



**Universidad
Europea**



ESCUELA DE ARQUITECTURA, INGENIERÍA Y DISEÑO

ÁREA INGENIERÍA INDUSTRIAL

**MÁSTER UNIVERSITARIO EN INGENIERÍA DE
ORGANIZACIÓN, DIRECCIÓN DE PROYECTOS Y
EMPRESAS**

**TRABAJO FINAL DE MÁSTER
VALORACIÓN ECONÓMICA DE BANKIA:
COMPARACIÓN METODOLOGÍAS
TRADICIONALES E INTANGIBLES**

Alumno: D^a. MÓNICA GUILLÁN CARAMÉS

Director: D. JOSÉ MURUAIS RODRÍGUEZ

JULIO 2020

**TÍTULO: VALORACIÓN ECONÓMICA DE BANKIA: COMPARACIÓN
METODOLOGÍAS TRADICIONALES E INTANGIBLES**

AUTOR: MÓNICA GUILLÁN CARAMÉS

DIRECTOR DEL PROYECTO: JOSÉ MURUAIS RODRÍGUEZ

FECHA: 24 de Julio de2020

RESUMEN

En los últimos años, la valoración de empresas, ha cobrado gran relevancia en el mundo empresarial, debido a su amplia gama de usos, desde conocer el valor de una pequeña pyme hasta para obtener un rango de valoración en la ejecución de una operación de compra-venta de una multinacional. La valoración de empresas, es un marco de metodologías con el fin último de otorgar un rango de valores, que expresen el valor numérico de una empresa. Estas metodologías pueden tomar como base cotizaciones actuales del mercado, comparación entre empresas del mismo sector, el histórico de los estados financieros, etc.

Este trabajo tiene como objetivo realizar la valoración de Bankia, con dos ejes de enfoque, por un lado, la valoración por metodologías tradicionales, comúnmente utilizadas en mercado actual, como la valoración por diferentes múltiplos, y el método de descuento de flujos de caja. Por otro, la valoración por intangibles, considerando el valor de Bankia, como el valor de marca "Bankia". Consecuentemente, presentando un análisis de comparación de los valores obtenidos de estos 2 ejes.

Por último, se emitirá una apreciación de la valoración obtenida en este trabajo y la valoración actual en bolsa de Bankia, teniendo en consideración el valor histórico y el valor actual, ex post, COVID-19. Se considera de relevancia mencionar que, durante todo este trabajo, (iniciado ex ante pandemia) se ha considerado las fluctuaciones actuales del mercado y las connotaciones e impactos del COVID-19, y se han emitido las justificaciones necesarias, para la conclusión final obtenida.

Palabras clave: valoración, empresas, Bankia, intangibles.

ABSTRACT

In recent years, the valuation of companies has become very important in the business world, due to its wide range of uses, from knowing the value of a small SME to obtaining a valuation range in the execution of a purchase-sale operation of a multinational. The valuation of companies is a framework of methodologies with the ultimate goal of providing a range of values, which express the numerical value of a company. These methodologies can be based on current market quotations, comparisons between companies in the same sector, historical financial statements, etc.

The objective of this work is to carry out the valuation of Bankia, with two axes of approach, on the one hand the valuation by traditional methodologies, commonly used in the current market, such as the valuation by different multiples, and the method of cash flow discount. On the other hand, valuation by intangibles, considering Bankia's value, as the "Bankia" brand value. Consequently, an analysis is presented comparing the values obtained from these two axes.

Finally, an appreciation of the valuation obtained in this work and the current stock market valuation of Bankia will be issued, taking into consideration the historical value and the current value, ex post, COVID-19. It is considered relevant to mention that throughout this work (initiated ex ante pandemic) the current market fluctuations and the connotations and impacts of COVID-19 have been considered, and the necessary justifications have been expressed, for the final conclusion obtained.

Keywords: valuation, companies, Bankia, intangibles.

1 ÍNDICE

RESUMEN	3
ABSTRACT	4
Índice de tablas	7
Índice de ilustraciones	9
2 Introducción	10
2.1 Planteamiento del problema	10
2.2 Objetivos del proyecto	11
2.3 Alcance	11
3 Marco Teórico: Metodologías de Valoración de Empresas	12
3.1 Introducción a la valoración de empresas	12
3.1.1 Valor y Precio	12
3.1.2 Utilidad de valoración de empresas.....	14
3.2 Métodos de Valoración tradicionales	15
3.2.1 Métodos basados en el Balance	15
3.2.1.1 Valor contable	15
3.2.1.2 Valor contable ajustado.....	16
3.2.1.3 Valor de liquidación.....	16
3.2.1.4 Valor sustancial	16
3.2.2 Método Comparativo o por múltiplos	17
3.2.2.1 Múltiplo de ventas.....	20
3.2.2.2 Ratio PER	20
3.2.2.3 Relación Precio/EBITDA.....	21
3.2.2.4 Relación Precio/EBIT.....	21
3.2.2.5 Relación Precio/NOPAT	21
3.2.2.6 Valor de los dividendos	21
3.2.3 Métodos basados en el fondo de comercio o Goodwill	22
3.2.3.1 Método de Valoración Clásico.....	23
3.2.3.2 Método simplificado de la “renta abreviada del goodwill”	23
3.2.3.3 Método de la UEC.....	23
3.2.3.4 Método indirecto o método “de los prácticos”	24
3.2.3.5 Método anglosajón o método directo.....	24
3.2.3.6 Método de compra de resultados anuales.....	24
3.2.3.7 Método de la tasa con riesgo y la tasa sin riesgo	24
3.2.4 Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (DCF)	24
3.2.4.1 Características básicas.....	27
3.2.4.2 Condiciones para aplicar este método	28
3.2.4.3 Metodología de Valoración por DCF	28
3.2.4.4 Puntos fuertes del método.....	33
3.2.4.5 Puntos débiles del método.....	33
3.2.4.6 Conclusiones del Método FCF	34
3.3 Valoración de empresas en base a análisis sectoriales	34
3.3.1 Principales indicadores del sector.....	34
3.3.2 Metodología de valoración	35
3.4 Valoración de marcas e intangibles	36
3.4.1 Concepto de activo intangible	36
3.4.2 Valoración de activos intangibles.....	37

3.4.2.1	Metodología basada en el coste que incurre la empresa	38
3.4.2.2	Metodología basada en el mercado	38
3.4.2.3	Metodología basada en los flujos de caja	38
3.4.3	Valoración de Marca	39
3.4.3.1	Método Interbrand.....	40
3.4.3.2	Método Houlihan Valuation Advisors	45
3.4.3.3	Método Brand Finance.....	46
4	Introducción a la Empresa: Bankia	47
4.1	Origen de Bankia	47
4.2	Datos relevantes de Bankia	50
4.3	Productos ofrecidos por Bankia	53
4.4	Organización.....	54
4.5	Justificación de Bankia como empresa a valorar	56
5	Análisis Económico - Financiero.....	60
5.1	Análisis de las cuentas anuales	60
5.2	Hechos de relevancia para el ejercicio 2020: COVID-19.....	63
5.3	Análisis de la cotización de la acción Bankia.....	64
6	Valoración.....	67
6.1	Métodos de Valoración Tradicionales	67
6.1.1	Valoración por múltiplos.....	67
6.1.1.1	Consideraciones iniciales.....	67
6.1.1.2	Aplicación del método de valoración por múltiplos.....	69
6.1.1.3	Conclusiones del método	73
6.1.2	Método descuento de flujos de caja.....	74
6.1.2.1	Aplicación del método.....	74
6.1.2.2	Conclusiones del método DCF	81
6.2	Método de Valoración de intangibles	82
6.2.1	Método Interbrand	82
6.2.1.1	Conclusiones del método	86
6.3	Conclusiones de los métodos de valoración	88
7	Conclusiones finales.....	91
8	Líneas futuras de estudio	92
9	Anexos	93
9.1	Cuenta de Pérdidas y Ganancias Bankia: 2015-2019	93
9.2	Balance Bankia: 2015 -2019.....	94
9.2.1	Partida de Activo	94
9.2.2	Partida de Pasivo y Patrimonio Neto	95
9.3	Datos y cálculo del método de valoración por múltiplos:.....	96
10	Bibliografía.....	100

ÍNDICE DE TABLAS

<i>Tabla 1: Cálculo del FCF. Adaptación propia de la fuente: (Tomás Catalá, 2009)</i>	31
<i>Tabla 2: Ejemplo metodología Interbrand 1/2. Adaptación propia de la fuente: (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009)</i>	41
<i>Tabla 3: Ejemplo metodología Interbrand 2/2. Adaptación propia de la fuente: (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009)</i>	42
<i>Tabla 4: Factores de ponderación de marca según Interbrand. Adaptación propia de la fuente: (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009)</i>	42
<i>Tabla 5: Ejemplo puntuación de marcas de diferentes mercados. Adaptación propia de la fuente: (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009)</i>	43
<i>Tabla 6: Ejemplo de valoración de 4 marcas según Interbrand. Adaptación propia de la fuente: (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009)</i>	44
<i>Tabla 7: Ejemplo de valoración según Houlihan Valuation Advisors 1/2. Adaptación propia de la fuente: (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009)</i>	45
<i>Tabla 8: Ejemplo de valoración según Houlihan Valuation Advisors 2/2. Adaptación propia de la fuente: (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009)</i>	45
<i>Tabla 9: Consejo de Administración a Febrero 2020: (Bankia, Composición del Consejo de Administración, 2020)</i>	54
<i>Tabla 10: Capitalización bursátil por múltiplos vs valor real Bankia. Elaboración propia</i>	69
<i>Tabla 11: Precio por acción por múltiplos vs valor real Bankia. Elaboración propia</i>	70
<i>Tabla 12: Precio por acción de Bankia calculo por múltiplos vs el valor real. Fuente: Elaboración propia.</i>	70
<i>Tabla 13: Consolidado de la capitalización bursátil obtenida del promedio de las empresas seleccionadas. Fuente: Elaboración propia.</i>	71
<i>Tabla 14: Gráfica del consolidado de la capitalización bursátil obtenida del promedio de las empresas seleccionadas. Fuente: Elaboración propia.</i>	71
<i>Tabla 15: Consolidado del precio por acción obtenida del promedio de las empresas seleccionadas. Fuente: Elaboración propia.</i>	72
<i>Tabla 16: : Análisis DAFO Bankia. Fuente: Elaboración propia.</i>	75
<i>Tabla 17: Valores iniciales tomados para realizar la proyección de los estados financieros de Bankia. Fuente: Bankia (2020), con adaptaciones y cálculos propios.</i>	76
<i>Tabla 18: Proyección de los estados financieros de Bankia a 5 años. Fuente: Elaboración propia.</i>	77
<i>Tabla 19: Benchmarking cálculo del % no atribuible a la marca de Bankia. Fuente: Elaboración propia, utilizando datos de las fuentes: (Bankia, Bankia, 2020) (Helpmycash, 2020)</i>	83
<i>Tabla 20: EBIT diferencial de Bankia 2020. (1/2). Fuente: Elaboración propia, tomando los datos base de (Bankia, Bankia, 2020)</i>	83
<i>Tabla 21: EBIT diferencial de Bankia 2020. (2/2). Fuente: Elaboración propia, tomando los datos base de (Bankia, Bankia, 2020)</i>	84
<i>Tabla 22: EBIT diferencial de Bankia 2019. (1/2). Fuente: Elaboración propia, tomando los datos base de (Bankia, Bankia, 2020)</i>	84
<i>Tabla 23: EBIT diferencial de Bankia 2019. (2/2). Fuente: Elaboración propia, tomando los datos base de (Bankia, Bankia, 2020)</i>	85
<i>Tabla 24: EBIT diferencial de Bankia 2017. (1/2). Fuente: Elaboración propia, tomando los datos base de (Bankia, Bankia, 2020)</i>	85
<i>Tabla 25: EBIT diferencial de Bankia 2017. (2/2). Fuente: Elaboración propia, tomando los datos base de (Bankia, Bankia, 2020)</i>	85
<i>Tabla 26: Valoración de Bankia a 2020, por el método Interbrand. Fuente: Elaboración propia, tomando la valoración de Bankia de 2017 y 2019 de (Interbrand, 2020)</i>	86
<i>Tabla 27: Valoración de la marca Bankia y los diferentes escenarios. Fuente: Elaboración propia.</i>	86
<i>Tabla 28: Variaciones de la valoración de Bankia por Interbrand y los escenarios planteados para 2020. Fuente: Elaboración propia, con datos propios y utilizando la fuente: (Interbrand, 2020)</i>	87
<i>Tabla 29: Cuenta de Pérdidas y Ganancias Bankia. Adaptación propia de las fuentes: (Bankia, 2020) (Bankia, 2019) (Bankia, 2018) (Bankia, 2017) (Bankia, 2016)</i>	93
<i>Tabla 30: Partida del Balance: Activo de Bankia. Adaptación propia de las fuentes: (Bankia, 2020) (Bankia, 2019) (Bankia, 2018) (Bankia, 2017) (Bankia, 2016)</i>	94

