



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Universidad de León

Grado en Finanzas

Curso 2016/2017

**Valoración de Entidades Financieras. Una aproximación
mediante el Análisis Fundamental**

Bank Valuation. An approach through Fundamental Analysis

Realizado por el alumno D. Michael Alejandro Ramírez Aguirre

Tutelado por el Profesor D. Borja Amor Tapia

León a 26 de Mayo de 2017

CONTENIDO

ÍNDICE DE GRÁFICOS	4
ÍNDICE DE CUADROS Y TABLAS.....	5
RESUMEN	6
ABSTRACT	7
1. INTRODUCCIÓN	8
2. OBJETIVOS.....	10
3. METODOLOGÍA	11
4. MARCO TEÓRICO.....	13
4.1. CONCEPTO Y CONTENIDO DEL ANÁLISIS FUNDAMENTAL.....	13
4.2. CONCEPTO Y CONTENIDO DE LA VALORACIÓN	14
4.2.1. Valor intrínseco y concepto de valoración	14
4.2.2. Fases del proceso de valoración	16
4.3. PROCESO DE VALORACIÓN.....	16
4.3.1. Análisis de la evolución de variables relevantes y estimación de valores	16
4.3.2. Métodos de valoración y aplicación	17
4.3.2.1. Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (cash flows) .	18
4.3.2.2. Valoración por múltiplos.....	22
4.4. PECULIARIDADES Y MODELOS DE LA VALORACIÓN BANCARIA .	23
4.4.1. Bancos, un caso particular	24
4.4.2. Valoración bancaria.....	26
5. APLICACIÓN EMPÍRICA. VALORACIÓN BBVA.....	30
5.1. ENTORNO MACROECONÓMICO	31
5.1.1. Variables económicas	31
5.1.2. Variables sectoriales	37
5.1.2.1. Situación de la Banca en España.....	38

5.1.3.	Mercados financieros.....	41
5.2.	FACTORES INTERNOS	46
5.2.1.	BBVA en 2016 y situación en los mercados	46
5.2.2.	Evolución del negocio en España y el mundo.....	47
5.2.3.	Análisis de la rentabilidad y eficiencia de la entidad	52
5.2.4.	BBVA en el sector. Comparativa vía principales ratios.....	54
5.3.	HIPÓTESIS PARA LA VALORACIÓN Y APLICACIÓN DEL MODELO	55
5.3.1.	Hipótesis sobre las tasas de descuento	56
5.3.2.	Hipótesis sobre los elementos del modelo.....	58
5.3.3.	Aplicación del modelo.....	60
5.3.4.	Análisis comparativo: ratios PER y P/BV.....	62
6.	CONCLUSIONES	63
6.1.	CONCLUSIONES DE LA VALORACIÓN BBVA.....	63
6.2.	CONCLUSIONES DEL PROCESO DE VALORACIÓN DE ENTIDADES FINANCIERAS.....	65
7.	REFERENCIAS.....	68

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 5.1. PIB mundial.....	32
Gráfico 5.2. Evolución PIB EEUU.....	32
Gráfico 5.3. Evolución PIB Latinoamérica	33
Gráfico 5.4. Evolución PIB México	34
Gráfico 5.5. Evolución PIB Eurozona	35
Gráfico 5.6. Evolución PIB España.....	36
Gráfico 5.7. Evolución PIB Turquía.....	36
Gráfico 5.8. Evolución del Pasivo y Patrimonio Neto más reservas en billones de €... 39	
Gráfico 5.9. Evolución del Activo en billones de €.....	39
Gráfico 5.10. Evolución del Resultado atribuido	40
Gráfico 5.11. Evolución Ibex 35 últimos 5 años	43
Gráfico 5.12. Evolución índices bursátiles bancarios.....	44
Gráfico 5.13. Evolución Ibex 35 Bancos vs Ibex 35. Base 100	44
Gráfico 5.14. Evolución tipos de interés deuda pública española	45
Gráfico 5.15. Evolución Ibex 35 e Ibex 35 Bancos vs cotización BBVA. Base 100.....	47
Gráfico 5.16. Aporte porcentual al beneficio por áreas de negocio	51

ÍNDICE DE CUADROS Y TABLAS

Cuadro 4.1. Comparativa versiones del análisis fundamental.....	14
Cuadro 4.2. Tasas de descuento	19
Tabla 5.1. Evolución principales mercados.....	42
Tabla 5.2. Principales partidas de la cuenta de resultados por áreas. Mm €	48
Tabla 5.3. Datos ROE.....	52
Tabla 5.4. ROE desglose <i>Dupont</i> para 2015 y 2016	53
Tabla 5.5. Principales ratios componentes Ibex 35 Bancos a 31/12/2016	54
Tabla 5.6. Crecimiento medio ponderado	56
Tabla 5.7. Cálculo CFac últimos 6 años.....	58
Tabla 5.8. CFac estimados 5 años	59
Tabla 5.9. Descuento CFac.....	60
Tabla 5.10. Valor estimado de la entidad	61
Tabla 5.11. PER y P/BV del sector bancario.....	62
Tabla 6.1. Valoraciones bancos de inversión	64

RESUMEN

Este trabajo aborda el problema de la valoración de entidades financieras desde la perspectiva del análisis fundamental. Para ello, tras plantear la valoración de empresas en términos generales, se abordan las peculiaridades que presenta el sector financiero en este contexto. Las principales diferencias con respecto a las empresas no financieras, radican en la dificultad de distinguir sin ambigüedades los activos y pasivos que implican actividades de financiación de los que implican actividades de inversión operativa. Por otra parte, los estados financieros de estas entidades presentan una opacidad mayor que la mostrada por las empresas no financieras. Además, son empresas sometidas a una fuerte regulación. Tras abordar estos aspectos, se realiza una aplicación empírica a partir del método del caso. Se escoge el BBVA y se realiza su valoración, de acuerdo con lo expuesto previamente. Se llega a la conclusión de que el banco tiene un valor de 8,34 € por acción, 54.748,90 mm € de valor total, por lo que se encuentra infravalorada en el mercado y representa una oportunidad de inversión.

Palabras clave: Análisis fundamental; valoración de empresas; valoración de entidades financieras; modelos de valoración; descuento de flujos; valor intrínseco.

ABSTRACT

This paper addresses the problem of the valuation of financial institutions from the perspective of fundamental analysis. To do this, after considering the firm valuation in general terms, the peculiarities presented by the financial sector in this context are addressed. The main differences with non-financial companies lie in the difficulty of distinguish without ambiguities assets and liabilities involving financial activities from those involving operational investment activities. On the other hand, the financial statements of these entities have a higher opacity than the shown by non-financial companies. In addition, they are firms subject to strong regulation. After addressing these aspects, an empirical application is made from the case method. BBVA is chosen and its valuation is carried out according to the previously mentioned. It is concluded that the bank has a value of € 8.34 per share, € 54,748.90 billion of total value, so it is undervalued in the market and represents an investment opportunity.

Key words: Fundamental analysis, firm valuation, bank valuation, valuation models, variables, cash flows discount, intrinsic value.

1. INTRODUCCIÓN

Este trabajo se centra en uno de los principales problemas de la Economía Financiera¹: la valoración de activos financieros y empresas, concretamente de las empresas del sector bancario.

La valoración de empresas es un proceso mediante el cual se busca determinar el valor que tiene una compañía para los accionistas y/u otros agentes que realicen la valoración con diversos fines, como por ejemplo, tomar decisiones de inversión. Según Fernández (2016) la valoración de empresas es *“un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia”*. Este autor defiende la idea de que se debe dar respuesta a qué se está haciendo, por qué se está haciendo la valoración de una forma determinada, qué finalidad tiene dicha valoración y para quién se está haciendo.

Si la valoración es una tarea compleja, la valoración de entidades financieras lo es en mayor medida ya que los bancos, por su operativa, requieren un tratamiento especial. Para Koller, Goedhart y Wessels (2015) los bancos se encuentran dentro del grupo de empresas más complicadas a la hora de realizar una valoración, sobre todo desde el exterior, ya que la información que ofrecen no se corresponde fielmente con la realidad de la entidad debido a la subjetividad a la hora de aplicar criterios contables y a que esta carece de detalles significativos, como por ejemplo el alcance de sus pérdidas en inversiones crediticias o las posibles discrepancias entre sus activos y pasivos. Los factores más importantes los marca su propio funcionamiento, son empresas que trabajan con un alto apalancamiento y en las cuales resulta complicado diferenciar los elementos operativos de los elementos financieros en el balance y en la cuenta de resultados. Su importancia en la economía también condiciona su valoración, son compañías altamente reguladas que pueden hacer tambalear el sistema financiero debido, entre otros motivos, al riesgo sistémico.

En este sentido, algunos autores han abordado el problema con el desarrollo de metodologías para valorar entidades financieras a partir del análisis fundamental² y

¹ La economía financiera según Marín y Rubio (2011) *“se puede entender como el estudio del comportamiento de los individuos en la asignación intertemporal de sus recursos en un entorno incierto así como el estudio del papel de las organizaciones económicas y los mercados institucionalizados en facilitar dichas asignaciones”*

valiéndose de los métodos de descuento de flujos modificados para tal fin. López y Berastain (2010) concluyeron así, y de igual forma que Koller et al (2015), que a la hora de valorar bancos se deben tener muy en cuenta sus peculiaridades ya que estas a su vez hacen harto difícil llevar a cabo la aplicación de los modelos de valoración a partir de descuento de flujos habituales en entidades no financieras, por lo que realizar valoraciones de entidades financieras es un proceso laborioso y complejo.

Por todo esto, en este trabajo se intenta abordar el problema de la valoración de este tipo de entidades a través del método del caso aplicando a un banco en concreto, el BBVA, la metodología del análisis fundamental con el fin de obtener el valor intrínseco³ de la entidad. De lo anterior se extrae que el objetivo principal de este trabajo es plantear las dificultades y extraer conclusiones sobre el proceso de valoración de una entidad financiera y como objetivo secundario obtener una valoración plausible del banco.

Para llevar a cabo esta tarea se ha estructurado el trabajo de la siguiente manera:

Tras la introducción, los objetivos y la metodología, el trabajo comenzará con el marco teórico (Apartado 4) necesario para llevar a cabo el proceso de valoración, abordando lo que se entiende por análisis fundamental, concepto de valor y métodos de valoración. Esto conducirá a la aplicación empírica, que consiste en el desarrollo del análisis fundamental como medio para obtener la valoración de la entidad (Apartado 5) siguiendo la versión *Top-Down*⁴ del análisis empezando por el análisis del entorno macroeconómico, sobre todo de las variables que más afectan a la entidad, y siguiendo con el análisis del sector bancario. Una vez hecho esto se realizará un análisis de los factores internos a partir de la información pública disponible y de los estados financieros. Con la información obtenida se establecen una serie de hipótesis para poder aplicar la valoración por descuento de flujos explicada en el marco teórico (este esquema se encuentra desarrollado ampliamente en el apartado metodológico). Por último se recogerán las conclusiones extraídas tanto de la valoración como del propio desarrollo del proceso (Apartado 6) y las referencias.

² Método de análisis que se basa en el estudio de la situación económico financiera de las compañías y de sus perspectivas futuras así como las de la economía en su conjunto con el fin de tomar decisiones de inversión.

³ Valor intrínseco de un activo: valor del mismo según la hipótesis de conocimiento pleno de dicho activo y de sus características en el mercado.

⁴ Análisis fundamental metodología *Top-Down*: metodología del análisis fundamental que consiste en el estudio del entorno macroeconómico, el análisis del sector y el análisis interno de una compañía con el objetivo estimar su valor intrínseco.

Las principales conclusiones extraídas de la valoración señalan que el valor intrínseco estimado de la entidad, obtenido mediante el descuento de flujos de fondos para los accionistas (DFac) a partir de los datos de las cuentas anuales y de las hipótesis establecidas, ha sido de 8,34 € por acción, lo que supone que el banco se encuentra infravalorado en el mercado y que presenta una oportunidad de inversión ya que a 31 de marzo de 2017 (fecha de cierre del estudio) la acción del banco cotizaba a 7,17 €. Además, atendiendo al proceso de valoración se ha concluido que es un proceso complejo, como defienden Benninga (2008), Damodaran (2009) y Koller et al (2015) entre otros, debido a la operativa de las entidades financieras que insta a modificar los modelos de valoración a aplicar en función de las particularidades de las mismas, y sujeto a cierta subjetividad debido a las expectativas del agente que realiza la valoración y por la imposibilidad de acceder a la totalidad de información relevante lo que da libertad al analista para fijar hipótesis que permitan realizar valoraciones según sus propios criterios e intereses.

2. OBJETIVOS

El objetivo principal de este trabajo es plantear las dificultades que conlleva la valoración de entidades financieras desde el punto de vista del análisis fundamental y la extracción de conclusiones sobre el propio proceso de valoración, qué se debe tener en cuenta a la hora de fijar el modelo adecuado para calcular el valor intrínseco y cuáles son las dificultades que conlleva la aplicación y desarrollo del mismo.

Adicionalmente y como objetivo secundario se plantea obtener el valor de una entidad concreta, el BBVA, a través del uso del análisis fundamental teniendo en cuenta la peculiaridad de tratarse de una entidad financiera, con el fin de comparar el valor por acción obtenido al aplicar el método más adecuado para este tipo de empresas, o valor intrínseco estimado, con el valor de cotización de dicha acción en el mercado y decidir si la empresa está sobrevalorada o infravalorada y tomar así decisiones de inversión.

Para ello, se requiere la consecución de multitud de otros objetivos entre los que se destaca la realización de un buen análisis macroeconómico y de factores sectoriales, con el fin de obtener unas buenas hipótesis para la estimación de variables como son: el coste de capital, K_e , la rentabilidad financiera, ROE, y el crecimiento esperado futuro, g , fundamentales para la estimación de los valores necesarios en la aplicación del

modelo de valoración adecuado, (escogido previamente teniendo en cuenta las particularidades de las entidades financieras y su repercusión en los modelos de valoración habituales).

Las conclusiones extraídas del trabajo pueden resultar de interés para aquellos miembros de la comunidad académica que quieran acercarse al estudio y valoración de las entidades financieras y conocer sus dificultades así como para aquellos que busquen un ejemplo de valoración mediante el análisis fundamental con intención de aplicar los conocimientos en procesos de valoración con el objeto de tomar decisiones de inversión. Las conclusiones obtenidas sobre el valor estimado de la acción del BBVA son sensibles a las hipótesis de partida tomadas en la estimación de los *inputs* necesarios para el proceso de valoración por lo que solamente representan el punto de vista de quien realiza la misma y, por tanto, no pueden tomarse como una recomendación de compra-venta de dicho título.

3. METODOLOGÍA

Como se ha comentado en apartados previos, para alcanzar los objetivos de valoración de la entidad se ha hecho uso del método del caso a través de la evaluación de una entidad financiera empleando el análisis fundamental en su metodología *Top-down*.

El método del caso, conocido también como *análisis o estudio de casos*, es una técnica de aprendizaje activa que se centra en la investigación sobre un problema real y específico con el fin de sentar las bases para un estudio inductivo. Se propone un caso concreto con el fin de que el alumno o investigador comprenda, conozca y analice todas las variables que intervienen en el mismo y pueda dar soluciones al problema que se le plantea (García, 2008). Esta metodología se amolda a los propósitos del trabajo ya que se parte de un problema real y específico que es la valoración de entidades financieras a partir del estudio de una entidad en concreto con el objetivo de conocer los pormenores del proceso de valorar una entidad financiera para obtener su valor intrínseco con propósitos de inversión.

La metodología escogida para el desarrollo del caso ha sido la fijada por el análisis fundamental en su versión *Top-Down*. En primer lugar se lleva a cabo un análisis económico global y del país considerando las variables macroeconómicas que más afecten a la empresa, como son el PIB, los tipos de interés y de cambio, fundamentales

para la actividad bancaria, y otros indicadores de relevancia. En segundo lugar se procede a analizar el sector en el que se encuadra la actividad de la compañía, en este caso el sector financiero bancario, con el fin de conocer cuáles son sus expectativas de crecimiento y el punto del ciclo económico en el cual se encuentra; es importante conocer también cómo se sitúa la empresa dentro del mismo en comparación con sus competidores. Por último, es necesario evaluar la evolución de los mercados financieros en los que opera la compañía y su posición en estos.

Una vez hecho esto y extraídas las conclusiones pertinentes se procede a analizar los factores internos de la empresa en profundidad haciendo hincapié en el análisis financiero a través de un análisis de ratios como el ROE, la rentabilidad de los recursos propios o financiera, y su descomposición de *DuPont*⁵ con el fin de estudiar la rentabilidad que ha obtenido la empresa en los últimos años y la estructura financiera de la misma.

Con la información recogida en el análisis de factores, tanto externos como internos, y las conclusiones extraídas se proponen las distintas hipótesis que permitan la estimación de las variables necesarias para la aplicación de los distintos métodos de valoración.

A partir de las cuentas anuales y las hipótesis fijadas previamente se procede a aplicar los modelos de valoración. En este caso se opta por utilizar los métodos basados en el descuento de flujos ya que son los más correctos desde el punto de vista teórico y conceptual. Para las entidades financieras, por sus particularidades que se detallarán más adelante, el mejor método de valoración, según Koller et al. (2015), es el basado en el descuento de flujos de fondos para los accionistas, *DCFac*, (*cash flows to equity discount, DCFE*) como se explica en apartados posteriores.

Se han añadido además métodos basados en el cálculo de múltiplos ya que, pese a ser métodos de valoración cuestionables debido a su dispersión, son útiles después de realizar la valoración por descuento de flujos con el fin de evaluar esta mediante la comparación de los ratios de la compañía con los de empresas similares. En el caso de la banca los más utilizados son el PER (*Price Earning Ratio*) y el P/BV (*Price to Book Value*).

⁵ El desglose *DuPont* permite observar la descomposición del ROE en sus distintos elementos con el fin de mostrar la relación entre estos y las variables económicas por las cuales son afectados.

Una vez realizada la valoración, y la comparación con otras entidades similares a través de los múltiplos, se concluye el análisis dando un rango de valores entre los cuales pueda hallarse el valor de la empresa.

4. MARCO TEÓRICO

Es necesario introducir los principales conceptos teóricos que guían este trabajo. En primer lugar se requiere una definición rigurosa de lo que se entiende por análisis fundamental ya que es el medio escogido para hallar el valor intrínseco de la compañía. Este hecho hace necesaria una definición más amplia del concepto de valor de la empresa y de valor intrínseco a través de la introducción a la valoración de empresas y los principales métodos de valoración. Al ser los bancos un tipo de empresa con características singulares se ha hecho un análisis de esta singularidad y su diferencia con las empresas no financieras. Por último se recogen los principales métodos de valoración para empresas de esta índole y por tanto los aplicados en este trabajo, como son el DCFac y los ratios comparativos.

