,2332	6,4494	4,8934	4,4056	4,0222
TI/NII	0,3153	0,1317	0,2371	0,2947	0,3175	0,3537
NII/TA	0,0253	0,0239	0,0204	0,0265	0,0259	0,0232
TA/E	15,0468	15,1043	15,6211	14,0102	14,1148	13,5717

La rentabilidad financiera del Banco Santander ha mejorado considerablemente desde el pobre 2,77% registrado en 2012. Pese a ello, el ROE de la entidad sigue siendo algo bajo, pues no llega al 10%. De la descomposición del ratio destaca el progresivo descenso del apalancamiento, que concuerda con lo visto al analizar el primer gráfico sobre activo y patrimonio neto. Esta caída supone un menor efecto apalancamiento y por tanto una menor rentabilidad financiera, lo cual explica en parte la debilidad en el

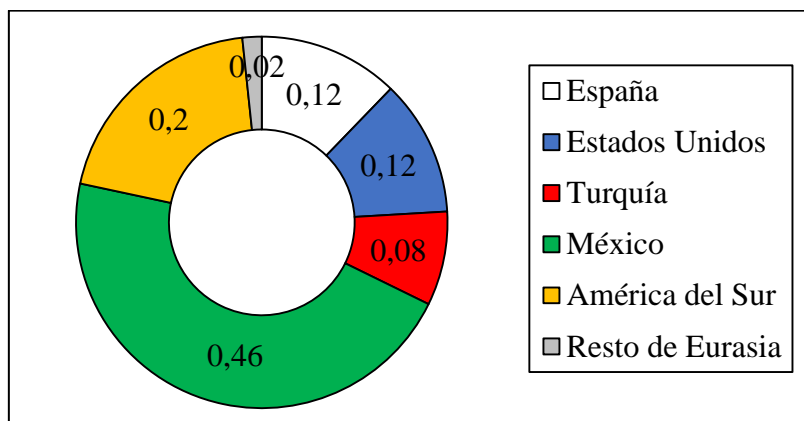
ROE. El impacto de los impuestos en el beneficio de la entidad, medido mediante el ratio NI/PBT, se mantiene más o menos constante. El impacto de partidas extraordinarias, medido mediante el ratio PBT/OI, varía durante el periodo estudiado: afecta sobre todo en 2012 y mejora paulatinamente en los años posteriores. Esto se debe a las provisiones por deterioro de activos que tuvo que realizar la entidad y que lastraron el beneficio durante los años posteriores a la crisis. El ratio OI/TI muestra el impacto de la reducción del fondo de comercio de la entidad y se mantiene en niveles similares para todo el periodo salvo en 2012, cuando el Santander se vio especialmente afectado por insolvencias y deterioro de activos. El banco mantiene unos niveles de especialización, medidos por el ratio TI/NII, similares al principio y al final del periodo, aunque lastrado en los años intermedios. Por último, cabe mencionar la estabilidad en la rotación de activos (NII/TA), debido al estancamiento del margen de intereses y el leve incremento en el activo. En general, se puede concluir que el Banco Santander está retornando paulatinamente a la situación anterior al impacto de la crisis, aunque con un menor efecto apalancamiento. Por ello, para obtener una rentabilidad financiera alta deberá mejorar sus resultados en los otros componentes.

4.2. BBVA

4.2.1. Factores macroeconómicos

De forma previa al análisis de los principales factores macroeconómicos, se comprueba cuáles son las principales áreas geográficas del BBVA. De acuerdo al Informe Anual de 2015:

Gráfico 4.6: Reparto del beneficio del BBVA por zonas geográficas en 2015.



El BBVA presenta una exposición muy elevada al mercado mexicano, puesto que aporta un 46% del beneficio total de la compañía. Muy por detrás aparecen Estados Unidos y España, empatados con 12% y Turquía con un 8%. Agregando el conjunto de pequeñas aportaciones de varios países de América del Sur, el continente aporta un total del 20% del beneficio. Estas son las principales áreas de negocio de la entidad, sobre las que se realizará el análisis de factores.

La primera variable a estudiar es el PIB. De acuerdo con las previsiones del FMI (y de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, OCDE, en el caso de Turquía), el PIB en las áreas geográficas del BBVA evolucionará del siguiente modo:

Tabla 4.6: Proyecciones del PIB de las áreas geográficas del BBVA.

	2015	2016	2017*	2018*
México	2,6	2,2	1,7	2,0
Estados Unidos	2,6	1,6	2,3	2,5
España	3,2	3,2	2,3	2,1
Turquía	4,0	2,9	3,3	3,8
América del Sur	0,1	-0,7	1,2	2,1

La economía mexicana presenta unas perspectivas menores que en los años precedentes, debido al posible impacto de las ya mencionadas medidas del nuevo Gobierno estadounidense. A pesar de ello, seguiría creciendo a ritmos cercanos al 2%, por lo que no debería presentar turbulencias si no se materializan nuevas propuestas proteccionistas. Estados Unidos, a su vez, vería revitalizada su economía por estas mismas medidas, hasta alcanzar en 2018 un crecimiento del 2,5%. España reduciría en un punto porcentual su crecimiento para los próximos años, si bien podrían considerarse estimaciones conservadoras. El caso de Turquía es particular, ya que mostraría un muy robusto crecimiento cercano al 4%, pero encierra un elevado grado de incertidumbre por motivos geopolíticos (inestabilidad interna, Guerra de Siria, etc.). Por último, América del Sur mejoraría su crecimiento hasta alcanzar el 2%.

Una vez repasadas las perspectivas de crecimiento de las áreas geográficas del BBVA, se procede a analizar los tipos de interés en dichas regiones:

Tabla 4.7: Tipos de interés de las áreas geográficas del BBVA.

	T/i	Sentido
México	6,25%	↑
EEUU	0,75%	↑
Zona Euro	0,00%	↓
Turquía	8,00%	↑

México, Estados Unidos y la Zona Euro ya habían sido comentados en el apartado 4.1.1. Los tipos de interés de Turquía son bastante elevados y tienen sentido alcista, lo cual es una buena noticia para la entidad. En general, los tipos de interés de las áreas geográficas de esta compañía son más favorables que los del Santander.

Por último, se analiza la evolución de las tres divisas con las que trabaja principalmente el BBVA. A continuación, se muestra la cotización del euro frente a estas monedas (Google Finance):

Gráfico 4.7: Evolución de las divisas más importantes para el BBVA.



El dólar se mantuvo relativamente estable en el último año, apreciándose casi un 3% frente al euro, mientras que el peso mexicano se depreció un 10,51%. La lira turca mostró un comportamiento bastante estable hasta finales de 2016, cuando comenzó a depreciarse con fuerza frente al euro, casi un 25%. Los beneficios del BBVA se podrían ver afectados por esta mayor debilidad de la lira y sobre todo por la debilidad del peso, haciendo que los ingresos obtenidos en estas regiones valgan menos en euros. La pequeña variación del dólar puede beneficiar a la entidad, pero dada la menor relevancia que tiene EEUU en el grupo, el impacto será mínimo.

4.2.2. Efecto de la regulación de capital sobre el BBVA

El marco regulatorio es el mismo para todas las entidades, por lo que lo explicado en el apartado 4.1.2. se aplica al resto. Una vez tenido en cuenta esto, se procede a analizar los ratios de capital publicados en el informe de relevancia prudencial más reciente:

Tabla 4.8: Ratios de capital del BBVA.

Concepto	2014	2015	Meta 2019
CET1	10,4%	10,3%	9,25%
TIER1	11,1%	11,6%	10,5%
Capital total	14,2%	14,4%	13%

Al igual que el Santander, el BBVA cumple ya los objetivos principales de 2019 con relativa holgura. El único dato que podría considerarse como mínimamente preocupante es la caída de una décima en el ratio de capital CET1 entre 2014 y 2015, que viene explicada por un mayor incremento de los activos ponderados por riesgo (+14,39%) que del capital CET1 (+13,29%). Sin embargo, estando un 1% por encima del objetivo y siendo tan poca la diferencia entre la generación de recursos y el incremento del riesgo, no existe por el momento motivo para la alarma. En general, son buenos datos que permiten a la entidad adaptarse a posibles cambios regulatorios en el futuro. Con un capital total 1,4% superior al objetivo, el BBVA debería centrarse en los años venideros en mejorar la calidad de su capital más que en seguir acumulándolo, puesto que un exceso de fondos sin invertir acabaría repercutiendo sobre su rentabilidad.

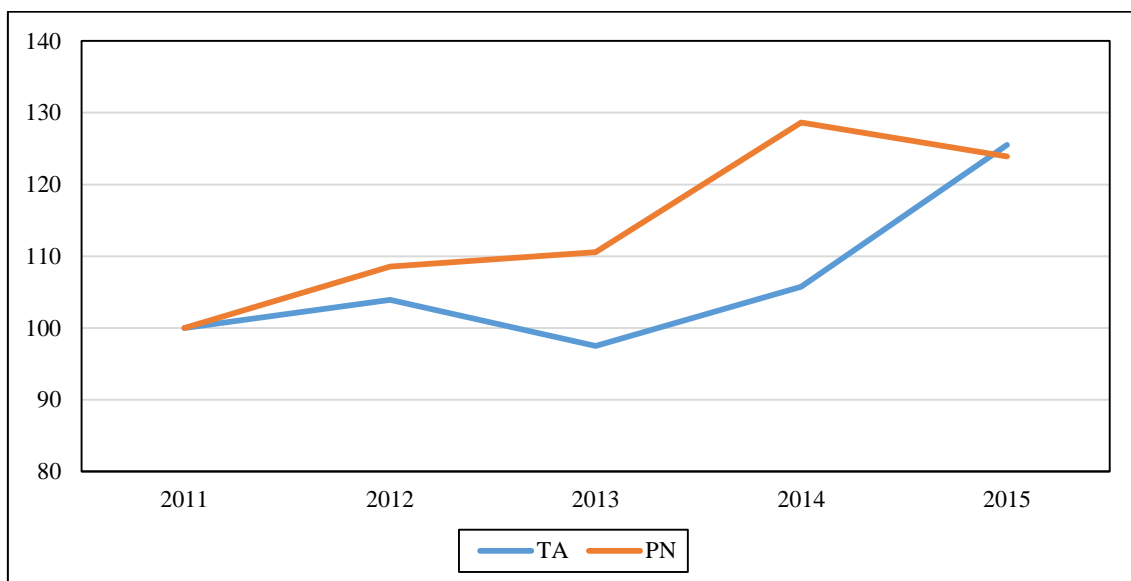
4.2.3. El BBVA en la reestructuración financiera

El BBVA ha adquirido durante el proceso de reestructuración Unnim Banc y Catalunya Banc, ambos surgidos de la fusión de varias cajas de ahorro. Estas integraciones permitieron a la entidad aumentar su presencia en Cataluña, una de las regiones más dinámicas en lo económico.

4.2.4. Análisis interno

En este último apartado se analizarán las principales magnitudes de la entidad con el objetivo de conocer su situación económico-financiera. En primer lugar, se analiza la evolución del total activo y del patrimonio neto entre 2011 y 2015 tomando como base 100 el primer año. Como en el caso del Santander, se observa un fuerte incremento del patrimonio neto como consecuencia de la necesidad de más capital de las entidades financieras. En el último año la tendencia de crecimiento se rompe debido al impacto negativo del tipo de cambio de las principales divisas del BBVA. El activo también experimenta un fuerte incremento del activo en 2014 y 2015, debido a la integración de otras dos entidades en el negocio del BBVA: en 2014 se incorpora Unnim Banc y en 2015, Catalunya Banc. Es por ello que el crecimiento del activo difiere tanto del caso del Santander, ya que este no participó en el proceso de compras surgido de la reestructuración del sistema financiero español.

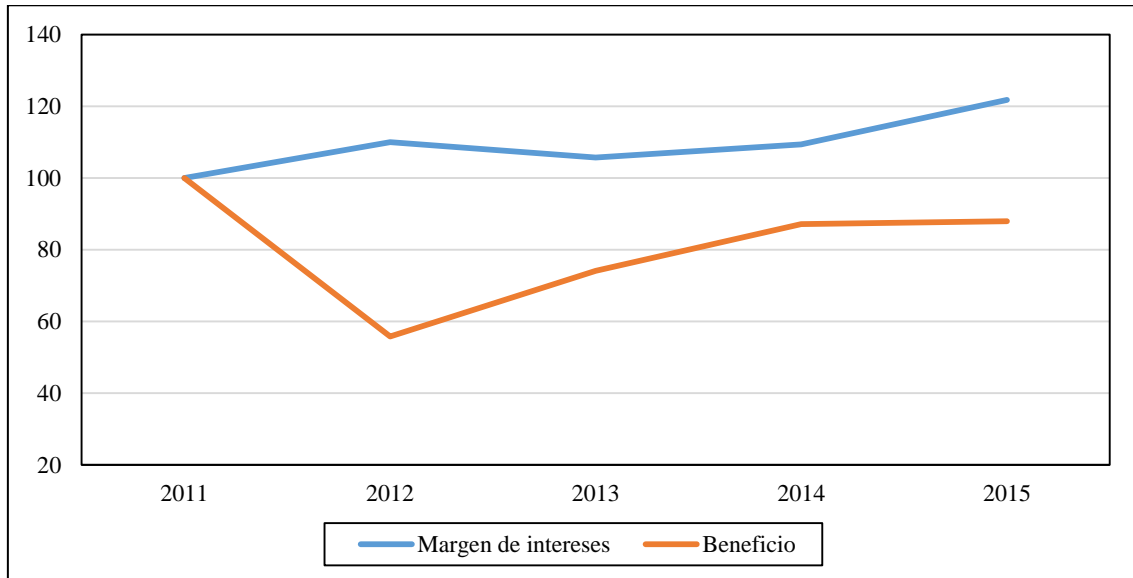
Gráfico 4.8: Evolución del activo y el patrimonio neto donde 2011=100



En cuanto al beneficio y al margen de intereses, se analizan también entre 2011 y 2015 tomando el primer periodo como base 100. El beneficio del BBVA muestra un mal comportamiento, situándose hasta el último año con información disponible por debajo del resultado obtenido en 2011. Esto se debe al fuerte impacto que tienen para la entidad las pérdidas por deterioro de activos financieros en su cuenta de resultados, ya que el margen de intereses no solo se ha mantenido sino que ha aumentado considerablemente (+20%) gracias a las adquisiciones ya mencionadas. Por tanto, el BBVA muestra una

salud menor que la del Santander, que ha logrado recuperar fuertemente su beneficio a pesar de la pobre evolución de su margen de intereses.

Gráfico 4.9: Evolución del beneficio y del margen de intereses donde 2011=100



Por último, se analiza el ROE con la descomposición propuesta en el apartado 4.1.4:

Tabla 4.9: Descomposición del ROE del BBVA

	2011	2012	2013	2014	2015
ROE	8,02%	4,18%	5,09%	5,87%	5,12%
NI/PBT	0,8717	1,0594	2,3345	0,6578	0,5740
PBT/OI	0,1721	0,0725	0,0460	0,1921	0,1970
OI/TI	3,6242	7,3974	5,5562	4,4248	3,7374
TI/NII	0,4202	0,2038	0,2687	0,3257	0,3901
NII/TA	0,0238	0,0242	0,0224	0,0247	0,0254
TA/E	14,7494	14,9204	14,1789	13,0753	12,2449

El BBVA muestra unos bajos niveles de rentabilidad a excepción del año 2011. De la descomposición del ratio destaca el progresivo descenso del apalancamiento, que concuerda con lo visto al analizar el primer gráfico sobre activo y patrimonio neto. Esta caída supone un menor efecto apalancamiento y por tanto una menor rentabilidad financiera, lo cual explica en parte la debilidad en el ROE. El impacto de los impuestos en el beneficio de la entidad, medido mediante el ratio NI/PBT, se mantiene más o menos constante salvo en 2012 y 2013, cuando se puede apreciar el efecto de las ventas de activos no estratégicos así como de la participación en CNCB (China CITIC Bank). El impacto de partidas extraordinarias, medido mediante el ratio PBT/OI, varía durante el periodo estudiado: afecta sobre todo en 2012 y mejora paulatinamente en los años

posteriores. Esto se debe a las provisiones por deterioro de activos que tuvo que realizar la entidad y que lastraron el beneficio durante los años posteriores a la crisis. El ratio OI/TI muestra el impacto de la reducción del fondo de comercio de la entidad y se comporta de forma paralela al componente anterior. En 2012 varía especialmente, ya que en dicho año el BBVA se vio especialmente afectado por insolvencias y deterioro de activos. El banco mantiene unos niveles de especialización, medidos por el ratio TI/NII, similares al principio y al final del periodo, aunque lastrado en los años intermedios. Por último, cabe mencionar la estabilidad en la rotación de activos (NII/TA), debido al estancamiento del margen de intereses y el leve incremento en el activo. En general, se puede concluir que el BBVA está recuperándose paulatinamente de los efectos de la crisis, aunque aún está algo lejos de retornar a la situación de partida. Debido al menor efecto apalancamiento, la entidad deberá obtener mejores resultados en el resto de componentes para poder volver a conseguir una rentabilidad financiera elevada.

4.3. CAIXABANK

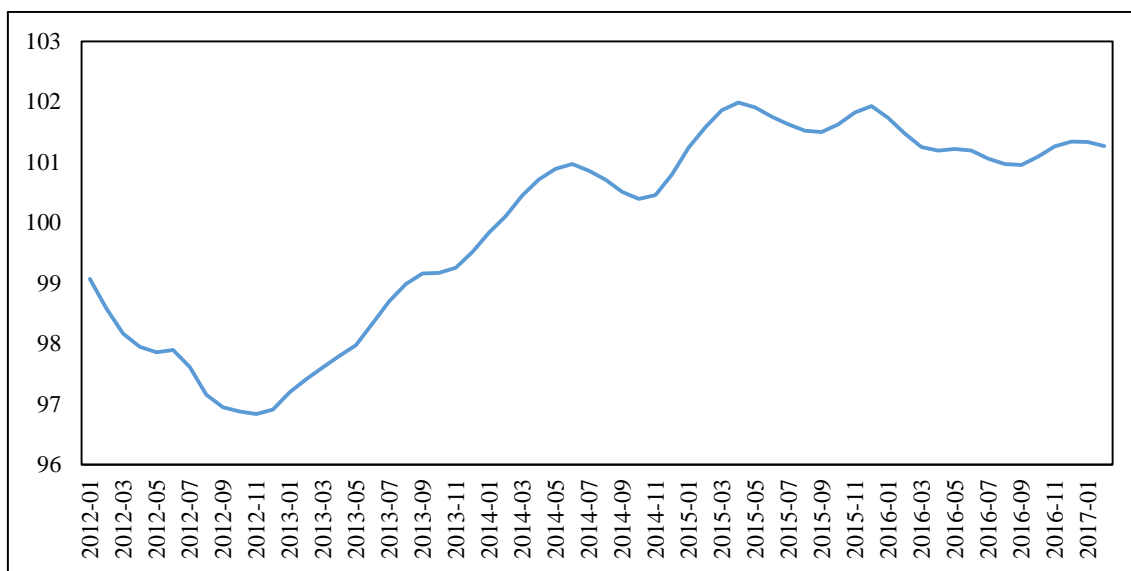
4.3.1. Factores macroeconómicos

A diferencia de las dos entidades precedentes, Caixabank no tiene un beneficio fuertemente diversificado a nivel internacional, sino que su negocio se centra principalmente en España. Dado que en el último informe anual disponible del banco no se proporciona un desglose de los beneficios o los ingresos por zona geográfica, se acude a la “Información con relevancia prudencial” para comprobar la distribución de la exposición de crédito, que se tomará como indicador de sus principales áreas geográficas. De acuerdo con dicho informe, relativo a 2015, el 96% del valor contable bruto de los préstamos de Caixabank se concentra en España, el 3% en la Unión Europea y el otro 1% en países del resto del mundo. Visto este reparto de los créditos, el negocio de Caixabank depende por completo de España, por lo que será este el país sobre el que se centrará el análisis macroeconómico.