<i>Tabla 31: Partida del Balance: Pasivo y Patrimonio Neto de Bankia. Adaptación propia de las fuentes: (Bankia, 2020) (Bankia, 2019) (Bankia, 2018) (Bankia, 2017) (Bankia, 2016)</i>	95
<i>Tabla 32: Datos iniciales tomados para el cálculo de los múltiplos.</i>	96
<i>Tabla 33: Múltiplos de las entidades tomadas como comparación.</i>	97
<i>Tabla 34: Capitalización bursátil de Bankia a través del método de comparación directa de múltiplos. Fuente: Elaboración propia con datos de: (Bankinter, 2020) (Caixabank, 2020) (Sabadell, 2020)</i>	98
<i>Tabla 35: Múltiplos obtenidos del promedio de las empresas seleccionadas.</i>	98
<i>Tabla 36: Obtención de la capitalización bursátil y precio por acción del promedio de las empresas seleccionadas.</i>	99

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1: Resumen diferencia entre valor y precio. Adaptación propia de la fuente: (Revello de Toro, 2004).	14
Ilustración 2: Principales métodos de valoración. Adaptación propia de la fuente: (Fernández, Valoración de empresas, 1999).....	15
Ilustración 3: Valoración por múltiplos. Adaptación propia de la fuente: (Labatut Serer, 2009).	18
Ilustración 4: Análisis de empresa objetivo - Método de múltiplos. Adaptación propia de la fuente: (Labatut Serer, 2009).....	19
Ilustración 5: Conceptos de la cuenta de resultados. Elaboración propia.....	22
Ilustración 6: 1era Premisa del DCF. Adaptación propia de la fuente: (Revello de Toro Cabello, El descuento de los flujos de fondos "DCF", 2004).....	25
Ilustración 7: 2da Premisa del DCF. Adaptación propia de la fuente: (Revello de Toro Cabello, El descuento de los flujos de fondos "DCF", 2004).....	26
Ilustración 8: Representación del Cash-Flow. Adaptación propia de la fuente: (Revello de Toro Cabello, El descuento de los flujos de fondos "DCF", 2004).....	27
Ilustración 9: Esquema de valoración DCF Adaptación propia de la fuente: (Revello de Toro Cabello, El descuento de los flujos de fondos "DCF", 2004).....	28
Ilustración 10: 5 Fuerzas de Porter Adaptación propia de la fuente: (Revello de Toro Cabello, El descuento de los flujos de fondos "DCF", 2004).....	30
Ilustración 11: Análisis requeridos para la valoración. Adaptación propia de la fuente: (ISO 10668:2010, 2017) 40	
Ilustración 12: Múltiplo de fortaleza de marca según Interbrand. Adaptación propia de la fuente: (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009).....	44
Ilustración 13: Torre Bankia, Paseo de la Castellana 189, Madrid. Fuente: (Bankia, Sede Operativa Madrid, s.f.)	49
Ilustración 14: Perfil del cliente Particular en Bankia. Fuente: (EY, 2019).....	50
Ilustración 15: Indicadores de relación con los clientes Bankia. Fuente: (EY, 2019).....	51
Ilustración 16: Información de plantilla de Bankia. Fuente: (EY, 2019).....	51
Ilustración 17: Bankia cifras resaltantes del ejercicio del 2019. Fuente: (EY, 2019).....	52
Ilustración 18: Volumen de negocio por CCAA de Bankia. Fuente: (EY, 2019).....	52
Ilustración 19: Comité de Dirección Bankia. Fuente: (Bankia, Comité de Dirección Bankia, 2020).....	55
Ilustración 20: Responsables de la Red Minorista de Bankia por división territorial. Fuente: (Bankia, 2020).....	55
Ilustración 21: Responsables de la Red Empresas de Bankia por división territorial. Fuente: (Bankia, 2020).....	55
Ilustración 22: Titular en Bolsamanía el 14 de enero de 2020. Fuente: (Escudero, 2020).....	57
Ilustración 23: Titular en La Información el día 27 de enero de 2020. (Bravo & H. Valls, 2020).....	57
Ilustración 24: Titular por Cincodías el día 10 de febrero de 2020. (Cincodías, 2020).....	58
Ilustración 25: Titular por Cincodías el día 28 de enero de 2020. (CincoDías, 2020).....	58
Ilustración 26: Últimos 3 meses de cotización de Bankia a fecha de Mayo 2020. Fuente: (Bankia, Bankia, 2020)	64
Ilustración 27: Últimos 6 meses de cotización de Bankia a fecha de Mayo 2020. Fuente: (Bankia, Bankia, 2020)	65
Ilustración 28: Últimos año de cotización de Bankia a fecha de Mayo 2020. Fuente: (Bankia, Bankia, 2020).....	65
Ilustración 29: Últimos año de cotización de los bancos del IBEX 35 a fecha de Mayo 2020. Fuente: (Bankia, Bankia, 2020).....	65
Ilustración 30: José Ignacio Goirigolzarri anunciando decisiones de Bankia. Fuente: (EFE, 2020).....	66
Ilustración 31: Bancos españoles IBEX 35. Fuente: (Expansión, 2020).....	67
Ilustración 32: Datos de Bankia para el cálculo de la valoración. Adaptación propia de la fuente: (Bankia, Bankia, 2020).....	68
Ilustración 33: Tabla 11: Capitalización bursátil por múltiplos vs valor real Bankia. Elaboración propia.....	69
Ilustración 34: Consolidado del precio por acción obtenida del promedio de las empresas seleccionadas. Fuente: Elaboración propia.....	72
Ilustración 35: Comparación de los 3 métodos de valoración aplicados. Fuente: elaboración propia.	88
Ilustración 36: Comparación del valor real del precio de la acción Bankia y los valores calculados. Fuente: Elaboración propia.....	90

2 INTRODUCCIÓN

2.1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

El presente proyecto surge como consecuencia de la importancia que ha cobrado la banca a lo largo de los años, específicamente a raíz de la crisis de 2008, en España se ha puesto en evidencia lo frágiles que pueden ser las entidades financieras ante situaciones de estrés económico.

Así, los reguladores y el estado han fortalecido y endurecido la regulación, no sólo en un intento de prevenir futuras crisis, sino para generar un control sobre las entidades, cuyas decisiones pueden ser críticas para decidir el futuro económico del país. Dentro de este contexto, se han generado numerosas fusiones entre entidades, auspiciadas en menor o mayor medida por el Estado, con el objetivo de cohesionar entidades de baja liquidez o control, y formar sociedades liquidas y con un plan claro de futuro.

Dentro de las noticias de este sector, en 2019 destaca los numerosos reportajes sobre posibles fusiones BBVA, Bankia, Sabadell. En esta línea, en enero 2020, el presidente del gobierno, Pedro Sánchez, se compromete con PNV a impulsar la fusión del Banco Vasco, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) y Bankia, esto dentro de los acuerdos llegados para la investidura de Sánchez. Aunque, el Estado no tenga control sobre BBVA como empresa privada, aun siendo Bankia 60% del Estado y sin fortaleza de toma de decisión, se quieren aprovechar de la debilidad de BBVA por el caso Villarejo; teniendo como fecha última 2021 para la privatización de Bankia y la recuperación de los recursos invertidos por el Estado.

Partiendo de estos hechos, se ha considerado idóneo el realizar una valoración de Bankia, previendo futuras fusiones no sólo por parte de BBVA sino de otras entidades, esta valoración se realizará utilizando los métodos tradicionales de valoración de empresas e incluyendo un apartado de valoración de intangibles, para poner de relevancia, aquellas variables que pudieran escaparse de los métodos tradicionales y que están siendo relevantes en el mercado actual.

También puede ser relevante mencionar, al momento de realizar este trabajo, el autor está trabajando en consultoría de Banca, lo cual genera un mayor interés en realizar este análisis; utilizando de manera práctica los conocimientos del Máster en un ámbito profesional de interés propio.

2.2 OBJETIVOS DEL PROYECTO

El objetivo del proyecto, como ya se ha introducido anteriormente, es realizar la valoración de una empresa del sector bancario, en este caso, se ha escogido a Bankia, como objeto de análisis.

Se han establecido los siguientes objetivos parciales a abarcar en este trabajo:

- Realizar un análisis en profundidad y a nivel granular de Bankia, aportándole gran importancia al histórico de la entidad y a los cambios internos a los que ha estado sometido.
- Establecer un marco teórico que sirva de base para realizar la valoración, englobando los diferentes métodos de Valoración de empresas.
- Realizar la valoración de Bankia, incluyendo los métodos tradicionales escogidos y desde el punto de vista de intangibles.
- Enunciar las conclusiones de la valoración, emitiendo así una valoración final de Bankia.