4.1. CONCEPTO Y CONTENIDO DEL ANÁLISIS FUNDAMENTAL

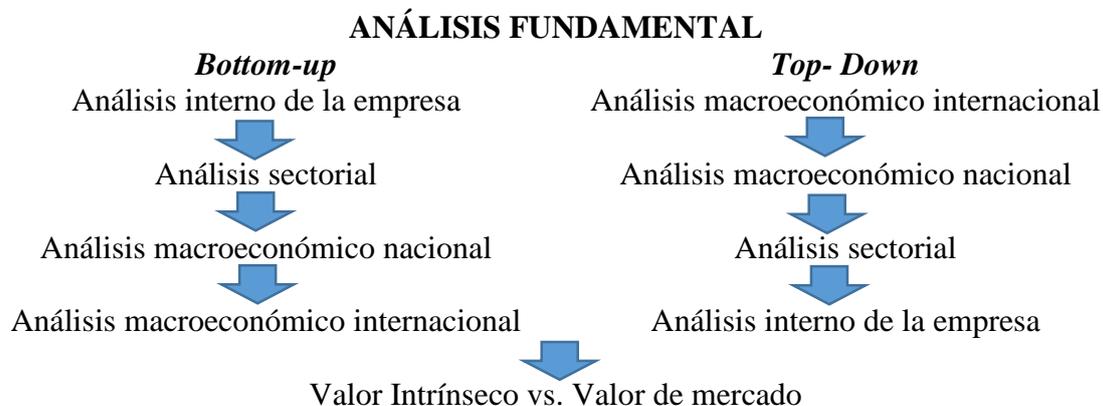
El análisis fundamental, desarrollado en su teoría por Graham y Dodd (2009), pretende encontrar el valor intrínseco de la empresa a partir del estudio de la situación económico-financiera y su perspectiva futura, de la compañía, del sector y de la economía en su conjunto con el fin de tomar decisiones de inversión.

Este tipo de análisis se centra en los conocimientos aportados por diversas ramas de la economía, (como son la macroeconomía, la microeconomía, la contabilidad, el análisis de los estados financieros y la valoración empresarial entre otras) para utilizarlos como herramientas que permitan aproximarse de una manera más objetiva y fundamentada al valor intrínseco de los activos.

Existen dos metodologías en el análisis fundamental: *Bottom-up*, que consiste en seleccionar empresas que sean oportunidades en el mercado sin tener en cuenta la situación del mismo, es decir, analizar el comportamiento y las perspectivas de cada empresa en busca de la mejor oportunidad y *Top-Down*, que consiste en el estudio del entorno macroeconómico tanto internacional como nacional, el análisis del sector y el

análisis interno de una compañía con el objetivo de fijar unas hipótesis que permitan, a través de la aplicación de modelos de valoración, estimar su valor intrínseco con el fin de comparar este con el valor de mercado y sobre esto tomar decisiones de inversión.

Cuadro 4.1. Comparativa versiones del análisis fundamental.



Fuente: elaboración propia

4.2. CONCEPTO Y CONTENIDO DE LA VALORACIÓN

Para poder definir el concepto de valoración empresarial es importante empezar por definir qué se entiende por valor y por valor intrínseco.

4.2.1. Valor intrínseco y concepto de valoración

Según Pinto, Henry, Robinson y Stowe (2010) la diversidad en la definición del concepto de valor es la que da pie a la variedad de modelos de valoración existentes. Para ellos el concepto de valor intrínseco es el más importante, pero sin olvidar otros conceptos de valor como son: el valor a perpetuidad y el valor de liquidación.

El valor intrínseco de un activo es el valor del mismo dada la hipótesis de conocimiento pleno y en profundidad de dicho activo y de sus características en el mercado. El cálculo de una estimación de este valor por parte de un analista para un activo en concreto da como resultado el valor que considera cómo real o verdadero para ese activo. Si se asume la hipótesis de eficiencia de mercado⁶ el valor de mercado coincidiría con el valor intrínseco y no sería necesario realizar valoración alguna, lo que significa que el

⁶ Samuelson (1965) y Fama (1965, 1991), entre otros, plantean que un mercado es eficiente cuando dispone de la suficiente liquidez y racionalidad por parte de los agentes de tal modo que la información relevante sea absorbida por los precios de manera inmediata, generando un comportamiento aleatorio que imposibilita su pronóstico sistemático (Duarte Duarte y Mascareñas Pérez-Iñigo, 2013).

precio de mercado es la mejor estimación posible para el valor intrínseco, pero esto puede no ser así.

La hipótesis de eficiencia de mercado tiene uno de sus principales detractores en la paradoja de Grossman-Stiglitz (1980): si el precio de mercado, de libre obtención, refleja a la perfección el valor intrínseco del activo un inversor racional no incurrirá en los costes de obtención y análisis de información para obtener una segunda estimación del valor del activo. Sin embargo, si ningún inversor obtiene y analiza información sobre el activo, ¿cómo puede el precio de mercado reflejar el valor intrínseco de la acción? El inversor racional incurrirá en estos gastos siempre y cuando la rentabilidad esperada de su inversión sea mayor en comparación a la alternativa de aceptar el valor de mercado, es decir, esperan tener éxito en la búsqueda de valores infravalorados en el mercado, y por tanto, que no se cumpla la hipótesis de eficiencia.

La valoración, para un inversor que siga una estrategia activa, es fundamental a la hora de intentar generar un rendimiento positivo por encima de la rentabilidad ajustada al riesgo. Estos rendimientos son conocidos como rendimientos anormales o *alpha* y son lo que busca el inversor a través de la estimación del valor intrínseco.

No se debe obviar el concepto de incertidumbre, siempre presente en la valoración, y la parcialidad inherente a la hora de obtener valores estimados (la asunción de hipótesis tiene, en algunas ocasiones, carácter subjetivo como se verá en apartados posteriores) lo que puede dar pie a que no se tengan en cuenta todos los factores de riesgo asociados al valor del activo y por tanto la valoración puede contener sesgos.

La realización en profundidad del análisis de los factores asociados a la empresa, la correcta obtención de los valores esperados con los cuales se desarrollará la estimación y la elección de un buen modelo de valoración son fundamentales si se desea realizar una buena aproximación al valor intrínseco.

La valoración es, por tanto, un proceso mediante el cual se busca obtener una estimación plausible del valor intrínseco de un activo a través de la aplicación de distintos métodos de valoración según las necesidades de la misma, como por ejemplo, la obtención de rendimientos positivos en la toma de decisiones de inversión.

4.2.2. Fases del proceso de valoración

El proceso de valoración, por término general, comprende las siguientes etapas (Pinto et al., 2010):

1. Entender el negocio. A través del análisis de factores macroeconómicos, sectoriales y de la propia empresa más relevantes.
2. Realizar previsiones sobre la evolución de la empresa. Previsiones sobre ingresos, beneficios, dividendos... teniendo en cuenta los cambios en los factores relevantes para desarrollar los modelos de valoración.
3. Escoger el modelo de valoración óptimo. Según las características de la empresa y el contexto de la valoración.
4. Transformar las previsiones en una valoración. A través de la aplicación de los modelos de valoración a las estimaciones previas obtener la valoración de la compañía.
5. Extraer y aplicar las conclusiones de la valoración. Según el propósito de la valoración emitir un juicio sobre la valoración, como por ejemplo, emitir recomendaciones de inversión.

4.3. PROCESO DE VALORACIÓN

Los siguientes apartados muestran el desarrollo del proceso de valoración una vez concluido el análisis macroeconómico, sectorial y de la propia empresa.

4.3.1. Análisis de la evolución de variables relevantes y estimación de valores

Una vez concluido el análisis de factores relevantes el siguiente paso en el proceso de valoración es la estimación de los valores esperados que conformarán el correspondiente modelo de valoración.

El primer objetivo es entender la relación histórica entre la rentabilidad obtenida por la empresa y los factores económicos identificados en el análisis de factores. Es necesario abordar la cuestión sobre qué efecto tendrán, en la rentabilidad y la situación financiera de la compañía, los cambios previstos en los factores económicos más relevantes teniendo en cuenta las relaciones históricas identificadas en el análisis previo (Palepu, Healy, y Peek, 2013).

El primer paso es estimar y evaluar los cambios que puedan sucederse en el entorno macroeconómico, en el sector y en los factores que afecten a la empresa y cómo puede responder a los mismos durante el periodo de tiempo considerado (de 3 a 5 años). Los cambios macroeconómicos hacen referencia a cómo podría evolucionar la economía en la cual está presente la compañía, si de manera favorable, desfavorable o se mantiene estable observados en marcadores como la evolución del PIB, la inflación, los tipos de interés... Analizar la posible evolución del sector es fundamental en el proceso de valoración; se debe tener en cuenta el momento del ciclo en el cual se encuentra y la tasa de crecimiento esperada con el fin de evaluar nivel de competitividad del mismo y por tanto conocer la situación de la empresa y sus posibles decisiones empresariales. Por último, y a partir del análisis financiero de la compañía, es necesario evaluar la veracidad de los estados financieros y si reflejan la imagen fiel de la empresa para utilizarlos como base en la realización de proyecciones futuras de los mismos.

La segunda fase consiste en evaluar la relación existente entre los factores analizados previamente y el desempeño financiero de la empresa, medido en la rentabilidad obtenida por la misma. Una vez obtenidos los factores económicos relevantes y cómo se prevé que evolucionen en el futuro, el siguiente paso es evaluar como dichos cambios condicionarán la actuación de la empresa. Este paso debe fundamentarse en el análisis financiero, en este caso, a través del análisis de los estados contables y de ratios como el ROE y su descomposición *DuPont*.

Por último y basándose en las fases previas, se pueden realizar previsiones de las partidas individuales más importantes recogidas en las cuentas anuales como por ejemplo, la evolución de la cifra de ventas, en este caso la cifra de intereses, el beneficio y el ratio de la rentabilidad financiera, ROE, etc.

4.3.2. Métodos de valoración y aplicación

La valoración es el proceso de convertir las previsiones en la estimación del valor intrínseco de las acciones de la empresa (Palepu et al., 2013). Realizadas las estimaciones oportunas y obtenidos los valores esperados de las variables que conformarán los métodos de valoración, es necesario escoger el modelo adecuado para llevar a cabo la valoración teniendo en cuenta el propósito de la misma, en este caso emitir una recomendación teórica de inversión.

Existen diversos métodos de valoración, que responden a las distintas definiciones del concepto de valor disponibles, pero los principales se pueden encuadrar en dos grupos: métodos patrimoniales, basados en la situación estática reflejada en sus estados financieros y los métodos de renta, basados en el descuento de flujos (*cash flows*) (Fernández, 2005). Los primeros dan como resultado una valoración estática que no tiene en cuenta la evolución futura de la empresa y otros factores importantes, por lo que el valor arrojado por estos métodos, bajo criterios puramente contables, no coincidirá con el valor de mercado de la compañía. Los segundos se basan en el descuento de flujos de fondos y consideran a la compañía como una entidad generadora de flujos: tienen en cuenta las expectativas de continuidad en el tiempo y por este motivo son los métodos correctos desde el punto de vista conceptual.

El presente trabajo se centra en los que son, para la mayoría de autores (Benninga, 2008; Damodaran, 2009; Fernández, 2016; Koller et al., 2015; Palepu et al., 2013) , los mejores desde el punto de vista conceptual y teórico y que mejor se amoldan a los propósitos de este: los basados en el descuento de flujos. Con el fin de comparar la empresa con otras similares en el sector y de calibrar la valoración también se ha hecho uso de métodos basados en el análisis de ratios.

4.3.2.1. Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (cash flows)

Buscan determinar el valor intrínseco de los activos vía estimación de los flujos monetarios (*cash flows*) futuros con el fin de descontarlos a una tasa calculada según el riesgo de dichos flujos. Están basados en las previsiones de las partidas de las cuentas vinculadas a la generación de los flujos calculados en consonancia con el análisis de los inductores de valor.

El pilar sobre el que se fundamentan estos métodos es la aplicación de una tasa de descuento adecuada, calculada según el riesgo asociado a los flujos. Cada flujo tiene su propia tasa de descuento como se ve en la siguiente tabla que recoge los flujos de fondos básicos que genera una empresa y su correspondiente tasa.

Cuadro 4.2. Tasas de descuento

FLUJO DE FONDOS	TASA DE DESCUENTO APROPIADA
CFac. Flujo de fondos para los accionistas	Ke. Rentabilidad exigida a las acciones
CFd. Flujo de fondos para la deuda	Kd. Rentabilidad exigida a la deuda
FCF. Flujo de fondos libre (<i>free cash flow</i>)	WACC. Coste ponderado de los recursos (deuda y acciones)
CCF. <i>Capital cash flow</i>	WACC antes de impuestos

Fuente: Valoración de Empresas, (Fernández, 2005)

Para aplicar los distintos métodos primero deben calcularse los *cash flows* y sus proyecciones futuras.

- ❖ *Cash flow* para los accionistas, CFac. Representa el dinero disponible para los accionistas, destinado a dividendos o recompra de acciones, después de quedar cubiertas las necesidades de reinversión del beneficio en activos fijos y en NOF (Necesidades Operativas de Fondos) y de haber satisfecho los intereses de deuda y el principal que corresponda (si existe).

$$\begin{aligned}
 CFac = & \text{Beneficio despues de impuestos} + \text{amortización} \\
 & + \text{valor contable de los activos retirados o vendidos} \\
 & - (\text{aumento del NOF}^7 + \text{devolución de la deuda} \\
 & + \text{aumento de los gastos amortizables} \\
 & + \text{cargos directos a reservas} + \text{inversiones en activo fijo})
 \end{aligned}$$

- ❖ *Free Cash flow*, FCF. *Cash flow* para los accionistas si no existe deuda.

$$\begin{aligned}
 FCF = & \text{Beneficio despues de impuestos} + \text{amortización} \\
 & + \text{intereses} (1 - T^8) \\
 & + \text{valor contable de los activos retirados o vendidos} \\
 & - (\text{aumento del NOF} \\
 & + \text{aumento de los gastos amortizables} \\
 & + \text{cargos directos a reservas} + \text{inversiones en activo fijo})
 \end{aligned}$$

La siguiente ecuación comprueba la relación entre el CFac y el FCF:

$$FCF = CFac + I(1 - T) - \Delta D$$

Se observa que si no existe deuda ambos coinciden.

⁷ NOF= Necesidades Operativas de Fondos, Activo Circulante Neto. Resultado de la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente operativo.

⁸ T = Tipo impositivo.

- ❖ *Capital cash flow, CCF. Cash flow* disponible para los poseedores de acciones y deuda. Es el CFac más el *cash flow* correspondiente a los tenedores de deuda (CFd), diferencia entre los intereses percibidos por la deuda (I) y el incremento del principal de la deuda (ΔD)

$$CCF = CFac + CFd = CFac + I^9 - \Delta D$$

Los siguientes apartados muestran el cálculo del valor intrínseco según los distintos métodos aplicando los flujos anteriores y determinando los costes necesarios para cada flujo.

- ❖ Valoración a través del *FCF*

Para el cálculo del valor de la empresa a través de este método se descuentan los *free cash flows* utilizando el *WACC*¹⁰ correspondiente. Es la suma del valor de mercado de los fondos propios más la suma del valor de mercado de la deuda.

$$E + D = VA[FCF; WACC]^{11} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF}{(1 + WACC)^t}$$

$$WACC = \frac{EKe + DKd(1 - T)}{E + D}$$

Donde:

D = valor de mercado de la deuda.

E = valor de mercado de las acciones.

Kd = rentabilidad exigida a la deuda.

Ke = rentabilidad exigida por el accionista.

- ❖ Valoración a partir del CFac

Para calcular el valor de las acciones de la empresa en el mercado se descuenta el CFac al Ke correspondiente.

$$E = VA[CFac; Ke] = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CFac}{(1 + Ke)^t}$$

⁹ $I = DKd$ donde kd es el coste de la deuda.

¹⁰ *WACC = weighted average cost of capital*. Se calcula a partir de la ponderación del coste de la deuda (Kd) y el coste de las acciones (Ke) según la estructura financiera de la compañía.

¹¹ Si se asume una tasa de descuento constante en el tiempo. Esta fórmula presenta el modelo considerando sólo un periodo, lo habitual es utilizar dos periodos: un descuento de 3 a 5 años utilizando valores estimados más un descuento del valor residual a perpetuidad a partir del último periodo.

El K_e puede calcularse de múltiples formas, siendo las más habituales el modelo de crecimiento constante de Gordon-Shapiro (Gordon, 1959) o a partir de modelo CAPM (Sharpe, 1964)

$$K_e = \frac{DIV_1}{P_0} + g$$

Donde:

DIV_1 = dividendos a percibir en el periodo siguiente. $DIV_1 = DIV_0(1 + g)$.

P_0 = precio actual de la acción.

g = tasa de crecimiento constante de los dividendos.

$$K_e = E(R_F) + \beta P_M$$

Donde:

$E(R_F)$ = rentabilidad esperada del activo libre de riesgo. Generalmente bono a 10 años.

β = beta de la acción¹².

P_M = prima de riesgo de mercado. Diferencia entre la rentabilidad esperada del mercado y la rentabilidad esperada del activo libre de riesgo. $P_M = E(R_m - R_F)$.

El K_e se ve influido por los tipos de interés y el riesgo de la empresa. Aumenta ante aumentos en los t/i y ante aumentos en los riesgos a los cuales esté expuesta la compañía.

❖ Valor de la empresa a partir del CCF

Para calcular el valor de la empresa se descuentan los CCF al WACC correspondiente antes de impuestos.

$$E + D = VA[CCF; WACC_{BT}] = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CCF}{(1 + WACC_{BT})^t}$$

$$WACC_{BT} = \frac{E K_e + D K_d}{E + D}$$

El *Capital cash flow* (CCF) es la suma del *cash flow* disponible para las acciones (CFac) más el *cash flow* disponible para la deuda (CFd).

$$CCF = CFac + CFd$$

¹² Mide el riesgo de mercado. Sensibilidad de la rentabilidad de la acción ante vaivenes del mercado.

$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_c)}{Var(R_c)}$ donde R_i es la rentabilidad del activo y R_c la del mercado.

Por último, una vez se obtienen los resultados se compara con el valor obtenido con empresas de similares características, para lo cual se realiza el análisis de ratios y se realiza un análisis de sensibilidad sobre la estimación del valor ante cambios que puedan suceder en parámetros fundamentales.