Las proyecciones del FMI para el PIB español son, como ya se vio anteriormente, bastante positivas, pues se considera que se mantendrá el crecimiento en niveles algo superiores al 2% en los años 2017 y 2018. Esto supondría una reducción del ritmo de expansión de la economía respecto a los dos años precedentes, en los que ha crecido al

3%. Dado que Caixabank depende por entero del mercado español, merece la pena profundizar un poco más en este dato. Para corroborar si la predicción del FMI se corresponde con la realidad, o si nuevamente están siendo demasiado conservadores con España, se analiza el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de acuerdo con los datos recogidos por la OCDE:

Gráfico 4.10: Evolución del ICC en España (2012-2017)



El ICC es un indicador adelantado del PIB y como tal puede informar sobre la futura tendencia de esta variable. Se puede apreciar la recuperación económica desde finales de 2012 hasta alcanzar su máximo a principios de 2015. En 2016 se observa una caída del índice, producto probablemente de la inestabilidad política y la falta de Gobierno, recuperándose parte de la confianza a finales de año. Por tanto, sí que podría existir una pequeña disminución en el crecimiento (unas pocas décimas) pero no parece que esta vaya a ser tan grande como expone el FMI, que propone una caída de un punto porcentual. Las expectativas de crecimiento para la economía española serían pues considerablemente positivas, lo cual es una buena noticia para Caixabank, que verá cómo su principal mercado se mantiene en unos niveles de crecimiento muy aceptables.

En lo referente a los tipos de interés, Caixabank se mueve en un escenario de menores oportunidades que el BBVA o el Santander, ya que el 99% de su negocio se desarrolla en un entorno de tipos cero. Sin embargo, esta situación debería estar relativamente cercana a su fin. El BCE no tiene ya margen, en teoría, para seguir bajando los tipos de interés. Así mismo, en un informe del servicio de estudios del BBVA publicado el

pasado febrero, se prevé que a finales de 2018 comenzaría la subida de tipos de interés por parte de la autoridad monetaria.

4.3.2. Efecto de la regulación de capital sobre Caixabank

De acuerdo con la información con relevancia prudencial publicada más reciente, los ratios de capital de Caixabank serían los siguientes:

Tabla 4.10: Ratios de capital de Caixabank.

Concepto	2014	2015	Meta 2019
CET1	12,11%	11,55%	9%
TIER1	12,11%	11,55%	10,5%
Capital total	15,39%	14,23%	12,5%

Caixabank muestra unos ratios por encima de los objetivos de 2019, siendo especialmente destacable la diferencia de casi dos puntos porcentuales en el capital total. Sin embargo, se observa una tendencia decreciente entre 2014 y 2015: de algo más de medio punto porcentual en el caso del CET1 y el TIER1 (coincidentes pues Caixabank no cuenta con instrumentos financieros computables como AT1) y de 1,1% en el caso del capital total. El motivo detrás de esta caída es el mantenimiento de los recursos propios en unos niveles muy similares a los de 2014 mientras que aumentan las deducciones por pérdidas esperadas en la cartera de renta variable y otras de menor cuantía cuya naturaleza no se especifica. La entidad cuenta con una holgura en los recursos propios suficiente como para afrontar este tipo de eventualidades, sin embargo, no deja de ser una noticia negativa puesto que el impacto no es precisamente pequeño. Se debería evaluar la evolución futura del capital para comprobar si se trata de un caso aislado o si realmente existe una tendencia que deba preocupar. Así mismo, sería recomendable centrarse más en la calidad que en la cantidad de capital, para evitar pérdidas de rentabilidad.

4.3.3. Caixabank en la reestructuración financiera

Caixabank es la mayor entidad surgida del proceso de reestructuración. Nace en 2011 de la fusión de la Caixa, Caixa Girona, Banco de Valencia y Banca Cívica (fusión de varias

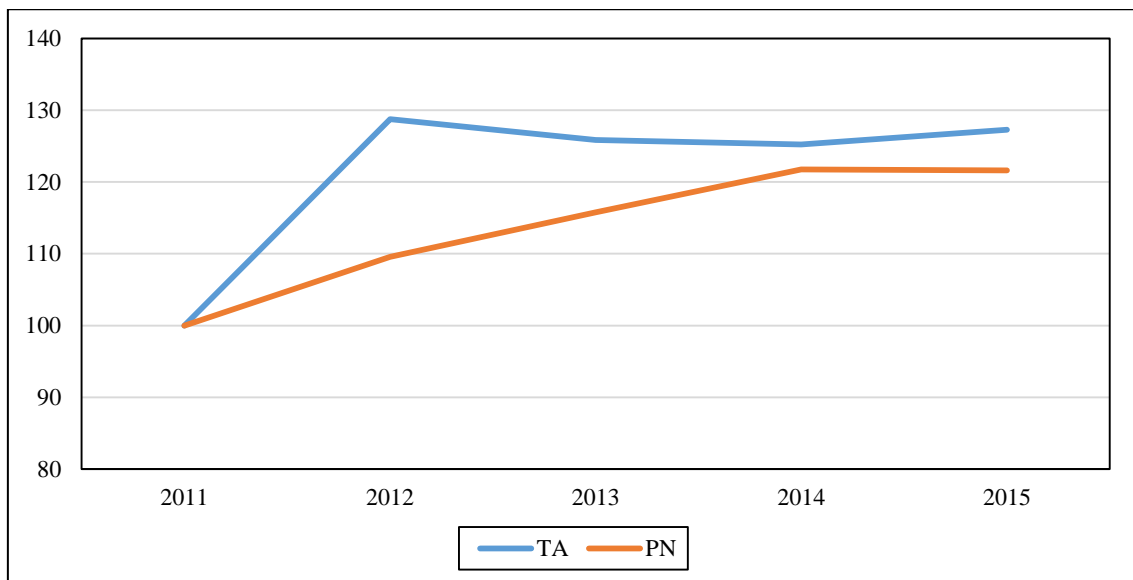
cajas de ahorros). Tras la fusión, la entidad se situó como la tercera entidad más grande por tamaño de activos. En 2014 adquirió además el negocio minorista de Barclays en España.

4.3.4. Análisis interno

En este apartado se analiza la evolución de las principales magnitudes de Caixabank para determinar a grandes rasgos la situación económico-financiera de la entidad.

En primer lugar se analiza la evolución del activo y del patrimonio neto entre 2011 y 2015, tomando como base 100 el dato del primer año.

Gráfico 4.11: Evolución del activo y el patrimonio neto donde 2011=100

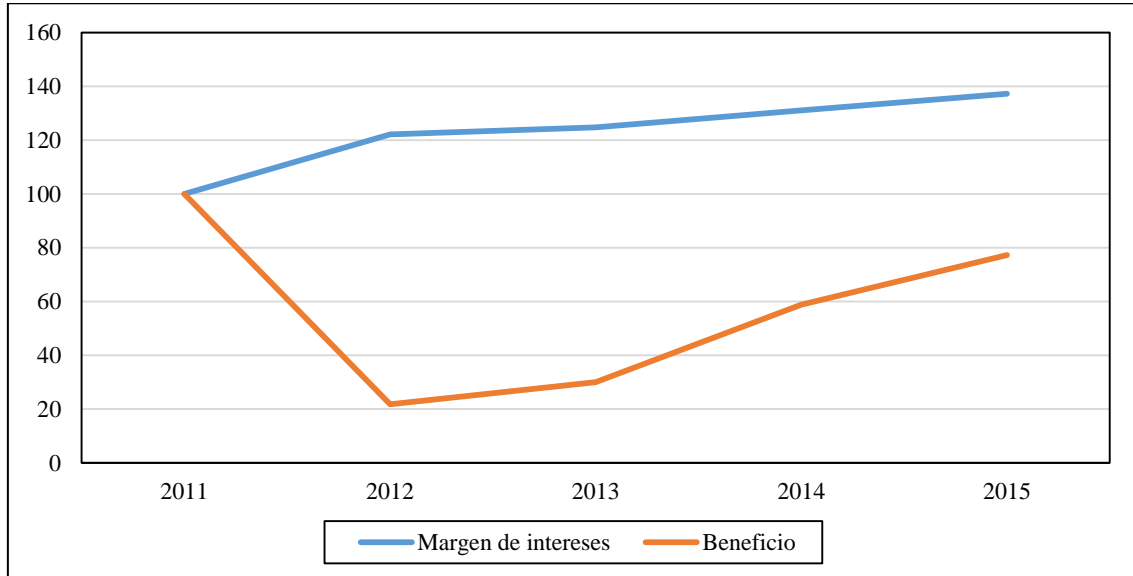


El activo de la entidad se mantiene bastante constante a lo largo del tiempo, salvo en 2012 cuando sufrió un fuerte crecimiento como consecuencia de la integración de los activos de Banca Cívica. El patrimonio neto, por su parte, muestra un crecimiento sostenido hasta 2014, manteniéndose en niveles similares en 2015. Dado el elevado nivel de capital de Caixabank, es normal que se estanque el crecimiento de esta variable.

En cuanto a la evolución de margen de intereses y beneficio, cabe destacar la pésima evolución del beneficio a pesar de que el margen crece de forma sostenida durante los cinco años, sobre todo en 2012 con la integración de Banca Cívica. La razón detrás de estos malos resultados es la existencia de unos enormes gastos de administración y personal durante el bienio 2012-2013, surgidos de la integración de Banca Cívica y Banco de Valencia. Durante el resto de años el problema se ha ido subsanando, reestructurando la entidad y buscando sinergias que han permitido reducir estos gastos.

Además, el beneficio se ve también afectado por las pérdidas por deterioro de instrumentos financieros.

Gráfico 4.12: Evolución del beneficio y del margen de intereses donde 2011=100



Por último, se analiza el ROE con la descomposición propuesta en el apartado 4.1.4:

Gráfico 4.13: Descomposición del ROE de Caixabank

	2012	2013	2014	2015
ROE	1,11%	1,39%	2,59%	3,23%
NI/PBT	-3,6805	-0,3224	3,0668	1,2764
PBT/OI	-0,0093	-0,1539	0,0291	0,0826
OI/TI	-8,7362	-2,3150	11,7999	12,8009
TI/NII	-0,1992	-0,6952	0,1416	0,1387
NII/TA	0,0143	0,0114	0,0122	0,0129
TA/E	13,0548	15,3305	14,2116	13,4201

La rentabilidad de Caixabank muestra unos resultados muy pobres, aunque a su favor se puede decir que al menos evoluciona positivamente a lo largo de los cinco años. De la descomposición del ratio destaca el comportamiento del efecto apalancamiento, que sube en dos puntos para luego bajar a los niveles iniciales. El impacto de los impuestos en el beneficio de la entidad, medido mediante el ratio NI/PBT, refleja la compensación de las pérdidas de 2012 y 2013 con el impuesto de sociedades (IS), y la vuelta al normal pago del IS una vez superadas las pérdidas. El impacto de partidas extraordinarias, medido mediante el ratio PBT/OI, refleja las pérdidas de 2012 y 2013 y la paulatina recuperación de la rentabilidad del negocio, lastrada por las provisiones por deterioro de activos que ha tenido que realizar la entidad y que ha venido lastrando el beneficio

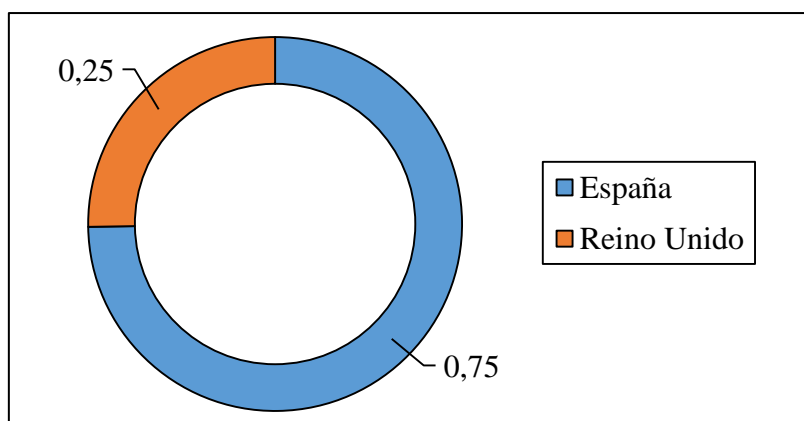
durante los años posteriores a la crisis. Por último, cabe mencionar la estabilidad en la rotación de activos (NII/TA), debido al estancamiento del margen de intereses y el leve incremento en el activo. Cabe destacar, sin embargo, que se encuentra por debajo de los niveles de otras entidades. En general, se puede concluir que Caixabank se encuentra en una tendencia positiva, mejorando sus niveles de rentabilidad financiera a pesar de la reducción del ratio de apalancamiento. A medida que la entidad vaya reduciendo sus provisiones por deterioro, mejorando su margen de intermediación y completando los procesos de integración y mejora de la eficiencia, podrá alcanzar niveles más destacables de rentabilidad.

4.4. BANCO SABADELL

4.4.1. Factores macroeconómicos

Banco Sabadell es junto al Santander y al BBVA la única entidad española con un relevante negocio internacional. En 2015 adquirió TSB, filial de Lloyd's en Reino Unido, lo cual le permitió asentarse en las Islas Británicas con 631 oficinas y 4,6 millones de clientes. TSB se ha convertido en poco tiempo en una parte muy importante del negocio de Banco Sabadell, como se puede observar en el siguiente gráfico:

Gráfico 4.14: Reparto del beneficio del Sabadell por zonas geográficas en 2016.



A la hora de estudiar las variables macroeconómicas se tendrá por tanto en cuenta tanto la evolución de España como la del Reino Unido, especialmente si se considera la creciente relevancia que está adquiriendo este nuevo mercado para el Sabadell: en 2015, TSB solo aportó un 17% del beneficio del grupo, frente al 25% que ha conseguido un año después.

Las previsiones de PIB de ambas naciones ya han sido examinadas en el apartado 4.1.1: España mantendrá un buen ritmo de crecimiento, algo inferior al que viene experimentando en los últimos años, mientras que el Reino Unido verá ralentizada su economía debido a los efectos de la incertidumbre del Brexit. Los tipos de interés en ambos países se encuentran muy bajos, aunque, como se ha comentado, poco recorrido tendrían ya a la baja. Esta situación podría mantenerse durante al menos otro año y medio. Por último, se debe destacar que la libra ha perdido valor frente al euro desde comienzos de 2016, lo cual lastra los beneficios obtenidos por la filial británica del Sabadell.

4.4.2. Efecto de la regulación de capital sobre Banco Sabadell

El Informe de Relevancia Prudencial de la entidad no proporciona información clara sobre el estado de los ratios de capital *fully loaded*, por lo que no se puede realizar el mismo análisis que en las entidades precedentes.

4.4.3. El Banco Sabadell en la reestructuración financiera

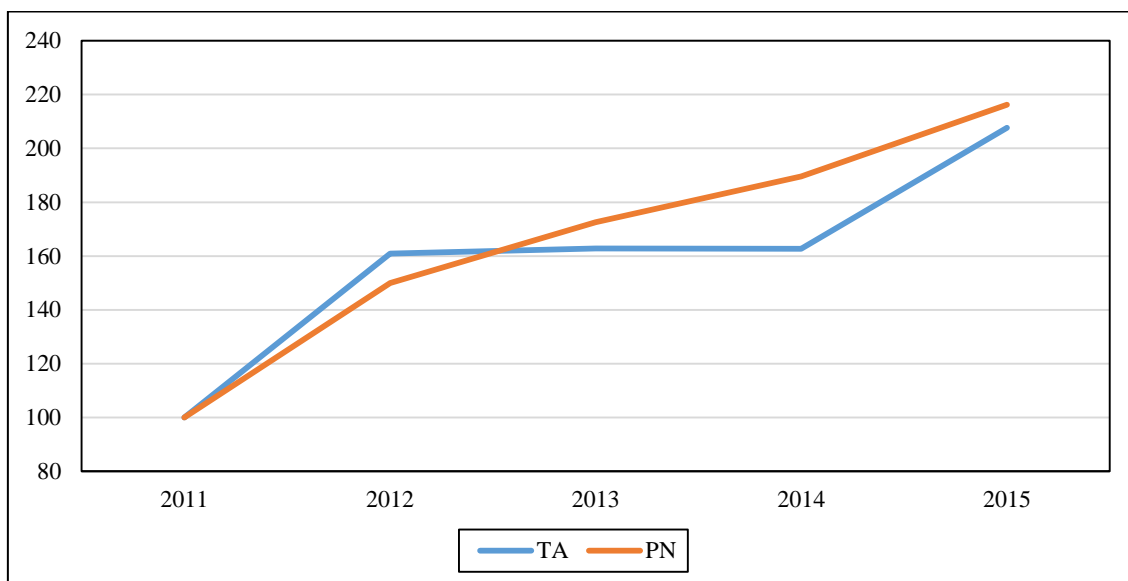
Banco Sabadell adquirió durante el proceso de reestructuración Banco Atlántico, Banco Herrero, Banco Guipuzcoano, Banco CAM, Caixa Penedés, Banco Gallego y el negocio minorista de Lloyd's en España. De esta forma, fue incrementando paulatinamente su peso en el mercado nacional, al tiempo que apostaba por la internacionalización, como ya se comentó previamente.

4.4.4. Análisis interno

En este apartado se analiza la evolución de las principales magnitudes de Banco Sabadell para determinar a grandes rasgos la situación económico-financiera de la entidad.

En primer lugar se analiza la evolución del activo y del patrimonio neto entre 2011 y 2015, tomando como base 100 el dato del primer año.

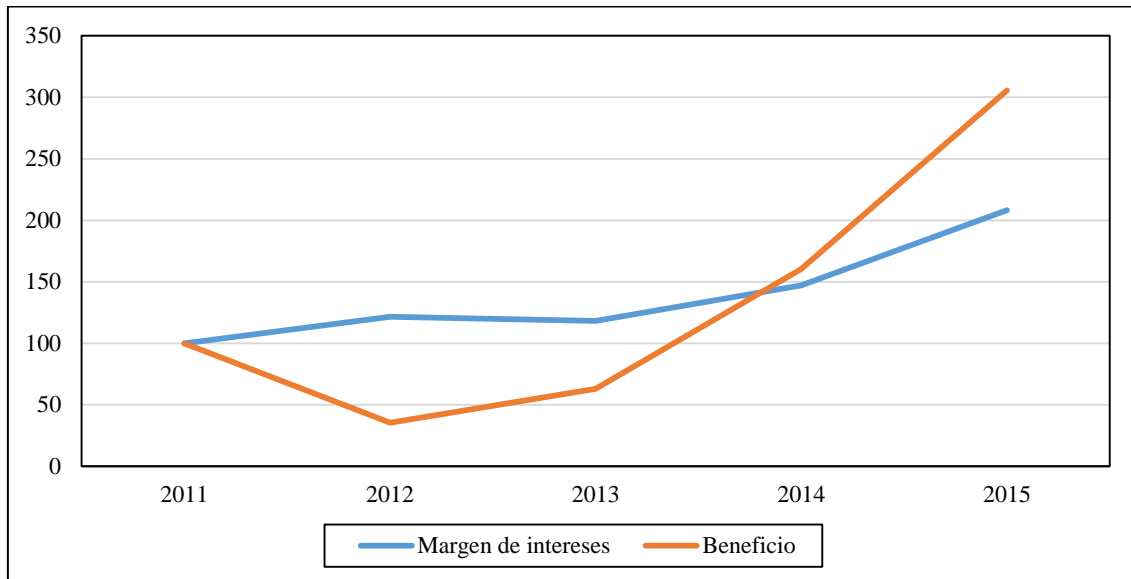
Gráfico 4.15: Evolución del activo y el patrimonio neto donde 2011=100



Tanto el activo como el patrimonio neto sufren importantes incrementos en el periodo analizado, duplicándose sus valores. En el caso del activo, esto se debe a la incorporación de los activos de la CAM en 2012 y de TSB en 2015. El patrimonio neto aumenta gracias a los resultados y a la realización de varias ampliaciones de capital. Destaca que la entidad logre incrementar su capital al mismo ritmo que incrementa el activo, manteniendo el equilibrio financiero del Grupo.

El beneficio y el margen de intereses también experimentan grandes crecimientos. Ambas variables se ven especialmente afectadas por la entrada al Grupo de TSB, si bien ya venían mostrando una tendencia favorable. El beneficio de la entidad se ve disminuido como en los anteriores casos analizados por las pérdidas por deterioro de instrumentos financieros, si bien su relevancia va disminuyendo con el tiempo.