2.3 ALCANCE

Es alcance de este proyecto, el estudio de las diferentes técnicas de valoración de empresas, y realizar la aplicación de las técnicas que sean consideradas más apropiadas.

No es alcance de este proyecto, presentar el precio de compra de Bankia por otra entidad financiera, ni el precio por acontecimientos políticos/sociales que puedan surgir y coaccionar/impulsar la compra de esta entidad.

3 MARCO TEÓRICO: METODOLOGÍAS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

3.1 INTRODUCCIÓN A LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

Uno de los tópicos esenciales en la Teoría Financiera, utilizada para la gestión y estudio de la evaluación, análisis y control de los proyectos o carteras de inversión, es la valoración de empresas.

Situando el escenario, un inversor que posea títulos de valor en una empresa y los administradores de la misma, tienen un deseo u objetivo común inevitable, el cual es el aumento del valor de la misma, es decir, de los títulos de propiedad. Esto pensando no sólo en el corto plazo, puesto que un incremento abrupto y no sostenido en el tiempo, no tiene el sustento de derivar a un aumento del patrimonio en el largo plazo. Así, queda en el pasado la aproximación del máximo valor actual y pensar en la proyección a futuro. De este punto surge la necesidad del incremento en el valor de las acciones, así surge el imperativo de conocer el valor real de la empresa, y no sólo el valor actual de las acciones. (Gil Corral, 2009)

En este trabajo se propone realizar la valoración de una empresa, en este caso, una entidad financiera, que, adelantándose al próximo capítulo de introducción, es una empresa que ha tenido que vivir cambios estructurales de gran magnitud y que ha estado en el ojo de la prensa, desde su consolidación como grupo. Para realmente realizar una valoración con fundamentos y con un marco conceptual sólido, se procederá a realizar una pequeña definición y delimitación entre valor y precio, para luego pasar a la descripción de las diferentes metodologías de valoraciones, las tradicionales y métodos que han surgido en los últimos años y que han obtenido gran relevancia en el escenario actual, como la valoración por intangibles.

3.1.1 Valor y Precio

Es razonable empezar aclarando las definiciones de “valor” y “precio”, como conceptos fundamentales en la elaboración de este trabajo, así como la diferencia entre ambos que suele estar en la creencia popular que estas nociones son sinónimos.

Así, la Real Academia Española, proporciona las siguientes definiciones:

Valor: “Cualidad de las cosas, en virtud de la cual se da por poseerlas cierta suma de dinero o equivalente”.

Precio: “Valor pecuniario en que se estima algo”.

Con estos conceptos, es fácil el entender el común de la confusión de que sean términos semejantes, referidos a una misma cantidad monetaria. Definiendo más claramente el concepto de valor y precio:

Valor: cantidad en x/y unidades, que se obtiene al realizar cálculos matemáticos, estadísticos, o con otro procedimiento técnico basado en datos que permita obtener el valor pecuniario más objetivo y contrastable de algo (entidad, empresa, etc.).

Precio: cantidad en x/y unidades, resultante del proceso de negociación entre comprador y vendedor, un acuerdo entre 2 partes de intereses contrapuestos.

Teniendo en mente que el valor, busca un apoyo lógico o matemático, busca la objetividad, neutralidad e independencia frente a las contrapartes o al mercado; es importante, el plantearse si el concepto de valor es único o se pueden determinar distintos valores:

1. En dependencia del procedimiento de cálculo utilizado para valorar la empresa, supone distintos escenarios para predecir escenarios futuros de la empresa, así, será imposible tener una valoración para la incertidumbre del futuro.
2. El valor estará influido por quien haga la valoración, un sujeto puede ser más restrictivo en sus cálculos que otro, y obtener una valoración menor.
3. El valor está afectado por su objetivo: valoración fiscal, fusión y adquisición, liquidación, etc.

Partiendo de estas premisas, el valor de una empresa estará entre unos rangos, donde estará el valor definitivo. El valor de la empresa no es único ni definitivo, será dinámico en dependencia de la situación en el momento de valoración, estado del mercado, situación del sujeto, método utilizado, etc.

Lo que sí es necesario resaltar, es que el común denominador en el proceso de negociación para el establecimiento de un precio, comienza con un rango de valoración, que incluye los diferentes estados o propuestas, incluyendo análisis de sensibilidades. De esta manera, un concepto como el precio parte de un valor previo, o un rango de este valor, aunque haya situaciones que el precio de algo exceda los límites del valor obtenido o sea una ínfima parte de la valoración, por situaciones políticas, sociales, o de cualquier otra índole.

Así se puede ilustrar estos términos entrelazados entre sí, pero con finalidades diferentes: (Revello de Toro Cabello, Fundamentos de la valoración, 2004)

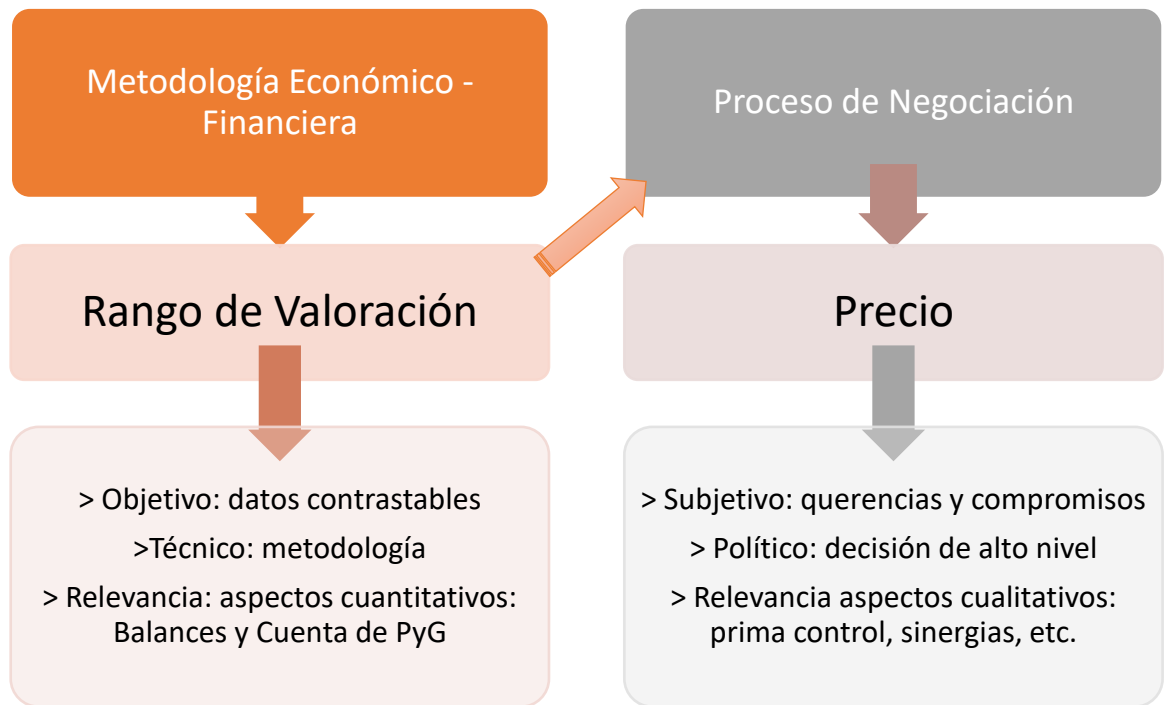


Ilustración 1: Resumen diferencia entre valor y precio. Adaptación propia de la fuente: (Revello de Toro, 2004).

3.1.2 Utilidad de valoración de empresas

Como se mencionó en el punto anterior, la valoración va a depender del objetivo que persiga. Algunos de los propósitos más buscados son: (Gil Corral, 2009)

- Operaciones de compra-venta
- Valoración de empresas que cotizan en bolsa
- Empresa que va a salir a la bolsa
- Herencias y testamentarias
- Remuneración de directivos basados en el valor de la empresa
- Decisiones estratégicas del futuro de la empresa
- Proceso de arbitraje

3.2 MÉTODOS DE VALORACIÓN TRADICIONALES

Como base teórica de este trabajo, se empezará en este capítulo a presentar los principales métodos de valoración de empresas, donde entraremos en el detalle del Balance, Múltiplos, Goodwill y Descuento de Flujos:

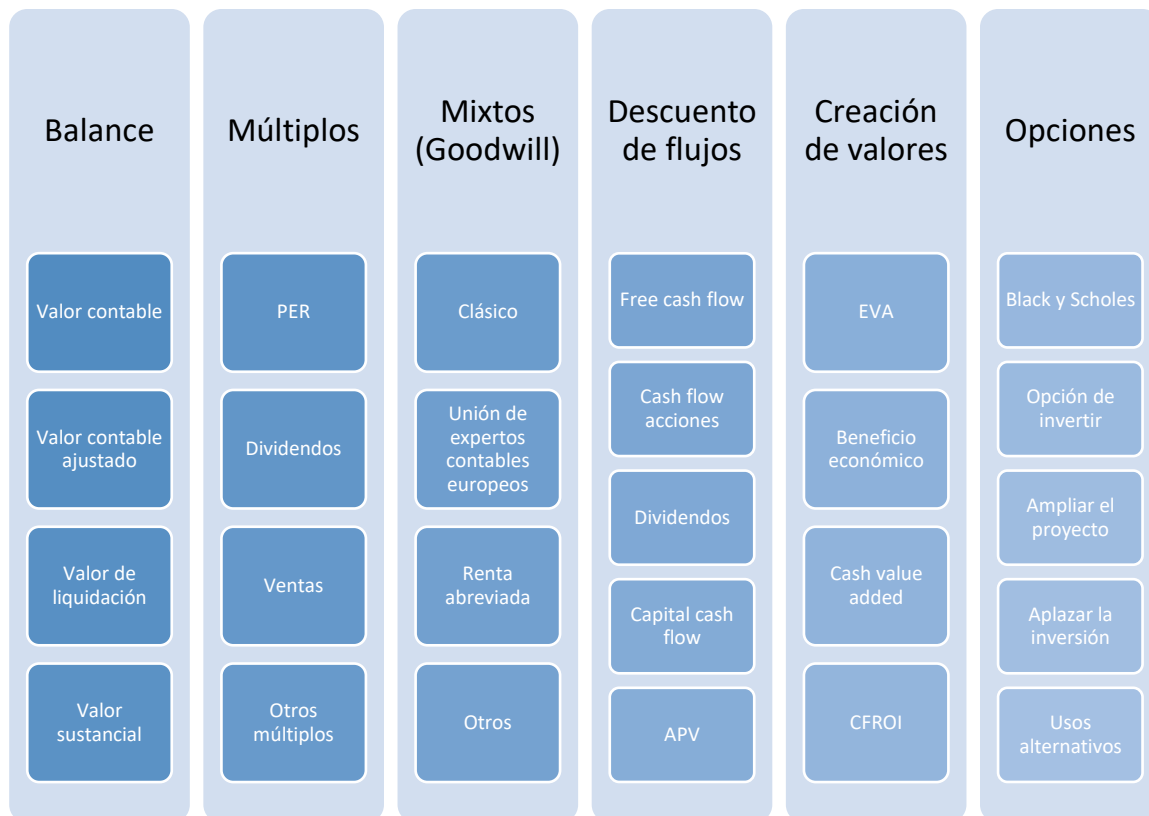


Ilustración 2: Principales métodos de valoración. Adaptación propia de la fuente: (Fernández, Valoración de empresas, 1999).