4.3.2.2. Valoración por múltiplos

Como ya se ha expuesto anteriormente la valoración siguiendo la metodología de ratios no es la más correcta debido en parte a la gran dispersión de estos. No obstante son útiles a la hora de comparar el valor obtenido mediante descuento de flujos con el de otras empresas similares en el sector a fin de cotejar la valoración.

Existe una gran variedad de múltiplos agrupados en: múltiplos basados en la capitalización, múltiplos basados en el valor de la empresa (*Enterprise value*, E+D) y los múltiplos relativos al crecimiento.

Seguidamente se expondrán los más habituales, que son los que se emplearán en la parte empírica del presente trabajo.

❖ *Price Earnings Ratio (PER)*

Resulta del cociente entre la capitalización bursátil de la empresa y su beneficio. Es el ratio más utilizado en los mercados y sirve para expresar lo que remunera el mercado el beneficio de la empresa.

$$PER = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Beneficio neto}}$$

En términos por acción

$$PER = \frac{\text{Precio de la acción}}{\text{Beneficio neto por acción}}$$

Este ratio se ve influenciado por los tipos de interés al afectar estos al precio de las acciones, que a su vez afectan a su K_e y al beneficio, este último afectado por los intereses de la deuda. Un aumento en el K_e siempre hace que el PER disminuya.

Valores altos del mismo puede indicar que el mercado valora bien el desempeño empresarial de la directiva, aunque si es muy alto puede ser un indicio de que la empresa se encuentra sobrevalorada o de la existencia de burbujas si se da en distintas empresas de un mismo sector.

❖ *Price to Book Value (P/BV)*. Capitalización/valor contable de las acciones

Este ratio sirve para comparar el valor de la empresa en el mercado con su valor contable o en libros. Es de suponer que una compañía debe valer más en el mercado que lo que recoge su valor contable ya que los estados financieros no reflejan todas las expectativas futuras de la empresa.

Es un ratio muy utilizado para valorar empresas del sector bancario, por lo que resulta de gran utilidad en este análisis.

$$Price\ to\ Book\ Value = \frac{P}{BV} = \frac{VM}{VC} = \frac{Capitalización\ bursatil}{Valor\ contable\ de\ los\ fondos\ propios}$$

Donde:

$P = VM$ = Capitalización bursátil.

$BV = VC$ = Valor contable de los fondos propios.

Valores altos de este ratio indican una valoración de la empresa en el mercado por encima de su valor contable, lo que implica una valoración positiva de la gestión de la compañía.

Este ratio tiene relación con el PER y con el ROE

$$\frac{VM}{VC} = \frac{VM}{B^o} * \frac{B^o}{VC} = PER * ROE$$

En una compañía cuyo crecimiento sea constante, este ratio depende principalmente de tres factores: el ROE, el K_e y el crecimiento (g).

$$Price\ to\ Book\ Value = \frac{P}{BV} = \frac{ROE - g}{K_e - g}$$

4.4. PECULIARIDADES Y MODELOS DE LA VALORACIÓN BANCARIA

Los métodos anteriormente expuestos son los utilizados habitualmente a la hora de acometer procesos de valoración en empresas no financieras, sin embargo, para las compañías del sector bancario se deben tener en cuenta las diferencias que presentan respecto a otras empresas y sus peculiaridades.

4.4.1. Bancos, un caso particular

Como ya se expuso con anterioridad, la valoración de entidades financieras es una labor compleja por dos razones fundamentales: la primera es la dificultad a la hora de estimar los flujos de fondos debido a que las actividades operativas y financieras no están claramente diferenciadas, dada la naturaleza financiera de las operaciones bancarias, y la segunda la fuerte regulación a la que están sometidas en temas como su capitalización y sus inversiones entre otros (Damodaran, 2009).

Existe un sinnúmero de diferencias entre bancos y empresas no financieras entre las que se destacan: la fuerte regulación bajo la que trabajan los bancos y el nivel de reservas de capital que necesitan para operar; las normas contables que regulan el sector que no tienen nada en común con las del resto de sectores, la normativa contable es totalmente distinta a la hora de reflejar las partidas de balance o la cuenta de resultados; la deuda en un banco se comporta como una materia prima más que como una fuente de financiación por lo que el concepto de coste de capital y de valor de la empresa (*Enterprise value*, E+D) puede carecer de sentido; por último, la definición de las inversiones netas en activos fijos y del fondo de maniobra para un banco es en ocasiones imposible por lo que los flujos de fondos no pueden ser calculados.

Los bancos son entidades fuertemente reguladas en todo el mundo a las cuales se les requiere mantener reservas de capital que aseguren que el dinero de los depositantes no está expuesto al riesgo (más allá de la actividad bancaria), además tienen limitaciones a la hora de invertir sus fondos, es decir, en qué tipo de empresas y de negocios pueden actuar. También se controla el proceso de fusiones y adquisiciones, teniendo que ser aprobado por la autoridad competente cualquier movimiento de gobierno corporativo en este sentido (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2011). Esto es importante en la valoración ya que se debe tener en cuenta a la hora de estimar el crecimiento y el nivel de riesgo que puede asumir, ya que está limitado por la regulación.

La normativa contable en los bancos difiere del resto de las empresas no financieras por la naturaleza de los activos de los primeros. Estos activos son generalmente instrumentos financieros (bonos, acciones, créditos y préstamos entre otros) que tienen un mercado y, por lo tanto, tienen precio de mercado. Tomar el precio o valor de mercado como valor contable es una práctica habitual. Estas diferencias vienen explicadas también por la naturaleza de la operativa, para un banco es fácil que periodos de beneficios se mezclen con periodos de grandes pérdidas por lo que la normativa ha

sido desarrollada para contrarrestar este hecho y suavizar los resultados.

Mientras que las empresas no financieras suelen financiarse vía deuda, reflejada en el pasivo del balance, o vía capital, reflejado en el patrimonio neto, los bancos suelen recurrir a activos híbridos. La deuda en las entidades financieras se comporta, además de como financiación propia, como una materia prima ya que la mayor parte es dinero captado para ser cedido a sus clientes vía préstamos y créditos. Este hecho implica que a la hora de realizar la valoración no se puede hablar de valor de la empresa como la suma de su deuda y sus recursos propios (E+D), más bien se debe tener en cuenta sólo los recursos propios y definir correctamente la deuda para saber si forma parte de la financiación de la compañía o forma parte de su materia prima o recursos disponibles para conceder crédito.

La estimación de los flujos de fondos es complicada debido a las limitaciones de los bancos a la hora de realizar inversiones y la cuantía de las mismas. Las inversiones en activo fijo en los bancos, a diferencia de la realizada en empresas de otros sectores, son mayoritariamente en activos intangibles como la imagen corporativa y el capital humano y en capital regulatorio, por lo que, sus inversiones en este aspecto para generar crecimiento futuro son con frecuencia catalogadas como gastos operativos en las cuentas anuales, siendo normal ver estados de flujos de efectivo que no recogen apenas inversiones en activos fijos y reflejan bajas amortizaciones y depreciaciones. En el caso del fondo de maniobra, definido como la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente de la empresa, el problema radica en que la gran parte del balance de un banco se sitúa en una u otra de estas dos categorías haciendo que el capital circulante sea muy volátil.

Estos problemas dificultan la medición de la reinversión para crecimiento futuro, lo que provoca conflictos a la hora de estimar los flujos ya que, si no se puede identificar cuanto está invirtiendo la empresa en su crecimiento a futuro, no se pueden estimar tampoco los flujos. Estimar el crecimiento esperado de la empresa se complica si no se puede medir la reinversión.

4.4.2. Valoración bancaria

Como se ha visto en el apartado anterior las entidades bancarias resultan ser bastante problemáticas a la hora de realizar una valoración.

La valoración por descuento de flujos de fondos libres, *FCF*, es el método apropiado para valorar empresas no financieras, donde las decisiones sobre inversión y financiación se encuentran bien diferenciadas. En el caso de los bancos no se puede diferenciar sin ambigüedad los activos y pasivos operativos de los activos y pasivos financieros debido a que muchos pasivos, representados por instrumentos financieros, son elementos operativos, es decir, actúan como materia prima de las operaciones de activo, como se expuso previamente.

Pese a esto Benninga (2008) defiende que se puede aplicar el descuento de *FCF* para valorar entidades financieras redefiniendo estos últimos con el fin de adecuarlos a las peculiaridades de los bancos. En el caso de las empresas no financieras no se tienen en cuenta elementos de la financiación para el cálculo de los *FCF* mientras que para los bancos esto se hace necesario debido a su funcionamiento. Defiende que en la medida que los bancos captan dinero vía depósitos, cuentas corrientes, mercado interbancario... para financiar sus préstamos, estos préstamos deberían formar parte de su fondo de maniobra.

En la valoración de compañías no financieras se agrupan todos los pasivos financieros, sean a corto o a largo plazo, dentro de la categoría de deuda, así el fondo de maniobra sólo representa las NOF, sin embargo, a la hora de aplicar este procedimiento a los bancos es necesario realizar un cambio conceptual ya que los bancos captan fondos no sólo para los fines operativos y de inversión, como una entidad no financiera, sino que también para prestarlo y obtener rentabilidad de ello, por lo que a la hora de analizar una entidad financiera se debe distinguir entre los fondos que capta el banco con el objetivo de prestarlos de la deuda permanente para financiarse y cumplir con los requerimientos de Capital Ordinario¹³ de Nivel 2, lo que se conoce como *TIER2*. El

¹³ Existen dos tipos de capital regulatorio exigido a las entidades financieras:

- *TIER1*: o Capital Ordinario de Nivel 1, CET1 (*Common Equity TIER 1*), es capital de máxima calidad de una entidad. Incluye las acciones ordinarias emitidas por el banco, las primas de emisión, acciones emitidas por filiales, los beneficios no distribuidos y reservas entre otros ítems.
- *TIER 2*: o Capital Ordinario de Nivel 2 es mayor que el TIER1 e incluye elementos que no cumplan los requisitos para estar dentro del TIER1 como por ejemplo: instrumentos emitidos por el banco, primas de emisión de estos instrumentos, instrumentos emitidos por filiales, ciertas provisiones de insolvencia y ajustes regulatorios.

problema de esta diferenciación radica en que no siempre es posible llevarla a cabo en la práctica.

Esta diferenciación conceptual conlleva que existan diferencias a la hora de aplicar el modelo de valoración con respecto a las entidades no financieras. Atendiendo al activo, para una compañía no financiera buena parte de su efectivo y equivalentes, (tesorería que no es necesaria para su actividad ordinaria) y los valores negociables forman parte de su estructura financiera y supone un menor endeudamiento neto (pasivos financieros menos activos financieros), para los bancos sin embargo, se pueden catalogar estas partidas como activos corrientes operativos. En el caso del pasivo, para las entidades no financieras se agrupan como deuda todas las obligaciones sean a corto o largo plazo así se tiene la deuda como suma de las obligaciones a largo plazo, los acreedores, la parte corriente de las obligaciones a largo plazo... En el caso de los bancos, gran parte de las obligaciones a corto plazo son pasivos corrientes operativos y por lo tanto son parte del fondo de maniobra del banco (Benninga, 2008).

Otros autores (Damodaran, 2009; Koller et al., 2015) defienden la utilización del flujo de fondos para los accionistas, CFac (*equity cash flow*), y utilizar el descuento sobre CFac en la valoración de entidades financieras. Pese a la dificultad a la hora de estimar los flujos de fondos debida la problemática existente a la hora de identificar las inversiones netas en activos fijos y la ausencia de un fondo de maniobra estable se pueden calcular los flujos si se define el concepto de reinversión de otra manera. El CFac representa el dinero disponible para los accionistas después de quedar cubiertas las necesidades de reinversión en activos fijos y en NOF y de haber satisfecho los importes de la deuda (si existiese: intereses más pago de principal).

En el caso de los bancos, la reinversión generalmente no se hace activos tangibles fijos, sino que se centra en el capital regulatorio, que es el capital requerido por la autoridad regulatoria y que determina los límites de crecimiento futuro.

Para estimar la reinversión en capital requerido, se definen dos parámetros:

1. El coeficiente de Capital Ordinario de Nivel 1, CET1, que mide que porcentaje de los activos ponderados por riesgo (en un banco comercial, fundamentalmente activos crediticios) se financia con recursos propios. Este coeficiente incluye los importes satisfechos para cumplir el requerimiento de capital Ordinario de Nivel 1, CET1. Al ser capital requerido influye en las decisiones de inversión que

toma el banco. Entidades conservadoras mantendrán un coeficiente de capital por encima del mínimo requerido mientras que entidades con un perfil de inversión agresiva presionarán los requerimientos al máximo.

$$\text{Coeficiente CET1} = \frac{\text{CET1}}{\text{ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO}} \geq 6\%^{14}$$

2. La rentabilidad de la actividad bancaria medida en términos de beneficio. Si la actividad no genera beneficios suficientes, o genera pérdidas, es difícil que se pueda destinar el beneficio al aumento de capital regulatorio, por lo que se deberá acudir a ampliaciones de capital para este fin.

Para cumplir con los requerimientos de capital generalmente se recurre a ampliaciones de capital o se destina parte del beneficio. Las ampliaciones en el capital de la entidad reducen el CFac ya que significa que está emitiendo nuevas acciones o dejando beneficios en reservas que no son repartidos a los accionistas. Esto influye también en la rentabilidad financiera medida en el ROE.

La estimación del CFac sería (Koller et al., 2015):

$$CFac_B = R^o \text{ Neto} - \Delta E + OCI$$

Donde:

ΔE =Variación del valor contable de los fondos propios, vía ampliaciones de capital o vía reservas principalmente.

OCI= *Other Comprehensive Income*. Otros resultados que se ajustan directamente en el balance sin pasar por la cuenta de resultados y que se corresponden con: pérdidas y ganancias no realizadas netas en ciertas inversiones en capital y/o deuda, actividades de cobertura y elementos de cambio de divisas entre otras operaciones.

El valor de las acciones de la entidad, como se vio en apartados previos, es el valor actual de los CFac futuros al Ke correspondiente. Viene determinado por la siguiente expresión.

$$E = VA[CFac_B; Ke] = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CFac_{Bt}}{(1 + Ke - g)^t} + \frac{BN_{t+1} \left(1 - \frac{g}{RONE}\right)}{Ke - g}$$

¹⁴ Este coeficiente de CET1 se encuentra dividido en un 4,5% de Capital Ordinario de Nivel 1 y un 1,5% de Capital Adicional de Nivel 1.

En esta nueva ecuación el último término refleja el descuento de los flujos que generará la empresa a partir del año t, llamado valor a perpetuidad (*Continuing Value CV*), donde:

BN_{t+1} = Resultado neto en el año t+1.

$RONE$ = *Return On New Equity Investments*. Representa la rentabilidad de las nuevas inversiones de capital.

g = crecimiento esperado.

En caso de que el $RONE$ sea igual que el ROE este segundo término quedaría simplificado.

$$VC_t = \frac{BN_{t+1} \left(1 - \frac{g}{RONE}\right)}{Ke - g} = E_t \left(\frac{ROE - g}{Ke - g} \right)$$

Siendo E_t el capital en libros y el factor de descuento equivale al ratio P/BV (*Price to Book Value*) estimado para empresas con crecimiento constante (Fernández, 2005).

Para el cálculo de coste de capital (Ke) se utiliza la expresión formulada por Benninga y Sarig (2008) partir del CAPM teniendo en cuenta la carga fiscal.

$$Ke = R_F(1 - T_C) + \beta[E(R_M) - R_F(1 - T_C)]$$

Donde:

$R_F(1 - T_C)$ = rentabilidad del activo libre de riesgo, en este caso rentabilidad del bono español a 10 años, ajustada al tipo impositivo.

$\beta = \frac{\sigma_{IM}}{\sigma_M^2}$ = beta de mercado del activo, la acción del BBVA, calculada como el cociente de la covarianza de la rentabilidad del activo y del mercado, el Ibex 35, entre la varianza de mercado.

$E(R_M)$ = rentabilidad media de mercado durante el periodo estudiado.

La expresión $[E(R_M) - R_F(1 - T_C)]$ se corresponde a la prima de riesgo de mercado.

Este método es el más fuerte y el teóricamente correcto a la hora de valorar este tipo de entidades ya que, debido a la regulación sobre los requerimientos de capital los fondos propios de las entidades bancarias, son más estables y no es necesario realizar las diferenciaciones para el cálculo de los FCF , pero contiene errores potenciales que tienen que ver con las fuentes de creación de valor, el efecto del apalancamiento y el riesgo inherente al negocio en el coste de capital y la carga impositiva por tener capital expuesto al riesgo.

5. APLICACIÓN EMPÍRICA. VALORACIÓN BBVA

En este apartado se procederá a realizar la valoración de una entidad bancaria en concreto, en este caso se trata del BBVA, siguiendo el análisis fundamental metodología *Top Down* expuesto anteriormente.

El BBVA, (siglas de *Banco Bilbao Vizcaya Argentaria*) es un grupo financiero español cuya actividad principal es la prestación de servicios bancarios y financieros al público minorista y a empresas (servicios inherentes al negocio bancario tradicional); también se dedica a prestar servicios de gestión de carteras de inversión, a la comercialización y contratación de seguros y a actividades de negocio inmobiliario entre otras.

El Banco de Bilbao fue fundado en 1857 como entidad de emisión y descuento dada la necesidad de financiación de proyectos en infraestructuras e industriales debido al crecimiento económico de la región. En 1901 se crea el Banco de Vizcaya como banco comercial y de depósitos cuya actividad se fue extendiendo por toda España. En 1988 estas dos entidades se fusionan y forman el BBV. Corporación Bancaria de España, Argentaria, fue fundada como sociedad estatal y entidad bancaria en 1991 y se fusionó con el BBV el 19 de octubre de 1999 creando el BBVA. Estas son las entidades más importantes que conforman el banco pero durante sus más de 150 años de historia se han adquirido, fusionado y absorbido más de 100 entidades financieras distintas.

En la actualidad es uno de los principales grupos financieros de España con un activo total de 731.856 millones de euros y un beneficio de 3.475 millones de euros en 2016. Cuenta con más de 70 millones de clientes por todo el mundo y tiene presencia en 35 países empleando a 134.792 personas¹⁵.

Cotiza en la Bolsa de Madrid (MSE), en el Ibex 35, en la Bolsa de México (BVM) y en la Bolsa de Nueva York (NYSE), también cotiza en el *Dow Jones EURO STOXX 50*¹⁶.

En los siguientes apartados se procederá al análisis de los factores tanto externos como internos que afectan a la entidad con el fin de, mediante la aplicación de los métodos de valoración explicados anteriormente, obtener un valor de la acción de BBVA fiel a su situación actual.