Gráfico 4.16: Evolución del beneficio y del margen de intereses donde 2011=100



Por último, se analiza el ROE con la descomposición propuesta en el apartado 4.1.4:

Gráfico 4.17: Descomposición del ROE de Banco Sabadell

	2011	2012	2013	2014	2015
ROE	4,08%	1,38%	1,57%	3,64%	6,32%
NI/PBT	1,2370	-0,2711	0,7892	0,7641	0,9512
PBT/OI	0,0748	-0,1021	0,0483	0,1013	0,1359
OI/TI	4,3057	-16,2881	5,1787	4,2123	4,0441
TI/NII	0,3787	-0,0972	0,4077	0,5043	0,4230
NII/TA	0,0158	0,0186	0,0112	0,0138	0,0196
TA/E	17,0693	16,9253	17,3907	16,0058	14,5637

Banco Sabadell muestra unas rentabilidades algo bajas, siendo especialmente grave el caso de 2012 y 2013 en el que las pérdidas por deterioro y el aumento del patrimonio neto supusieron una caída brusca del rendimiento de la entidad. Sin embargo la tendencia mejora considerablemente en los últimos dos años, donde a pesar de la caída del apalancamiento financiero se logra un retorno nada desdeñable. Destaca la progresiva mejora de la rotación de activos (NII/TA) así como la reducción en el impacto del deterioro de activos. Con la incorporación de TSB y su buen comportamiento durante el último ejercicio, esta tendencia de incremento de la rentabilidad podría continuar.

4.5. BANCO POPULAR

4.5.1. Factores macroeconómicos

El negocio de Banco Popular se desarrolla de forma exclusiva en territorio español. Por ello, el análisis macroeconómico coincidiría con el del apartado 4.3.1: buenas expectativas de crecimiento económico y tipos de interés cero que se mantendrán en dichos niveles hasta al menos el último trimestre de 2018.

4.5.2. Efecto de la regulación de capital sobre Banco Popular

El Informe de Relevancia Prudencial de la entidad no proporciona información clara sobre el estado de los ratios de capital *fully loaded*, por lo que no se puede realizar el mismo análisis que en las entidades precedentes.

4.5.3. Banco Popular en la reestructuración financiera

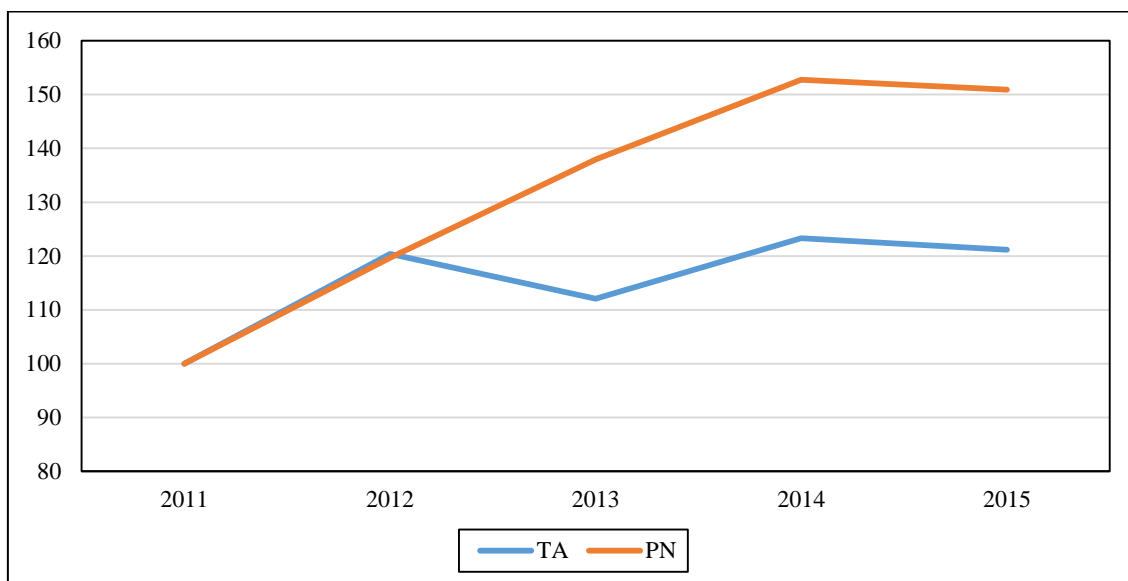
Banco Popular adquirió durante el proceso de reestructuración Banco de Castilla, Banco de Crédito Balear, Banco de Galicia, Banco de Andalucía, Banco de Vasconia, Banco Pastor y el negocio minorista de Citibank en España. La gran acumulación de activos inmobiliarios ha lastrado la marcha de la entidad, y actualmente se está viendo obligada a deshacerse de parte de su negocio para sanear sus cuentas.

4.5.4. Análisis interno

En este apartado se analiza la evolución de las principales magnitudes de Banco Popular para determinar a grandes rasgos la situación económico-financiera de la entidad.

En primer lugar se analiza la evolución del activo y del patrimonio neto entre 2011 y 2015, tomando como base 100 el dato del primer año.

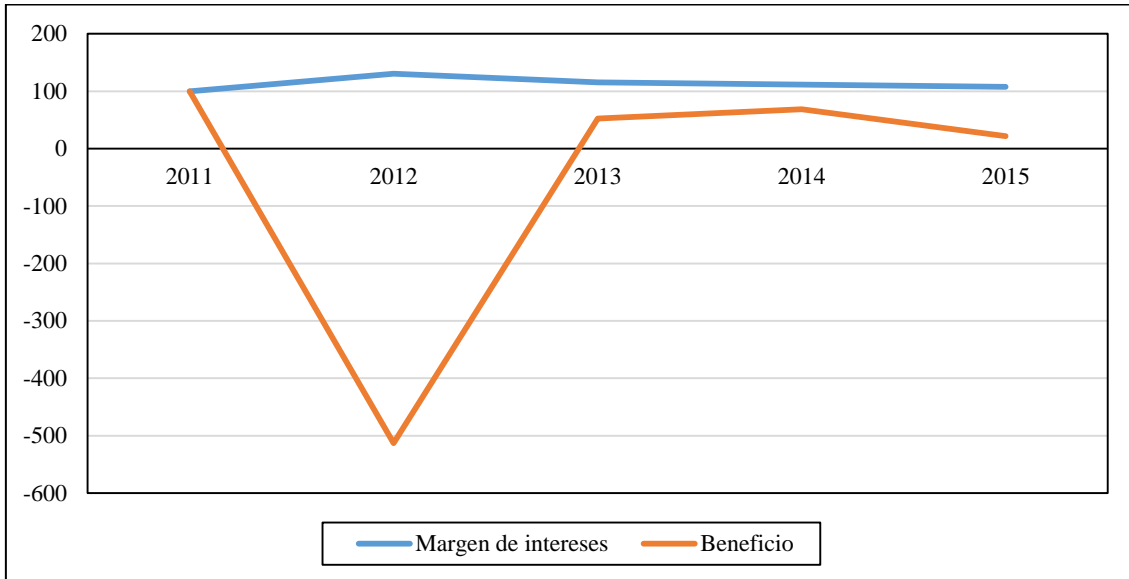
Gráfico 4.18: Evolución del activo y el patrimonio neto donde 2011=100



El activo crece durante el periodo un 20% gracias a la incorporación de Banco Pastor en 2012 y del negocio de Citibank en 2014. Salvo por estos dos acontecimientos, el activo parece mostrar una tendencia algo negativa, ya que cae tanto en 2013 y 2015 por contracciones en el crédito. El patrimonio neto muestra por su parte un crecimiento más elevado y constante, alimentado gracias a las numerosas ampliaciones de capital realizadas por la entidad. En el último periodo cae debido al menor resultado del ejercicio y a unos mayores ajustes por valoración.

El beneficio y el margen de intereses por su parte muestran una tendencia muy negativa. El margen de intereses se incrementa un 30% en el año 2012 gracias a la integración del Banco Popular, pero en el resto de años este efecto se diluye hasta reducirse a un crecimiento del 7% en el conjunto del periodo. El beneficio, mientras tanto, está desplomado y no logra levantar cabeza: en el año 2012 registró unas pérdidas de grandes dimensiones a causa del deterioro de activos por un valor que casi duplicaba su margen de intereses, fuente principal de ingresos para la entidad. En el resto de periodos el resultado regresa a terreno positivo pero con cifras modestas que además decrecen peligrosamente en 2015. A la vista de la evolución de estas variables se puede determinar que la salud de la entidad es bastante frágil, atacada por un volumen considerable de activos cuyo deterioro genera grandes pérdidas de forma anual.

Gráfico 4.19: Evolución del beneficio y del margen de intereses donde 2011=100



Por último, se analiza el ROE con la descomposición propuesta en el apartado 4.1.4:

Tabla 4.11: Descomposición del ROE de Banco Popular

	2011	2012	2013	2014	2015
ROE	5,81%	-29,34%	2,53%	2,88%	0,83%
NI/PBT	1,0800	0,7048	0,7107	0,8859	0,9234
PBT/OI	0,1482	-0,9243	0,0997	0,0962	0,0333
OI/TI	4,4385	-1,6204	6,1886	11,3636	11,4780
TI/NII	0,3235	-0,8575	0,2380	0,1463	0,1328
NII/TA	0,0160	0,0208	0,0153	0,0159	0,0139
TA/E	15,7701	15,6083	15,8324	12,7843	12,7433

Como era de esperar tras analizar los beneficios, la rentabilidad de Banco Popular es muy pobre y muestra una tendencia preocupante. La entidad muestra cada vez menor capacidad para transformar sus ingresos en beneficios, lastrada por una decreciente rotación de activos (NII/TA) y los efectos del deterioro de activos de la entidad, como se puede apreciar en PBT/OI y OI/TI. En conjunto, la tendencia de Banco Popular es muy negativa, y no parece vislumbrarse ningún cambio a mejor en los próximos años.

4.6. BANKINTER

4.6.1. Factores macroeconómicos

El negocio de Bankinter se desarrolla de forma exclusiva en territorio español. Por ello el análisis macroeconómico coincidiría con el del apartado 4.3.1.: buenas expectativas

de crecimiento económico y tipos de interés cero que se mantendrán en dichos niveles hasta al menos el último trimestre de 2018.

4.6.2. Efecto de la regulación de capital sobre Bankinter

El Informe de Relevancia Prudencial de la entidad no proporciona información clara sobre el estado de los ratios de capital *fully loaded*, por lo que no se puede realizar el mismo análisis que en las entidades precedentes.

4.6.3. Bankinter en la reestructuración financiera

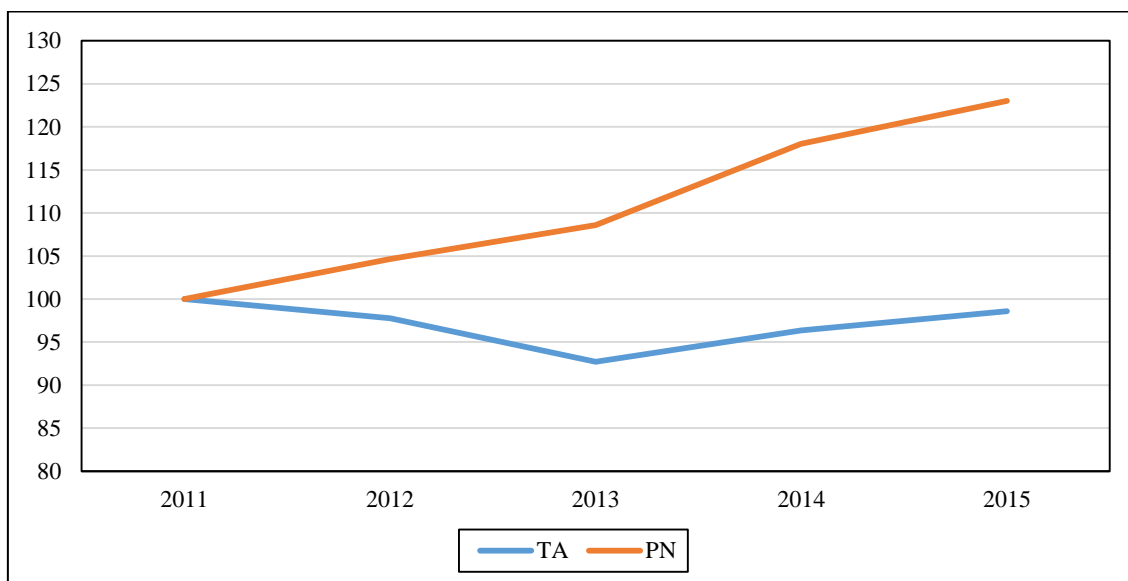
Bankinter se mantuvo totalmente ajeno al proceso de reestructuración del sistema financiero. Es una entidad con un modelo de crecimiento y de negocio bastante definido, lo cual le ha permitido situarse como el banco con las mejores cifras de rentabilidad del mercado español.

4.6.4. Análisis interno

En este apartado se analiza la evolución de las principales magnitudes de Bankinter para determinar a grandes rasgos la situación económico-financiera de la entidad.

En primer lugar, se analiza la evolución del activo y del patrimonio neto entre 2011 y 2015, tomando como base 100 el dato del primer año.

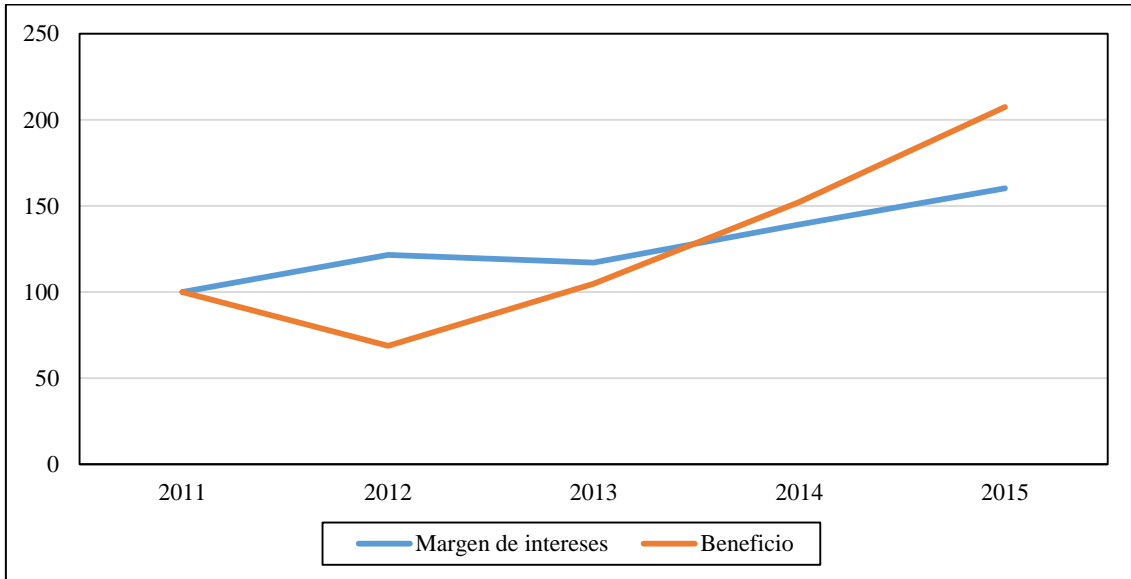
Gráfico 4.20: Evolución del activo y el patrimonio neto donde 2011=100



El activo muestra una tendencia decreciente hasta 2013 como resultado de una menor inversión crediticia por menor demanda, mientras que en los siguientes dos años se recupera por el aumento de la concesión de crédito. El patrimonio neto crece de forma sostenida, muy por encima del activo, lo que asegura una mejora en la capitalización de la entidad. En conjunto, estas dos variables no dan señales de problemas en el banco.

Por otro lado, el margen de intereses y el beneficio evolucionan de forma muy favorable: el primero se incrementa un 60% en los últimos cinco años de forma natural, por aumento del volumen de créditos y menores costes. El beneficio, tras una caída en el 2012 por pérdidas por deterioro de instrumentos financieros, se recupera en los siguientes ejercicios hasta alcanzar en 2015 el mayor beneficio de la historia de la entidad. Bankinter da señales de fortaleza, mejorando sus resultados de forma sostenida y sin necesidad de grandes operaciones, desarrollando su negocio habitual.

Gráfico 4.21: Evolución del beneficio y del margen de intereses donde 2011=100



Por último, se analiza el ROE con la descomposición propuesta en el apartado 4.1.4:

Tabla 4.12: Descomposición del ROE de Bankinter

	2011	2012	2013	2014	2015
ROE	7,03%	4,04%	5,88%	8,23%	10,32%
NI/PBT	0,7546	0,8085	0,7273	0,7023	0,7225
PBT/OI	0,2174	0,1229	0,1950	0,2711	0,3317
OI/TI	4,0434	7,3714	3,7751	3,2150	2,6446
TI/NII	0,5034	0,2577	0,5578	0,5966	0,6823
NII/TA	0,0100	0,0111	0,0109	0,0137	0,0152
TA/E	20,9916	19,2716	18,0019	16,4542	15,7359

Bankinter logra la mejor rentabilidad de las seis entidades analizadas, registrando un sólido 10,32% en 2015 y mostrando una tendencia creciente a lo largo del periodo analizado. Si se analizan los componentes, se comprueba que la entidad logra transformar buena parte de sus ingresos en beneficios, mejor que el resto de bancos y con una tendencia creciente. También logra mejorar la rotación de activo, y a pesar de reducir el apalancamiento en un 25% entre 2011 y 2015, la rentabilidad sigue creciendo gracias a la buena evolución del resto de componentes. En general, Bankinter presenta unos datos muy sólidos y fuertes que le sitúan a la cabeza del sector en términos de rentabilidad y de transformación de ingresos en beneficios.

5. VALORACIÓN DE LOS BANCOS

Una vez realizado un análisis de factores para cada una de las seis entidades financieras objeto de estudio, se dispone de información suficiente para poder formular hipótesis sobre su futura evolución con las que sustentar su valoración. En este apartado se aplicarán las tres metodologías explicadas con anterioridad para hallar una estimación del valor de las acciones de los bancos analizados.

5.1. CÁLCULO DEL COSTE DE CAPITAL

Antes de aplicar tanto el descuento de dividendos como de resultados anormales, se necesita calcular el coste de capital (k_e), pues será utilizado como tasa de descuento de los distintos flujos. Para ello, se va a determinar mediante el modelo CAPM la rentabilidad exigida de forma general a las acciones del mercado español. La fórmula general que se aplica es la siguiente:

$$r = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

Donde R_f es la rentabilidad del activo libre de riesgo, R_m es la estimación de la rentabilidad del mercado, $(R_m - R_f)$ es la prima de riesgo del mercado y β es la beta de las acciones respecto del mercado, tomando el IBEX35 como referencia de mercado puesto que todos los bancos analizados están incluidos en este índice.

Como rentabilidad del activo libre de riesgo, se emplea el tipo de interés de las obligaciones españolas a 10 años en su última emisión (día 16 de marzo de 2017), siendo este del 1,694%. La prima de riesgo del mercado se toma de una encuesta realizada a un total de 472 académicos y analistas a los que se les preguntó qué prima de riesgo emplearon durante el año para nuestro país (Acin, Fernández y Pershin; 2017). La media resultante es del 6,6%, valor que se va a tomar como referencia. La beta se va a fijar con valor 1 puesto que se va a estimar la rentabilidad exigida de forma genérica. El resultado del cálculo es:

$$r = R_f + (R_m - R_f) = 1,694\% + 6,6\% = 8,294\%$$

Esta rentabilidad exigida se tomará como coste de capital de las entidades financieras de forma general. Para profundizar un poco más, se plantea realizar un análisis de

sensibilidad aplicando una horquilla de cinco costes distintos. La horquilla sería la siguiente:

Tabla 5.13: Horquilla de costes de capital aplicados

Base	Variación	k_e
8,294%	-2%	6,294%
	-1%	7,294%
	0%	8,294%
	+1%	9,294%
	+2%	10,294%

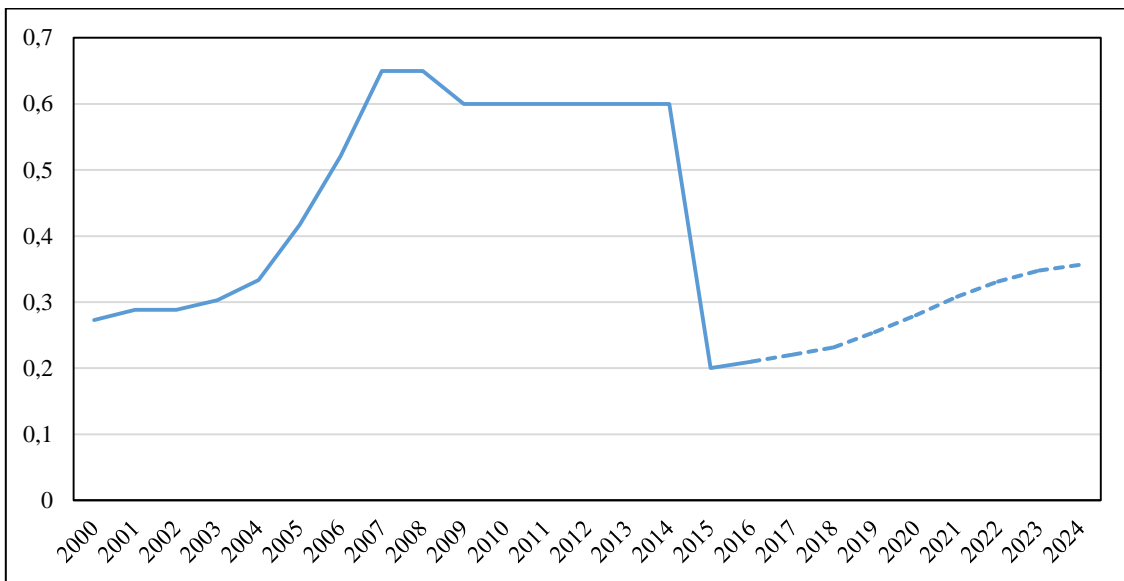
Aplicar este análisis de sensibilidad permitiría determinar cuál es el coste de capital aproximado que está descontando el mercado a cada uno de los bancos suponiendo que el resto de estimaciones fueran acertadas.