3.2.1 Métodos basados en el Balance

Estos métodos se basan en la valoración de las empresas, desde métodos tradicionales, tomando como eje central el valor patrimonial de la empresa, es decir, el balance, el cual se puede traducir como la foto en un momento dado de la situación de patrimonio de la empresa. Es decir, que no considera, como ha sido el rendimiento en el ejercicio, ni realiza aproximaciones de flujos de cara futuros. Asimismo, sin considerar, aspectos como la situación del sector donde se desarrolla, conflictos políticos, etc. Algunos de los métodos basados en el balance son: (Fernández, Valoración de empresas, 1999)

3.2.1.1 Valor contable

También llamado valor en libros o valor del Patrimonio Neto, es el valor de los recursos propios que aparece en su balance. El patrimonio Neto, constituye la financiación propia de la empresa, es un reflejo de las decisiones de gestión de la estructura financiera; incluye las aportaciones realizadas, en su constitución o posteriores por los socios, así como los resultados del ejercicio anterior.

Calculado como:

$$(1) \text{ Patrimonio Neto} = \text{Activo Total} - \text{Pasivo Exigible}$$

$$(2) \text{ Patrimonio Neto} = \text{Capital} + \text{prima de emisión} + \text{reservas} - \\ \text{acciones y participaciones en patrimonio propias} + \\ \text{resultado de ejercicios anteriores} + \text{otras aportaciones de socios} + \\ \text{resultado del ejercicio} - \text{dividendo a cuenta} + \\ \text{ajustes por cambios de valor} + \\ \text{subvenciones, donaciones y legados recibidos}$$

Este valor contable, presenta sin tener que realizar otro análisis, el defecto innato a su definición: la presentación de la contabilidad estará sujeta a la subjetividad de quien la gestione y difiere de criterios “de mercado”, así el valor contable no coincide con el valor de mercado. (Fernández, Valoración de empresas, 1999)

3.2.1.2 Valor contable ajustado

Este método es un avance del anterior, y trata de paliar los inconvenientes o subjetividad de criterios contables. El valor contable ajustado se obtiene ajustando el activo y el pasivo, a su valor de mercado, obteniendo así el patrimonio neto ajustado. Este ajuste se puede realizar, mediante: ajustes de existencias obsoletas, valorizar las existencias al, valor de mercado; así como el ajuste al valor de mercado de terrenos, edificios, etc. Así, se puede tener un valor contable ajustado mayor o menor al valor contable inicial, en dependencia de los ajustes realizados. (Fernández, Valoración de empresas, 1999)

3.2.1.3 Valor de liquidación

Este es el caso de liquidación de una empresa, se venden los activos y se saldan las deudas, básicamente se compensa las partidas del pasivo con las del activo. Se calcula quitando del patrimonio neto ajustado, los gastos de liquidación: gastos fiscales, gastos de empleados, etc. Este valor representa el valor mínimo de la empresa, con el objetivo concreto de ser liquidada, por lo que el valor será siempre menor a realizar la liquidación pensando en la continuidad de las operaciones. (Fernández, Valoración de empresas, 1999)

3.2.1.4 Valor sustancial

El objetivo en mente al realizar este tipo de valoración, es el de la constitución de una empresa igual a la que se intenta valorar, o de otra manera, el valor de

reposición de los activos, previendo la continuidad de la empresa. Se incluye como valor sustancial: (Fernández, Valoración de empresas, 1999)

- Bruto: valor del activo a valor del mercado
- Neto o activo neto corregido: patrimonio neto ajustado+
- Bruto reducido: valor de la deuda sin coste, es decir, proveniente de deuda a proveedores

3.2.2 Método Comparativo o por múltiplos

El Método de valoración por múltiplos, presenta bastante simplicidad y eficacia, por lo cual suele ser muy utilizado en estudios de valoración de empresas. Lo que realiza es una comparación como dice su nombre de una empresa con otra u otras empresas comparables, de las cuales se tienen datos, ya sea por cotización en bolsa o por enajenación. Este método que se basa compara una empresa con otra, pero se puede pensar que claramente nunca hará una empresa igual que otra, si vemos activos, ventas, número de empleados, etc. Pero se debe tratar de identificar empresas lo más semejantes a la que deseamos valorar, para lograr esto, se suelen seleccionar empresas primero y muy importante del mismo sector y cuota de mercado, así como otras variables, como productos, trayectoria, ventas, márgenes, etc. (Labatut Serer, 2009)

De todas maneras, los resultados de esta valoración y las conclusiones del mismo estarán supeditados a tomar las consideraciones necesarias de las empresas tomadas como comparación. Así, lo ideal es tomar este método de valoración como complemento o en conjunto con otro método, como por ejemplo el Método de descuento de flujos, el cual se explica más adelante. Esta metodología, requiere de indicadores de otras empresas del sector o grupos de empresas del sector. Por lo cual, debe existir una relación entre el valor y las variables que se toman como referencia, teniendo así: (Labatut Serer, 2009)

Valores		Variables
V (objetivo)	→	Y (objetivo)
V (comparable)	→	Y (comparable)

De esto se deduce que:

$$V(\text{objetivo}) = \frac{V(\text{comparable})}{Y(\text{comparable})} \times Y(\text{objetivo})$$

↑
Múltiplo

Como se puede observar, se denomina múltiplo a la relación entre el Valor Comparable (V) dividido por la variable comparable (Y). En general se suelen utilizar 2 clases de múltiplos:

1. Múltiplos de cotizaciones: también llamado Similar Public Company Method, debido a que se realiza con empresas cotizadas, con información disponible diariamente.
2. Múltiplos de transacciones: también llamado Recent Acquisition Method, realizado para aquellas empresas que se han transmitido recientemente, tomando la consideración, que tienen que ser ventas o enajenaciones del 100% de las empresas, o un porcentaje alto, debido que un pequeño porcentaje no representa un valor representativo de la totalidad de las acciones.

Así hay que tener en cuenta para tener un resultado confiable, no se debe utilizar datos de 1 sola empresa, sino de un grupo de empresas, y realizar los ajustes correspondientes: cálculo de medias ponderadas, omitiendo datos atípicos o fuera de los límites normales, generando como ya se dijo anteriormente subjetividad en la valoración. De todas maneras, se determina el valor de la empresa de estudio u objetivo, por comparación con el valor de otras empresas cuyo valor se conoce, a través de determinadas variables, de esta manera:

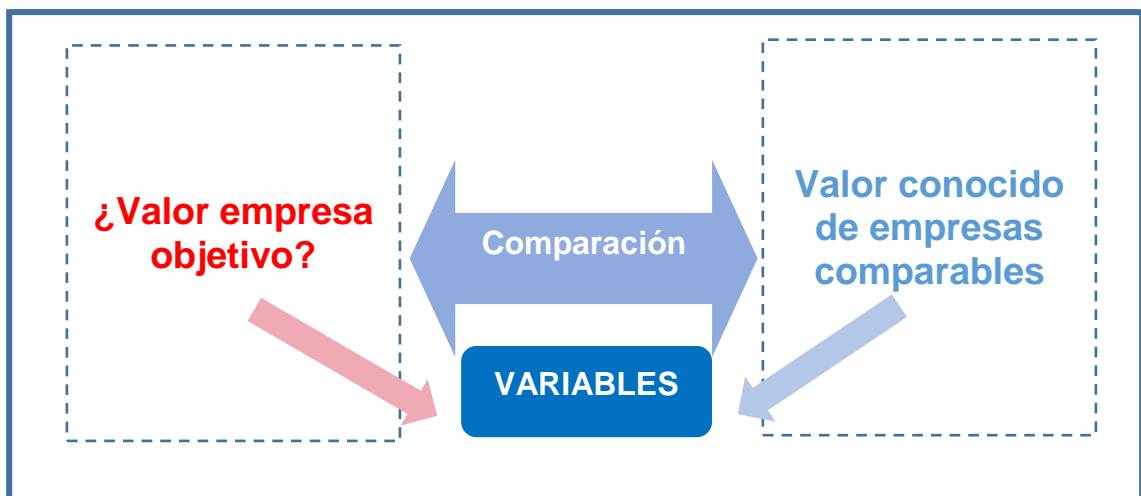


Ilustración 3: Valoración por múltiplos. Adaptación propia de la fuente: (Labatut Serer, 2009).

Análisis de la empresa objetivo:

El primer paso para aplicar este método es realizar el análisis de la empresa de estudio. Las principales a estudiar son:

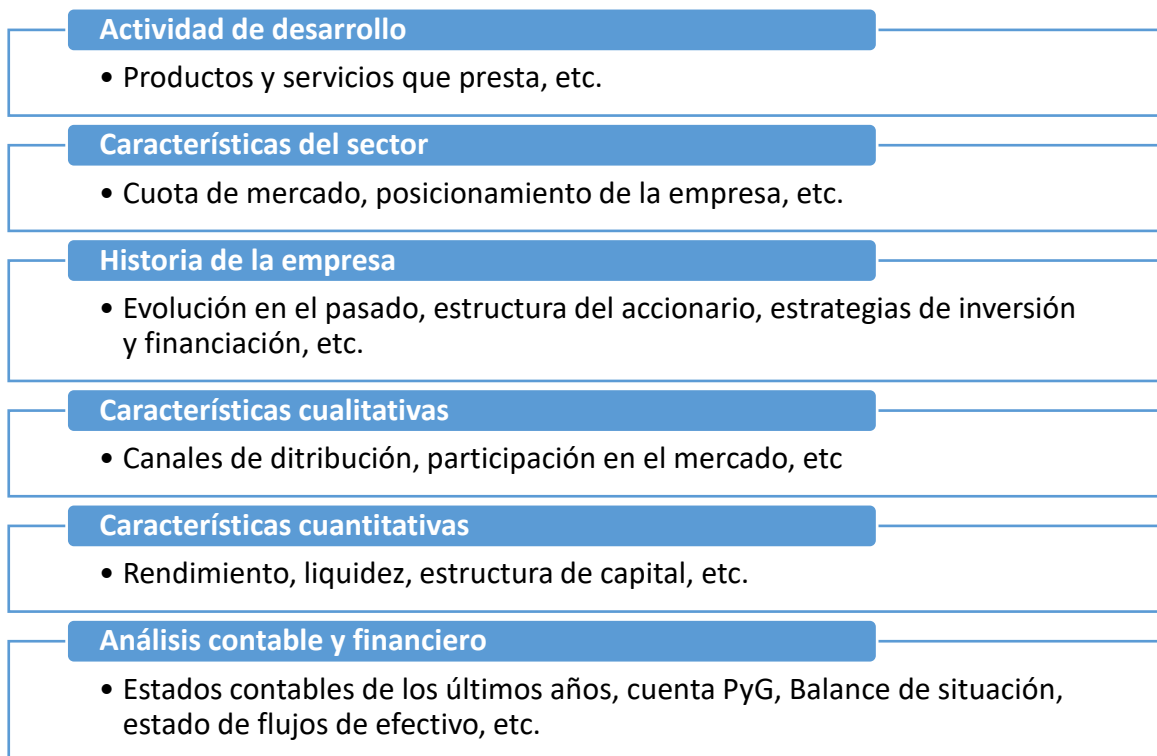


Ilustración 4: Análisis de empresa objetivo - Método de múltiplos. Adaptación propia de la fuente: (Labatut Serer, 2009).