¹⁵ A 31/12/2016. Cuentas anuales consolidadas BBVA (2016)

¹⁶ Índice que recoge el rendimiento de las 50 mayores empresas de los 19 *supersectores* en términos de capitalización de 11 países de la eurozona.

5.1. ENTORNO MACROECONÓMICO

Los siguientes apartados muestran la evolución y perspectivas futuras de las principales variables macroeconómicas que afectan a la entidad.

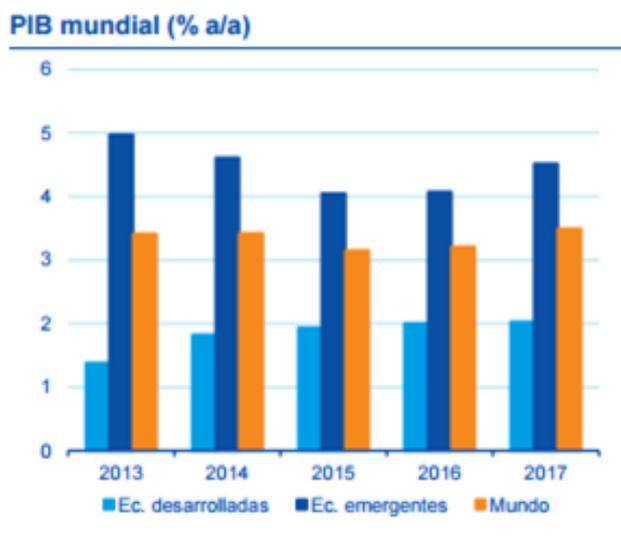
5.1.1. Variables económicas

Según el informe de perspectivas de la economía mundial del FMI (2017) revisado en enero del presente año y los informes de situación del BBVA Research (2017), el crecimiento estimado de la producción mundial se situó en torno al 3% en 2016 con una previsión del 3,2% para 2017. Este crecimiento, pese a ser débil, ha sido mayor de lo previsto en economías avanzadas, como la estadounidense, dada la evolución positiva de la industria manufacturera en el segundo semestre del año. El PIB de la zona euro continúa por debajo de su nivel potencial, aunque economías como la española y la británica mejoraron más de lo previsto, esta última gracias a su reacción mejor de lo esperada a los efectos del *Brexit*.

La evolución en el caso de las economías emergentes y en desarrollo presenta un mapa más diverso. China superó el crecimiento esperado gracias a sus políticas expansivas al igual que Rusia, aunque en su caso fue por el aumento del precio del crudo. Por otro lado países de América Latina como Brasil o Argentina presentan debilidad en sus niveles de actividad, al igual que pasó con Turquía, cuya clima de inestabilidad geopolítica ha tenido reflejo en sus ingresos por turismo.

A medio-largo plazo el mayor riesgo para la evolución económica mundial sigue siendo el desequilibrio de la economía china. En 2016 se despejaron dudas sobre una posible recesión dado que registró un crecimiento del 6,7% pero el escenario que se contempla es de desaceleración, en torno al 6% en 2017, debido a su lenta reforma institucional.

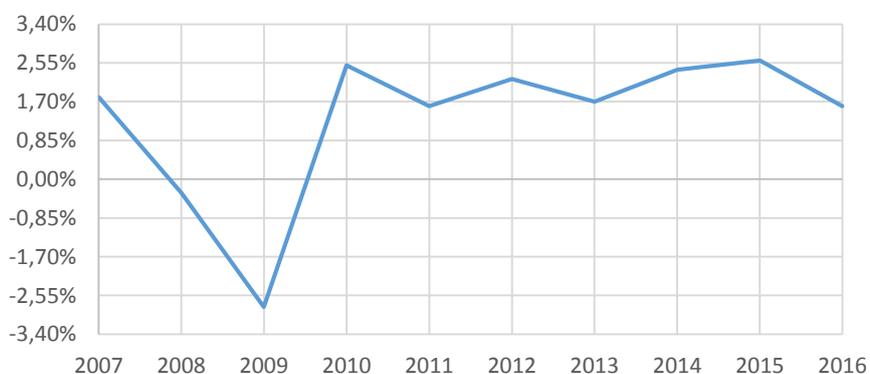
Gráfico 5.1. PIB mundial



Fuente: BBVA Research

La economía americana se ha recuperado en la segunda mitad de 2016 cerrando el año con un crecimiento del PIB del 1,6%, 10 décimas menos que en 2015. Pese a este dato la perspectiva de crecimiento para los próximos años es incierta debido principalmente a las políticas económicas del gobierno, sin embargo se esperan crecimientos en torno al 2,3% en 2017. Desde las elecciones presidenciales el tipo de interés del bono a 10 años ha pasado del 1,7% a estar por encima del 2,5% en marzo del presente año, lo que ha tenido un efecto en el resto de bonos soberanos a nivel mundial. El dólar se ha apreciado frente al euro más de un 2% mientras que la Reserva Federal (FED) ha aumentado ligeramente los tipos de interés a corto plazo hasta la horquilla del 0,75% al 1% y se espera que aumenten hasta el 1,5% durante 2017, en esta situación la inflación se ha situado en torno al 2,1% en 2016 y ha acabado enero en el 2,5%.

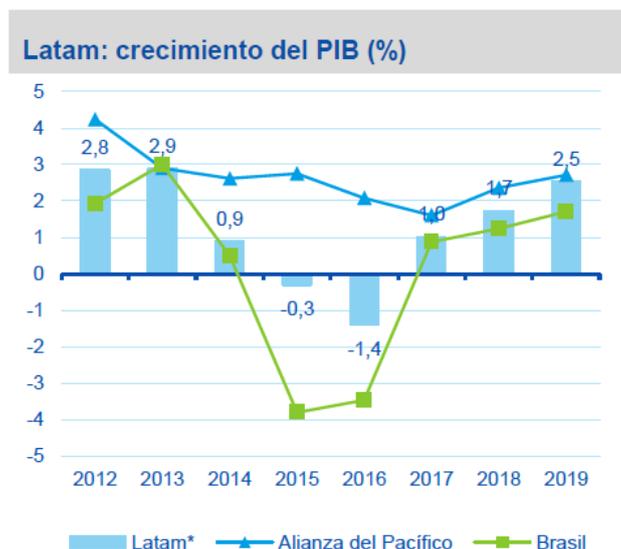
Gráfico 5.2. Evolución PIB EEUU



Fuente: elaboración propia

América Latina¹⁷ cerró 2016 con una disminución de su PIB del -1,4 % lo que encadena 4 años consecutivos de desaceleración. Se espera una recuperación en el crecimiento de la zona en 2017 en torno al 1% gracias entre otras cosas a la recuperación de sus mercados financieros dado el aumento del precio de las materias primas; aunque es probable que no sea así en todas sus economías. La inflación ha ido disminuyendo durante 2016 en el conjunto de países, siendo esta más importante en Chile (2,8%), Brasil (5,4%) y Paraguay (1,9%). Argentina sigue presentando valores muy elevados, el 38% a finales de enero pero disminuyendo. Los tipos de interés, en línea con la tendencia de la inflación, seguirán su tendencia bajista, excepto en Colombia y Argentina por preocupación en las expectativas inflacionistas. Los riesgos a los que se enfrentan estas economías vienen marcados por los casos de corrupción política y sus elecciones, retrasos en proyectos de inversión en países como Argentina, Perú y Colombia, el rumbo de las políticas económicas de EEUU que siempre les ha afectado y el crecimiento chino.

Gráfico 5.3. Evolución PIB Latinoamérica



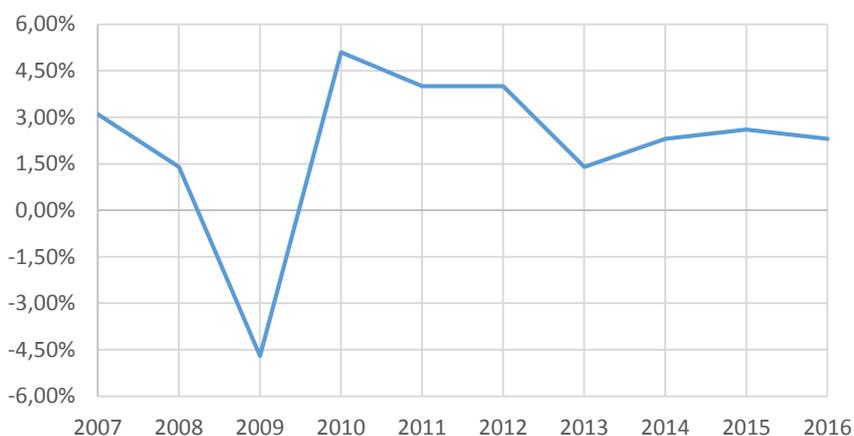
Fuente: BBVA Reseach

La evolución de México debe tratarse como un caso especial dentro de Latinoamérica ya que se encuentra en un entorno incierto debido a las políticas estadounidenses que le afectan de manera directa, esto es importante para la entidad debido a su fuerte presencia en la zona. La deriva de estas políticas afectan sobre todo a la inversión y al intercambio comercial, México recibe el 16% de las exportaciones americanas, además

¹⁷ Los países tomados como referencia son: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú, México, Uruguay y Venezuela.

de dominar los movimientos en el mercado financiero; Esto junto con su política monetaria restrictiva y al aumento de su inflación, con la consecuente depreciación del peso, lastrará su crecimiento en 2017 que en 2016 se situó en torno al 2% hasta el 1%. La inflación se ha disparado del 3,36% a finales del año pasado al 4,72% en enero y se prevé que sobrepase el 5% en 2017 debido al fuerte aumento de los precios energéticos (gasolina, petróleo,...) y la debilitación del peso tras las elecciones americanas, más del 20% en contra al dólar, aunque está recuperando valor en lo que va de año, un 7,5% respecto al dólar y un 5,5% frente al euro. Ante este escenario inflacionista el Banxico¹⁸ incrementó el tipo de referencia en 50 pb; El tipo de interés del bono a 10 años se ha disparado hasta el 7,41% en marzo del presente año.

Gráfico 5.4. Evolución PIB México



Fuente: elaboración propia

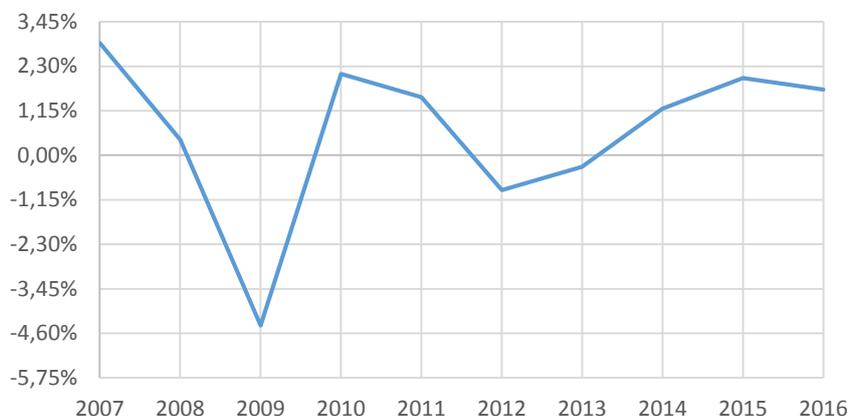
Para la Eurozona¹⁹ el crecimiento en 2016 fue del 1,7%, por encima de lo previsto, pese a los problemas de carácter político como fueron el *Brexit* y la reforma de la constitución italiana, gracias a la recuperación en el cuarto trimestre de la industria y las exportaciones y con expectativas de continuidad. Se esperan tasas de crecimiento similares para 2017 y 2018 dada la actual depreciación del euro y a políticas fiscales expansivas. Los riesgos a los que debe hacer frente son principalmente políticos, debido a la inestabilidad en las elecciones de algunos países de la zona como Francia, Holanda, Alemania e Italia, aunque los precios de materias primas como el petróleo pueden hacer mella en la estabilidad. La inflación a finales de enero se situó en el 1,8% debido a los precios energéticos, se espera que se situé en torno al óptimo del 2% en los próximos

¹⁸ Banco central mexicano.

¹⁹ Países miembros de la Unión Europea que han adoptado el Euro como moneda oficial.

meses. El Banco Central Europeo (BCE) continúa con su política expansiva y se prevé que siga así hasta finales de 2018, se espera una subida de tipos, actualmente en el 0%, a partir de las elecciones francesas del 23 de abril.

Gráfico 5.5. Evolución PIB Eurozona

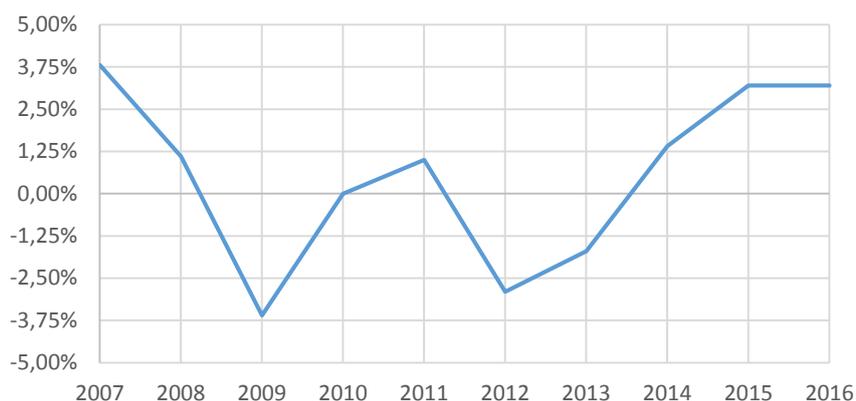


Fuente: elaboración propia

España cerró el año con un crecimiento del 3,2%, superior a las previsiones del 2,7% que se hacían a principio de 2016, gracias al crecimiento del consumo privado y público, la inversión en bienes de equipo y a la inversión en vivienda. El comercio exterior han recuperado en el último trimestre del ejercicio aunque no ha sido suficiente para mejorar el registro del ejercicio previo, las exportaciones fueron de un 4,3% frente a un 4,9% en 2015, al igual que las importaciones que han pasado del 5,6% al 3,2% en 2016. La inflación ha pasado del 1,6% a finales de año al 3% en enero debido principalmente al encarecimiento de los precios de la energía (la subida del petróleo y del precio de la electricidad son los principales factores de este repunte). Pese a la pérdida de vigor en la creación de empleo, concentrándose esta en el sector servicios, el desempleo se sitúa en torno al 19,6% confirmando una lenta recuperación.

Se espera que España obtenga un crecimiento en torno al 2,2% en 2017, aunque supeditado a los riesgos relacionados con la viabilidad de las finanzas públicas, la resistencia de la banca y a las relaciones de comercio exterior de grandes empresas con fuertes relaciones con el Reino Unido y con países latinoamericanos, debido al *Brexit* y a las políticas del gobierno estadounidense.

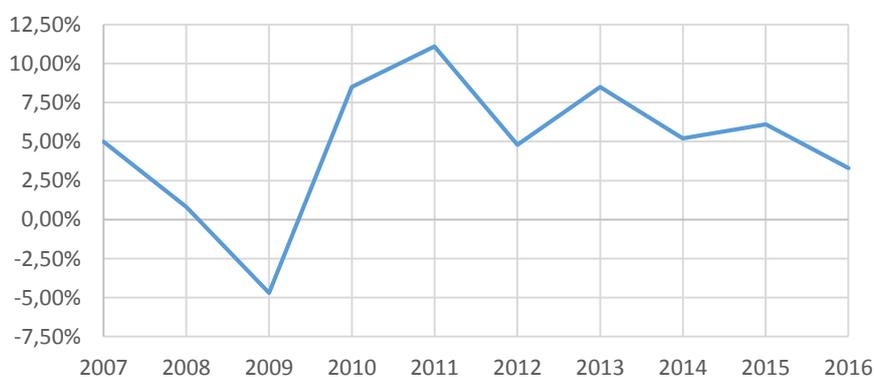
Gráfico 5.6. Evolución PIB España



Fuente: elaboración propia

Por último, y dado el negocio de la entidad en este país, resulta importante conocer la situación económica turca. En 2016 el crecimiento del país se situó en torno al 3,3% pese a la evolución desfavorable de su entorno, con el bajo crecimiento de la Eurozona, la recesión rusa y los conflictos en Siria e Irán, gracias a su demanda interna y se espera que se sitúe en torno al 3% en 2017. Pese a esto cuenta con un déficit comercial importante, con disminución de las exportaciones al finalizar el año y una fuerte caída del turismo debido a su inestabilidad política, en torno al 30%. Actualmente la inflación supera el 10% y existe riesgo de estanflación debido a un desempleo que roza el 12% de la población activa, en este escenario es posible que se produzca una recesión en su economía en 2017. La lira turca se ha depreciado más de un 20% en un año, pese a la subida de tipos del 7,5% al 8% a finales de año, y la inversión extranjera en el país ha disminuido considerablemente, esto último debido a la deriva totalitaria del gobierno y a las pocas probabilidades de integración del país en la UE.

Gráfico 5.7. Evolución PIB Turquía



Fuente: elaboración propia

5.1.2. Variables sectoriales

BBVA desarrolla su actividad en diversos sectores a nivel global, pero su actividad principal se encuadra según el código CNAE 6419- Otra intermediación monetaria dentro del grupo 64- Servicios financieros y en el SIC en el grupo 6012- Bancos comerciales.

Según el último informe del FMI sobre la estabilidad financiera mundial (Fondo Monetario Internacional, 2016) las entidades financieras de las economías desarrolladas deben hacer frente a problemas cíclicos y estructurales, adaptándose a tasas de crecimiento y tipos de interés bajos.

La baja rentabilidad que obtienen los bancos debido a los bajos tipos de interés influye negativamente en su aporte al crecimiento. Más del 25% de las entidades (unos 11,7 billones de dólares en activo) no se recuperarán con el ciclo económico, seguirán en situaciones precarias y necesitadas de cambios estructurales notables que deberán llegar en forma de reformas sólidas, sobre todo en los bancos europeos y japoneses, que han expandido su negocio exterior en busca de compensar la falta de demanda interna y el escaso margen.

El crecimiento rápido y continuo de la expansión crediticia en China y de los productos de la banca paralela²⁰ aumenta el riesgo del sistema financiero, cada día más apalancado, conectado y complejo debido a los nuevos productos de inversión. El volumen de deuda privada en riesgo continúa en niveles muy elevados.

Según el *Risk Assessment Questionnaire*²¹ elaborado por la *European Bank Authority* (2016a) menos del 20% de los bancos de la UE cree que su rentabilidad aumente en los próximos 12 meses debido a la situación de los tipos y más del 70% considera a la reducción de costes como vía para mejorar los resultados. La política monetaria, el riesgo legal y las medidas regulatorias inciertas, debido a la inestabilidad política de la zona, pueden actuar en contra de la evolución de las entidades en los próximos meses.