5.2. VALORACIÓN DE BANCO SANTANDER

5.2.1. Descuento de dividendos

El primer método que se aplica es el descuento de dividendos, cuyas bases teóricas ya fueron explicadas en la sección 3. En primer lugar, se deben examinar los dividendos pagados por el Banco Santander en los últimos años, tanto en forma de efectivo como en acciones. Vienen recogidos en el Anexo I.

Gráfico 5.22: Evolución del dividendo por acción del Banco Santander (2000-2024)



La política de dividendos del Santander no se puede calificar como estable. Entre 2000 y 2007 el dividendo subió desde niveles inferiores a los 0,3 euros por acción los 0,65 euros por acción, registrando en algunos periodos ritmos de crecimiento del 25% (2005, 2006 y 2007). Tras un recorte en 2009 del 8%, los dividendos se mantuvieron estables en 0,6 euros por acción hasta el año 2015, cuando el reparto de beneficios sufrió una brusca caída del 67%. El objetivo detrás de esta medida era reforzar los niveles de capital para cumplir con los requisitos de solvencia de Basilea III. Tras este recorte, Ana Botín, presidenta del Banco Santander, anunció la política de dividendos para el periodo 2015-2018 en el que la entidad se comprometía a incrementar el dividendo durante los años sucesivos. Así ha sido en el año 2016, cuando este ha subido un 5% respecto al dividendo repartido en 2015.

Para poder valorar la entidad mediante descuento de dividendos, se debe realizar una estimación del reparto de beneficios futuros. Esta estimación se va a realizar en tres etapas distintas:

- Años 2017 y 2018: se mantiene un ritmo de crecimiento del dividendo en torno al 5%. La mejora de los resultados es todavía suave, con la economía brasileña comenzando aún a salir de la recesión y el resto de mercados ralentizándose ligeramente. Además, la entidad podría preferir mantener cierta prudencia antes de que Basilea III entre en vigor en 2019, a pesar de contar con una posición bastante sólida.

- Años 2019 a 2021: con la economía brasileña creciendo de nuevo a buen ritmo y el Brexit ya más definido, se esperaría una mejora del crecimiento económico en los principales países en que opera la entidad. Además, se espera que la subida de tipos de interés en estas naciones comience a tomar forma de manera sólida a partir de 2019, con lo que el margen de intermediación sería más amplio. En esta situación, el Santander podría aumentar sus dividendos a un mayor ritmo: al 10%, promedio al que la entidad incrementó su reparto de beneficios entre el año 2000 y el 2007.
- Años 2022 a 2024: se plantea como un periodo de transición hacia el crecimiento a perpetuidad, ya que se no se pueden estimar dividendos hasta el infinito. El incremento de los dividendos iría decreciendo, siendo de un 7,36% en el 2022, de un 4,72% en 2023 y finalmente un 2,08% en 2024.

Este 1,88% sería el crecimiento esperado del dividendo a perpetuidad. El crecimiento de las empresas, en el largo plazo, tiende a converger con el de las economías de los países en los que opera (Damodaran, 2002). Por ello, se han tomado estimaciones de la OCDE sobre crecimiento a largo plazo de los principales mercados en los que trabaja el Santander y se ha hecho una media ponderada según el peso relativo de cada uno.

Una vez estimados tanto los dividendos futuros como su tasa de crecimiento a perpetuidad, se puede proceder a realizar el descuento aplicando la siguiente fórmula:

$$V_0 = \frac{0,2205}{(1 + k_e)^1} + \frac{0,2315}{(1 + k_e)^2} + \frac{0,2547}{(1 + k_e)^3} + \frac{0,2801}{(1 + k_e)^4} + \frac{0,3081}{(1 + k_e)^5} + \frac{0,3308}{(1 + k_e)^6} + \frac{0,3465}{(1 + k_e)^7} + \frac{0,3537}{k_e - 2,08\%}$$

Sustituyendo cada uno de los costes de capital planteados en la fórmula, se obtienen los siguientes valores de las acciones del Santander:

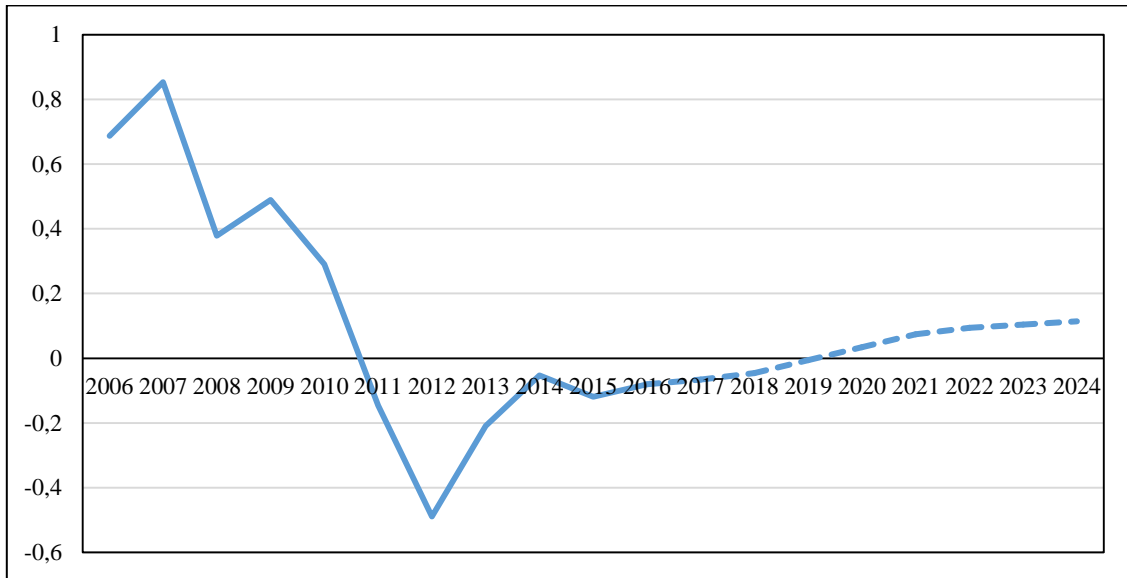
Tabla 5.14: Resultados del descuento de dividendos del Santander

k_e	6,294%	7,294%	8,294%	9,294%	10,294%
Valor	7,00€	5,61€	4,67€	4,00€	3,48€

5.2.2. Descuento de resultados anormales

La segunda metodología que se aplica es el descuento de resultados anormales, también explicado en la sección 3. En primer lugar, se debe examinar la evolución histórica de los resultados anormales de la compañía, calculados sobre un coste de capital del 8,294%. Los datos reales así como las proyecciones se encuentran en el Anexo II.

Gráfico 5.23: Evolución de los RA del Banco Santander (2006-2024)



Hasta 2012 la rentabilidad de la compañía (ROE) era superior al coste de capital, razón por la cual los RA fueron positivos en el periodo 2006-2011. Desde entonces, estos han sido negativos, aunque en una cuantía muy pequeña casi cercana a cero. Para realizar la proyección de los RA, se han seguido las mismas hipótesis sobre el futuro de la empresa que se han aplicado al estimar los dividendos:

- En una primera fase (2017-2018), los RA siguen siendo negativos aunque evolucionan positivamente, aumentando de forma progresiva el ROE de la compañía hasta alcanzar el coste de capital.
- En la segunda fase (2019-2021), la mejor evolución económica de los mercados de la entidad y la previsible subida de los tipos de interés harían que la rentabilidad financiera del Santander mejorase hasta situarse por encima del coste de capital, generando unos RA positivos, aunque de dimensiones moderadas.
- En la tercera fase (2022-2024) se inicia la transición hacia la perpetuidad, moderándose la mejora de los resultados de la entidad.

El valor residual, que comprendería todos los resultados anormales a perpetuidad, se calcula bajo la asunción de que estos irán decreciendo hasta alcanzar valor cero. La razón tras esta hipótesis es que se ha observado que para largos periodos de tiempo, el ROE hace una regresión a la media y puede aproximarse al coste de capital en mercados competitivos (Henry, Pinto, Robinson, Stowe; 2010). Para expresar esta progresiva disminución de los RA se incluye en la fórmula un factor de persistencia (ω) que oscila entre 0 y 1, suponiendo el 0 que la entidad deja de obtener RA en el periodo inmediatamente posterior y el 1 que los RA no desaparecen en absoluto, manteniéndose constantes. Dechow, Hutton y Sloan (1999) determinaron, partiendo de una gran muestra de compañías, que para el periodo 1976-1995, el factor de persistencia medio fue de 0,62. A falta de resultados más recientes, se toma este valor para calcular el valor residual.

Una vez estimados todos los datos necesarios, se aplica la siguiente fórmula:

$$V_0 = 6,099 - \frac{0,0659}{(1 + k_e)^1} - \frac{0,0459}{(1 + k_e)^2} - \frac{0,0059}{(1 + k_e)^3} + \frac{0,0341}{(1 + k_e)^4} + \frac{0,0741}{(1 + k_e)^5} + \frac{0,0941}{(1 + k_e)^6} + \frac{0,1041}{(1 + k_e)^7} + \frac{0,1141}{(k_e - (-0,62)) \cdot (1 + k_e)^6}$$

Sustituyendo cada uno de los costes de capital planteados en la fórmula, se obtienen los siguientes valores de las acciones del Santander:

Tabla 5.15: Resultados del descuento de RA del Santander

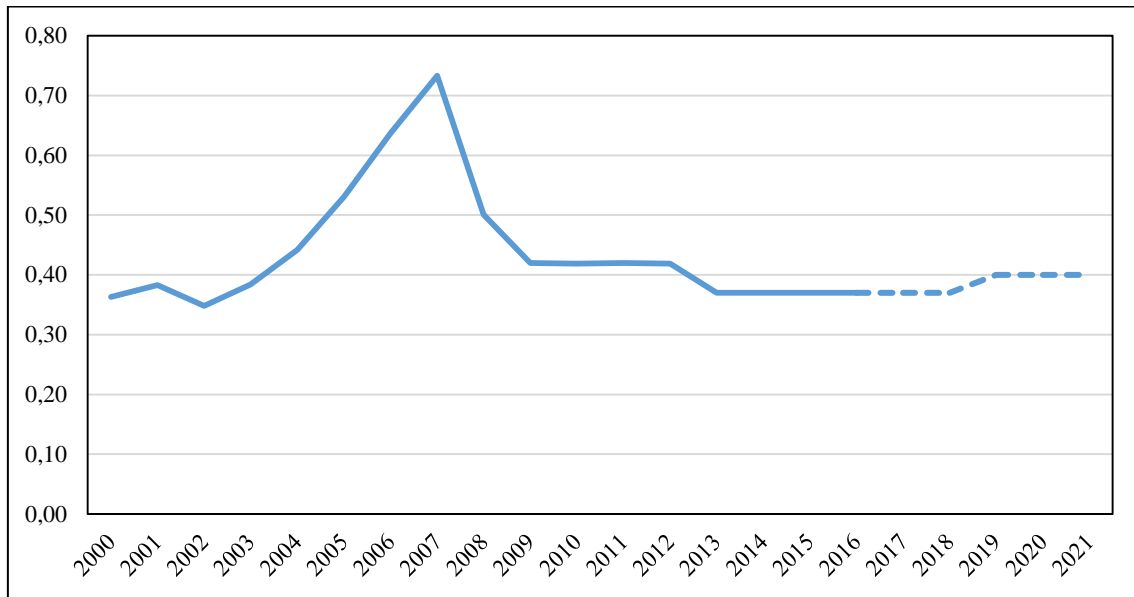
k_e	6,294%	7,294%	8,294%	9,294%	10,294%
Valor	6,32€	6,30€	6,29€	6,27€	6,26€

5.3. VALORACIÓN DE BBVA

5.3.1. Descuento de dividendos

Para aplicar el modelo de descuento de dividendos se debe analizar la evolución de los dividendos repartidos por la entidad en los últimos años, tanto en forma de efectivo como en acciones. La información completa se encuentra en el Anexo I.

Gráfico 5.24: Evolución del dividendo por acción del BBVA (2000-2021)



En el gráfico se puede observar que la política de dividendos del BBVA se divide en dos fases: hasta 2008, esta era volátil, experimentando crecimientos anuales del 16% de media hasta alcanzar su máximo en 2007. Con la llegada de la crisis, la entidad se vio obligada a recortar su dividendo en dos ocasiones, oscilando este alrededor de los 0,4€ por acción. Tras el estallido de la crisis, la política de la entidad destaca por una gran estabilidad: una vez realizado el ajuste del dividendo en 2008 y 2009, este se mantuvo constante hasta 2013 cuando el BBVA decidió recortarlo un 13% para reforzar su capital siguiendo las recomendaciones del Banco de España de no repartir más de un 25% de su beneficio en efectivo. Otro motivo adicional fue el deseo de la entidad de situarse en línea con el resto del sector en cuanto a *pay-out* se refiere, pasando del 50% previo al 35%-40%. En los años sucesivos, el dividendo se ha mantenido estable, independientemente de los resultados obtenidos.

Ante esta aparente nueva senda de estabilidad en el dividendo, y sin informaciones procedentes de la compañía sobre sus intenciones a futuro, las previsiones para los próximos años deberían seguir esta tendencia. Por ello, se distinguen dos fases en la estimación de los dividendos:

- Años 2017 y 2018: se mantiene el dividendo en los 0,37€ por acción, puesto que los mercados en que opera el BBVA no van a experimentar una mejora en su marcha económica. Además, el margen de intereses no sufrirá grandes cambios con los tipos de interés todavía en niveles bajos. A todo esto se debe sumar la posible necesidad de ajustar el capital de la entidad antes de la entrada en vigor

de Basilea III, ya que a pesar de cumplir actualmente con los requisitos previstos, es posible que la normativa sufra modificaciones, siendo necesario un cierto grado de prudencia.

- Años 2019 a 2021: el dividendo podría subir entre un 8% y un 10% hasta situarse en los 0,4 euros por acción, recuperando parcialmente el nivel perdido en 2013 y manteniéndose en dicho valor en el largo plazo. La mejora se explica por la esperable subida de los tipos de interés en España y Estados Unidos, que permitirán a la entidad aumentar su margen de intermediación en dichos países, los cuales aportan actualmente un 24% del beneficio. Además, el negocio en España debería verse beneficiado por un menor lastre de los activos inmobiliarios. Sin embargo, las noticias positivas terminan ahí. La elevada exposición del banco a México (46%) reduce sus posibilidades de crecimiento, ya que como se comentó con anterioridad esta economía está afectada por la incertidumbre sobre las políticas económicas del nuevo Gobierno estadounidense. La debilidad de su divisa lastra y puede lastrar los resultados obtenidos en el país. A mayores, se debe tener en cuenta que México no ha llevado a cabo una política de relajación monetaria, por lo que no son de esperar subidas de los tipos. Dadas las sombras que se ciernen sobre su economía, es más probable que estos tomen una senda bajista, perjudicando aún más el margen de intereses de la entidad en la región.

En conjunto, el futuro del BBVA es algo incierto dado que no se conoce actualmente la magnitud del efecto Trump sobre la economía mexicana. Sin embargo, es de esperar que la situación sea temporal y una vez concretadas todas las medidas, las aguas se calmen. Además, sería de esperar que la entidad potenciase otros mercados, no solo por la mala situación en la que se pueda encontrar México sino por el riesgo que entraña tener una exposición tan elevada en un único país.

Para el crecimiento a perpetuidad de la entidad, se ha considerado el crecimiento a largo plazo estimado por la OCDE en 2012 para los mercados en que opera la entidad. La media aritmética resultante sería de un 2,52%, la cual será aplicada como tasa de crecimiento a perpetuidad.

Una vez estimados tanto los dividendos futuros como su tasa de crecimiento a perpetuidad, se puede proceder a realizar el descuento aplicando la siguiente fórmula:

$$V_0 = \frac{0,37}{(1 + k_e)^1} + \frac{0,37}{(1 + k_e)^2} + \frac{0,40}{(1 + k_e)^3} + \frac{0,4}{(1 + k_e)^4} + \frac{0,4}{k_e - 2,52\%} \frac{1}{(1 + k_e)^4}$$

Sustituyendo cada uno de los costes de capital planteados en la fórmula, se obtienen los siguientes valores de las acciones del BBVA:

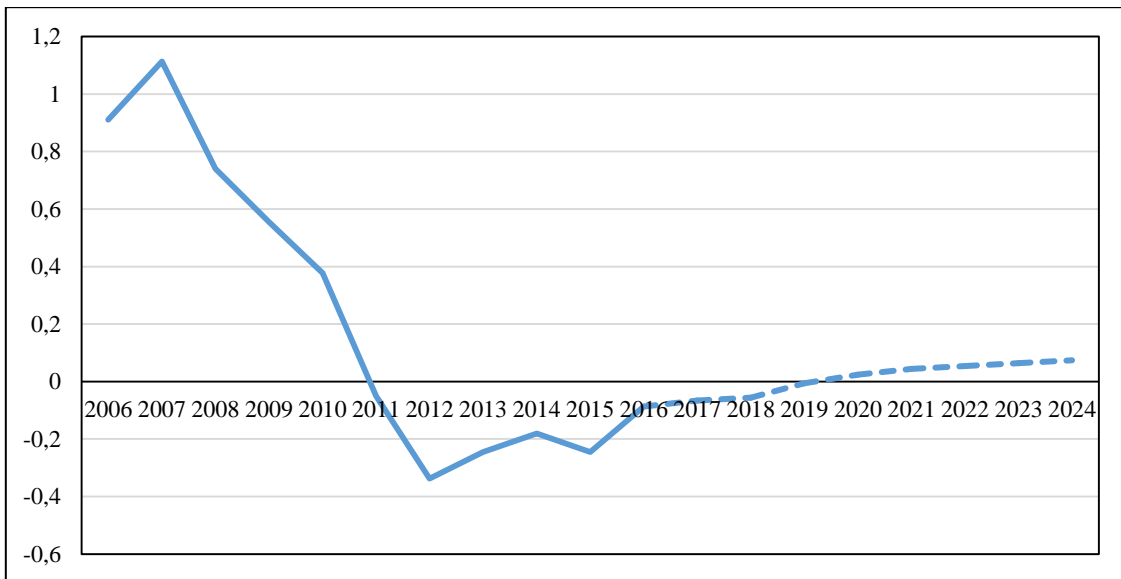
Tabla 5.16: Resultados del descuento de dividendos del BBVA

k_e	6,294%	7,294%	8,294%	9,294%	10,294%
Valor	9,62€	7,61€	6,30€	5,37€	4,68€

5.3.2. Descuento de resultados anormales

El segundo método aplicado es el descuento de resultados anormales. El primer paso es examinar la evolución histórica de los RA de la entidad, cuyos datos vienen recogidos en el Anexo II.