Selección de empresas comparables:

Como ya se mencionó anteriormente, lo ideal es tomar para la comparación un grupo de empresas, que coticen en un mercado de valores. Seleccionando aquellas que coincidan en el mayor número de variables de comparación con la empresa objetivo, tomando las variables que se mencionaron anteriormente. Ubicándose en el mismo país, tamaño similar y posición competitiva parecida, así como rentabilidad parecida y apalancamiento. Muy importante mencionar que los datos tienen que venir de fuentes confiables, en este caso se utilizará la herramienta SABI. El Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI) es una herramienta que te proporciona la información de balances de más de 2,5 millones de empresas españolas y más de 800.000 empresas portuguesas, y al ser miembro de la universidad, otorga permiso a acceder a esta herramienta, clave para este trabajo.

Para realizar la comparación se puede tomar cualquier magnitud, pero lo más común es tomar indicadores como los beneficios, ventas, dividendos, EBIT, EBITDA, NOPAT, etc. En la práctica los dividendos más utilizados son los siguientes: (Labatut Serer, 2009)

3.2.2.1 *Múltiplo de ventas*

Es muy utilizado en empresas de rápido crecimiento, como las empresas relacionadas con internet. Estas empresas no suelen tener beneficios los primeros años, por lo cual es adecuado utilizar una variable de ventas potenciales, aunque suele ser de esta manera, hay autores que indican que es inconsistente. (Labatut Serer, 2009)

$$\text{Múltiplo de ventas} = \frac{\text{Relación Precio o Valor Bursátil}}{\text{Ventas}}$$

3.2.2.2 *Ratio PER*

En este método, el valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio anual por el PER (Price earnings ratio)

$$\text{Valor de las acciones} = \text{PER} \times \text{Beneficio}$$

El PER se define como el número de veces que el precio por acción contiene el beneficio por acción, BPA:

$$\text{Ratio PER} = \frac{\text{Precio por acción}}{\text{Beneficio por acción}} = \frac{\text{Capitalización Bursátil}}{\text{Beneficio neto}}$$

Este es uno de los ratios más utilizados por su facilidad de cálculo, pero sin poderse utilizar para empresas en pérdidas, así mismo está afectado por los criterios de amortizaciones, estructura financiera, y resultados extraordinarios, al estar al fondo de la cuenta de resultados. Si estos factores no afectan a las empresas a comparar, es un método bastante útil para empresas del mismo sector, puesto que se compara directamente el valor de las acciones, lo más importante para los accionistas. (Revello de Toro Cabello, La valoración por múltiplos comparables, 2005)

Asimismo, se ha demostrado que este valor va a depender de 3 factores: va a depender inversamente al tipo de interés (factor macroeconómico del país de actividad) y el riesgo del negocio y directamente proporcional con el crecimiento. Del mismo. El crecimiento se origina por la reinversión de los beneficios, mayor crecimiento, mayor reinversión y menor pay-out. Generalmente, para valor de acciones altos, se asocian con expectativas de crecimiento altas. (Revello de Toro Cabello, La valoración por múltiplos comparables, 2005)

3.2.2.3 Relación Precio/EBITDA

Esta ratio pone en relación el precio con el beneficio, antes de impuestos, intereses, depreciaciones y amortizaciones, es decir, que no se está tomando en cuenta cómo se financia la empresa, ni los impuestos, ni las depreciaciones de los activos. (políticas propias de la empresa en relación de a la depreciación). Se puede dar el caso de empresas, que no pueden utilizar el PER, por tener beneficios netos negativos, pero sí pueden utilizar el EBITDA, al ser positivo. Esta ratio trata de mitigar el impacto de diferentes políticas de amortización de activos. Asimismo, es de gran utilizada para empresas de diferentes países, pues no toma en cuenta los distintos tipos impositivos de impuestos, así como los efectos de las amortizaciones y endeudamiento. (Labatut Serer, 2009)

$$\text{Ratio Precio/EBITDA} = \frac{\text{Precio por acción}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Capitalización Bursátil}}{\text{EBITDA}}$$

3.2.2.4 Relación Precio/EBIT

Esta ratio pone en relación el precio por acción y los Beneficios antes de intereses e impuestos y después de depreciaciones de activos. Es decir, que no toma la forma en que se financia la empresa, ni los impuestos que debe pagar. La ventaja de este ratio es que elimina o las diferencias que pueden existir entre varias empresas derivado de su estructura financiera y es una imagen del rendimiento operativo. (Labatut Serer, 2009)

$$\text{Ratio Precio/EBIT} = \frac{\text{Precio por acción}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Capitalización Bursátil}}{\text{EBIT}}$$

3.2.2.5 Relación Precio/NOPAT

NOPAT, hace referencia al Beneficio Operativo antes de intereses y después de impuestos, en castellano, BOAI. Este ratio es de utilizada para empresas que tienen diferentes impuestos, sobre todo empresas sometidas a diferentes legislaciones. (Labatut Serer, 2009)

$$\text{Ratio Precio/NOPAT} = \frac{\text{Precio por acción}}{\text{NOPAT}} = \frac{\text{Capitalización Bursátil}}{\text{NOPAT}}$$

3.2.2.6 Valor de los dividendos

Los dividendos son la parte proporcional a repartir de los beneficios de una determinada empresa, esto cuando la empresa decide repartir dividendos, puede suceder que empresas que generen beneficios no repartan dividendos un año para utilizar el capital como reinversión en un negocio, como podría ser, reinvertir en I + D o en una fusión o adquisición de otra empresa. Según este método, el valor de una

acción es el valor actual neto de los dividendos que esperamos obtener de ella, es decir, de los posibles flujos periódicos derivados de poseer una acción. Así, presumiendo que la empresa reparte dividendos constantemente todos los años (suponiendo):

$$\text{Valor de la acción} = \frac{DPA}{K_e}$$

Siendo el DPA, los dividendos repartidos por acción el último año, entre K_e que es la rentabilidad exigida a las acciones. Si se espera que los dividendos crezcan a un ritmo constante g a lo largo de los años, la fórmula es la siguiente:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{DPA}{K_e - g}$$

Siendo g el crecimiento esperado del dividendo. Como se mencionó anteriormente el pagar o no dividendos, suele ser política de la empresa, es decir, si se quiere generar optimismo entre los accionistas, una empresa puede repartir dividendos, aun cuando los beneficios no hayan sido los esperados; asimismo, todo lo contrario, una empresa que varios va generando grandes beneficios y no reparte dividendos, destinando parte de ello a la reinversión, puede generar un mayor crecimiento, que si hubiera escogido repartir los beneficios entre los accionistas. (Fernández, Valoración de empresas, 1999). Existe evidencia empírica, donde se muestra que aquellas empresas que pagan más dividendos, derivados de los beneficios del ejercicio, realmente no obtienen un crecimiento en la cotización de las acciones; esto deriva que las empresas, como se mencionó anteriormente, que si una empresa reparte más dividendos, reduce su crecimiento por el coste de oportunidad al repartir dinero a los accionistas, en vez de invertirlo (Sorensen & Williamson, 1985) (Miller, 1986).

De igual manera es importante recordar los siguientes conceptos:

EBITDA, Earning Before Interest, Taxes & Depreciation of Asset (BAAIT, Beneficio ordinario antes de intereses, impuestos y amortizaciones) - Amortizaciones
EBIT, Earning Before Interest & Taxes (BAIT, Beneficio ordinario antes de intereses e impuestos) - Impuestos
NOPAT, Net Operating Profit After Taxes (BOAI, Beneficio ordinario antes de intereses y después de impuestos) - Intereses
Beneficio ordinario

Ilustración 5: Conceptos de la cuenta de resultados. Elaboración propia.

3.2.3 Métodos basados en el fondo de comercio o Goodwill

El fondo de comercio, es de una manera de referirse al valor que tiene la empresa por encima de su valor contable. En general, lo que pretende este método es representar o tomar como valor aquellos activos inmateriales de la empresa, que no suelen ser representados en el balance, pero que pueden presentar una ventaja competitiva entre otras empresas del sector, como lo son: marcas, liderazgo sectorial, alianzas, etc. La cuestión de este método, que ha sido muy utilizado en el pasado, pero no tanto en la actualidad, es que no existe una unanimidad de cómo debe calcularse.

Este método tiene una vista doble: realiza una valoración estática de la empresa de los activos en el balance de situación y una valoración dinámica, cuantificando el valor que generará la empresa en proyecciones futuras. Se presenta su estudio teórico, pero no será aplicado como método de valoración en este trabajo.