A esto hay que añadir la progresión de los avances tecnológicos, las nuevas empresas del denominado sector *fintech*, empresas que se sirven de la tecnología para ofrecer productos y servicios financieros al margen de los intermediarios financieros

²⁰ Instituciones como fondos de inversión, fondos de cobertura (*Hedge funds*), sociedades financieras, agentes que invierten por cuenta propia y ajena... que operan de manera similar a la banca tradicional pero sin estar sometidos a la misma supervisión y regulación que las entidades tradicionales.

²¹ Encuesta bianual elaborada por la EBA sobre la evolución del sector

tradicionales, están obligando a las entidades tradicionales a reaccionar sino quieren perder competitividad en el negocio.

5.1.2.1. Situación de la Banca en España

El sector bancario español sigue reduciendo su tamaño. Hasta octubre de 2016²² el balance del sistema se había reducido en un 4,9%, esta situación tiene su impacto en la disminución de oficinas, un 36% desde el máximo de 2008, y de empleados, un 27% desde el cierre de 2015.

La inversión en renta fija y renta variable mantiene una tendencia creciente desde principio de la crisis, especialmente la inversión en deuda pública cuyo volumen ha aumentado un 132% desde 2008, sin embargo durante 2016 esta cartera se contrajo un 14%.

Los depósitos han visto mermado su volumen en un 22%, caída que corresponde a los pasivos más volátiles como son los depósitos subordinados, instrumentos híbridos... las cuentas corrientes y depósitos a la vista y de ahorro apenas han variado desde 2008 con un descenso de sólo el 3 %, estos últimos incluso han aumentado debido a la escasa rentabilidad activos alternativos dado el actual entorno de tipos bajos. La deuda emitida por las entidades ha disminuido considerablemente desde 2008, en torno al 49%. Esta evolución es en parte debida al aprovechamiento de las subastas condicionadas, TLTROs, emitidas por el BCE para obtener liquidez y a operaciones del mercado abierto; en la actualidad la mayoría de entidades no tienen problemas de liquidez.

El volumen de fondos propios sigue en aumento. El volumen de capital y reservas se ha incrementado en más de un 0,5% en 2016 y un 27% desde 2008, lo que suponen más de 49 billones de euros.

²² Últimas estadísticas disponibles en Boletín Estadístico del BdE, recogidas en el Informe de Situación de la Banca Diciembre 2016 (BBVA Research, 2016)

Gráfico 5.8. Evolución del Pasivo y Patrimonio Neto más reservas en billones de €



Fuente: elaboración propia

El crédito al sector privado residente sigue en descenso; desde 2008 se acumula una reducción del 32% en todas las carteras de *Otros Sectores Residentes*, especialmente se ha reducido el crédito a empresas constructoras e inmobiliarias (9,3% de disminución el último año). Pese a la disminución esta partida aporta el 37% de los créditos morosos. También ha caído el crédito a las grandes empresas para importes superiores al millón de euros dada su posibilidad de acceder a otras fuentes de financiación como la emisión de deuda. El crédito a pymes y hogares aumenta ligeramente, este último en torno al 8% anual. La mora se ha reducido hasta el 9,27% con una reducción acumulada del 40% desde diciembre de 2013 gracias en parte a las condiciones del entorno y al bajo nivel de los tipos.

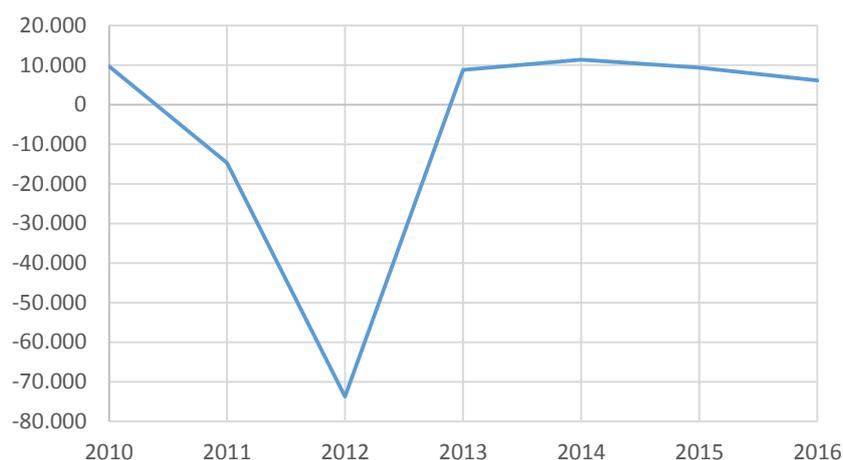
Gráfico 5.9. Evolución del Activo en billones de €



Fuente: elaboración propia

En el apartado referido a los resultados del sector, el entorno macro continúa presionado en este aspecto. Los ingresos por intereses han disminuido en un 7,3% respecto al ejercicio anterior. Debido a esta disminución en los ingresos y dados los bajos tipos de interés aplicados al crédito el margen de intereses se ha visto reducido en un 9,3% mientras que los gastos de explotación aumentaron un 0,7% durante el mismo periodo, aun así se ha mantenido el ratio de eficiencia²³ en un 53,7%, muy bueno en comparación con entidades extranjeras. En línea con la reducción de la tasa de morosidad y el saneamiento realizado desde el inicio de la crisis, más de 313 billones de euros desde 2008, las provisiones por insolvencia se han visto mermadas un 35% respecto al mismo periodo del año anterior. El beneficio neto crece un 16% gracias a la disminución impositiva en 2016, especialmente en los últimos dos trimestres, aunque cerró el ejercicio con un descenso debido a los resultados del último trimestre.

Gráfico 5.10. Evolución del Resultado atribuido



Fuente: elaboración propia

La solvencia continúa su mejora. El ratio de apalancamiento se situó en torno al 8,6% sobre el activo. El volumen de fondos propios en balance es prácticamente el doble del importe de los créditos morosos del sistema, un 195%. La relación entre los créditos y depósitos de *Otros Sectores Residentes* (ratio que mide la liquidez con datos públicos) ha descendido hasta el 110%, esto se debe al desapalancamiento del sistema y a la estabilidad de los depósitos. La dotación a provisiones continúa en niveles apropiados,

²³ Ratio de eficiencia (*Cost to income ratio*): cociente que relaciona los gastos de explotación asumidos con los ingresos obtenidos por una entidad financiera en un periodo determinado.

$$\text{Ratio de eficiencia} = \frac{\text{Gastos de explotación}}{\text{Margen bruto}}$$

se mantiene en los niveles pre-crisis, alcanzados a mediados de año, lo que contribuye a mantener una rentabilidad positiva tras las pérdidas de 2011 y 2012.

Con el fin de comparar la situación de la banca española respecto a sus rivales europeos se ha hecho un análisis del último informe de riesgo bancario elaborado por la EBA²⁴, con datos los últimos datos disponibles en septiembre de 2016.

- Empezando por la solvencia, el CET1²⁵, tomado como referencia para medir la solvencia de los bancos, las entidades españolas se situaron en torno al 12,5%, por debajo de la media europea del 14,1%, pero muy por encima del 6% mínimo requerido por Basilea III (2011). En cuanto a la liquidez, el ratio LTD²⁶ fue de 110%, 10,1 pp menor que la media europea del 120,01 %.
- El ratio de cobertura de préstamos y anticipos en mora se sitúa ligeramente por encima de la media europea, el 44,4% aunque decrece respecto al año anterior, al igual que el ratio de mora, el 5,9% frente al 5,4% europeo, que continúa también en descenso. La exposición a este riesgo se sitúa en el 4,7%.
- En el apartado de rentabilidad, el ROE se sitúa por encima de la media europea del 5,4%, en un 7,1% mejorando ligeramente desde 2015, con un ratio de eficiencia por debajo de la media del 63% en torno al 53,7%, casi 10 pp mejor que sus rivales europeos. En línea con esto el ROA es de 0,45%, por encima de la media europea del 0,34%.

5.1.3. Mercados financieros

Atendiendo al último informe de situación elaborado por la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2016) y al informe de mercado elaborado por el grupo BME (Bolsas y Mercados Españoles, 2016) los índices de referencia del mercado de renta variable han cerrado 2016 con beneficios pese a haber tenido un primer semestre

²⁴ *Risk dashboard Q32016* (European Banking Authority, 2016b) a partir del promedio de 158 de los principales bancos de la UE.

²⁵ *TIER1*: capital de máxima calidad de una entidad. Existen dos tipos de CET1 (Hasta completar la transición de Basilea II a Basilea III en 2019)

1. CET1 *Phased-in*: incorpora elementos considerados obligatorios por el regulador en un momento dado. En el trabajo, a falta de indicación contraria, se usa CET1 para referirse a este.
2. CET1 *Fully-Loaded*: incorpora todos los elementos exigidos por el regulador de cara a 2019 con datos actuales. Actualmente es sólo una referencia.

²⁶ LTD: *Loan To Deposit*. Relación préstamos y depósitos; LTD OSR: relación préstamos/créditos y depósitos de clientes, *Otros Sectores Residentes*.

convulso, debido en parte a la incertidumbre a raíz del *Brexit*. El Dow Jones, el S&P 500 y el Nasdaq (índices de referencia en el mercado americano y mundial) se revalorizaron al finalizar el año un 13,6%, un 10% y un 6% respectivamente. Por su parte en Japón el Nikkei apenas consiguió mantenerse en positivo, obteniendo una rentabilidad acumulada del 0,42% en 2016.

El índice mundial MSCI EM, que recoge las principales empresas de los países emergentes, cerró el año con un 7% de rentabilidad, aunque con importante dispersión dependiendo de la zona. La división MSCI *Latin America* fue la zona más rentable con un 21,3% de ganancia, sustentado principalmente por el mercado brasileño que creció en torno al 55,3%. La zona asiática aportó sólo un 4,5% de rentabilidad, lastrada por los países más relacionados con la economía China que se han visto perjudicados por las dudas sobre la desaceleración de su crecimiento, el índice DJ Shanghai perdía un 12,48%.

En Europa el índice de referencia EuroSTOXX 50 acabó, para la eurozona, con una revalorización del 0,7%. Mercados como Italia, Suiza y España, entre otros, cerraron el año en terreno negativo, con un -10,2%, -6,8% y -2%, mientras que Alemania y Francia y Portugal consiguieron remontar las rentabilidades negativas y cerrar el año con ganancias del 3,6% y el 4,8%; estas rentabilidades vienen explicadas en parte por el castigo al sector bancario que se produjo de forma generalizada en las bolsas. Fuera de la Zona Euro la rentabilidad más alta fue para Reino Unido, el 14,4%, dada la depreciación de la Libra por el *Brexit* que reforzó a las empresas cotizadas debido al comercio exterior.

Tabla 5.1. Evolución principales mercados

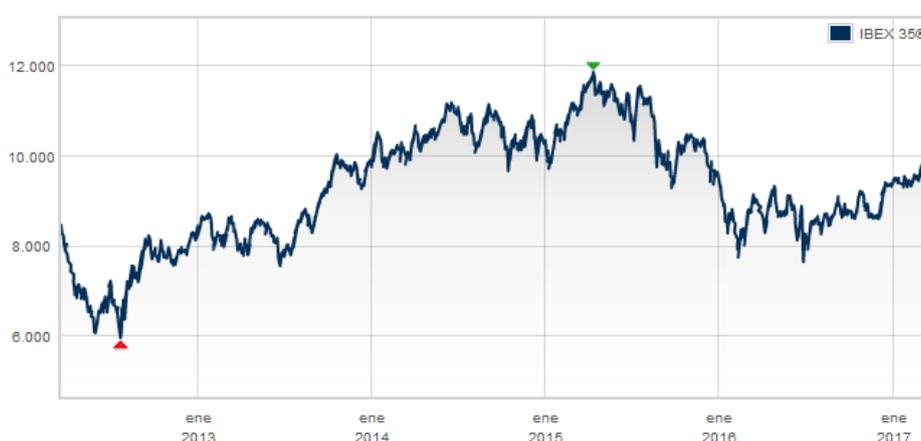
	2012	2013	2014	2015	2016
IBEX 35	-4,70%	21,40%	3,70%	-7,20%	-2,01%
EUROSTOXX 50	13,80%	17,90%	1,20%	3,80%	0,70%
FTSE 100	5,80%	14,40%	-2,70%	-4,90%	14,43%
NIKKEI 225	22,90%	56,70%	7,10%	9,10%	0,42%
DOW JONES	7,30%	26,50%	7,50%	-2,20%	13,40%
MSCI THE WORLD INDEX	13,20%	24,10%	2,90%	-2,70%	6,67%

Fuente: elaboración propia

El Ibex 35 pese a haber terminado el año con pérdidas del 2,01% es un resultado positivo dado el desarrollo del año, ya que, en el primer y segundo trimestre acumulaba un 8,6% y 6,4% de pérdidas, se recuperó en el tercero hasta el 7,5% pero volvió a

terreno negativo, el rally de finales de año lo dejó próximo a terreno positivo. La cotización del índice se puede dividir en dos partes, uno que abarca desde enero hasta mediados de julio donde se produjeron periodos de gran nerviosismo como fueron la caída del petróleo y las materias primas y el voto positivo para el *Brexit* que provocó la mayor caída de la historia del IBEX en un día, 1.100 puntos, un -12.35%. A partir de julio el índice sufrió periodos de vaivén hasta diciembre donde el resultado del referéndum constitucional italiano y el anuncio de continuidad de las políticas expansivas por parte del BCE calmaron la incertidumbre a corto plazo.

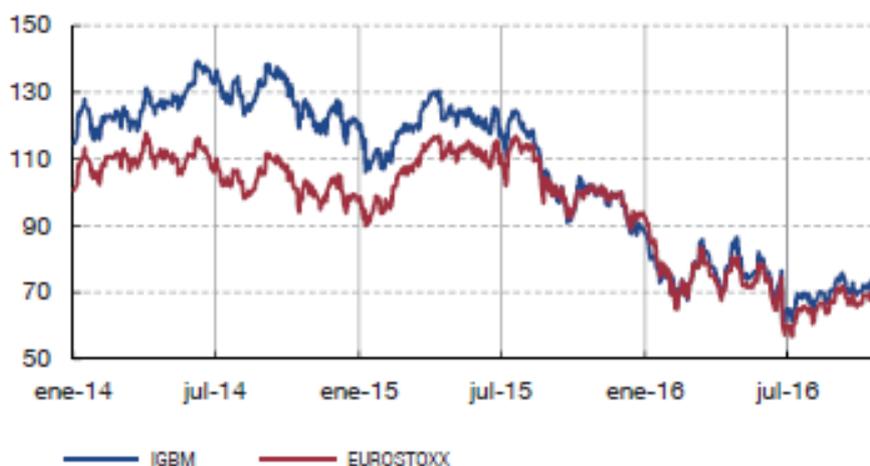
Gráfico 5.11. Evolución Ibex 35 últimos 5 años



Fuente: BME

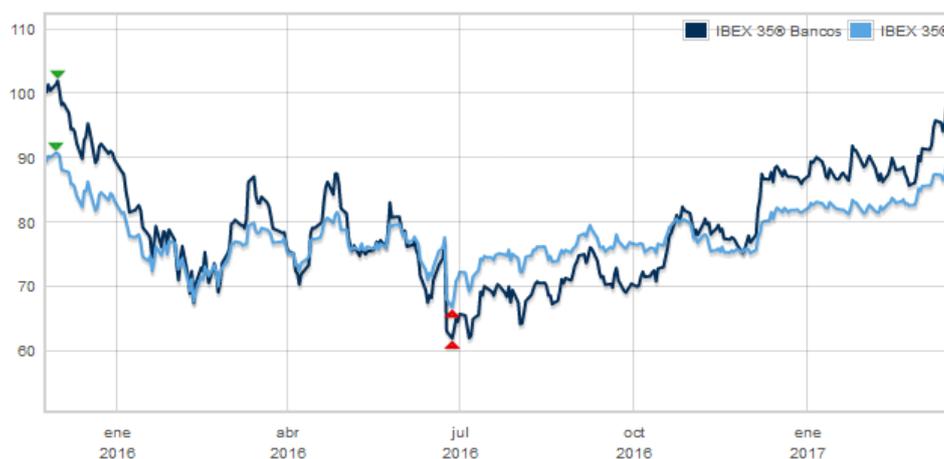
La cotización de los valores de las entidades financieras, muy afectadas en un primer momento por el resultado del *Brexit*, se han recuperado de manera considerable aunque en niveles aún muy por debajo de su valor en libros comparado con 2015 (entre julio de 2015 y octubre de 2016 el Eurostoxx de bancos acumuló una pérdida del 32%). Las expectativas cumplidas de un aumento en los tipos por parte de la Fed, las expectativas de subida de tipos por parte del BCE y la mejora económica han acelerado los avances en el sector.

Gráfico 5.12. Evolución índices bursátiles bancarios



Fuente: BdE²⁷

Gráfico 5.13. Evolución Ibex 35 Bancos vs Ibex 35. Base 100



Fuente: BME

Pese al actual clima de estabilidad, la evolución futura de los mercados viene condicionada por los posibles cambios de actitud de los agentes frente al riesgo o sus expectativas debido a la posible materialización de riesgos geopolíticos, deterioros en los marcadores macroeconómicos o a dudas de los mercados sobre la utilidad de las políticas económicas en su contribución al crecimiento.