Gráfico 5.25: Evolución de los RA del BBVA (2006-2024)



Hasta 2010, el ROE del BBVA era superior al coste de capital, lo cual le permitió la obtención de RA positivos en el periodo 2006-2010. Desde 2011, la rentabilidad financiera se ha situado por debajo del coste de capital, lo cual ha supuesto la generación de RA negativos, si bien siguen una tendencia positiva. Para realizar la proyección de los RA, se han tenido en cuenta las mismas hipótesis contempladas para el descuento de dividendos:

- Años 2017 y 2018: los RA seguirán siendo negativos, pero cada vez de menor tamaño hasta aproximarse a cero. Se espera un menor ritmo de mejora de los beneficios por acción debido a la incertidumbre que rodea a la economía mexicana.
- Años 2019 a 2024: la esperada subida de los tipos de interés permitiría elevar el margen de intermediación de la entidad, incrementándose los beneficios por acción y con ello, los resultados anormales. Sin embargo, el impacto de esta medida en el BBVA es más reducida como ya se comentó anteriormente, y por ello, el aumento de los RA no sería tan grande.

Una vez estimados todos los datos necesarios, se aplica la siguiente fórmula:

$$V_0 = 7,427 - \frac{0,0661}{(1 + k_e)^1} - \frac{0,0561}{(1 + k_e)^2} - \frac{0,0061}{(1 + k_e)^3} + \frac{0,0239}{(1 + k_e)^4} + \frac{0,0439}{(1 + k_e)^5} + \frac{0,0539}{(1 + k_e)^6} + \frac{0,0639}{(1 + k_e)^7} + \frac{0,0739}{(k_e - (-0,62)) \cdot (1 + k_e)^6}$$

Sustituyendo cada uno de los costes de capital planteados en la fórmula, se obtienen los siguientes valores de las acciones del BBVA:

Tabla 5.17: Resultados del descuento de RA del BBVA

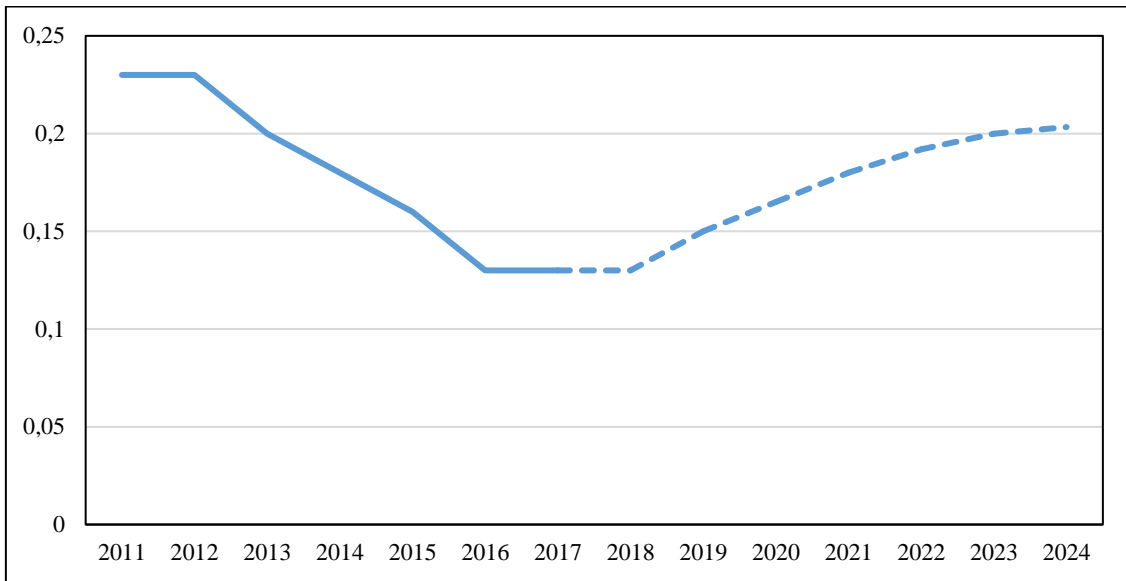
k_e	6,294%	7,294%	8,294%	9,294%	10,294%
Valor	7,52€	7,51€	7,50€	7,49€	7,48€

5.4. VALORACIÓN DE CAIXABANK

5.4.1. Descuento de dividendos

Para aplicar el modelo de descuento de dividendos se debe analizar la evolución de los dividendos repartidos por la entidad en los últimos años, tanto en forma de efectivo como en acciones. La información completa se encuentra en el Anexo I.

Gráfico 5.26: Evolución del dividendo por acción de Caixabank (2011-2024)



En el caso de Caixabank, dado su corto tiempo de vida, no se dispone de tanta información histórica sobre sus dividendos como con las otras entidades analizadas. En el periodo entre 2011 y 2016, el banco ha reducido de forma paulatina su reparto de beneficios principalmente como consecuencia de la necesidad de reforzar su capital de cara a Basilea III y por la baja rentabilidad de su negocio. Esta situación va mejorando poco a poco, aumentando la rentabilidad financiera de la entidad un 1% aproximadamente cada año. Estos factores han provocado que en los primeros años de vida la política de dividendos del banco no haya sido para nada estable. Sin embargo, en el año 2017 se mantendrá el mismo dividendo que en 2016, de acuerdo con los planes de Caixabank, por lo que se podría considerar que la caída ha tocado suelo y la tendencia se revertirá en los próximos años.

Durante los próximos años se podría esperar una mejora en la evolución de los dividendos. Para realizar la estimación, se plantean tres fases distintas:

- Años 2017 y 2018: se plantea la continuidad en la estabilización del beneficio durante dos periodos, evitando una política muy agresiva antes de la entrada en vigor de Basilea III, aunque la entidad cuente actualmente con unos niveles de capital bastante holgados.
- Años 2019 a 2021: con la esperada subida de los tipos de interés por parte del BCE, el margen de intereses de la entidad podría comenzar a crecer a mayor ritmo. A esto se le debe sumar la entrada en el mercado portugués gracias a la reciente compra de BPI, lo cual podría ayudar a incrementar en mayor medida

los ingresos. Con todo ello, la entidad podría estar en condiciones para elevar su dividendo con tasas de crecimiento que rondan el 10% durante estos tres años.

- Años 2022 a 2024: esta última fase sería de transición a la perpetuidad, experimentando el dividendo crecimientos cada vez menores: del 6,63% en 2022, del 4,16% en 2023 y finalmente un 1,7% en 2024. Este sería el crecimiento estimado a perpetuidad para el dividendo de la entidad, basado en el crecimiento a largo plazo de la economía española según la OCDE.

Una vez estimados tanto los dividendos futuros como su tasa de crecimiento a perpetuidad, se puede proceder a realizar el descuento aplicando la siguiente fórmula:

$$V_0 = \frac{0,13}{(1 + k_e)^1} + \frac{0,13}{(1 + k_e)^2} + \frac{0,15}{(1 + k_e)^3} + \frac{0,165}{(1 + k_e)^4} + \frac{0,18}{(1 + k_e)^5} + \frac{0,19}{(1 + k_e)^6} + \frac{0,2}{(1 + k_e)^7} + \frac{0,203}{k_e - 1,70\%}$$

Sustituyendo cada uno de los costes de capital planteados en la fórmula, se obtienen los siguientes valores de las acciones de Caixabank:

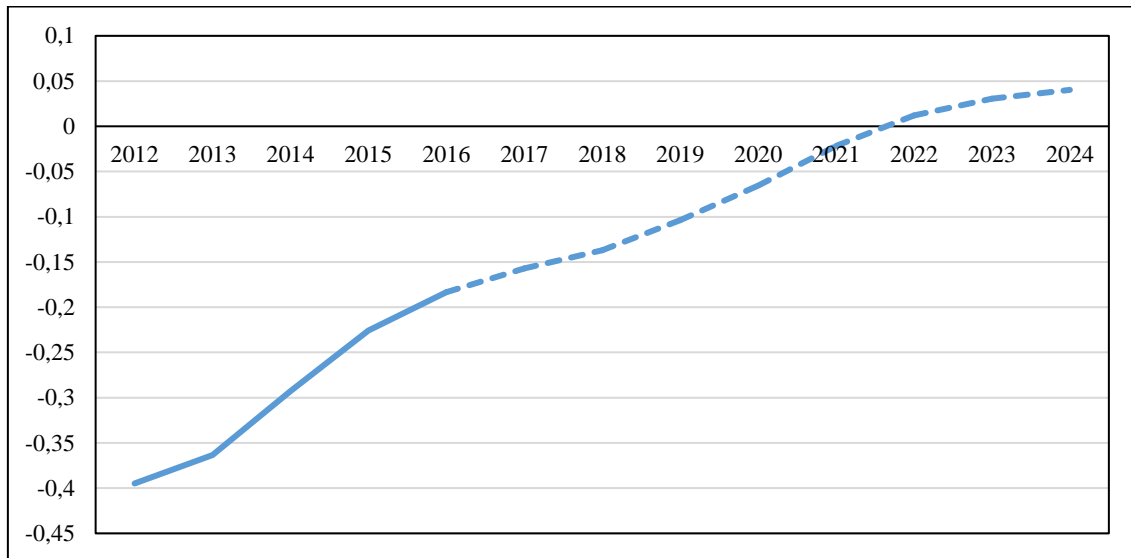
Tabla 5.18: Resultados del descuento de dividendos de Caixabank

k_e	6,294%	7,294%	8,294%	9,294%	10,294%
Valor	3,77€	3,07€	2,58€	2,23€	1,95€

5.4.2. Descuento de resultados anormales

El segundo método aplicado es el descuento de resultados anormales. El primer paso es examinar la evolución histórica de los RA de la entidad, cuyos datos vienen recogidos en el Anexo II.

Gráfico 5.27: Evolución de los RA de CaixaBank (2012-2024)



Durante todos los años de existencia de la entidad, la rentabilidad financiera se ha situado por debajo del coste de capital. Como ya se comentó, CaixaBank ha registrado un ROE que oscila entre el 1% y el 3%. Esta tendencia ha ido mejorando paulatinamente como se puede observar en el gráfico, y es de esperar que esta tendencia se mantenga durante los próximos años. Para realizar la proyección de los RA, se han tenido en cuenta las mismas hipótesis contempladas para el descuento de dividendos:

- Años 2017 y 2018: mejora suave de los RA, resultado de la obtención de mayor beneficio gracias a las menores provisiones por pérdidas y no tanto por la obtención de mayores ingresos.
- Años 2019 a 2021: mayor ritmo de mejora de los RA pero siendo estos negativos hasta 2021, ya que el camino a recorrer es grande. La subida de los tipos de interés y los mayores ingresos gracias a la entrada en el mercado portugués podrían permitir finalmente la obtención de una rentabilidad financiera superior al coste de capital.
- Años 2022 a 2024: última fase de transición en la que los RA se estabilizan, situándose ligeramente por encima de 0.

Una vez estimados todos los datos necesarios, se aplica la siguiente fórmula:

$$V_0 = 4,321 - \frac{0,1571}{(1 + k_e)^1} - \frac{0,137}{(1 + k_e)^2} - \frac{0,1038}{(1 + k_e)^3} - \frac{0,0656}{(1 + k_e)^4} - \frac{0,0217}{(1 + k_e)^5} + \frac{0,012}{(1 + k_e)^6} + \frac{0,0305}{(1 + k_e)^7} + \frac{0,0403}{(k_e - (-0,62)) \cdot (1 + k_e)^6}$$

Sustituyendo cada uno de los costes de capital planteados en la fórmula, se obtienen los siguientes valores de las acciones de Caixaabank:

Tabla 5.19: Resultados del descuento de RA de Caixaabank

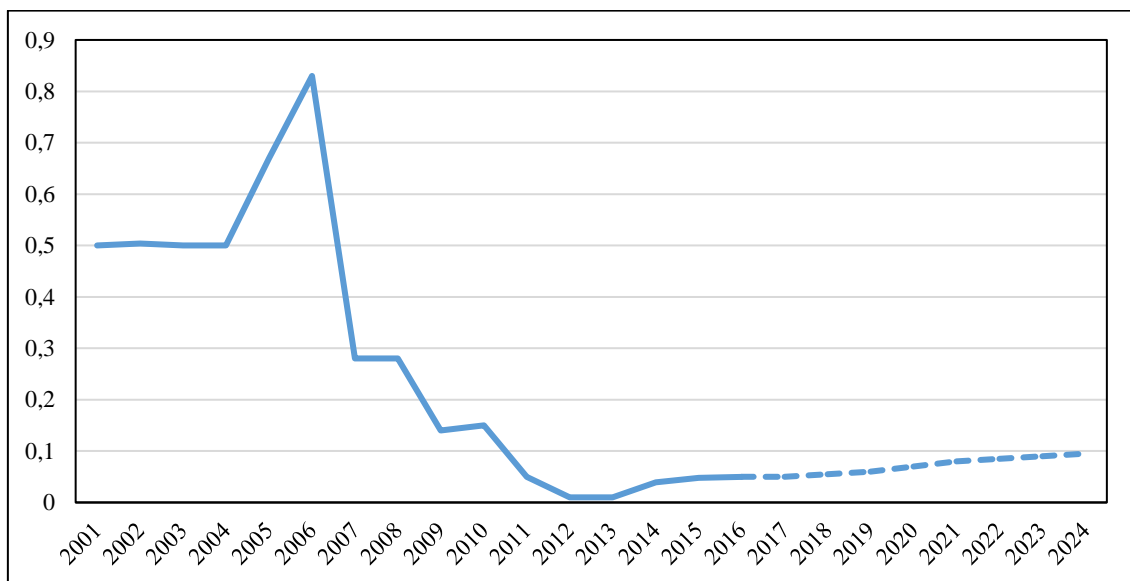
k_e	6,294%	7,294%	8,294%	9,294%	10,294%
Valor	3,97€	3,97€	3,98€	3,98€	3,98€

5.5. VALORACIÓN DE BANCO SABADELL

5.5.1. Descuento de dividendos

Para aplicar el modelo de descuento de dividendos se debe analizar la evolución de los dividendos repartidos por la entidad en los últimos años, tanto en forma de efectivo como en acciones. La información completa se encuentra en el Anexo I.

Gráfico 5.28: Evolución del dividendo por acción de Banco Sabadell (2001-2024)



La política de dividendos de Banco Sabadell no es precisamente estable, puesto que presentan una elevada volatilidad, alternando periodos de gran crecimiento que fueron seguidos tras la crisis por periodos de brusco recorte en el reparto de beneficios. Durante los últimos tres años, el dividendo se ha mantenido relativamente estable entre los cuatro y cinco céntimos por acción.

Durante los próximos años se podría esperar una cierta estabilidad en el dividendo, a diferencia de lo observado en los años previos. Para realizar la estimación, se plantean tres fases distintas:

- Años 2017 y 2018: un periodo de estabilidad, manteniéndose el dividendo alrededor de los cinco céntimos por acción. En estos dos años se debería completar la integración de TSB en el Grupo así como acometer la venta de los activos improductivos que posee la entidad y que reducen la rentabilidad de la empresa. La debilidad del negocio en España se podría ver compensado por la buena evolución de los resultados de TSB.
- Años 2019 a 2021: con la subida de los tipos de interés, el negocio en España podría mejorar sus resultados. Sin embargo, TSB podría verse afectada por la salida de Reino Unido de la Unión Europea, minorando sus ingresos. Se daría por tanto la situación inversa a la actual. La progresiva venta de los activos poco productivos, así como las nuevas inversiones que se hagan con el efectivo podría mejorar ligeramente la rentabilidad de la empresa. Finalmente, la entrada en vigor de Basilea III podría poner fin a la incertidumbre regulatoria y permitir a la entidad tomar decisiones de inversión o de dividendos con mayor libertad. Es por ello que se espera una progresiva subida del dividendo de Sabadell durante este trienio, a un ritmo de entre el 10% y el 15% anual, sin que su mayor cuantía suponga demasiado esfuerzo para el Sabadell.
- Años 2022 a 2024: esta última fase se plantea como de transición hacia la perpetuidad. La variación anual de los dividendos se va minorando paulatinamente hasta alcanzar el crecimiento a perpetuidad del 1,80%, calculado a partir del crecimiento a largo plazo de España y Reino Unido según estimaciones de la OCDE.

Una vez estimados tanto los dividendos futuros como su tasa de crecimiento a perpetuidad, se puede proceder a realizar el descuento aplicando la siguiente fórmula:

$$V_0 = \frac{0,05}{(1 + k_e)^1} + \frac{0,055}{(1 + k_e)^2} + \frac{0,06}{(1 + k_e)^3} + \frac{0,07}{(1 + k_e)^4} + \frac{0,08}{(1 + k_e)^5} + \frac{0,085}{(1 + k_e)^6} + \frac{0,09}{(1 + k_e)^7} + \frac{0,095}{k_e - 1,80\%}$$

Sustituyendo cada uno de los costes de capital planteados en la fórmula, se obtienen los siguientes valores de las acciones de Banco Sabadell:

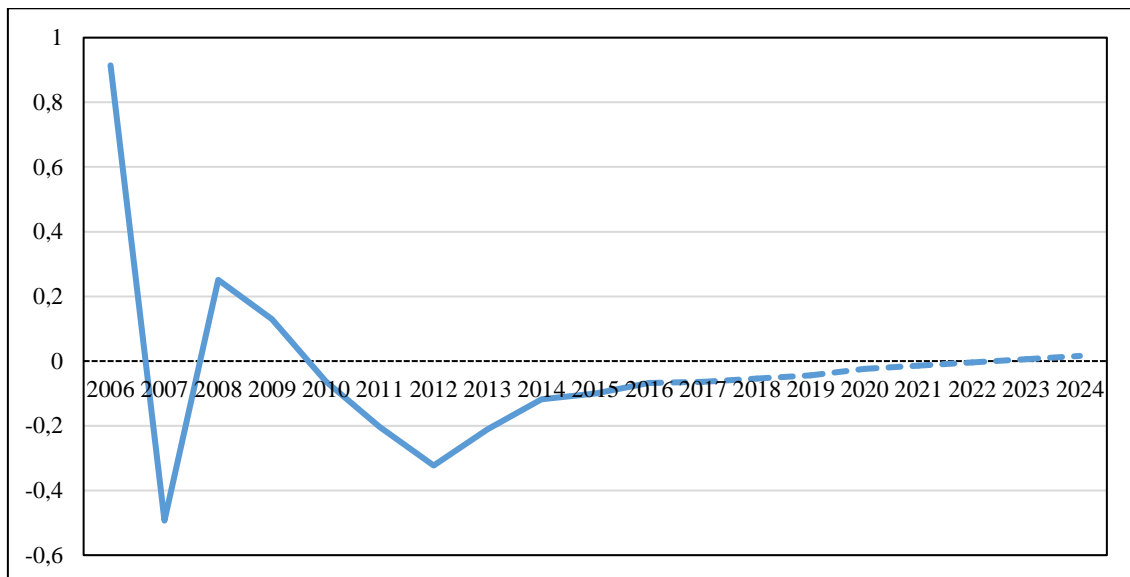
Tabla 5.20: Resultados del descuento de dividendos de Banco Sabadell

k_e	6,294%	7,294%	8,294%	9,294%	10,294%
Valor	1,76€	1,42€	1,19€	1,02€	0,89€

5.5.2. Descuento de resultados anormales

El segundo método aplicado es el descuento de resultados anormales. El primer paso es examinar la evolución histórica de los RA de la entidad, cuyos datos vienen recogidos en el Anexo II.

Gráfico 5.29: Evolución de los RA de Banco Sabadell (2006-2024)



En el periodo analizado, la rentabilidad financiera de la entidad solo se ha situado por encima del coste de capital en tres ocasiones, estando el resto de años por debajo y dando lugar a resultados anormales negativos. Desde el 2010, el Sabadell registra RA menores que cero, si bien en los últimos ejercicios estos han ido disminuyendo de tamaño a medida que la rentabilidad se recuperaba de los mínimos registrados en 2012 y 2013.

Para realizar la proyección de los RA, se han tenido en cuenta las mismas hipótesis contempladas para el descuento de dividendos. En general, se espera una muy lenta mejora del ROE de la entidad, que se situará finalmente por encima del coste de capital hacia 2021 o 2022. Los motivos que justifican este pesimismo con la rentabilidad de la entidad son los ya explicados en el apartado anterior: debilidad actual del negocio

español, posible debilidad del negocio británico a partir de 2019 y el proceso de integración de TSB no completado.