3.2.3.1 Método de Valoración Clásico

Este método se basa en el valor de la empresa como el valor de su activo neto, más el valor del fondo de comercio, entendido como, un porcentaje de las ventas o n veces el beneficio neto de la empresa.

$$V = A + (n \times B) \text{ ó } V = A + (z \times F)$$

Siendo:

- A= valor del activo neto
- B= beneficio neto
- F= Facturación
- n= coeficiente (entre 1,5 y 3)
- z= porcentaje de ventas

3.2.3.2 Método simplificado de la “renta abreviada del goodwill”

Según este método el valor de una empresa, está conformado por el valor de su PN ajustado más el valor del fondo de comercio, obtenido mediante capitalización a un coeficiente a_n , un superbeneficio igual a la diferencia entre el beneficio neto y el activo A como inversión en el mercado de capitales a un tipo de interés i, asociado a una tasa sin riesgo:

$$V = A + a_n(B - iA)$$

Siendo:

- A= activo neto corregido
- a_n = valor actual, a un tipo t, de anualidades unitarias (n entre 5 y 8 años)
- B= beneficio neto del último año o el previsto
- i= tipo de interés de colocación alternativa
- $a_n(B - iA)$ = fondo de comercio o goodwill

3.2.3.3 Método de la UEC

Este es el método de la Unión de Expertos Contables Europeos, siendo el valor de la empresa como el valor del activo neto revaluado más el fondo de comercio. Este se calcula capitalizando a interés compuesto (ya no simple) un superbeneficio que sería el beneficio menos el flujo obtenido invirtiendo a una tasa sin riesgo i un capital igual al valor de la empresa V . Así:

$$V = A + a_n(B - iV) \text{ así: } V = \frac{[A + a_n \times B]}{1 + ia_n}$$

3.2.3.4 Método indirecto o método “de los prácticos”

En este método se utiliza como tasa de interés el tipo de interés de renta fija del Estado a largo plazo, lo que se hace es igualar el valor substancial y la valoración de la rentabilidad.

$$V = \frac{A + \frac{B}{i}}{2}$$

3.2.3.5 Método anglosajón o método directo

En este método se utiliza una tasa t_m , como tasa de interés de los títulos de renta fija multiplicada por un coeficiente para tener en cuenta el riesgo, situado entre 1,25 y 1,5. A este método también se le llama método de la capitalización del superbeneficio para una duración infinita, siendo este superbeneficio la diferencia entre el beneficio neto y lo que supondría ese activo a un tipo e interés i .

$$V = \frac{A + (B - iA)}{t_m}$$

3.2.3.6 Método de compra de resultados anuales

En este método se toma el goodwill como cierto número de años de superbeneficio. Es decir, el activo neto más m años de superbeneficios, siendo m un valor que suele rondar los 3 y 5 años, y tomando el tipo de interés usual del país

$$V = A + m(B - iA)$$

3.2.3.7 Método de la tasa con riesgo y la tasa sin riesgo

Este método es un derivado del método UEC, cuando el número de años tiende a infinito, así se toma el valor de una empresa como el activo neto aumentado con la actualización del superbeneficio.

$$\frac{V = A + (B - iA)}{t} \text{ así: } \frac{V = A + \frac{B}{t}}{1 + \frac{i}{t}}$$

3.2.4 Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (DCF)

La Unión Europea de Expertos Contables y Económicos, afirma que el Método de descuento de flujos de fondos es el método “teóricamente correcto”, debido a que utilizando en la metodología financiera del análisis de inversiones, permite actualizar los fondos o flujos de caja de cualquier valor futuro al valor de hoy, describiendo el valor de una compañía para sus accionistas o inversores, como la cantidad monetaria a día de hoy, es decir, actual de todos los flujos de caja que se alcanzaran cada año. Siendo el “Flujo Neto” un excedente financiero, o como se conoce comúnmente, “Free Cash Flow” (flujo de caja libre), básicamente libre de ser repartido, sin incidir en el funcionamiento de la empresa, es decir, cuando todas sus deudas han sido pagadas. (Revello de Toro Cabello, El descuento de los flujos de fondos "DCF", 2004)

Al realizar un análisis de inversiones, hay que tener en cuenta que no es una metodología exacta para valorar una empresa, al estar sometida a valores futuros y riesgos que generan cierta incertidumbre en el resultado obtenido de la valoración. Para el empleo de este método se asumen 2 premisas:

1. *Son asimilados los flujos financieros entre inversor-inversión, a los flujos producidos entre empresa-entorno económico.*

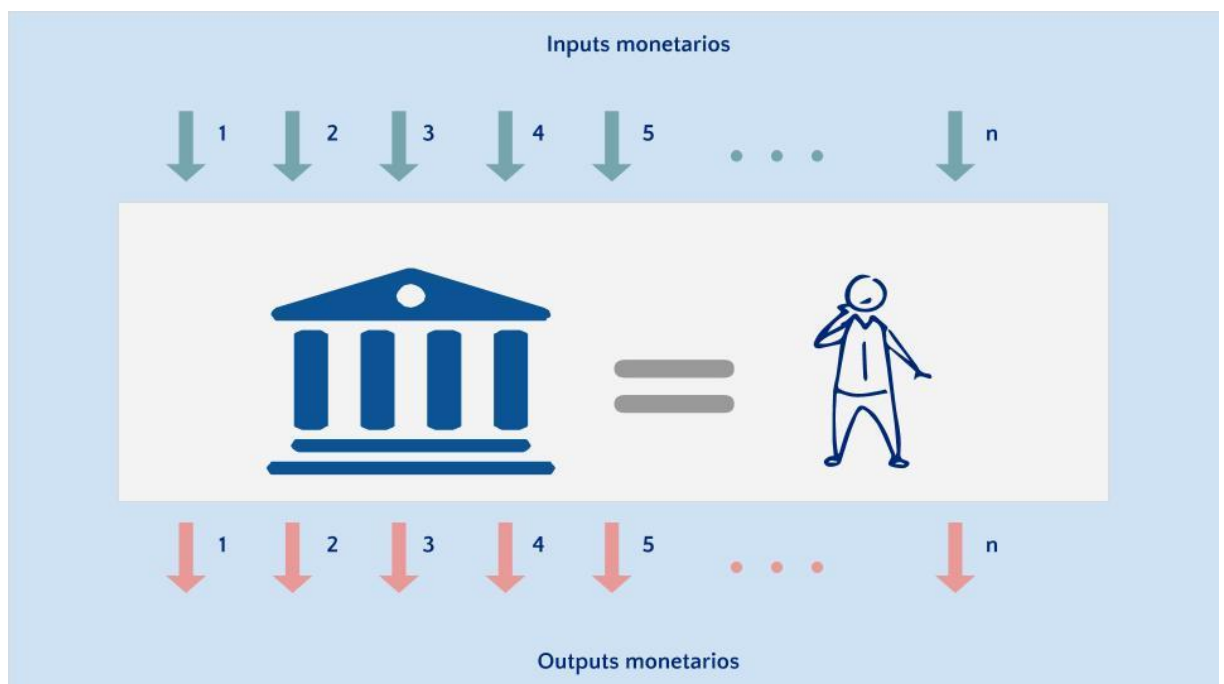


Ilustración 6: 1era Premisa del DCF. Adaptación propia de la fuente: (Revello de Toro Cabello, El descuento de los flujos de fondos "DCF", 2004)

En relación a los flujos financieros, hay que tener en cuenta:

- i. Se utilizará como flujo financiero el Cash-Flow libre, el cual es el resultado del ejercicio obtenido descontando las inversiones (balances). El Free Cash-Flow, posee las siguientes particularidades:
- A priori, no se toman los gastos financieros, para la valoración, aunque sí se tome la estructura financiera para la tasa de descuento.
 - Para la valoración, se tomará como que este free cash-flow, o tesorería, se reparte siempre cada año entre los accionistas. Aunque en la realidad, las empresas pueden retenerlo y no repartir dividendos.
 - Posteriormente se comprobará que el free cash-flow no es el flujo que se reparte a acreedores financieros y accionistas, sino que es el Capital Cash-Flow, el cual incorpora la tasa impositiva* intereses, es decir, el ahorro fiscal que supone la carga financiera.

Así, se considera el Free Cash-Flow como un flujo teórico, que no tiene que ser las salidas reales, al largo plazo su valor converge hacia el valor de los dividendos.

- ii. Hay que tener en cuenta, las dos figuras y su retribución:

Por un lado, los acreedores financieros, que tienen una retribución fija o variable y que depende de unos tipos de interés pactados por adelantado; y por otro lado los accionistas, que obtienen el valor residual de la empresa, siendo esta positiva o negativo, por lo que tienen la posibilidad de afrontar pérdidas, soportando un mayor riesgo.

- II. Se asumen una vida ilimitada de la empresa (no se presume la extinción de la empresa) y los activos productivos se consumen a lo largo de su ciclo de vida

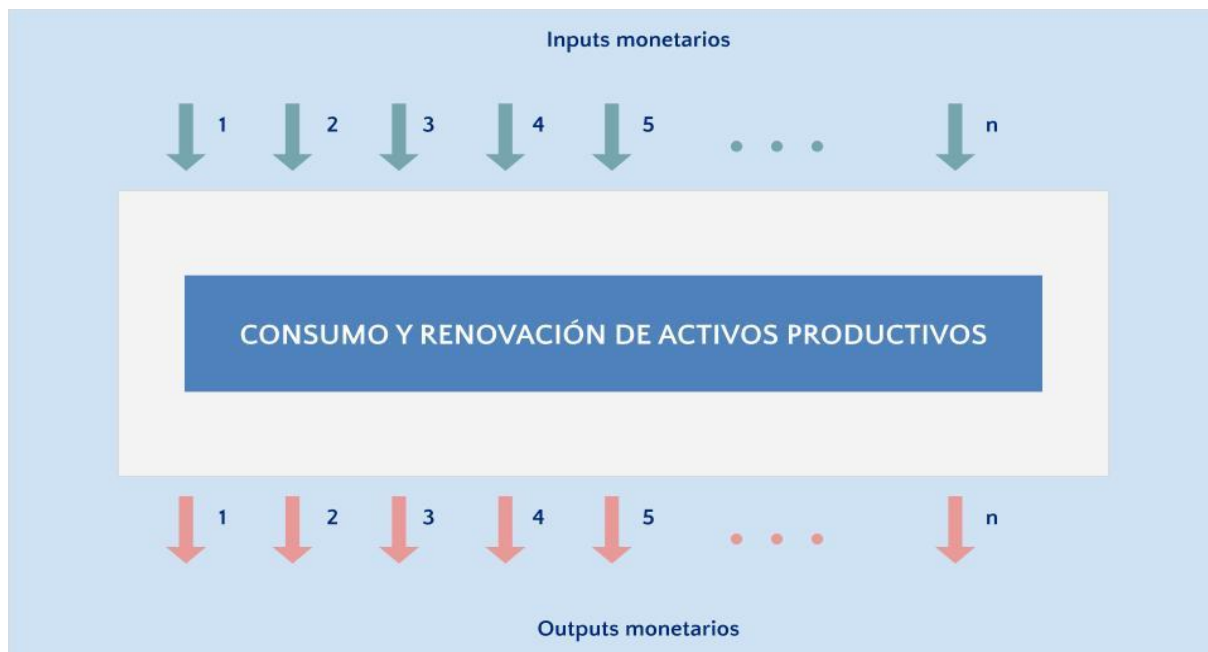


Ilustración 7: 2da Premisa del DCF. Adaptación propia de la fuente: (Revello de Toro Cabello, El descuento de los flujos de fondos "DCF", 2004)

Esta premisa lo que quiere decir, es que, por un lado, solo es de interés los activos y pasivos ligados a las actividades de explotación, los que generan los flujos de actividades ordinarias; y, por otro lado, estos activos y pasivos son puestos en valores según lo que producen.