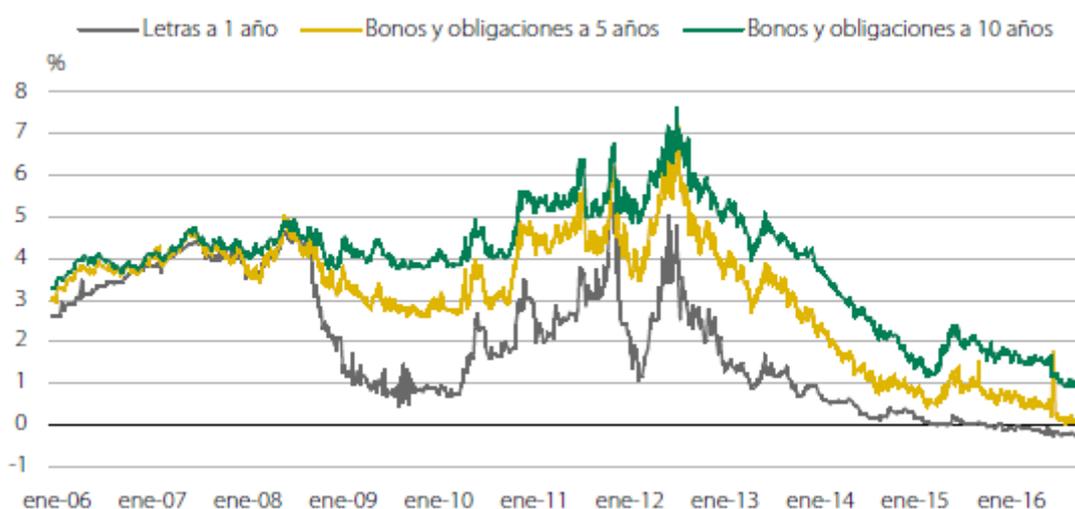
En cuanto a los mercados de renta fija tanto nacionales como del resto de las economías europeas sufrieron importantes subidas en los precios y recortes en la rentabilidad durante el tercer trimestre de 2016 a medida que los inversores buscaban refugio en la renta fija por la inestabilidad de los mercados de renta variable debido al *Brexit*. Esto sumado a las compras de deuda por el BCE empujó a los tipos de la deuda pública y

²⁷ Informe de Estabilidad Financiera (Banco de España, 2016)

privada a mínimos en la mayor parte de la curva de tipos a finales de septiembre; el bono a diez años español y alemán se situaron por debajo del 1% y 0% respectivamente, situación que se trasladó al resto de mercados de renta fija, incluso a la *high yield*²⁸. Sin embargo en el cuarto trimestre empezó a recuperarse la rentabilidad por la posibilidad de cambios en la política expansiva del BCE y, en mayor medida, por el resultado de las elecciones americanas que conllevan una política económica más expansiva que podría influir en el aumento de la inflación y en las decisiones de la Fed y el BCE.

La disminución de los tipos de emisión de la deuda pública afectó a las emisiones de deuda corporativa de tal manera que el 20% de los bonos de empresas comprados por el BCE en Europa (gracias a su política expansiva con compra de deuda privada) cotizaban a tipos negativos. En España ha disminuido el volumen de emisiones en el Mercado AIAF de Renta fija dadas las menores necesidades de financiación de los bancos.

Gráfico 5.14. Evolución tipos de interés deuda pública española



Fuente: CNMV

²⁸ *High yield*: activos de renta fija con elevada rentabilidad debido a la baja calificación crediticia de los emisores. Son activos de alto riesgo por lo que se encuentran mejor remunerados.

5.2. FACTORES INTERNOS

Los siguientes apartados muestran la evolución y perspectivas de las principales variables internas que afectan a la entidad. Los datos han sido extraídos de las cuentas anuales consolidadas de la entidad de diferentes ejercicios (2007 a 2016).

5.2.1. BBVA en 2016 y situación en los mercados

El BBVA, en su actividad bancaria en España, se situó como el segundo banco en total de activos y capitalización entre las principales entidades bancarias tradicionales²⁹ sólo por detrás del Santander, con una capitalización de 46.294,64 millones de euros y una cifra de activo de 731.856 millones de euros³⁰.

Su actividad en 2016 estuvo marcada por el descenso en la cartera de crédito al sector residente, en línea con la evolución del sector en España; el crédito al sector no residente aumentó un 3,3% pese al impacto negativo de los tipos de cambio. El crédito de dudoso cobro sigue en descenso, especialmente en el sector residente, en Turquía, en México y en Estados Unidos.

Los depósitos apenas han variado respecto a 2015, (-0,5%) marcado por el descenso en la remuneración de estos instrumentos dado el entorno de tipos de interés bajos, por el contrario el volumen de cuentas corrientes y de ahorro se ha visto aumentado en un 21,7%.

En el ámbito de la solvencia, a 31/12/2016 el ratio CET1 era de 12,2%, con un TIER1 del 12,9% y ratio total de capital del 15,1%. Estos niveles sitúan a la entidad por debajo de la media europea del 14,1% por encima de lo requerido a la entidad en 2017 por el regulador que fijó para el banco un ratio CET1 del 7,625% y como ratio total de capital del 11,125%.

Durante 2016 la calificación de la entidad no ha sufrido variaciones, manteniéndose así en niveles de 2015 y dando continuidad a las perspectivas de estabilidad por parte de las agencias de calificación más importantes.

²⁹ Su actividad bancaria incluye: Banca Comercial, Consumer Finance, Banca de Empresas y Corporaciones (BEC), Corporate & Investment Banking (CIB), BBVA Seguros y Asset Management. Principales entidades españolas: Santander, Caixabank, Bankia, Sabadell y Popular

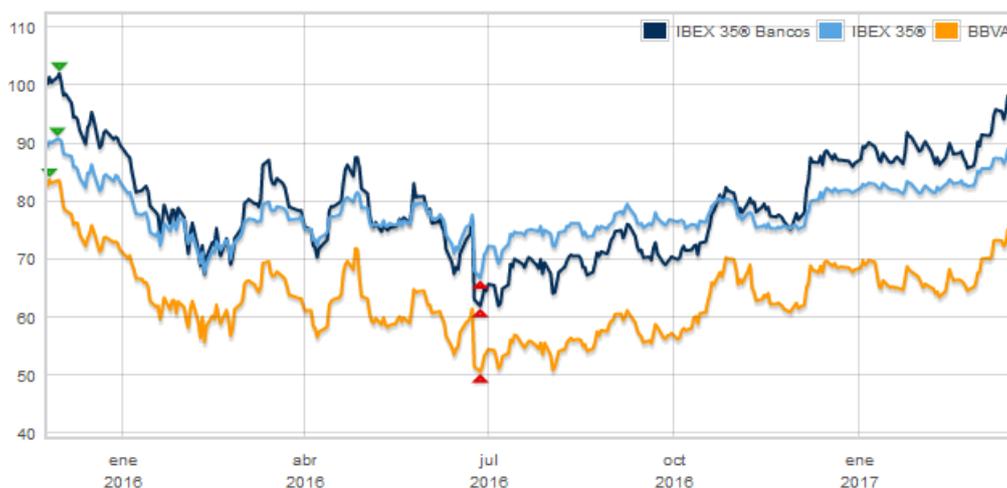
³⁰ Cuentas anuales consolidadas 2016 (BBVA, 2016)

La acción del BBVA cotiza en los mercados continuos de la Bolsa de Madrid, de la Bolsa de México y de la Bolsa de Londres; en la Bolsa de Nueva York y en la de Lima cotizan los *American Depositary Shares*. El título forma parte de los índices: Ibex 35, EuroStoxx 50 y Stoxx 50, con ponderaciones del 8,7%, 1,9% y 1,21%.

En lo que va de año la acción se ha revalorizado un 12,12% debido, entre otros factores a la recuperación del peso mexicano, un 5,5% frente al euro y la lira turca, que ha remontado un 6% en el presente ejercicio.

En comparación con el sector la acción cotiza ligeramente por encima de la media europea en el Eurostoxx 50 y Eurostoxx Banks, sin embargo, no ocurre lo mismo si se compara con el Ibex 35 que siempre ha cotizado por encima y con el Ibex 35 Bancos que ha aventajado al banco durante los últimos seis meses. Durante 2016 se produjo un mínimo al conocerse los resultados del Brexit del 23/06/2016 en prácticamente todos los sectores con una caída de la acción hasta los 4,76€.

Gráfico 5.15. Evolución Ibex 35 e Ibex 35 Bancos vs cotización BBVA. Base 100



Fuente: BME

5.2.2. Evolución del negocio en España y el mundo

La estructura de negocio de la entidad se encuentra dividida en ocho áreas diferenciadas: Actividad bancaria en España y Actividad Inmobiliaria en España, Negocio en Estados Unidos, Turquía, México, América del Sur, Resto de Eurasia y el Centro Corporativo (agregado que contiene la actividad no repartida entre las áreas de negocio por ser funciones del propio *Holding*).

Tabla 5.2. Principales partidas de la cuenta de resultados por áreas³¹. Mm €

	Grupo BBVA ³⁰	Áreas de negocio							Σ Áreas de negocio	Centro Corporativo
		Actividad bancaria en España	Actividad inmobiliaria en España	Estados Unidos	Turquía ³¹	México	América del Sur	Resto de Eurasia		
2016										
Margen de intereses	17.059	3.883	60	1.953	3.404	5.126	2.930	166	17.521	(461)
Margen bruto	24.653	6.445	(6)	2.706	4.257	6.766	4.054	491	24.713	(60)
Margen neto	11.862	2.846	(130)	863	2.519	4.371	2.160	149	12.778	(916)
Beneficio antes de impuestos	6.392	1.278	(743)	612	1.906	2.678	1.552	203	7.486	(1.094)
Beneficio atribuido	3.475	912	(595)	459	599	1.980	771	151	4.276	(801)
2015										
Margen de intereses	16.426	4.001	71	1.811	2.194	5.387	3.202	183	16.850	(424)
Margen bruto	23.680	6.804	(28)	2.631	2.434	7.081	4.477	473	23.872	(192)
Margen neto	11.363	3.358	(154)	825	1.273	4.459	2.498	121	12.380	(1.017)
Beneficio antes de impuestos	5.879	1.548	(716)	685	853	2.772	1.814	111	7.066	(1.187)
Beneficio atribuido	2.642	1.085	(496)	517	371	2.094	905	75	4.552	(1.910)

Fuente: CCAA BBVA 2016

- Actividad Bancaria en España. Se ha disminuido el crédito en un 3,7% pero se ha aumentado la calidad del mismo, la tasa de mora ha bajado del 6,6% al 5,8% en 2016. Los recursos de clientes crecen un 2,5% mientras que los plazos disminuyen un 14,4%. Los recursos fuera de balance avanzan un 3%.

El margen de intereses descendió un 2,9% debido al abaratamiento de la financiación y al descenso del crédito; las comisiones también descendieron, un 6,5%, dada la menor actividad existente en valores y banca de inversión; La Rentabilidad de las Operaciones Financieras (ROF) ha caído un 22,3% debido a la caída de las carteras COAP³². Los ingresos recogidos en *Otros ingresos netos* aumentaron en casi un 50% debido a la mejora en la actividad de seguros y a la disminución en la aportación al Fondo Único de Resolución, la aportación al Fondo de Garantía de Depósitos continúa en la misma línea. Los gastos de explotación fueron 4,4% superiores a los de 2015 aunque es debido a los costes integración de Cataluña Caixa (CX), sin embargo, las pérdidas por deterioro de activos han disminuido un 42,7% gracias a la mejora de la cartera de crédito; las dotaciones y provisiones se han incrementado un 68,6% debido a la provisión de 577 millones para cubrir el efecto de las “cláusulas suelo”. Pese a esto el beneficio atribuido fue de 912 millones de euros, 16% menos que 2015.

³¹ La diferencia entre el margen de intereses mostrado en esta tabla y el margen de intereses de las CCAA para el periodo 2015 viene explicado por el método de integración consolidada del banco Garanti a partir del tercer trimestre de 2015, esto afecta desde el punto de vista comparativo.

³² COAP: Comité de Activos y Pasivos, órgano de gestión de riesgos estructurales de liquidez, t/1, t/c y capital. Las carteras COAP son las carteras de negociación que incluyen principalmente *los activos y pasivos cuya medición se engloba en el marco de la gestión de riesgos estructurales*.

- El negocio inmobiliario en España avanza con el aumento de la demanda, se vendieron un 12,9% más de casas, y de los precios, un 4%, en 2016. La entidad continúa con su política de disminución de la exposición al sector inmobiliario con una tasa de cobertura de 53%, mejor que en 2015. La cobertura de saldos dudosos es del 57%. Este negocio reflejó unas pérdidas de 594 millones de euros en 2016, incrementando las pérdidas de 2015 en 20,1%. Esto se debe a las dotaciones y a las pérdidas por deterioro principalmente.
- Negocio en Estados Unidos. El crédito a la clientela ha aumentado en un 2,3% desde 2015. Crecimiento moderado debido a la estrategia de crecimiento enfocada a aquellos segmentos más rentables. La tasa de mora se encuentra en el 1,5%, 1,7% en 2015. Los recursos de clientes han aumentado un 1,7% con una disminución de los depósitos a plazo del 7,8%.

El margen de intereses ha mejorado un 7,6%, gracias principalmente a la subida de tipos; las comisiones mejoraron un 3,2% gracias a la evolución de la gestión de activos, tarjetas y transferencias; la ROF cayó un 23,9% debido a la evolución del mercado y al descenso de ventas de las carteras COAP. Los gastos de explotación aumentaron un 1,7%, mientras que las pérdidas por deterioro aumentaron un 55,8% debido a las dotaciones del sector *energy*. Con todo el beneficio atribuido a EEUU en 2016 fue de 459 millones de euros, un 11,2% menor al de 2015.

- Negocio en Turquía. A través de la participación en Garanti Bank, el 49,85% actualmente. El crédito a la clientela aumentó un 17,1% debido a la rentabilidad de los préstamos en lira, más rentables y por eso objetivo estratégico de la entidad. La tasa de mora ha bajado hasta el 2,7% debido a la reducción de los saldos dudosos (la cobertura de estos saldos es del 124%). Los recursos de los clientes han aumentado un 4,6% con un aumento de los depósitos a plazo del 14,6%.

El margen de intereses aumentó un 10,6% gracias principalmente a la mejora del crédito; las comisiones han crecido un 7,8% favorecida por las tarjetas de crédito; el resultado por la ROF fue de 77 millones de euros, muy lejos de las pérdidas de 303 millones de 2015 gracias a la actividad de la unidad *Global Markets* en la venta de carteras COAP principalmente. Los gastos de explotación aumentaron un 7,8% en línea con la inflación mientras que las

pérdidas por deterioro disminuyeron en el mismo importe. El beneficio atribuido en 2016 a esta área fue de 599 millones de euros, 40,5% más que en 2015.

- Negocio en México. A través de BBVA Bancomer. El crédito aumentó un 12,9% en 2016, la calidad de estos activos es alta con una tasa de mora del 2,3% y una cobertura del 127%; los recursos de los clientes han aumentado en 8,4% con un incremento del 15,2% en los depósitos a plazo.

El margen de intereses aumentó un 11,6% gracias a la mayor actividad; las comisiones aumentaron un 10,2% gracias a las tarjetas y las comisiones de banca electrónica; la ROF creció un 31,8% gracias a la actividad de la unidad *Global Markets*; la buena actividad aseguradora aumentó la partida de otros ingresos en un 16%. Los gastos de explotación aumentaron un 7,2% pero aún por debajo del margen bruto del 12,1%; las pérdidas por deterioro muestran un incremento del 16,8% y las dotaciones aumentaron un 47,4% debido al proceso de reestructuración y transformación del grupo. El beneficio atribuible a esta área fue en 2016 de 1.980 millones de euros, un 11% más que en 2015.

- Negocio en América del Sur. El crédito a la clientela aumentó un 3,6% en 2016, con un avance más significativo en Argentina, 33,5%, en Colombia, 8,3% y en Chile, 5,1%, la tasa de mora se sitúa en el 2,9% con un ratio de cobertura del 103%. Los recursos de clientes aumentaron un 14,2% con un comportamiento importante de los recursos fuera de balance, un 18,2% y de los plazos, 16,3% con Argentina y Colombia como mejores registros.

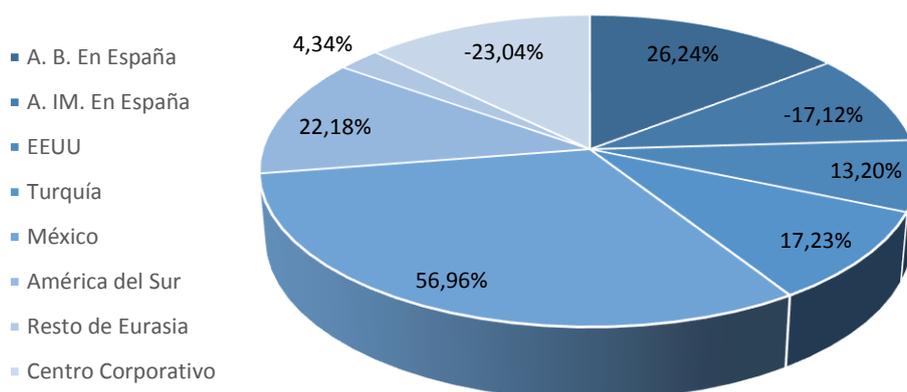
El margen de intereses aumentó un 11,4% gracias al crecimiento de la actividad mientras que las comisiones lo hicieron en un 8,2%; la ROF creció un 9,7% gracias a la liberación cambiaria en Argentina y a la venta de participaciones en Colombia. La actividad de los seguros avanzó un 17,6% lo que mejoró la partida de *Otros ingresos* en un 30,7%. Los gastos de explotación se han incrementado en un 17,5% debido a las diferencias en la inflación y los tipos de cambio que se relacionan negativamente con las partidas denominadas en monedas afectadas; las pérdidas por deterioro han caído un 2,9% y las dotaciones se han visto incrementadas debido al proceso de reestructuración del grupo. 2016 se cerró con un beneficio atribuido de 771 millones de euros, un incremento del 1,1% con respecto a 2015. Los países que más aportaron a este beneficio fueron Argentina, Colombia y Chile.

- Resto de Eurasia. El crédito ha disminuido un 2,7% con una tasa de mora del 2,7% y de cobertura del 84%. Los recursos de los clientes también han disminuido, un 14,4% en comparación con 2015, debido a la caída de las sucursales de Europa (-24,6%).

El margen de intereses ha descendido un 9,7%, sin embargo el margen bruto ha sido un 4% mayor que en el ejercicio previo gracias a la operativa, a las comisiones y al cobro del dividendo del banco chino CNCB³³, por otra parte la ROF se ha visto afectada por la evolución macroeconómica y los tipos negativos, un 30,3% menos que en 2015. Los gastos de explotación descendieron un 2,7%, gracias a la disminución de los gastos de personal, de las pérdidas por deterioro y de las dotaciones. Pese a estos datos, Eurasia aportó un beneficio de 151 millones de euros, un 100,1% más que en 2015.

- Centro Corporativo. La ROF se ha visto incrementada en más del doble en comparación con 2015, un 120,6%. *Otros ingresos* recoge un aumento de 3,7% debido a los dividendos de telefónica. Los gastos de explotación se incrementaron en un 3,7% debido a las amortizaciones. En 2016 el Centro Corporativo arrojó unas pérdidas de 801 millones de euros, 58,1% menos de pérdidas que en 2015.

Gráfico 5.16. Aporte porcentual al beneficio por áreas de negocio



Fuente: elaboración propia

³³ El BBVA vendió en febrero del presente año su participación del 1,7% en el grupo chino por 554 millones de euros con una plusvalía de 177 millones de euros.

5.2.3. Análisis de la rentabilidad y eficiencia de la entidad

Para analizar la rentabilidad de la entidad se hace uso del ROE y la descomposición citada en el apartado metodológico para el año 2016. La siguiente tabla muestra las magnitudes necesarias para dicho fin.