Una vez estimados todos los datos necesarios, se aplica la siguiente fórmula:

$$V_0 = 2,3405 - \frac{0,0641}{(1 + k_e)^1} - \frac{0,0541}{(1 + k_e)^2} - \frac{0,0441}{(1 + k_e)^3} - \frac{0,0241}{(1 + k_e)^4} - \frac{0,0141}{(1 + k_e)^5} - \frac{0,0041}{(1 + k_e)^6} + \frac{0,0059}{(1 + k_e)^7} + \frac{0,159}{(k_e - (-0,62)) \cdot (1 + k_e)^6}$$

Sustituyendo cada uno de los costes de capital planteados en la fórmula, se obtienen los siguientes valores de las acciones de Banco Sabadell:

Tabla 5.21: Resultados del descuento de RA de Banco Sabadell

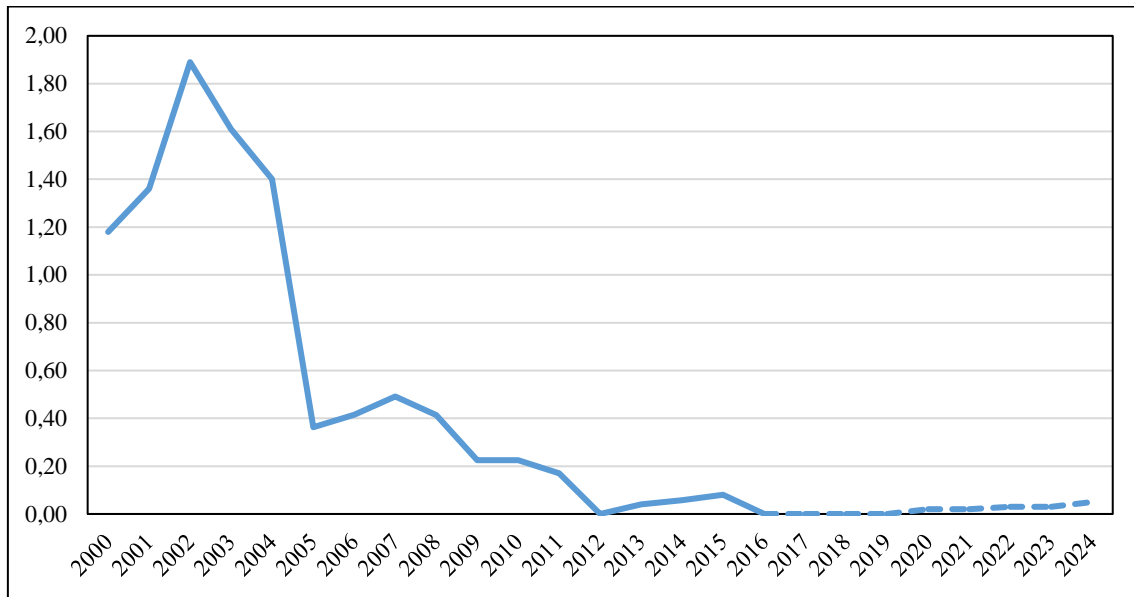
k_e	6,294%	7,294%	8,294%	9,294%	10,294%
Valor	2,18€	2,19€	2,19€	2,19€	2,19€

5.6. VALORACIÓN DE BANCO POPULAR

5.6.1. Descuento de dividendos

Para aplicar el modelo de descuento de dividendos se debe analizar la evolución de los dividendos repartidos por la entidad en los últimos años, tanto en forma de efectivo como en acciones. La información completa se encuentra en el Anexo I.

Gráfico 4.30: Evolución del dividendo por acción de Banco Popular (2000-2024)



La política de dividendos de Banco Popular durante el periodo analizado es totalmente inestable, manteniéndose constante durante solo un periodo. Incluso en época de bonanza económica (2000-2004), el dividendo presentaba grandes oscilaciones. La caída del año 2005 se debe a un Split 1x5 que realizó la compañía, lo cual explica la reducción del dividendo por acción. Tras la crisis, la entidad ha ido minorando su reparto de beneficios, llegando incluso a eliminarlo en 2012 y en 2016.

En conjunto, la entidad no parece seguir una estrategia clara, lo cual dificulta la estimación de los dividendos futuros. Sin embargo, dada su pésima situación actual, no se esperan grandes sorpresas en este aspecto. Por ello, se plantean las siguientes dos fases:

- Años 2017 a 2019: puesto que Banco Popular ha registrado en el año 2016 unas pérdidas históricas que podrían ser aún mayores que las publicadas en sus Cuentas Anuales, lo más probable es que la entidad no pueda repartir dividendos a sus accionistas al menos en los próximos tres años. Los ajustes por deterioro de valor que todavía quedan pendientes por hacer para sanear el balance podrían lastrar los resultados futuros así como el capital del banco, dificultando el cumplimiento de los requisitos de capital de Basilea III. Es por todo ello que sería de esperar una eliminación del dividendo para hacer frente a dichos problemas.

- Años 2020 a 2024: con la situación ya algo más encaminada, sería de esperar que la entidad empezase a mejorar sus resultados, posibilitando el reparto de dividendos, aunque de cuantía modesta. Este progresivo aumento acabaría convergiendo con el crecimiento a perpetuidad de la entidad, que se estima en el 1,70% partiendo del crecimiento a largo plazo de España propuesto por la OCDE.

Una vez estimados tanto los dividendos futuros como su tasa de crecimiento a perpetuidad, se puede proceder a realizar el descuento aplicando la siguiente fórmula:

$$V_0 = \frac{0,02}{(1 + k_e)^4} + \frac{0,02}{(1 + k_e)^5} + \frac{0,03}{(1 + k_e)^6} + \frac{0,03}{(1 + k_e)^7} + \frac{0,05}{k_e - 1,70\%}$$

Sustituyendo cada uno de los costes de capital planteados en la fórmula, se obtienen los siguientes valores de las acciones de Banco Popular:

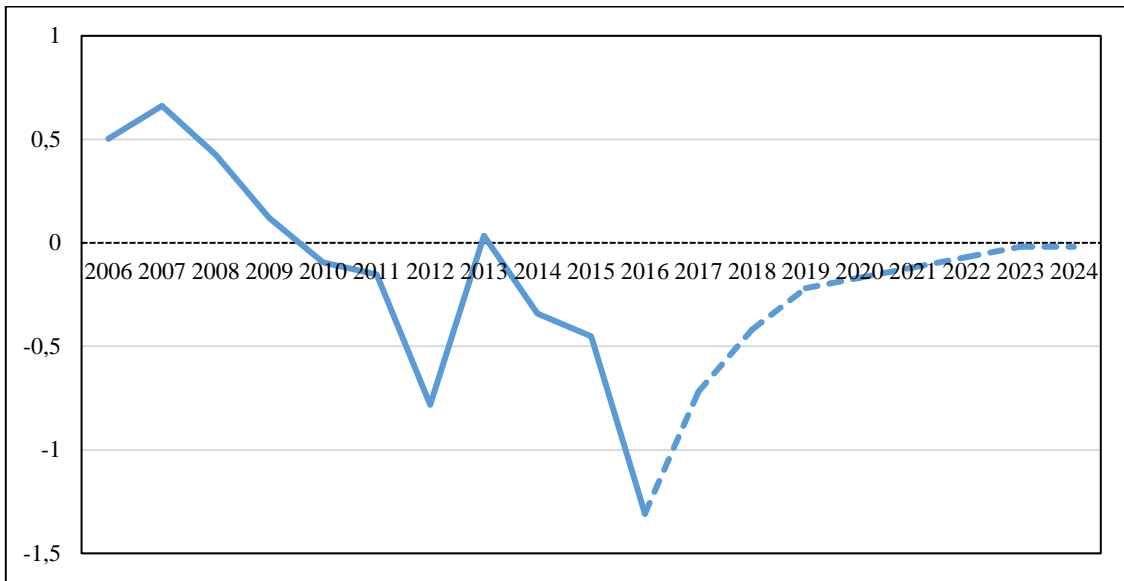
Tabla 5.22: Resultados del descuento de dividendos de Banco Popular

k_e	6,294%	7,294%	8,294%	9,294%	10,294%
Valor	0,78€	0,61€	0,50€	0,41€	0,35€

5.6.2. Descuento de resultados anormales

El segundo método aplicado es el descuento de resultados anormales. El primer paso es examinar la evolución histórica de los RA de la entidad, cuyos datos vienen recogidos en el Anexo II.

Gráfico 5.31: Evolución de los RA de Banco Popular (2006-2024)



Desde 2010, la rentabilidad financiera de la entidad se ha situado siempre por debajo del coste de capital, presentando una tónica descendente en la mayoría de periodos. En el año 2013 el RA es ligeramente positivo pero por motivos de cálculo: la entidad llevó a cabo una ampliación de capital que se mantuvo durante unos pocos meses, reduciendo los recursos propios por acción y haciendo que el RA del periodo sea menos negativo. El pésimo resultado del año 2016 llevó los resultados anormales del Popular a su mínimo de la serie histórica, mostrando el preocupante estado del banco. En general, la tendencia no es nada positiva, por lo que cabría esperar una muy lenta recuperación de los RA para los próximos años.

Partiendo de hipótesis similares a las empleadas en el descuento de dividendos, se plantea una progresiva mejora de la rentabilidad financiera de la compañía. Entre 2017 y 2019 la entidad reduciría las pérdidas hasta obtener un equilibrio entre ingresos y gastos. El beneficio por acción pasaría al terreno positivo alrededor de 2020, con la entidad en una situación más saneada. De este modo, los RA irían aumentando hasta lograr un valor cero en el año 2024, cuando se calcularía la perpetuidad.

Una vez estimados todos los datos necesarios, se aplica la siguiente fórmula:

$$V_0 = 2,639 - \frac{0,7189}{(1 + k_e)^1} - \frac{0,4189}{(1 + k_e)^2} - \frac{0,2189}{(1 + k_e)^3} - \frac{0,1689}{(1 + k_e)^4} - \frac{0,1189}{(1 + k_e)^5} - \frac{0,0689}{(1 + k_e)^6} - \frac{0,0189}{(1 + k_e)^7} + \frac{0}{(k_e - (-0,62)) \cdot (1 + k_e)^6}$$

Sustituyendo cada uno de los costes de capital planteados en la fórmula, se obtienen los siguientes valores de las acciones de Banco Popular:

Tabla 5.23: Resultados del descuento de RA de Banco Popular

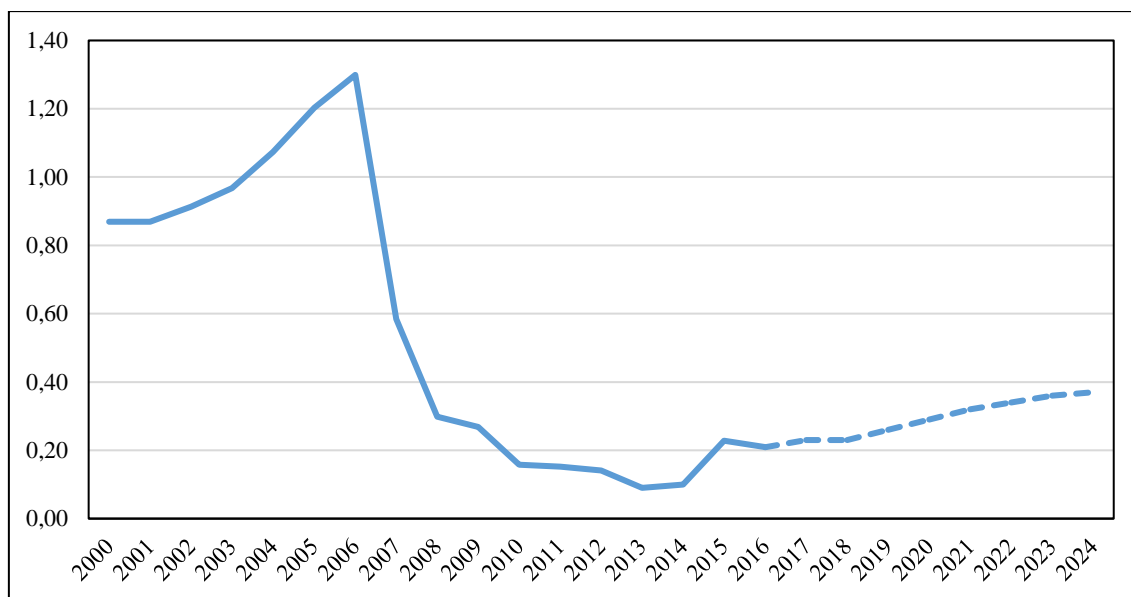
k_e	6,294%	7,294%	8,294%	9,294%	10,294%
Valor	1,13€	1,16€	1,19€	1,22€	1,25€

5.7. VALORACIÓN DE BANKINTER

5.7.1. Descuento de dividendos

Para aplicar el modelo de descuento de dividendos se debe analizar la evolución de los dividendos repartidos por la entidad en los últimos años, tanto en forma de efectivo como en acciones. La información completa se encuentra en el Anexo I.

Gráfico 5.32: Evolución del dividendo por acción de Bankinter (2000-2024)



La política de dividendos de Bankinter no destaca por su estabilidad: excepto en el año 2001, en el resto de periodos el reparto de beneficios ha registrado variaciones. Al considerable incremento experimentado durante la bonanza económica le siguió un fuerte recorte, primero por el *split* 4x1 realizado en 2007 y luego por la moderación en los beneficios de la entidad. Sin embargo la entidad ha mostrado ser resiliente durante la crisis y ha logrado mantener el dividendo entre los diez y los veinte céntimos por acción, nivel en el que se encuentra en la actualidad.

A la vista de la evolución histórica parece claro que la entidad no sigue una política estable, adaptando el dividendo a su situación económico-financiera. Así lo afirmó el presidente del Sabadell, Josep Oliu, en abril de 2016: “el banco no tiene limitación alguna respecto a la política de dividendos”. En base a esto, se puede esperar que el dividendo evolucione de forma favorable a medida que los ya buenos resultados de la entidad mejoren. Por tanto, se plantean las siguientes tres fases:

- Años 2017 y 2018: se plantea un breve periodo de estabilidad en el dividendo. Aunque los resultados de la empresa probablemente sigan en la tendencia de los años previos y la entidad muestra unos buenos niveles de capital, cabría esperar una cierta prudencia en el reparto de beneficios hasta la entrada en vigor de Basilea III.
- Años 2019 a 2021: una vez lograda una cierta estabilidad regulatoria, la solidez de la entidad permitiría aumentar a buen ritmo (alrededor del 10% de incremento) los dividendos. La fortaleza de su negocio así como la subida de tipos de interés permitirían aumentar la cuantía repartida manteniendo el *pay out* en los niveles actuales (38% en 2016).
- Años 2022 a 2024: se modera el crecimiento del dividendo, haciendo una transición hacia el crecimiento a perpetuidad, que se estima en el 1,70% puesto que es el crecimiento a largo plazo de la economía española según la OCDE.

Una vez estimados tanto los dividendos futuros como su tasa de crecimiento a perpetuidad, se puede proceder a realizar el descuento aplicando la siguiente fórmula:

$$V_0 = \frac{0,23}{(1 + k_e)^1} + \frac{0,23}{(1 + k_e)^2} + \frac{0,26}{(1 + k_e)^3} + \frac{0,29}{(1 + k_e)^4} + \frac{0,32}{(1 + k_e)^5} + \frac{0,34}{(1 + k_e)^6} + \frac{0,36}{(1 + k_e)^7} + \frac{0,37}{k_e - 1,70\%}$$

Sustituyendo cada uno de los costes de capital planteados en la fórmula, se obtienen los siguientes valores de las acciones de Bankinter:

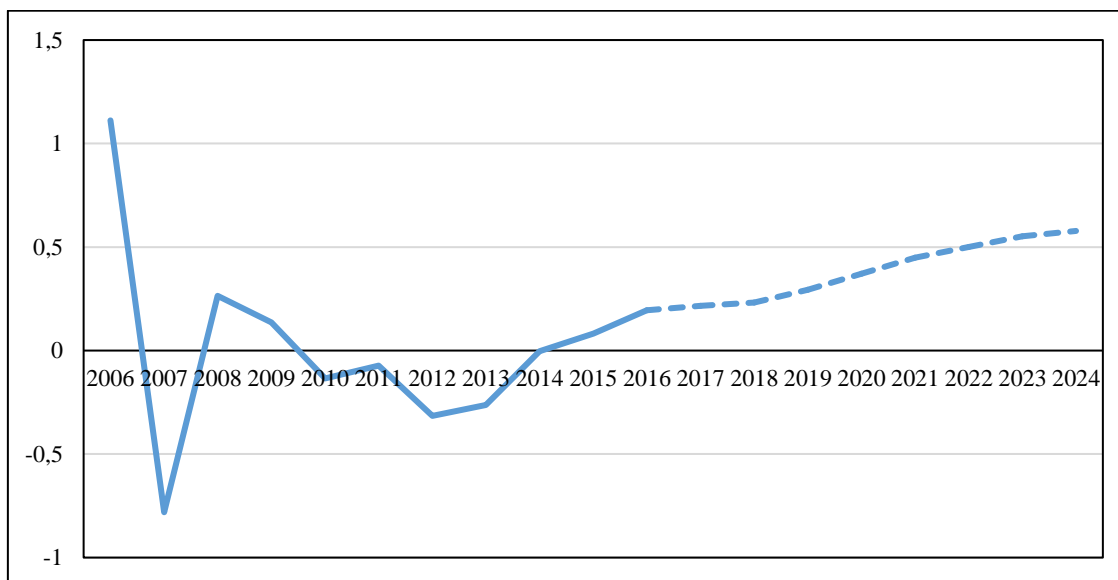
Tabla 5.24: Resultados del descuento de dividendos de Bankinter

k_e	6,294%	7,294%	8,294%	9,294%	10,294%
Valor	6,82€	5,55€	4,67€	4,02€	3,52€

5.7.2. Descuento de resultados anormales

El segundo método aplicado es el descuento de resultados anormales. El primer paso es examinar la evolución histórica de los RA de la entidad, cuyos datos vienen recogidos en el Anexo II.

Gráfico 5.33: Evolución de los RA de Bankinter (2006-2024)



Los RA de Bankinter reflejan un comportamiento de la compañía considerablemente distinto al del resto de entidades analizadas. El ROE fue inferior al coste de capital en el periodo 2010-2014, pero en una cuantía pequeña, haciendo que los RA tengan un tamaño reducido. A partir de 2014, Bankinter logra una rentabilidad superior al coste de capital, superando la crisis mucho antes que el resto de competidores. Esto sitúa a la entidad en una posición muy cómoda, y muestra la fortaleza de su negocio.

Partiendo de hipótesis similares a las empleadas en el descuento de dividendos, se plantea un mantenimiento de los buenos niveles de rentabilidad, que seguirán incrementándose. En 2017 y 2018 se espera un crecimiento moderado de los resultados, seguidos de un periodo de mayor crecimiento entre 2020 y 2022. Finalmente, se plantea un periodo de transición hacia la perpetuidad, moderándose el ritmo de crecimiento de los resultados.