Cada año hay un flujo neto, que puede ser positivo y en este caso repartido, o negativo y en este caso negativo, si la empresa mantiene su operativa de acuerdo a las estrategias propias. Así, se considera el Free Cash-Flow como:

$$\text{Free Cash Flow} = \text{Cash Flow Explotación} - \text{Inversión}$$



Ilustración 8: Representación del Cash-Flow. Adaptación propia de la fuente: (Revello de Toro Cabello, El descuento de los flujos de fondos "DCF", 2004)

La expresión para el Método de Descuento de Fondos es:

$$VAN (\text{Flujos}) = \sum_{i=1}^{i=n} \frac{CFNi - Iti}{(1+t)^i} + \frac{Vr}{(1+t)^n}$$

3.2.4.1 Características básicas

Se pueden distinguir las siguientes características del método DFC: (Tomás Catalá, 2009)

- i. Modelo basado en la rentabilidad de la compañía
- ii. Modelo dinámico, como ya se mencionó, no espera la desintegración de la empresa, prevé que funcionara por un tiempo ilimitado
- iii. Capitaliza los beneficios futuros a una tasa actual
- iv. Valora el futuro de la empresa, hasta el infinito
- v. Se debe realizar una investigación en profundidad de la empresa y su entorno (DAFO)
- vi. Requiere un trabajo exhaustivo, metodológico
- vii. La financiación, su estructura y coste se introduce a través del WACC, coste medio ponderado del capital.

- viii. Se toman hipótesis complejas, por ejemplo, al tomar las tasas
- ix. Se realiza una valoración por tipo de actividad de la empresa
- x. Es el método “técnicamente correcto”, o no otro mejor planteado o de mayor estimación y reconocimiento.
- xi. En la práctica es el más utilizado como punto de partida para negociaciones de valoración de una empresa.

3.2.4.2 Condiciones para aplicar este método

Se deben cumplir ciertos requisitos al momento de escoger este método de valoración: (Tomás Catalá, 2009)

- i. Debe existir un plan financiero preciso, con proyecciones financieras fiables
- ii. Debe ser un negocio maduro
- iii. Debe tener diversidad de proveedores y clientes, para evitar altas dependencias
- iv. Debe tener inversiones en capitales permanentes.

3.2.4.3 Metodología de Valoración por DCF

Se enunciarán 11 fases de aplicación del método de descuento de flujos de caja, estas fases responden a una doble visión: una definición del modelo de negocio, analizando su estrategia competitiva, utilizando la metodología de gran reconocimiento de Porter, las llamadas “5 Fuerzas de Porter”, las cuales responden la pregunta de el porqué de los resultados de una empresa: estructura del sector o posición de la empresa en el sector, plasmando el modelo de negocio en un “Business Plan”; la segunda visión articulación de un Modelo financiero de valoración a partir de este Modelo de Negocio.



Ilustración 9: Esquema de valoración DCF Adaptación propia de la fuente: (Revello de Toro Cabello, El descuento de los flujos de fondos "DCF", 2004)

3.2.4.3.1 Fase 1: Separación de actividades de negocio

En una empresa pueden coexistir varios tipos de actividades, líneas de negocio, divisiones que son tratadas de maneras diferentes. Un ejemplo de esto es la sociedad holding que puede participar en multitud de negocios. Cada una de estas líneas de negocio se deben evaluar de manera aislada, debido a dos puntos:

- Se tienen activos propios, inmovilizado y circulante, ligado a sus actividades de explotación, así como su estructura financiera y propias necesidades de inversión.
- Cada actividad tiene sus riesgos específicos, así como tendrá su propia tasa de descuento

De esta manera se aplica el DCF a la actividad principal y DCF al resto de actividades de forma separada. Finalmente se hace una suma de estas valoraciones, conocido como “break-up value” y, puede ocurrir, que se deba restar partidas comunes o duplicadas.

3.2.4.3.2 Fase 2: Análisis de Activo y Pasivo

Como se mencionó anteriormente una de las premisas del DCF, es que los activos productivos se consumen durante toda la vida de la empresa. Pero, ¿Qué sucede con aquellos activos ociosos o no ligados a la explotación? Lo que se hace es simular su venta, en el momento actual y se incorpora como cash-flow del periodo. Ejemplo si una empresa, una industria tiene inversiones en bolsa (dentro del inmovilizado financiero), y dispone de tesorería excesiva para sus necesidades operativas; lo que se hace es separar este inmovilizado financiero y este exceso de tesorería, valorando los valores en bolsa a precio de mercado; si dispone de equipos a valor fuera de mercado, se simula la venta y se considera el alquiler de otro equipo similar.

3.2.4.3.3 Fase 3: Fijación de un horizonte temporal

En dependencia del tipo de empresa y su estado de madurez, se puede fijar un determinado horizonte temporal. Negocios maduros con generación de flujos de caja estables, facilitan la proyección del flujo de caja y un horizonte temporal cercano, teniendo poca carga de subjetividad. En contraste, con negocios incipientes (ej. Movilidad compartida) de pocos años, que han surgido por nuevas tendencias, y que seguramente no han llegado al break-even, el umbral de rentabilidad, por lo que hay que proyectar a un mayor número de años, y con una alta carga de subjetividad.

En ambos casos, el valor residual, sin importar que la empresa este naciendo, expandiéndose o estable y consolidada, recogerá el último año proyectado toda la vida futura pendiente, y en principio, ilimitada.

3.2.4.3.4 Fase 4: “Due diligence”

En esta etapa se debe realizar un análisis en profundidad de la empresa, tanto internamente, como del sector donde desarrolla sus actividades de explotación. Realizando un análisis DAFO, SWOT, que nos indique sus elementos diferenciadores y los que hay que vigilar. Así como un análisis de las 5 fuerzas de Porter, identificando que sucede en su entorno. El conocimiento de la empresa y la preparación del proceso de compra-venta, requieren una serie de pre-trabajos conocidos como “due diligence”, que suelen ser realizados por auditoras o consultoras externas.

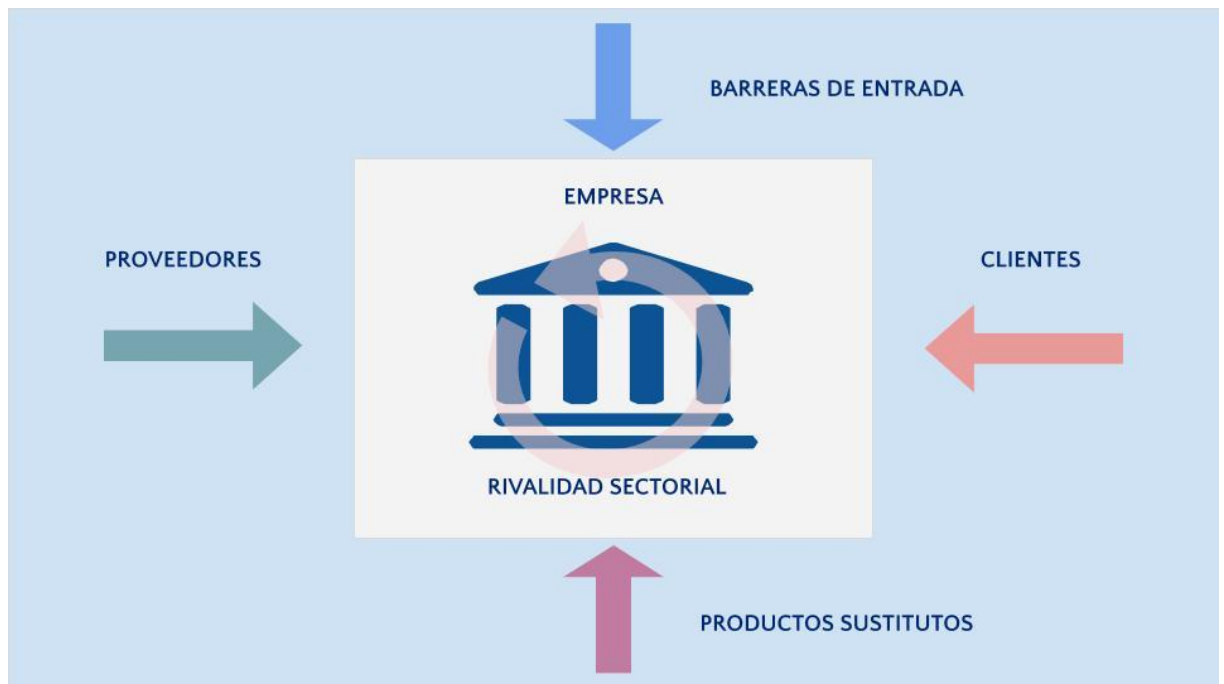


Ilustración 10: 5 Fuerzas de Porter Adaptación propia de la fuente: (Revello de Toro Cabello, El descuento de los flujos de fondos "DCF", 2004)

3.2.4.3.5 Fase 5: Proyección de los Estados Financieros

Durante los años que se consideren adecuados para realizar el análisis, se debe analizar:

- I. Las inversiones en inmovilizados: determinando el CAPital EXpenditures, o CAPEX, siendo estas las necesidades de inversión de inmovilizado que garantice el mantenimiento de la empresa a lo largo de los años.
- II. El circulante neto: calculando las necesidades de fondo de maniobra o NAFM, lo que permitirá financiar el crecimiento de la empresa, calculado como:

$$NAFM = \text{Activo Corriente} - \text{Pasivo Corriente}$$

- III. La proyección del Beneficio de Explotación (EBIT): esta proyección de beneficios es independiente a la estructura financiera de la empresa, que se considerará a posteriori, conocido como WACC

3.2.4.3.6 Fase 6: Cálculo del Free Cash-Flow (FCF)

Como ya se ha definido el FCF, es el excedente financiero que se puede repartir cada año, sin que perjudique la estabilidad de la empresa. Estos, están disponibles para accionistas y acreedores, siendo los acreedores los primeros en cobrar, y después los accionistas; se obtiene un FCF por año proyectado y a partir del último año, se resumirá en un único cash-flow llamado Valor Residual. Se calcula como:

$$FCF = EBITDA - \text{Impuestos} - \text{Incr. Capital Fijo} - \text{Incr. Cap. Circulante}$$

La distribución de la cuenta de resultados, para obtener el FCF proyectado es:

Ventas
- Consumos
- Trabajos realizados por terceros
- Servicios exteriores
- Tributos
- Gastos de Personal
<hr/>
=EBITDA
- Amortizaciones
- Provisiones
<hr/>
=EBIT
- Impuestos
<hr/>
=NOPLAT
+ Amortizaciones
+ Provisiones
<hr/>
=Cash-Flow Bruto (CFO)
- inv. Netas en inmovilizado (CAPEX)
- inv. Netas en circulante (Incr. CC)
<hr/>
Free Cash -Flow

Tabla 1: Cálculo del FCF. Adaptación propia de la fuente: (Tomás Catalá, 2009)

3.2.4.3.7 Fase 7: Cálculo de la Tasa de descuento (WACC)

La tasa de descuento, es el tipo de actualización que se toma al llevar a valor presente los flujos monetarios futuros, esta tasa es cambiante en el tiempo, por lo que se hace una aproximación a la más adecuada, aplicando la misma a los años venideros. Como estimación más correcta se toma el Coste Medio Ponderado de Capital o WACC, esta nos permite conocer la estructura de la empresa, los pesos de la deuda y de la equity.