Tabla 5.3. Datos ROE³⁴

Mm €	Activo total _{mp} (AT _{mp})	Fondos propios _{mp} (FP _{mp})	Margen intereses (MI)	Resultado del ejercicio (B°)
2015	716.379	50.767	16.022	2.642
2016	735.636	51.947	17.059	3.475

Fuente: elaboración propia

$$ROE_{2015} = \frac{B^{\circ}_t}{AT_{mp}} * \frac{AT_{mp}}{FP_{mp}} = \frac{2.642}{716.379} * \frac{716.379}{50.767} = 5,2\%$$

$$ROE_{2016} = \frac{B^{\circ}_t}{AT_{mp}} * \frac{AT_{mp}}{FP_{mp}} = \frac{3.475}{736.636} * \frac{736.636}{51.947} = 6,7\%$$

Este ROE puede descomponerse en los factores que componen el ROA³⁵ multiplicados por el apalancamiento, donde:

$$ROE_{2016} = \frac{B^{\circ}_t}{MI_t} * \frac{MI_t}{AT_{mp}} * \frac{AT_{mp}}{FP_{mp}} = \frac{3.475}{16.022} * \frac{16.022}{736.636} * \frac{736.636}{51.947} = 6,7\%$$

Siendo:

Margen de beneficio.

$$\frac{B^{\circ}_t}{MI_t} = \frac{3.475}{16.022} = 20,37\%$$

Margen de intereses sobre activos totales medios (rotación de activos).

$$\frac{MI_t}{AT_{mp}} = \frac{16.022}{736.636} = 2,32\%$$

Apalancamiento (medido por el ratio de endeudamiento).

$$\frac{AT_{mp}}{FP_{mp}} = \frac{736.636}{51.947} = 14,16$$

³⁴ Activos totales_{mp}: media móvil ponderada del activo en los últimos doce meses.

Fondos propios_{mp}: media móvil ponderada de los FP de los últimos doce meses corregidos para tener en cuenta el resultado del dividendo-opción entregado a fecha anterior a la publicación de las CCAA.

Margen neto de intereses: margen neto de la actividad principal.

Resultado del ejercicio: resultado a 31/12/2016 atribuido a la entidad dominante

³⁵ Gestión bancaria. (López Pascual y Sebastián González, 2007)

Tabla 5.4. ROE desglose *Dupont* para 2015 y 2016

		2016	2015
ROA		0,47%	0,37%
Apalancamiento		14,16	14,11
ROE		6,7%	5,2%
ROA	Margen de beneficio	20,37%	16,49%
	Rotación de activo	2,32%	2,24%
Apalancamiento		14,16	14,11
ROE		6,7%	5,2%

Fuente: elaboración propia

La rentabilidad financiera de la entidad fue positiva y alta en 2016 pese a tratarse de un ejercicio convulso y de fuerte castigo para las entidades financieras, un 6,7%, 1,5 pp mayor que en 2015. Esto viene explicado en gran medida por el margen de beneficio que se vio aumentado en 3,81 pp debido al incremento del margen de intereses en un 6,47%, un crecimiento en línea con ejercicios anteriores. Este crecimiento se debe al aumento de la actividad en los países emergentes, como se vio en apartados previos. El negocio en México, América del Sur, Turquía y EEUU son los pilares de esta evolución positiva mientras que el desempeño de la entidad no es tan bueno en España y resto de Eurasia debido a los tipos de interés bajos y al menor volumen de actividad, (disminución del crédito y de los depósitos).

Esta rentabilidad viene explicada también por el descenso de las pérdidas por deterioro de activos financieros, un 12,4% (4,6% a t/c constantes) respecto al ejercicio previo, gracias a la mejora de la cartera de crédito en España, México y América del Sur, y por el control de los gastos de explotación, sobre todo en partidas de representación, obligaciones tributarias y otros gastos, que aumentaron en menor medida que el margen bruto (3,9% frente al 4,1%). El beneficio atribuido del grupo ha sido un 31,5% mayor teniendo en cuenta las operaciones corporativas del ejercicio anterior

Los datos anteriores mejoran ligeramente el ratio de eficiencia, que cerró 2016 con el 51,9% del margen bruto para cubrir los gastos de explotación.

5.2.4. BBVA en el sector. Comparativa vía principales ratios

La siguiente tabla muestra los principales ratios bancarios para las siete entidades que componen el Ibex 35 Bancos y que son el grupo de comparación de la entidad.

Tabla 5.5. Principales ratios componentes Ibex 35 Bancos³⁶ a 31/12/2016

ENTIDAD	LIQUIDEZ		EFICIENCIA		RENTABILIDAD		SOLVENCIA				
	LTD	LTD OSR	GEXP/MB	MI/ATM	ROE	ROA	BASILEA ³⁷			MORA	COB
							CAPITAL	CET1	LV		
POPULAR	75,55%	113,88%	66,77%	1,37%	-28,94%	-2,25%	12,13%	13,15%	5,31%	14,61%	62,26%
SABADELL	78,32%	108,00%	48,68%	1,86%	5,84%	0,35%	13,80%	12,00%	4,74%	6,14%	51,60%
SANTANDER	80,44%	114,38%	48,10%	2,32%	6,99%	0,56%	13,87%	12,53%	5,40%	3,93%	73,80%
BANKIA	75,51%	99,55%	48,90%	1,08%	6,70%	0,40%	16,03%	14,70%	6,12%	9,80%	55,10%
BANKINTER	107,23%	120,25%	45,01%	1,56%	10,90%	0,78%	12,59%	11,77%	5,30%	4,01%	49,26%
BBVA	91,01%	103,25%	51,90%	2,32%	6,70%	0,64%	15,10%	12,20%	6,70%	4,90%	70,00%
CAIXABANK	92,65%	107,04%	52,60%	1,20%	4,50%	0,30%	16,20%	13,20%	5,70%	6,90%	47,00%
INDICE	85,81%	109,48%	51,71%	1,67%	6,94%	0,50%	14,25%	12,79%	5,61%	7,18%	58,43%

Fuente: elaboración propia

La liquidez del banco medida en el ratio LTD OSR se encuentra ligeramente por debajo de la media del índice, que es del 109,48%, (110 % para todo el sector en España oct-2016) y 10,5 pp por debajo de la media de sus competidores europeos, el 120,1% (oct-2016). No muestra problemas de liquidez.

En el ámbito de la eficiencia se encuentra ligeramente por encima de la media del índice, 51,71% (53% para todo el sector) y muy por debajo de la media europea de 63% lo que indica que su nivel de eficiencia es superior a la mayoría de sus competidores europeos, sin embargo en España y en concreto en el índice aún le queda mucho que avanzar si se compara con Bankinter o Santander.

La rentabilidad del banco, medida en el ROE y el ROA, se encuentra en valores similares a los de la media del índice del 6,94% (7,1% para todo el sector) y casi un punto porcentual mejor que sus rivales europeos, 5,4%, y sigue con la línea de crecimiento. La rentabilidad de los activos también es superior a la del índice, 0,64% frente al 0,5% (0,45% para todo el sector) y superior a la media europea de 0,34%. La entidad es rentable.

Desde el punto de vista de la solvencia, el resultado obtenido en los coeficientes requeridos por Basilea como son el ratio de capital, el ratio de CET1 y el

³⁶ La media del índice excluye, debido a sus resultados de 2016, al B. Popular del cálculo del ROE y ROA.

³⁷ En apartados previos se encuentran los requerimientos para la entidad.

apalancamiento en términos de CET1 y exposición, el banco ha obtenido un 15,1%, 12,2% y 6,7% respectivamente. El ratio de capital está por encima de la media del índice 14,25%, aunque por debajo de la media europea del 18,3%; cumple holgadamente con el mínimo del 8% para este ítem fijado por Basilea y por encima del 11,125% fijado para el banco. En el caso del coeficiente CET1, pese a estar por debajo de la media del índice y de la media europea del 14,1%, se encuentra por encima del 6% mínimo y del 7,625% exigido a la entidad por lo que se encuentra en cumplimiento; el apalancamiento es superior a la media del índice, 5,61%, y se encuentra por encima del mínimo del 3% establecido. Se concluye que la entidad cumple con los requisitos de Basilea III.

En cuanto a la tasa de mora y la cobertura de riesgos el banco se encuentra en niveles mejores que la media del índice, 4,9% y 70% frente a 7,18% (9,27% sector) y 58,43% (44,9% sector) y que sus rivales europeos 5,9% y 44,4% respectivamente. La entidad tiene una buena calidad de crédito y dispone de buena cobertura de riesgos.

5.3. HIPÓTESIS PARA LA VALORACIÓN Y APLICACIÓN DEL MODELO

Para poder obtener el valor de la entidad mediante el modelo de descuento de flujos para los accionistas, DCFac (*Cash flow to equity discount*, DCFE), indicado en el apartado metodológico es necesario fijar una serie de hipótesis que afectarán a los elementos a descontar y a los tipos de descuento necesarios para el descuento. Todos los datos han sido tomados hasta el 31/03/2017.

$$E = VA[CFac_B; Ke] + VC = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CFac_{Bt}}{(1 + Ke - g)^t} + E_t \left(\frac{ROE - g}{Ke - g} \right)$$

5.3.1. Hipótesis sobre las tasas de descuento

En el descuento de los flujos, al tratarse de flujos para los accionistas, interviene el coste de capital, Ke , el crecimiento esperado futuro, g , y la rentabilidad financiera, ROE.

- Coste de capital, ke . Para su cálculo se ha asumido el CAPM y se ha calculado según la siguiente expresión:

$$Ke = R_F(1 - T_C) + \beta[E(R_M) - R_F(1 - T_C)]$$

$$Ke = 0,0156(1 - 0,30) + 1,31[0,0464 - 0,0156(1 - 0,30)]$$

$$Ke = 5,7469\%$$

Donde

$R_F(1 - T_C)$ = la rentabilidad del bono español a 10 años es de 1,555% y el tipo impositivo aplicado al BBVA en 2016 fue del 30%.

β = la beta del BBVA es 1,31, obtenida con datos de cotización diarios desde el 24/03/1997. Es un título ofensivo, varía en mayor medida que el Ibex 35.

$E(R_M)$ = la rentabilidad media anualizada del mercado durante el periodo estudiado fue de 4,6413% por lo que la prima de riesgo ajustada al tipo impositivo fue de 3,09%

Este Ke se espera que se mantenga en los próximos ejercicios.

- El crecimiento esperado, g que se va a aplicar a los diferentes elementos del modelo viene dado por el crecimiento medio ponderado de las diferentes áreas de negocio según su participación en el resultado y el crecimiento esperado en la zona.

Tabla 5.6. Crecimiento medio ponderado

Área de Negocio	Beneficio (mm €)	% sobre B° Atribuido	Crecimiento esperado en la zona	Crecimiento Medio Ponderado
B. ESPAÑA	912	26,24%	2,20%	0,58%
IM. ESPAÑA	-595	-17,12%	2,20%	-0,38%
EEUU	459	13,21%	2,30%	0,30%
TURQUÍA	599	17,24%	3,00%	0,52%
MÉXICO	1.980	56,98%	1,00%	0,57%
AME	771	22,19%	1,00%	0,22%
EURASIA	151	4,35%	3,00%	0,13%
C.CORP	-801	-23,05%	2,20%	-0,51%
TOTAL	3.475		Crecimiento, g,	1,4365%

Fuente: elaboración propia

El crecimiento, g , a aplicar en el modelo es el 1,4365% durante los tres años siguientes. A partir del año cuatro el crecimiento esperado es del 1%.

- El ROE estimado para 2017 viene dado por el resultado atribuido y los fondos propios medios de la entidad estimados para 2017. El resultado atribuido se obtiene de aplicar el crecimiento, g , al resultado de 2016 y los fondos propios medios se obtienen de sumar a los fondos propios de 2016 el beneficio no distribuido en 2017³⁸ más los fondos propios de 2016 y calcular la media.

$$ROE_{2017} = \frac{B^o_{2017}}{FP_m 2017} = \frac{3.525}{53.864} = 6,54\%$$

Donde:

$$B^o_{2017} = B^o_{2016} * (1 + g) = 3.475 * 1,0144 = 3.525 \text{ mm } \text{€}$$

$$FP_m 2017 = \frac{(FP_{2016} + B^o_{2016} * t_R) + FP_{2016}}{2} = \frac{(52.821 + 3.475 * 0,6) + 52.821}{2} = 53.864 \text{ mm } \text{€}$$

Siguiendo esta misma lógica se estimó un ROE para el año 2021 del 5,93% a partir de los beneficios estimados con un crecimiento del 1,44% durante los próximos 3 años y del 1% a partir del cuarto año y unos fondos propios incrementados en función de la tasa de retención del 60% que estima la entidad. Se debe tener cuenta la situación de inestabilidad en la que se encuentran América Latina y México, por los riesgos macroeconómicos derivados de las políticas estadounidenses principalmente, y Turquía, dada su actual situación geopolítica y económica, ya que las tres áreas aportaron casi el 70% del beneficio positivo de la entidad en 2016 y dado el interés por ampliar su exposición a este entorno. También es importante tener en cuenta la evolución de los tipos de interés, que pese a las expectativas de aumento de los mismos por parte de la Fed y el BCE, los bancos centrales de México y Turquía es probable que los bajen como parte de una política económica expansiva. Esto hace necesario revisar este ROE y disminuirlo 0,93 puntos porcentuales debido a la exposición de la entidad a estas economías y a su posible repercusión en los resultados futuros, más teniendo en cuenta el periodo estimado de 5 años

$$ROE_{2021} = 5,0\%$$

Este nuevo ROE será el utilizado en el modelo para calcular el valor de la entidad.

³⁸ Según la tasa de retención estimada por la entidad del 60% durante los próximos ejercicios. El banco cumple con las obligaciones de capital regulatorio de manera satisfactoria por lo que se descartan ampliaciones de capital con dicho fin.

5.3.2. Hipótesis sobre los elementos del modelo

Los elementos necesarios para el cálculo de los flujos a descontar en el modelo, CFac, son: el resultado atribuido a la entidad dominante, las variaciones en los fondos propios (debidas a aumentos de capital y reservas principalmente) y *otro resultado global acumulado, elementos que no se reclasificarán en resultados (Other Comprehensive Income, OCI* por sus siglas en inglés) relacionados de la siguiente manera

$$CFac_B = R^o \text{ Neto} - \Delta E + OCI$$

Para el cálculo de estos flujos se han tenido en cuenta los datos recogidos en las cuentas anuales consolidadas de los últimos 10 ejercicios con el fin de comprobar el comportamiento histórico de estos flujos para poder estimar su posible evolución futura.

Tabla 5.7. Cálculo CFac últimos 6 años

Mm €	2011	2012	2013	2014	2015	2016
R° Atribuido	3.004	1.676	2.228	2.618	2.642	3.475
Incremento FP	4.263	2.662	2.696	3.136	1.193	2.182
OCI	-228	-451	-440	-777	-859	-1.095
CFac	-1.487	-1.437	-908	-1.295	590	198

Fuente: elaboración propia

La tabla anterior muestra el cálculo de los CFac de los últimos 5 años a partir de los datos recogidos en las CCAA consolidadas. El resultado atribuido a la entidad dominante se ha visto incrementado en un 7,74% medio anual durante los últimos 5 años, se ve un brusco descenso en 2012 debido a las pérdidas por deterioro de los activos relacionados con el negocio inmobiliario en España en el momento más acusado de la crisis económica y la diferencia negativa generada al integrar la entidad Unimm en el grupo. Los fondos propios han aumentado en un 5,2% medio anual los últimos 5 años siendo los incrementos más importantes en 2011, debido a un aumento en las reservas de más de 3.500 mm € y de la prima de emisión por las ampliaciones de capital³⁹ de 2010 y 2011, y en 2014, debido a un aumento en las reservas de más de 1.000 mm € y de la prima de emisión por las ampliaciones de capital de 2013 y 2014 de más de 1.800 mm €.

En cuanto al epígrafe *OCI*, que recoge elementos que no pueden clasificarse en la cuenta de resultados y que pasan directamente a formar parte del balance, no en todos

³⁹ Estas ampliaciones de capital se realizaron para implementar el programa Dividendo Opción aplicable a partir de 2012 hasta 2016 y consiste en la posibilidad por parte del accionista de recibir su dividendo vía acciones de nueva emisión.

los ejercicios se producen importes a incluir en esta partida, durante el periodo 2006-2010 no recogió ninguno, fue a partir de 2011 y hasta 2016 cuando esta partida recogió importes negativos debidos principalmente a “*perdidas actuariales en planes de pensiones de prestaciones definidas mantenidas para la venta*”, es decir, en su negocio de seguros y planes de pensiones en España. En 2016 esta partida provocó una disminución del patrimonio neto de más de 1.000 mm €

Como se observa en la tabla los CFac han evolucionado de manera dispar debido a la evolución errática de los resultados atribuidos, la tendencia siempre creciente de los fondos propios, por la acumulación de reservas para cumplir con los requerimientos de capital, y de los *OCI* debido al periodo de crisis económica que ha castigado el negocio bancario y de seguros. Sin embargo, el crecimiento medio durante los últimos 6 años de estos flujos ha sido del 19,22% y durante los últimos 3 años ha sido del 12,17% pero con una dispersión muy grande.

Con todo se prevé que estos flujos continúen de manera positiva como los dos últimos años debido a que la entidad se encuentra saneada y cumple con los requisitos de capital de manera holgada, además se espera que continúe en la senda de los beneficios y los *OCI* negativos disminuyan (o incluso desaparezcan) con la recuperación económica. La siguiente tabla muestra la evolución de los CFac para los próximos 5 años.

Tabla 5.8. CFac estimados 5 años

Mm €	2017	2018	2019	2020	2021
EVOLUCIÓN CFAC	15,00%	12,50%	10,00%	7,50%	5,00%
	228	256	282	303	318

Fuente: elaboración propia

El crecimiento estimado ha sido calculado aplicando un crecimiento positivo, en línea con la evolución de los últimos años, pero descendente al CFac de 2016 ya que, pese a cumplir con los requerimientos de capital, la política de remuneración de la entidad fija como tasa de retención el 60% de los beneficios por lo que los fondos propios crecerán en mayor medida que los beneficios a futuro y se espera que los *OCI* vayan estabilizándose paulatinamente en la medida que mejore el negocio asegurador gracias a la recuperación económica.

5.3.3. Aplicación del modelo

Una vez fijadas las hipótesis se estima el valor de la entidad a través del modelo propuesto en el apartado metodológico siguiendo las siguientes fases:

1. Cálculo del valor actual de los CFac

Una vez estimados los CFac durante los próximos cinco años se realiza su descuento aplicando el factor correspondiente. Una vez obtenidos los valores descontados se suman y se obtiene el valor actual de la totalidad de los CFac.