Una vez estimados todos los datos necesarios, se aplica la siguiente fórmula:

$$V_0 = 4,5584 + \frac{0,2161}{(1 + k_e)^1} + \frac{0,2319}{(1 + k_e)^2} + \frac{0,2937}{(1 + k_e)^3} + \frac{0,3712}{(1 + k_e)^4} + \frac{0,4487}{(1 + k_e)^5} + \frac{0,5004}{(1 + k_e)^6} + \frac{0,5521}{(1 + k_e)^7} + \frac{0,5779}{(k_e - (-0,62)) \cdot (1 + k_e)^6}$$

Sustituyendo cada uno de los costes de capital planteados en la fórmula, se obtienen los siguientes valores de las acciones de Bankinter:

Tabla 5.25: Resultados del descuento de RA de Bankinter

k_e	6,294%	7,294%	8,294%	9,294%	10,294%
Valor	7,13€	7,01€	6,89€	6,79€	6,69€

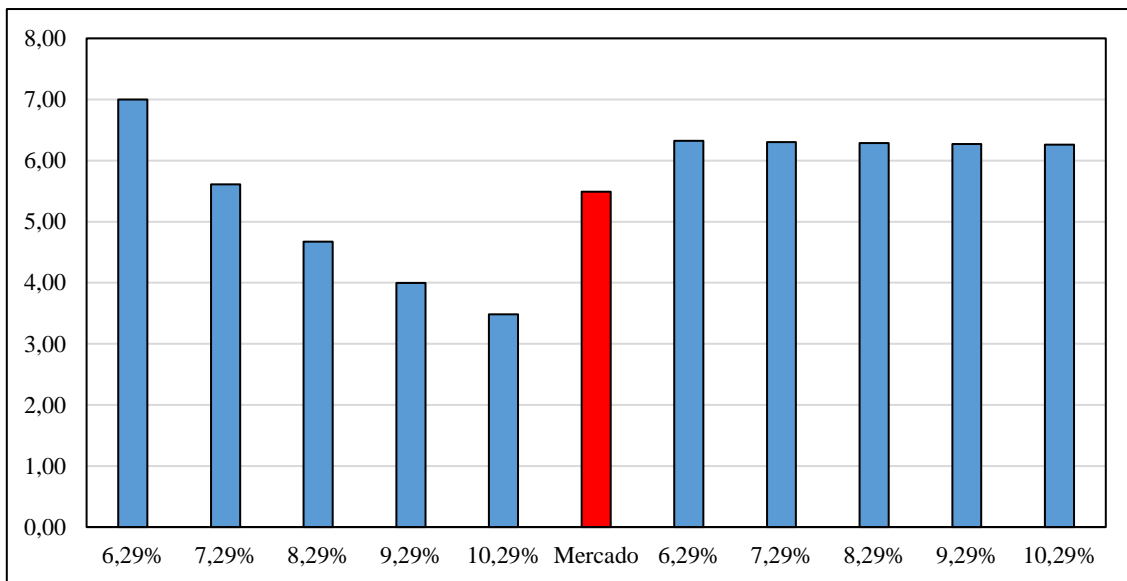
6. VALORACIÓN DE RESULTADOS

Una vez realizados todos los cálculos, se procede a comparar los resultados obtenidos con el valor cotizado disponible. El dato del mercado para los seis bancos se corresponde con el precio de cierre del 13 de abril de 2017, al ser este el más reciente en el momento de redactar estas líneas.

6.1. BANCO SANTANDER

En el siguiente gráfico se recogen los resultados tanto del descuento de dividendos (en la parte izquierda) como del descuento de resultados anormales (parte derecha). En el centro del gráfico (en color rojo) se encuentra el valor de mercado de las acciones de la entidad, para poder realizar la comparativa.

Gráfico 6.34: Comparativa de resultados del Santander



La primera gran diferencia observable es que la horquilla de valores proporcionada por el método de descuento de resultados anormales es mucho más pequeña que la proporcionada siguiendo el método de descuento de dividendos. Esto es así puesto que, como ya se explicó en el apartado de metodología, el método de RA consta de dos sumandos: la proyección de RA y el valor contable de la acción en el momento actual. Por tanto, gran parte del valor final a calcular está determinado por la información contable, que no se ve afectada por un cambio en la tasa de descuento. Sin embargo, en dividendos, la mayor parte del valor la aporta la perpetuidad calculada al final de la

proyección, por lo que el valor final se ve muy afectado por variaciones en el coste de capital.

Se debe tener en cuenta que el elevado componente contable del modelo de RA hace que sus resultados estén muy influenciados por el valor en libros. En un sector como el de la banca, en el que la rentabilidad se caracteriza por ser baja en los últimos años, los RA son como se ha visto próximos a cero, tanto por el lado positivo como por el negativo. Esto hace que el valor final venga determinado principalmente por el valor teórico de las acciones, de modo que los resultados obtenidos mediante este método tenderán a situarse en un *price-to-book* de 1.

Comparando el valor de mercado con los valores calculados mediante dividendos, se estima que el coste de capital que está descontando el mercado con los 5,49 euros por acción es del 7,41%, situándose por tanto en la parte inferior de la horquilla del análisis de sensibilidad.

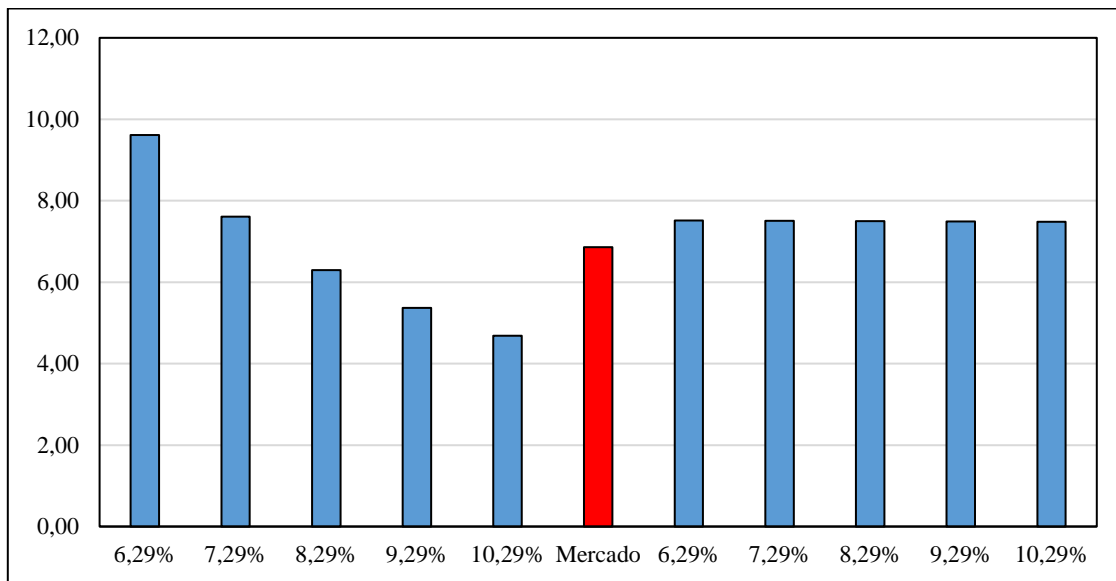
Comparando el valor de mercado con el valor obtenido mediante RA se aprecia que el mercado estaría infravalorando la capacidad del Santander para generar una rentabilidad superior al coste de capital en el futuro. En bolsa, los títulos del Santander cotizan a un *price-to-book* de 0,9 frente al 1,03 que da de media el descuento de RA.

Por último, el valor estimado por ambos modelos convergería para un coste de capital del 6,36%.

6.2. BBVA

Nuevamente se presenta un gráfico que muestra en la parte izquierda los resultados obtenidos mediante descuento de dividendos y en la parte derecha los resultados obtenidos mediante descuento de resultados anormales. De color rojo, en el centro, se muestra el precio al cierre de la última sesión disponible.

Gráfico 6.35: Comparativa de resultados del BBVA



Comparando el valor de mercado con los valores calculados mediante dividendos, se estima que el coste de capital que está descontando el mercado con los 6,86 euros por acción es del 7,82%, situándose por tanto en la parte inferior de la horquilla del análisis de sensibilidad.

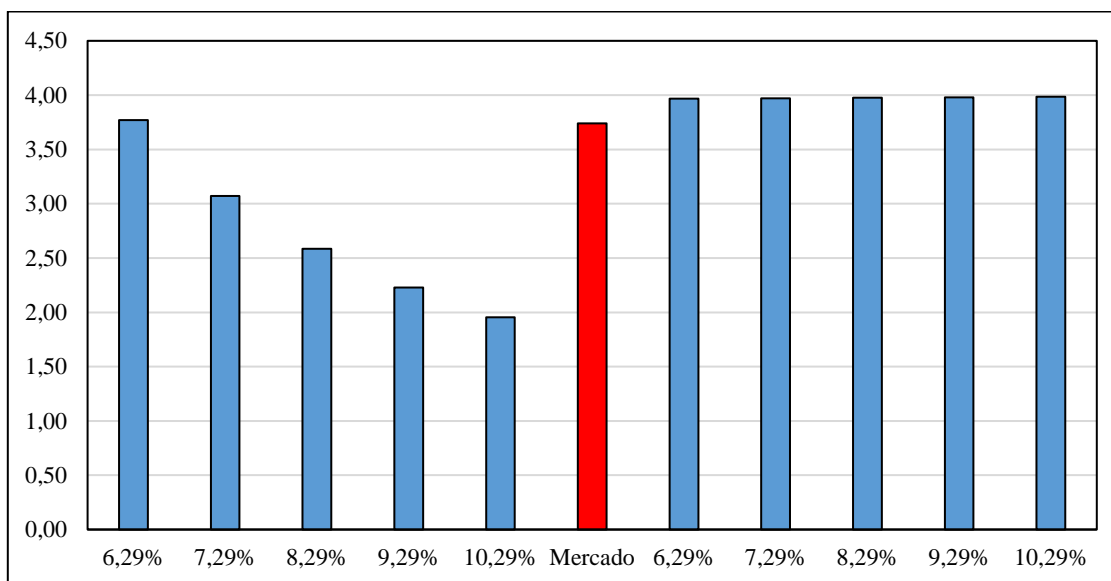
Comparando el valor de mercado con el valor obtenido mediante RA se aprecia que el mercado estaría infravalorando ligeramente la capacidad del BBVA para generar una rentabilidad superior al coste de capital en el futuro. En bolsa, los títulos del BBVA cotizan a un *price-to-book* de 0,92 frente al 1,01 que da de media el descuento de RA.

Por último, el valor estimado por ambos modelos convergería para un coste de capital del 7,36%.

6.3. CAIXABANK

Nuevamente se presenta un gráfico que muestra en la parte izquierda los resultados obtenidos mediante descuento de dividendos y en la parte derecha los resultados obtenidos mediante descuento de resultados anormales. De color rojo, en el centro, se muestra el precio al cierre de la última sesión disponible.

Gráfico 6.36: Comparativa de resultados de Caixabank



Comparando el valor de mercado con los valores calculados mediante dividendos, se estima que el coste de capital que está descontando el mercado con los 3,74 euros por acción es del 6,33%, situándose por tanto en la parte más baja de la horquilla del análisis de sensibilidad.

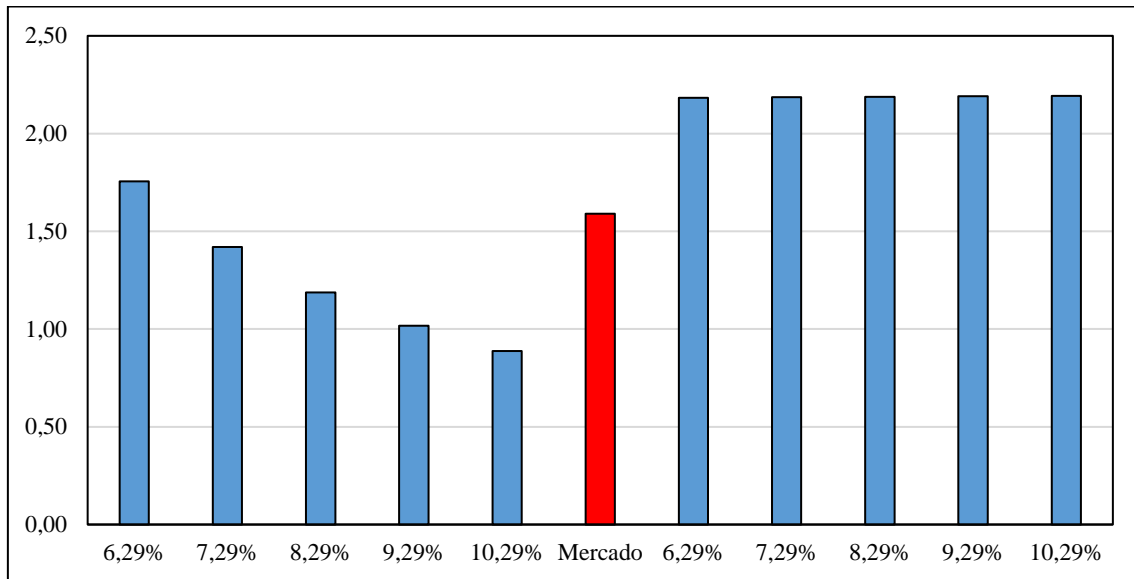
Comparando el valor de mercado con el valor obtenido mediante RA se aprecia que el mercado estaría infravalorando ligeramente la capacidad de Caixabank para generar una rentabilidad superior al coste de capital en el futuro. En bolsa, los títulos de Caixabank cotizan a un *price-to-book* de 0,87 frente al 0,92 que da de media el descuento de RA.

Por último, el valor estimado por ambos modelos convergería para un coste de capital del 6,06%.

6.4. BANCO SABADELL

Nuevamente se presenta un gráfico que muestra en la parte izquierda los resultados obtenidos mediante descuento de dividendos y en la parte derecha los resultados obtenidos mediante descuento de resultados anormales. De color rojo, en el centro, se muestra el precio al cierre de la última sesión disponible.

Gráfico 6.37: Comparativa de resultados de Banco Sabadell



Comparando el valor de mercado con los valores calculados mediante dividendos, se estima que el coste de capital que está descontando el mercado con los 1,59 euros por acción es del 6,75%, situándose por tanto en la parte inferior de la horquilla del análisis de sensibilidad.

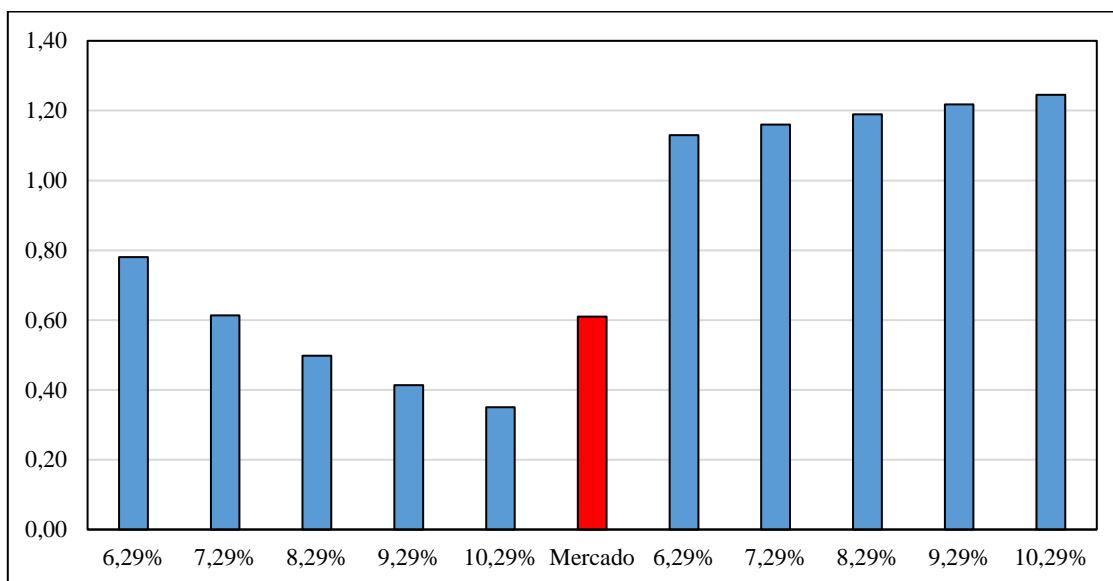
Comparando el valor de mercado con el valor obtenido mediante RA se aprecia que el mercado estaría infravalorando ligeramente la capacidad del Sabadell para generar una rentabilidad superior al coste de capital en el futuro. En bolsa, los títulos del Sabadell cotizan a un *price-to-book* de 0,68 frente al 0,93 que da de media el descuento de RA.

Por último, el valor estimado por ambos modelos convergería para un coste de capital del 5,45%.

6.5. BANCO POPULAR

Nuevamente se presenta un gráfico que muestra en la parte izquierda los resultados obtenidos mediante descuento de dividendos y en la parte derecha los resultados obtenidos mediante descuento de resultados anormales. De color rojo, en el centro, se muestra el precio al cierre de la última sesión disponible.

Gráfico 6.38: Comparativa de resultados de Banco Popular



Comparando el valor de mercado con los valores calculados mediante dividendos, se estima que el coste de capital que está descontando el mercado con los 0,61 euros por acción es del 7,29%, situándose en la parte inferior de la horquilla del análisis de sensibilidad.

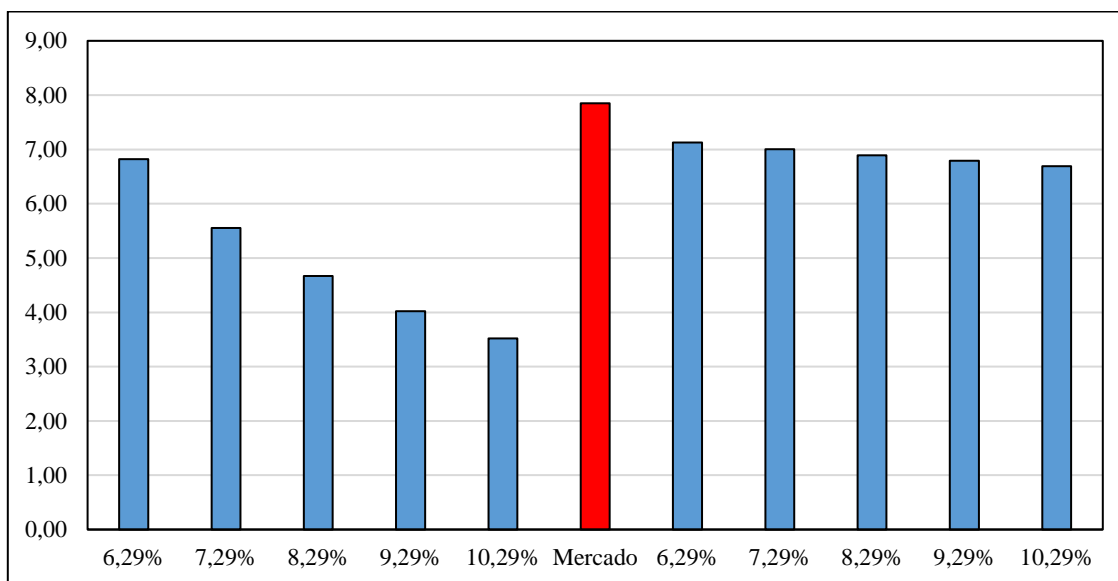
Comparando el valor de mercado con el valor obtenido mediante RA se aprecia que el mercado estaría siendo especialmente pesimista acerca de su futura evolución. Esto se puede deber a que en el momento en que se tomó la cotización, la entidad acababa de hacer pública la noticia de que debía revisar sus Cuentas Anuales ya que existía una ligera desviación en las pérdidas. En bolsa, los títulos del Popular cotizan a un *price-to-book* de 0,23 frente al 0,41 que da de media el descuento de RA.

Por último, el valor estimado por ambos modelos convergería para un coste de capital del 4,90%.

6.6. BANKINTER

Nuevamente se presenta un gráfico que muestra en la parte izquierda los resultados obtenidos mediante descuento de dividendos y en la parte derecha los resultados obtenidos mediante descuento de resultados anormales. De color rojo, en el centro, se muestra el precio al cierre de la última sesión disponible.

Gráfico 6.39: Comparativa de resultados de Bankinter



Comparando el valor de mercado con los valores calculados mediante dividendos, se estima que el coste de capital que está descontando el mercado con los 7,85 euros por acción es del 5,72%, situándose por tanto en el extremo inferior de la horquilla del análisis de sensibilidad.

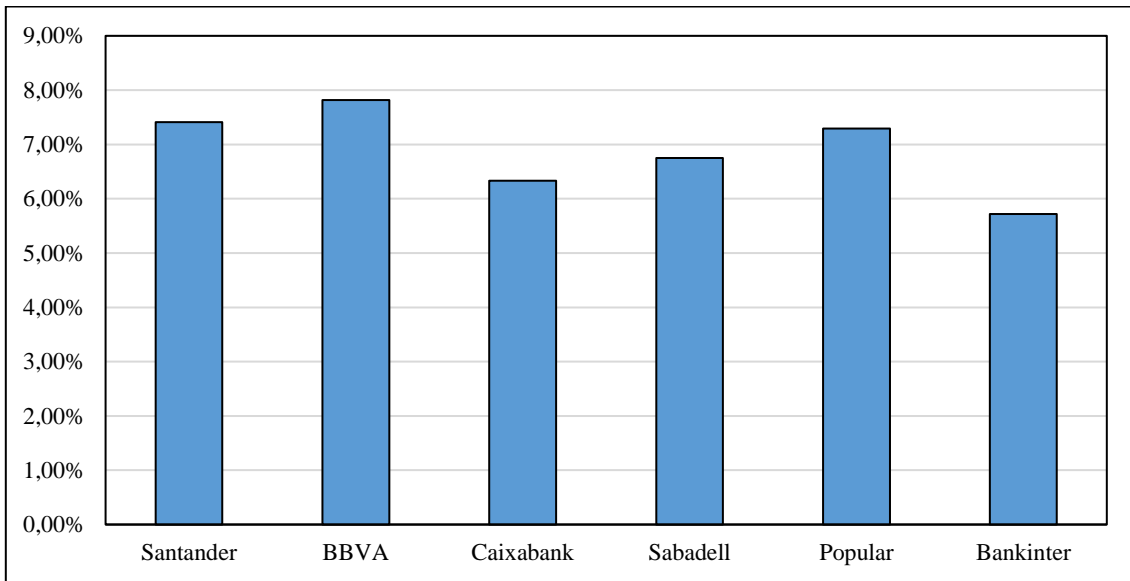
Comparando el valor de mercado con el valor obtenido mediante RA se aprecia que el mercado estaría sobrevalorando la capacidad del Sabadell para generar una rentabilidad superior al coste de capital en el futuro. En bolsa, los títulos del Sabadell cotizan a un *price-to-book* de 1,72 frente al 1,51 que da de media el descuento de RA.

Por último, el valor estimado por ambos modelos convergería para un coste de capital del 6,25%.

6.7. COMPARATIVA CONJUNTA

Por último, se procede a comprar los resultados obtenidos para las distintas entidades analizadas. En primer lugar se presentan los costes de capital que el mercado está descontando actualmente, calculado sobre el modelo de dividendos.

Gráfico 6.40: Costes de capital descontados por el mercado

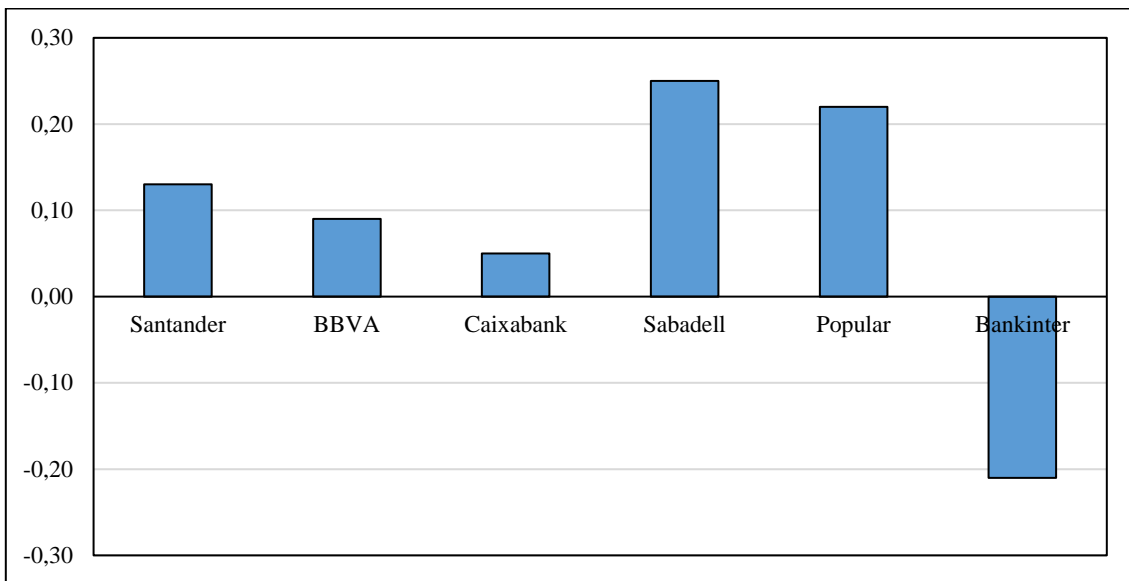


El coste de capital descontado por el mercado no es uniforme, sino que varía considerablemente de unas entidades a otras, oscilando entre el 5,72% de Bankinter y el 7,82% de BBVA. Antes de analizar estos resultados, se debe tener en cuenta que los modelos estimados tienen una fiabilidad limitada debido a la inestable política de dividendos de las entidades valoradas, por lo que los resultados obtenidos son meramente orientativos. Si bien no existe un patrón claro, se pueden señalar algunas posibles tendencias: el coste de capital descontado por el mercado parece ser superior para aquellas entidades con presencia internacional (Santander, BBVA y Sabadell), mientras que el de entidades enfocadas únicamente en el mercado español (Caixabank y Bankinter) parece sensiblemente inferior (casi un 1% menor). Popular se desmarca de esta tendencia, con un coste de capital exigido por el mercado superior al de las otras dos entidades no multinacionales y cercano al de Santander y BBVA. Esto podría deberse a que este banco ofrece un riesgo considerablemente mayor al resto, por lo que parece razonable que los inversores exijan una mayor rentabilidad a sus títulos.

El coste de capital estimado también da información sobre el modelo de descuento de dividendos y su posición frente al valor de mercado: los bancos con un menor coste de capital tienen un menor potencial de revalorización frente a las entidades con costes de capital más altos.

En segundo lugar, se analiza el diferencial existente entre el valor de mercado y el valor medio estimado mediante descuento de RA.

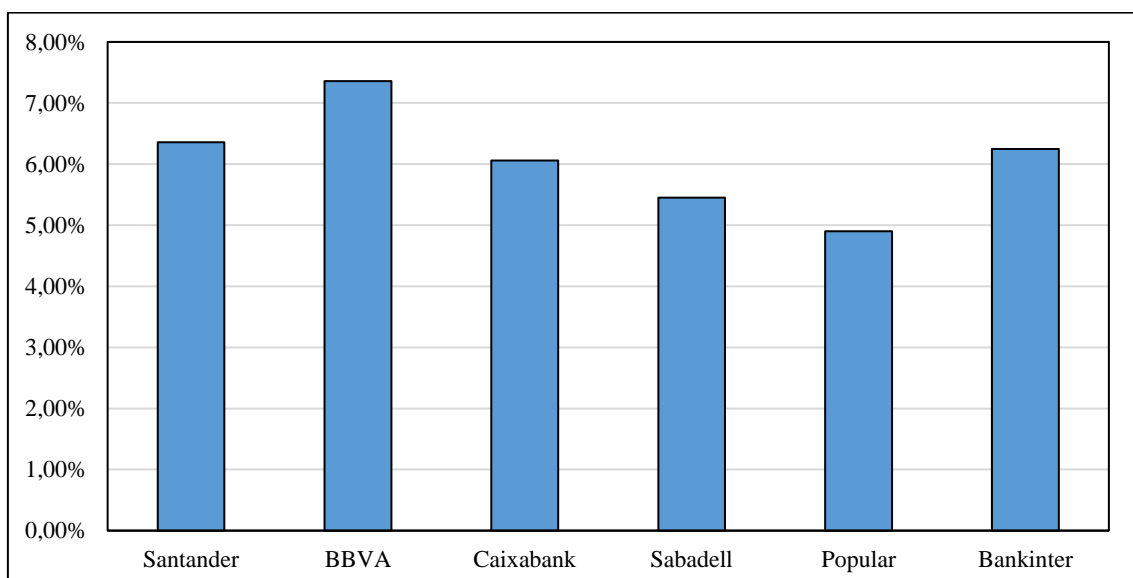
Gráfico 6.41: Diferencia en el *price-to-book* entre RA y mercado



En este gráfico se puede apreciar la posible sobrevaloración o infravaloración que sufrirían los títulos de las entidades en bolsa de acuerdo al descuento de RA. En cinco de los seis bancos, existe una infravaloración aunque de dimensiones no muy grandes. El caso más extremo es el de Banco Sabadell con un *price-to-book* 0,25 puntos inferior al valor que le correspondería según descuento de RA. Bankinter desmarca del resto experimentando una sobrevaloración de 0,21 puntos.

Por último se analiza para qué coste de capital el valor calculado por ambos métodos se iguala. Puesto que ambos métodos son equivalentes y están aplicados bajo las mismas hipótesis, deberían dar resultados similares.

Gráfico 6.42: Coste de capital para el que dividendos y RA coinciden



El coste de capital para el que los valores calculados coinciden para ambos modelos oscila entre el 5% y el 7% aproximadamente. Los costes de capital más bajos (como los de Popular y Sabadell) indican una mayor diferencia entre los valores obtenidos mediante resultados anormales y dividendos. Teniendo en cuenta que los valores estimados mediante el primer método dependen principalmente del valor en libros, los menores costes de capital para la convergencia de valores parecen indicar una mayor lejanía de los resultados del modelo de descuento de dividendos respecto al valor en libros.

7. CONCLUSIONES

El propósito de este trabajo era determinar si las entidades financieras estaban infravaloradas en el mercado, así como averiguar qué coste de capital se está descontando a cada banco.

En base a la valoración realizada, parece existir una cierta infravaloración del sector financiero en el mercado. En cinco de los seis bancos, el valor estimado se ha situado por encima de su valor de mercado. Bankinter es la excepción, mostrando un precio de mercado ligeramente superior al estimado. Esta mejor percepción por parte de los inversores podría venir justificada por su sólida rentabilidad y su salud financiera.

Aunque los resultados indican un sesgo a la baja en la fijación de precios, este es de poca magnitud. El caso más destacado es el de Sabadell, con una diferencia de 0,25 puntos sobre el ratio *price-to-book* entre valor de mercado y valor estimado. Esto equivaldría a 60 céntimos de euro, una cuantía moderada. Por tanto, no se podría hablar de una infravaloración de gran magnitud, sino de un ligero desajuste en los precios posiblemente amparado por las dudas sobre la rentabilidad del sector así como de la estabilidad en la regulación de las entidades.

Otro aspecto a destacar es la disparidad en los costes de capital descontados por el mercado. En el Informe de Estabilidad Financiera de noviembre de 2016, el BCE situaba la rentabilidad exigida en un 10% de media. De acuerdo con los resultados obtenidos, la media simple se situaría para las seis entidades analizadas en el 6,89%. Existe además una gran disparidad entre los distintos bancos: la horquilla abarca desde el 5,72% estimado para Bankinter al 7,82% del BBVA. Parece existir una tendencia en la que las entidades con una importante presencia fuera de España ven aplicados costes de capital superiores, que probablemente respondan a sus mayores perspectivas de crecimiento a largo plazo así como al aumento de posibles riesgos en su negocio.

Sería interesante ahondar en futuros estudios en los factores que determinan los distintos costes de capital para las entidades analizadas, así como en las variables que más determinan su valor en el mercado. Aunque se vio en la parte inicial del trabajo que la información contable podría estar perdiendo relevancia a la hora de marcar los precios en bolsa, lo cierto es que parecen seguir teniendo un papel orientativo bastante preciso. Es además la principal fuente disponible para usuarios que no dispongan de información interna de las entidades, por lo que no se debe desdeñar su importancia.

Por último, es necesario tener en cuenta que los resultados obtenidos así como las conclusiones de ellos derivadas tienen un alto componente subjetivo. Los métodos de valoración empleados dependen en gran medida del juicio de la persona que los está aplicando, que determina las hipótesis planteadas. Estas se sustentan además en el contexto macroeconómico, sectorial e interno existente en el momento de valorar, por lo que los resultados no son más que una fotografía del sector financiero en un momento determinado.

8. BIBLIOGRAFÍA Y FUENTES

Acin, I., Fernández, P. y Pershin, V. (2017). Discount Rate (Risk-Free Rate and Market Risk Premium) Used for 41 Countries in 2017: A Survey. *Documento de trabajo*.

Agostino, M., Drago, D. y Silipo, D. (2011). The value relevance of IFRS in the European banking industry. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 36(3), 437-457.

Anandarajan, A., Francis, B., Hasan, I. y John, K. (2011). Value relevance of banks: global evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 36(1), 33-55.

Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (2016). *Informe anual 2015*.

Banco Central Europeo (BCE) (2016a). Euro area financial institutions. *Financial Stability Review*, May, 57-66.

Banco Central Europeo (BCE) (2016b). Euro area financial institutions. *Financial Stability Review*, November, 63-71.

Banco Popular, S.A. (2016). *Informe anual 2015*.

Banco Sabadell, S.A. (2016). *Informe anual 2015*.

Banco Santander, S.A. (2017). *Información con relevancia prudencial 2016 (Basilea III)*.

Banco Santander, S.A. (2017). *Informe anual 2016*.

Bankinter, S.A. (2016). *Informe anual 2015*.

BBVA Research (2017). *Situación de España: Primer trimestre de 2017*. 3-5.

Berges, A. y Valero, F.J. (2016). Shock regulatorio y debilidad del negocio: una peligrosa interacción para los bancos. *Cuadernos de Información Económica*, 252, 93-103.

Bolibok, P. (2014). The impact of IFRS on the value relevance of accounting data of banks listed on the Warsaw Stock Exchange. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, 3(1), 33-43.

Caixabank, S.A. (2016). *Información con relevancia prudencial*.

- Caixabank, S.A. (2016). *Informe Corporativo Integrado*.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. Wiley.
- Damodaran, A. (2013). Valuing financial services firms. *The Journal of Financial Perspectives*, 1(1), 2-16.
- Dechow, P., Hutton, A. y Sloan, R. (1999). An empirical assessment of the residual income valuation model. *Journal of Accounting and Economics*, 26(1-3), 1-34.
- Deev, O. (2011). Methods of bank valuation: A critical overview. *Financial Assets and Investing*, 3, 1-12.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (2016). *World economic outlook*, April.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (2017a). *Global financial stability report*, April, 33-36.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (2017b). *Perspectivas de la economía mundial: Actualización del informe WEO*, enero.
- Hail, L. (2013). Financial reporting and firm valuation: relevance lost or relevance regained? *Accounting and Business Research*, 43 (4), 329–358.
- Henry, E., Pinto, J., Robinson, T. y Stowe, J. (2010). *Equity Asset Valuation*, 2nd edition, CFA Institute.
- Huizinga, H. y Laeven, L. (2012). Bank valuation and accounting discretion during a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 106(3), 614-634.
- Johansson, Å., Guillemette, Y. y Murtin, F. (2012). Looking to 2060: Long term global growth prospects. *OECD Economic Policy Papers*, No. 03, OECD Publishing.
- Massari, G., Gianfrate, G. y Zanetti, L. (2014). *The valuation of financial companies*. Wiley.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (2016). *OECD Economic Outlook*. No. 2.

Fuentes electrónicas:

Índice de confianza del consumidor de acuerdo con la base de datos de la OCDE:

<https://data.oecd.org/leadind/consumer-confidence-index-cci.htm>

Tipos de cambio:

<https://www.google.com/finance>

Tipos de interés:

www.global-rates.com

Página web del Tesoro Público:

<http://www.tesoro.es/deuda-publica/subastas/resultado-ultimas-subastas/obligaciones-del-estado>

ANEXO I - DIVIDENDOS

Banco Santander:

	Dividendos	Var
2000	0,273	-
2001	0,288	5,60%
2002	0,288	0,00%
2003	0,303	5,03%
2004	0,333	10,00%
2005	0,417	25,15%
2006	0,521	24,94%
2007	0,650	24,76%
2008	0,650	0,00%
2009	0,600	-7,69%
2010	0,600	0,00%
2011	0,600	0,00%
2012	0,600	0,00%
2013	0,600	0,00%
2014	0,600	0,00%
2015	0,200	-66,67%
2016	0,210	5,00%
2017	0,221	5,00%
2018	0,232	5,00%
2019	0,255	10,00%
2020	0,280	10,00%
2021	0,308	10,00%
2022	0,331	7,36%
2023	0,346	4,72%
2024	0,354	2,08%

BBVA:

	Dividendos	Var
2000	0,36	-
2001	0,38	5,51%
2002	0,35	-9,14%
2003	0,38	10,34%
2004	0,44	15,10%
2005	0,53	20,14%
2006	0,64	19,96%
2007	0,73	15,07%
2008	0,50	-31,65%
2009	0,42	-16,17%
2010	0,42	-0,24%
2011	0,42	0,24%
2012	0,42	-0,24%
2013	0,37	-11,69%
2014	0,37	0,00%
2015	0,37	0,00%
2016	0,37	0,00%
2017	0,37	0,00%
2018	0,37	0,00%
2019	0,40	8,11%
2020	0,40	0,00%
2021	0,40	0,00%

Caixabank:

	Dividendos	Var
2011	0,23	-
2012	0,23	0,00%
2013	0,2	-13,04%
2014	0,18	-10,00%
2015	0,16	-11,11%
2016	0,13	-18,75%
2017	0,13	0,00%
2018	0,13	0,00%
2019	0,15	15,38%
2020	0,165	10,00%
2021	0,18	9,09%
2022	0,192	6,63%
2023	0,200	4,16%
2024	0,203	1,70%

Banco Sabadell:

	Dividendos	Var
2001	0,500	-
2002	0,504	0,78%
2003	0,500	-0,77%
2004	0,500	0,00%
2005	0,670	34,00%
2006	0,830	23,88%
2007	0,280	-66,27%
2008	0,280	0,00%
2009	0,140	-50,00%
2010	0,150	7,14%
2011	0,050	-66,67%
2012	0,010	-80,00%
2013	0,010	0,00%
2014	0,039	290,00%
2015	0,048	23,08%
2016	0,050	4,17%
2017	0,050	0,00%
2018	0,055	10,00%
2019	0,060	9,09%
2020	0,070	16,67%
2021	0,080	14,29%
2022	0,085	6,25%
2023	0,090	5,88%
2024	0,095	5,56%

Banco Popular:

	Dividendos	Var
2000	1,18	-
2001	1,36	15,25%
2002	1,89	38,97%
2003	1,61	-14,81%
2004	1,40	-13,04%
2005	0,36	-74,04%
2006	0,42	14,36%
2007	0,49	18,36%
2008	0,41	-15,94%
2009	0,23	-45,59%
2010	0,23	0,00%
2011	0,17	-24,44%
2012	0,00	-100,00%
2013	0,04	-
2014	0,06	45,00%
2015	0,08	37,93%
2016	0,00	-100,00%
2017	0	-
2018	0	-
2019	0	-
2020	0,02	-
2021	0,02	0,00%
2022	0,03	50,00%
2023	0,03	0,00%
2024	0,05	66,67%

Bankinter:

	Dividendos	Var
2000	0,87	-
2001	0,87	0,00%
2002	0,91	5,00%
2003	0,97	6,02%
2004	1,07	10,96%
2005	1,20	12,00%
2006	1,30	8,01%
2007	0,58	-55,04%
2008	0,30	-48,84%
2009	0,27	-10,07%
2010	0,16	-41,42%
2011	0,15	-3,48%
2012	0,14	-7,19%
2013	0,09	-36,17%
2014	0,10	10,44%
2015	0,23	129,38%
2016	0,21	-8,33%
2017	0,23	10,05%
2018	0,23	0,00%
2019	0,26	13,04%
2020	0,29	11,54%
2021	0,32	10,34%
2022	0,34	6,25%
2023	0,36	5,88%
2024	0,37	2,78%

ANEXO II – RESULTADOS ANORMALES

	Santander	BBVA	Caixabank	Sabadell	Popular	Bankinter
2006	0,6870	0,9101	-	0,9143	0,5028	1,1119
2007	0,8539	1,1134	-	-0,4932	0,6618	-0,7809
2008	0,3784	0,7404	-	0,2510	0,4254	0,2649
2009	0,4893	0,5555	-	0,1289	0,1206	0,1358
2010	0,2901	0,3773	-	-0,0635	-0,0935	-0,1341
2011	-0,1464	-0,0508	-	-0,2044	-0,1523	-0,0719
2012	-0,4891	-0,3380	-0,3948	-0,3233	-0,7830	-0,3158
2013	-0,2091	-0,2456	-0,3634	-0,2111	0,0349	-0,2633
2014	-0,0525	-0,1806	-0,2925	-0,1177	-0,3423	-0,0035
2015	-0,1192	-0,2449	-0,2258	-0,0998	-0,4507	0,0820
2016	-0,0804	-0,0869	-0,1834	-0,0676	-1,3093	0,1948
2017	-0,0659	-0,0661	-0,1571	-0,0641	-0,7189	0,2162
2018	-0,0459	-0,0561	-0,1370	-0,0541	-0,4189	0,2319
2019	-0,0059	-0,0061	-0,1038	-0,0441	-0,2189	0,2937
2020	0,0341	0,0239	-0,0656	-0,0241	-0,1689	0,3712
2021	0,0741	0,0439	-0,0217	-0,0141	-0,1189	0,4487
2022	0,0941	0,0539	0,0120	-0,0041	-0,0689	0,5004
2023	0,1041	0,0639	0,0305	0,0059	-0,0189	0,5521
2024	0,1141	0,0739	0,0403	0,0159	-0,0189	0,5779