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{CFac_{Bt}}{(1 + Ke - g)^t}$$

Factor de descuento:

$$(1 + Ke - g)^{-t}$$

Donde:

$$Ke = 5,75\%$$

$$g = 1,44\%; 1\% \text{ a partir del 3 año}$$

$$t = \text{tiempo en años}$$

Tabla 5.9. Descuento CFac

Mm €	CFac	factor de descuento	Valor Actual CFac
2017	228	0,96	218
2018	256	0,92	235
2019	282	0,88	248
2020	303	0,83	252
2021	318	0,79	252
Valor Actual CFac			1.205,85

Fuente: elaboración propia

2. Cálculo del valor a perpetuidad a partir de 2021

El segundo término de la ecuación es el valor a perpetuidad⁴⁰ que se obtiene de descontar los fondos propios estimados para 2021 multiplicados por el factor de descuento correspondiente.

⁴⁰ Se ha asumido el hecho de que el RONE sea igual al ROE en el plazo de tiempo estudiado.

$$Vc = E_t \left(\frac{ROE - g}{Ke - g} \right)$$

Factor de descuento⁴¹:

$$\left(\frac{ROE - g}{Ke - g} \right) = \frac{(0,05 - 0,01)}{(0,0575 - 0,01)} = 0,84$$

Donde:

$$Ke = 5,75\%$$

$$ROE = 5\%$$

$$g = 1\%$$

$$Vc = 63.540 \left(\frac{0,05 - 0,01}{0,0575 - 0,01} \right) = 63.540 * 0,84 = \mathbf{53.543,05 \text{ mm } \text{€}}$$

3. Cálculo del valor de la entidad

Una vez obtenidos el valor actual de los CFac y el valor a perpetuidad se obtiene el valor estimado de la entidad como la suma de los dos anteriores.

$$E = VA_{CFac} + VC_{Et} = 1.205,85 + 53.543,05 = 54.748,90 \text{ mm } \text{€}$$

El número de acciones del banco es de 6.566.615.242 por lo que el valor estimado por acción a 31/03/2017 es de 8,34 €.

Tabla 5.10. Valor estimado de la entidad

Mm €	CFac	Factor de Dto	VA CFac
2017	228	0,96	218
2018	256	0,92	235
2019	282	0,88	248
2020	303	0,83	252
2021	318	0,79	252
	Valor actual CFac		1.205,85
VC	63.540	0,84	53.543,05
VE			54.748,90
Valor por acción			8,34 €

Fuente: elaboración propia

⁴¹ Como se recuerda del apartado metodológico este factor de descuento se corresponde al ratio P/BV (*Price to Book value*) para empresas con crecimiento constante.

5.3.4. Análisis comparativo: ratios PER y P/BV

Para finalizar el proceso de valoración se realizó un análisis comparativo del PER y el P/BV (*Price to Book Value*) del sector con el fin de cotejar la valoración. Los resultados se encuentran recogidos en la siguiente tabla

Tabla 5.11. PER y P/BV del sector bancario

ENTIDAD	PER	P/BV
POPULAR	-	0,34
SABADELL	13,60	0,75
SANTANDER	13,77	0,81
BANKIA	15,32	1,00
BANKINTER	14,43	1,77
BBVA	13,55 (15,76*)	0,89 (1,04*)
CAIXABANK	23,02	1,03
ÍNDICE⁴²	15,62	1,04

Fuente: elaboración propia

* En función del valor estimado

Empezando con el PER, que expresa como remunera el mercado a los beneficios de la empresa medido en las veces que ese beneficio está incluido en la capitalización de la entidad, se tiene que el PER del BBVA se encuentra ligeramente por debajo de la media del sector de 15,62, lo que indica que el mercado tiene expectativas moderadas en cuanto al crecimiento del banco y es una posibilidad de inversión al no encontrarse sobrevalorada. En comparación con las demás entidades del sector, se encuentra en línea con el Santander, la entidad más grande, con el Sabadell y ligeramente por debajo de Bankinter y Bankia pero muy lejos de Caixabank, que cuenta con altas expectativas por parte del mercado aunque ligeramente sobrevalorada. El PER en función del valor estimado es del 15,76, ligeramente por encima de la media actual del índice, lo que indicaría expectativas de crecimiento.

En cuanto al P/BV, que expresa el valor de la empresa en el mercado comparado con su valor contable, se observa que el P/BV de la entidad se encuentra por debajo de la media del sector y que cotiza por debajo de su valor contable lo que supone una posible oportunidad de inversión, aunque hay que tener en cuenta la posible depreciación de activos no reflejados en la contabilidad como pueden ser las carteras crediticias en México y Turquía. En comparación con el resto de entidades del sector, tiene un valor

⁴² La media del índice se ha calculado sin tener en cuenta el PER ni el P/BV del B. Popular dado sus resultados.

ligeramente superior al Santander y por encima del Sabadell y Popular, aunque lejos de la paridad que refleja Bankia y Caixabank y de Bankinter, cuyo valor es el más alto del sector y se encuentra ligeramente sobrevalorada. El P/BV en función del valor estimado es de 1,04 y se situaría en la media del sector, que indica una cotización ligeramente por encima del valor contable, lo que reflejaría expectativas de crecimiento.

6. CONCLUSIONES

Este trabajo se planteaba como objetivo principal abordar las dificultades que conlleva la valoración de entidades financieras desde el punto de vista del análisis fundamental, así como la obtención de conclusiones sobre el propio proceso de valoración. Además como objetivo secundario se afronta la tarea de obtener el valor de una entidad concreta, el BBVA, a través del uso del análisis fundamental teniendo en cuenta la particularidad de tratarse de una entidad financiera. El fin de esta valoración es el de poder tomar decisiones de inversión o desinversión en sus acciones. Tras afrontar estos objetivos, se han extraído las siguientes conclusiones.

6.1. CONCLUSIONES DE LA VALORACIÓN BBVA

Con respecto al objetivo secundario y tras realizar el proceso de valoración, se llega a un valor de 8,34 € por acción, 54.748,90 mm € de valor total, que se encuentra por encima del precio de cotización a 31/03/2017 de 7,17 € por acción, 47.082,63 mm € de capitalización, por lo que se concluye que el valor de la empresa en el mercado no refleja su valor real, se encuentra infravalorada, y que por lo tanto representa una posibilidad de inversión dadas sus expectativas de crecimiento y rentabilidad presentes y futuras, determinadas de la manera más objetiva y moderada posible y teniendo en cuenta los factores más importantes que influyen en este aspecto. Se emite la recomendación de compra o de mantener en cartera los valores de la entidad a medio plazo.

Esta recomendación se encuentra en línea con la emitida por las siguientes firmas de inversión en marzo de 2017 que situaban el valor de la entidad por encima de los 50.000 mm €.

Tabla 6.1. Valoraciones bancos de inversión

Entidad	Recomendación	Precio por acción	Valor BBVA mm €
Nord/LB	Mantener	9,00 €	59.099
Grupo Santander	Comprar	8,50 €	55.816
Oddo & Cie	Mantener	8,40 €	55.159
GVC Gaesco BEKA	Comprar	8,05 €	52.861
Alphavalue	Comprar	7,80 €	51.219
BPI	comprar	7,70 €	50.563
Day by Day	Comprar	7,65 €	50.234
Hammer Partners	Comprar	7,65 €	50.234

Fuente: El economista (2017)

Para completar la valoración se ha realizado un análisis de sensibilidad contemplando variaciones en el crecimiento, g , la rentabilidad obtenida por la entidad medida en el ROE y manteniendo el coste de capital, Ke , exigido por los accionistas constante. Se han tenido en cuenta las variaciones en estas variables ya que forman parte del factor más influyente en la obtención del valor intrínseco, el cálculo del valor a perpetuidad.

Como se vio en el apartado metodológico, el valor a perpetuidad de la entidad a partir del año t se obtenía mediante el producto de los fondos propios estimados en el año $t+1$ por el cociente entre la diferencia del ROE y el crecimiento y el Ke y el crecimiento. Si el crecimiento es constante este último factor coincide con el P/BV estimado de la entidad.

- Valoración a la baja. En un escenario en el cual el crecimiento de las economías mexicana y turca, las dos con más peso en el resultado de la entidad, se ve comprometido por su situación de inestabilidad política y económica, con el consecuente reflejo en la depreciación de sus monedas y en el descenso de los tipos de interés por políticas expansivas, y el resto de áreas de negocio como el sector inmobiliario en España no evolucionan de manera favorable (actualmente en pérdidas) se rebaja la previsión de crecimiento a tres años al 0,75% y a cuatro en adelante al 0,25%. En este caso, el ROE a 5 años ajustado se situaría en torno al 4% debido a la disminución del resultado y al aumento de reservas vía retención de beneficios que conlleva la situación de deterioro de activos en estas economías, los fondos propios por aumento de capital regulatorio no se verían comprometidos ya que la entidad cumple con los requisitos de Basilea.

El valor de la entidad en esta situación se situaría en torno a los 44.652,55 mm € lo que se traduce a 6,8 € por acción de valor intrínseco.

- Valoración al alza. En un entorno en el cual las economías mexicana y turca evolucionan de manera favorable, no se ven seriamente afectadas por su entorno político y macroeconómico, continúa el crecimiento en América Latina y el resto de áreas de negocio se recuperan el crecimiento previsto a tres años se situaría en torno al 2,5% y a cuatro en adelante al 1,5%. El ROE en esta situación a 5 años se situaría en torno al 6,32% gracias al crecimiento del resultado y a la disminución en el crecimiento de los fondos propios debido al posible aumento de la tasa de reparto de dividendos. El capital regulatorio no se vería afectado ya que cumple con los requerimientos de capital.

El valor de la entidad en este caso se situaría en torno a 71.525,37 mm €, 10,89 € por acción.

6.2. CONCLUSIONES DEL PROCESO DE VALORACIÓN DE ENTIDADES FINANCIERAS.

La valoración de entidades financieras es un proceso complejo, como coinciden Koller et al (2015), Benninga (2008) y Damodaran (2009) entre otros, debido a las peculiaridades del negocio bancario y a la regulación existente sobre este sector.

Por la propia naturaleza del negocio bancario, los estados financieros de las entidades financieras presentan peculiaridades con respecto a los de las empresas no financieras. Como se comentó en el apartado metodológico, la deuda para una entidad financiera no se comporta simplemente como una fuente de financiación para la propia entidad, sino que también es su materia prima: no se debe olvidar que los bancos captan fondos vía cuentas corrientes y depósitos, remunerándolos a un tipo de interés, para posteriormente cederlo vía créditos y préstamos, con el cobro de unos intereses, con el fin de obtener beneficio por la diferencia entre los intereses pagados a los depositantes y los cobrados de los prestatarios, lo que se conoce como margen de intereses. En este aspecto las entidades financieras se comportan como agentes de intermediación que canalizan en ahorro hacia la inversión. La alta complejidad de las cuentas anuales de las entidades financieras dificulta su comprensión y uso a la hora de acometer proyectos de valoración.

Debido a esto los métodos de valoración que se aplican a las entidades no financieras no se pueden aplicar fácilmente a los bancos, sobre todo los basados en los descuentos de flujos. El cálculo de los *cash flows* necesarios para la aplicación de estos métodos se dificultan ya que por ejemplo, las reinversiones en activos fijos y las NOF, necesarias para el cálculo de los *Free Cash Flows*, no se realizan en activo sino que el grueso de las mismas se centra en cubrir las necesidades de capital regulatorio, lo que obliga a redefinir estas en función de la deuda desgranando elemento a elemento el balance y complicando enormemente la valoración dada la opacidad de algunos de los ítems de las cuentas anuales. Este hecho hace necesario centrarse en el descuento de otro tipo de flujos más sencillos en su cálculo, aunque no reflejen toda la realidad incluida en los estados contables, para evitar errores en el proceso que vicien el resultado de la valoración.

Una vez asumido un modelo de descuento y calculado los *cash flows* necesarios para su aplicación, en este caso se asumió el descuento de flujos para el accionista, DCFac, la siguiente dificultad se encuentra en la fijación y asunción de hipótesis sobre las tasas de descuento y la evolución de los flujos futuros. Partiendo de la base de que toda valoración refleja las expectativas de quien la realiza, lo que imposibilita la objetividad de la misma por definición, la falta de acceso a toda la información relevante, más allá de la de acceso público por parte de la entidad y organismos oficiales, dificulta dotar a la valoración con cierta objetividad e imparcialidad a la hora de fijar las estimaciones sobre el crecimiento, la rentabilidad, los costes de capital... en concordancia con la realidad de la empresa, lo que provoca un sesgo, tanto a favor como en contra, en la valoración al no conocer los objetivos y planes estratégicos de la entidad así como otra información relevante sobre la contabilidad de la misma y, por lo tanto, dar mayor importancia a unos factores frente a otros que quizá sea errónea.

Este es el principal problema al que se ha tenido que hacer frente en este trabajo, la subjetividad añadida por la falta de información relevante sobre la evolución presente y futura de la entidad, por lo que las estimaciones se han realizado ponderando en mayor medida la evolución económica de las áreas de negocio a las cuales se encuentra más expuesta la entidad y según las perspectivas que tiene esta última sobre las mismas.

Debido a la carencia de toda la información relevante expuesta anteriormente y la subjetividad inherente a la valoración debida a las expectativas propias del valorador, se concluye que existen importantes trabas a la hora de dotar al proceso de valorar

cualquier entidad, financiera o no, de un nivel alto de objetividad e imparcialidad. Si se dispusiera de toda la información relevante y no existiera la subjetividad derivada de las expectativas del agente que realiza la valoración, las valoraciones en un momento t sobre la misma entidad y realizadas por distintos individuos arrojarían el mismo valor y este a su vez coincidiría con el precio de mercado asumiendo la hipótesis de eficiencia de mercado en su nivel fuerte.

7. REFERENCIAS

- Banco de España. (2016). *Informe de Estabilidad Financiera*. Madrid. Recuperado a partir de http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/boletines/Informe_de_Estab/
- BBVA. (2016). *Cuentas Anuales Consolidadas, Informe de Gestión e Informe de Auditoría 2016, 2015, 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, 2008, 2007*. Madrid. Recuperado a partir de <http://accionistaseinversores.bbva.com/TLBB/tlbb/bbvair/esp/financials/reports/index.jsp>
- BBVA Research. (2016). *Situación Banca Diciembre 2016*. Madrid. Recuperado a partir de <https://www.bbvarsearch.com/public-compuesta/situacion-banca-diciembre-2016/>
- BBVA Research. (2017). *Informes de situación macroeconómica. Primer trimestre 2017*. Madrid. Recuperado a partir de <https://www.bbvarsearch.com/category/tipos-de-documento/outlook/>
- Benninga, S. (2008). *Financial Modeling* (3.^a ed.). Cambridge: Massachusetts Institute of Technology.
- Bolsas y Mercados Españoles. (2016). *Informe de Mercado 2016*. Madrid. Recuperado a partir de <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/2016>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2016). *Los mercados de valores y sus agentes: Situación y perspectivas 2017*. Madrid. Recuperado a partir de <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Mercados.aspx>
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. (2011). *Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios. Bank for International Settlements Communications* (Vol. Diciembre). Basilea: Bank for International Settlements.
- Damodaran, A. (2009). Valuing Financial Service Firms. *Stern School of Business, New York University*, (April), 1-34.
- Duarte Duarte, J. B., y Mascareñas Pérez-Iñigo, J. M. (2013). La eficiencia de los mercados de valores: una revisión. *Análisis Financiero*, 122(122), 21-35.

- El economista. (2017, marzo 10). Hasta ocho firmas de inversión creen que BBVA valdrá más de 50.000 millones. *el Economista edición online*. Madrid. Recuperado a partir de <http://www.economista.es/mercados-cotizaciones/noticias/8212640/03/17/Hasta-ocho-firmas-de-inversion-creen-que-BBVA-valdra-de-nuevo-mas-de-50000-millones.html>
- European Banking Authority. (2016a). *Risk Assessment Questionnaire – Summary of Results December 2016*. London. Recuperado a partir de <http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard>
- European Banking Authority. (2016b). *Risk Dashboard*. London. Recuperado a partir de <http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard>
- Fama, E. F. (1965). The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business*, 38(1), 34-105.
- Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5).
- Fernández, P. (2005). *Valoración de empresas. Cómo medir y gestionar la creación de valor* (3.^a ed.). Barcelona: Gestión 2000.
- Fernández, P. (2016). *Valoración de empresas y sensatez* (5.^a ed.). Pamplona: IESE. University of Navarra. Recuperado a partir de https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract_id=2202141#
- Fondo Monetario Internacional. (2016). *Global Financial Stability Report*. Washington, DC. Recuperado a partir de <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Fostering-Stability-in-a-Low-Growth-Low-Rate-Era#>
- Fondo Monetario Internacional. (2017). «*El cambiante panorama de la economía mundial*», *Perspectivas de la Economía Mundial, Actualización de las Proyecciones centrales*. Nueva York. Recuperado a partir de <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2017/update/01/pdf/0117s.pdf>
- García, R. (2008). Servicio de Innovación Educativa Universidad Politécnica de Madrid. *El aprendizaje cooperativo, guía rápida sobre nuevas metodologías*, 14. Recuperado a partir de <http://innovacioneducativa.upm.es/formacionIE>
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105.

- Graham, B., y Dodd, D. L. (2009). *Security analysis* (6.^a ed.). New York: McGraw-Hill.
- Grossman, S. J., y Stiglitz, J. E. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*, 70(3), 393-408.
- Koller, T., Goedhart, M., y Wessels, D. (2015). *Valuation* (6.^a ed.). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- López Lubian, F. J., y Berastain, C. (2010). Valoración fundamental en entidades financieras. *Análisis Financiero*, 112, 58-64.
- López Pascual, J., y Sebastián González, A. (2007). *Gestión bancaria: factores claves en un entorno competitivo* (3.^a ed.). Madrid: McGraw-Hill.
- Marín, J. M., y Rubio, G. (2011). *Economía Financiera* (1.^a ed.). Barcelona: Antoni Bosch editor, S.A.
- Palepu, K. G., Healy, P. M., y Peek, E. (2013). *Business analysis and valuation* (3.^a ed., Vol. IFRS ed.). Andover: Cengage Learning EMEA.
- Pinto, J., Henry, E., Robinson, T. R., y Stowe, J. D. (2010). *Equity Asset Valuation* (2.^a ed.). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Samuelson, P. A. (1965). Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly , Industrial Management Review. *Industrial Management Review*, 6(2), 41-49.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.