- I. Coste de la deuda: K_d , se obtiene del balance a partir de los gastos financieros y el nominal de la deuda, se ajusta al ser fiscalmente deducible:

$$Kd \text{ neta} = Kd * (1 - t)$$

- II. Coste de capital propio: K_e , se puede calcular utilizando el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model), el cual toma como premisa mercados competitivos y eficientes, aplicado especialmente a empresas cotizadas:

$$K_e = R_f + B * (R_m - R_f) = R_f + B * P_r$$

Siendo:

- B, riesgo sistemático o de mercado
- R_f , rentabilidad del activo sin riesgo, bono a largo plazo
- R_m , rentabilidad media del mercado
- $P_r = R_m - R_f$, prima de riesgo del mercado

Para calcular el WACC, se utiliza:

$$WACC = Kd * \frac{Deuda}{D + RRPP} + K_e * \frac{Capitalización}{D + RRPP}$$

3.2.4.3.8 Fase 8: Estimación del Factor de crecimiento g

La tasa g o de crecimiento, nos indica la capacidad de crecimiento futura de la empresa, esta tasa tiene un alto grado de subjetividad. Para su calcula se suele tomar consideraciones macro, es la opción más empleada por analistas y directores financieros debido a ser la que está más cerca de la realidad del mercado, y no tanto de la historia de la empresa. Se calcula como:

$$g = (1 + g_1) * (1 + g_2) * (1 + g_3) - 1$$

Siendo:

- g_1 , crecimiento estimado del PIB, ajustando el término real a la inflación
- g_2 , crecimiento relativo del sector respecto al país
- g_3 , crecimiento relativo de la empresa dentro de su sector

3.2.4.3.9 Fase 9: Cálculo del Valor Residual (V_r)

El valor residual acumula todo el valor futuro de la empresa, a partir del último año proyectado. Debe cumplir 2 condiciones:

- I. Que sea coherente con el cálculo del FCF
- II. Tiene que recoger la vida ilimitada de la empresa a partir de un momento.

El valor residual se sitúa cuando la empresa ya ha entrado en madurez, y con menor necesidad de financiación. En una fase de madurez prolongada, se suele

utilizar la fórmula *Gordon-Shapiro*, como la capitalización perpetua de un dividendo con crecimiento constante, alineando el FCF a un dividendo perpetuo y que crece constantemente.

Se puede calcular tomando directamente el FCF del último año "n" como la renta perpetua con crecimiento g: (Revello de Toro Cabello, El descuento de los flujos de fondos "DCF", 2004)

$$Vr = \frac{FCFn + 1}{(WACC) - g} = \frac{FCFn * (1 + g)}{(WACC) - g}$$

3.2.4.3.10 Fase 10: Cálculo del Valor de Empresa: EV

Se calcula como la sumatoria de los flujos de caja libres operativos, actualizados a la tasa K-WACC, estimados en los años proyectados, más el valor actual del valor residual:

$$EV = VAN(FCF) + VAN(VR)$$

3.2.4.3.11 Fase 11: Cálculo del Valor de las acciones: Vac

Como último paso de este cálculo del FCF, es obtener el valor de las acciones, o el valor del equity, calculando como:

$$Vac = \frac{EV - Deuda + Inmov. Financ - Prov. riesgos y gastos - Int. Minoritars + Participa. Pta. Equiv. + Crédito Fiscal}{\text{número de acciones}}$$

3.2.4.4 Puntos fuertes del método

- Modelo conceptual y teóricamente correcto
- Se considera toda la vida de la empresa
- Fuerte conocimiento del negocio
- Basado en flujos de caja, no beneficios
- Considera todos los tipos de necesidades de inversión
- Tiene en cuenta los riesgos
- Más aplicado y de referencia común

3.2.4.5 Puntos débiles del método

- Dificultades al proyectar.
- Proceso largo.
- Dificultad de elegir la tasa de crecimiento.
- Variables con subjetividad, picos y valles.

3.2.4.6 Conclusiones del Método FCF

Es el método más aplicado e la practica ante la necesidad de emitir una valoración de una empresa, exige una gran cantidad de información y es muy exigente en las consideraciones que se deben realizar. Es utilizado tanto a nivel global, como para analizar compañías cotizadas, con el objetivo final de otorgarles a los inversores o en una M&A una valoración o rango de valoración con fundamento y ponerlo en relación con el precio o el valor de la acción,

3.3 VALORACIÓN DE EMPRESAS EN BASE A ANÁLISIS SECTORIALES

Como hemos visto en los distintos métodos para valorar empresas, influye una gran cantidad de variables, en función de los diferentes sectores y las características y singularidades de cada uno de ellos. En este apartado se tratará de enunciar y explicar las singularidades del sector financiero, siendo este el sector de estudio de este trabajo.

El sector financiero es uno de los sectores de mayor dificultad de valoración, como consecuencia de la gran variedad de metodologías a utilizar. Esto sumado a las nuevas concentraciones del sector, la diversificación de las actividades de las entidades financieras y las crecientes operativas a nivel internacional. Asimismo, es un sector que evoluciona continuamente, mediante nuevos productos y servicios financieros, de mayor complejidad. Esto sin mencionar, que es un sector muy regulado, sobre todo después de las crisis económicas que han sido derivadas de mala gestiones y actuaciones por parte de las entidades financieras, generando así las restricciones y nuevas condiciones impuestas por Basilea y por la IFRS (International Financial Reporting Standards), que regula la normativa contable de las entidades financieras en España. (Arribas Vicente, 2009)

3.3.1 Principales indicadores del sector

Tomando a las entidades financieras, y situándonos en el sector de banca tradicional, los principales ingresos a tener en cuenta son los siguientes:

- *Margen Financiero*: rentabilidad percibida entre el interés repercutido en los activos (pensando en activos bancarios no personales), como préstamos, líneas de crédito, hipotecas, etc. Y el soportado por lo pasivos, como depósitos a plazo, cuentas de ahorro, etc.

- *Comisiones*: ingresos percibidos por la prestación de servicios bancarios, gestiones de cuentas, aperturas de líneas de crédito, apertura de préstamos, etc.
- *Resultado por operaciones Financieras*: rentabilidad percibida/soportada por las inversiones financieras realizadas por las empresas del sector.

Asimismo, como principales indicadores del sector se distinguen:

- A. *Evolución Tecnológica*: indicador de gran importancia debido al reciente interés los últimos años de renovación del sector, debido al surgimiento de bancos digitales, fintech, etc. Implicando reducciones de costes y disminución de personal, es decir, de la estructura de costes.
- B. *Regulación*: como se mencionó anteriormente, debido a los acontecimientos de los últimos años, y el fortalecimiento de Basilea y la nueva normativa contable internacional IFRS9; se ha logrado homogeneizar las partidas contables de este sector, y poder realizar una comparación entre los actores.
- C. *Ciclo económico*: el crecimiento de la economía, siendo el sector financiero, un sector ligado intrínsecamente a la estabilidad y crecimiento/decrecimiento del mercado.
- D. *Tipos de interés*: como se sabe un mayor tipo de interés se traduce en mayores costes de los productos financieros, y a la inversa, menor tipo de interés menos costes de los productos financieros. Siendo importante mencionar que los estados suelen tomar decisiones de bajar subir los tipos en dependencia del comportamiento del mercado, ya sea para acelerar el gasto e impulsar la economía o de manera contraria, frenar el gasto y la economía.

3.3.2 Metodología de valoración

Para los negocios tradicionales, es importante entender la evolución del negocio, en este caso, la evolución de la economía, aumento o disminución de precios, número de créditos o hipotecas concedidas, etc., a la hora de evaluar el método de valoración. Para las entidades financieras con poca volatilidad en su dividendo por acción, los métodos de gran utilidad son los múltiplos como el PER, o el método de descuento de dividendos, realizando la comparación entre la rentabilidad del bono a 10 años y la rentabilidad por dividendo. Al aplicar el método de descuento de dividendos, no se puede olvidar los requerimientos de capital mínimos (Basilea), por lo que no se puede realizar el reparto total del beneficio en dividendos, realizando la consideración de tomar el exceso de fondos propios como un activo no operativo, es decir, como mayor valor para la sociedad, a la fecha de valoración.

Otros métodos alternativos de valoración, se incluyen los métodos de múltiplos específicos del sector, que hacen referencia fundamentalmente a la capacidad de la entidad financiera de generar tesorería, así como los métodos de múltiplos que se mencionaron anteriormente, además del método de descuento de flujos.

3.4 VALORACIÓN DE MARCAS E INTANGIBLES

3.4.1 Concepto de activo intangible

Las empresas emplean el conocimiento científico o avances tecnológicos, para la adquisición o mantenimiento de los activos intangibles. De igual manera, se dedican a adquirir o crear patentes, softwares, franquicias, relaciones con clientes, etc. Para la definición de activos intangibles hay diferentes conceptos, en contabilidad suele llamarse activo inmaterial. Para Lev (2003) son una "fuente de beneficios sin sustancia física", y yendo más al concreto "fuentes generadoras de valor que carecen de sustancia física y son generados por medio de la innovación, diseños organizativos únicos o prácticas de gestión de recursos humanos". (Blasco Ruiz, Moya Clemente, & Ribak Sanchis, 2009)

Nomen (2005) presenta una definición un poco más diferente "activo que carece de propiedades físicas o normativas que limiten cuantitativamente las utilidades percibidas del activo". Básicamente lo que quiere decir es que cuando los activos están limitados por sus utilidades por sus componentes materiales, es simple determinar su utilidad porque está acotada y es objetiva. De esta manera. Lev (2003), enuncia "los activos intangibles son, en general, no rivales; pueden ser simultáneamente empleados en múltiples usos, de manera que su empleo en un determinado uso no va en detrimento de su utilidad en otros usos alternativos".

También, se pueden identificar los activos intangibles, como el good-will, o fondo de comercio, como la diferencia entre el valor de la empresa y sus recursos propios. En general, hay diferentes conceptos sobre lo que son y no son activos intangibles; pero todas las empresas tienen en común, en relación a los activos intangibles:

- Las reglas tradicionales de contabilidad, aproximan el valor tendiendo a la baja, o simplemente, es suprimido.
- Una partida significativa del valor total de las empresas, viene dado por los activos intangibles
- El minimizar el valor de los intangibles en una empresa, se traduce como una modificación del valor real, al usar métodos de valoración como múltiplos, PER, etc.

En general al pensar en activos intangibles, se suele hacer referencia a I+D y patentes, pero la realidad, es que los activos intangibles, es mucho más que eso, en general se pueden clasificar los activos intangibles de la siguiente manera:

- I. El capital humano: este recoge todos los conocimientos, know-how de sus trabajadores, incluyendo sistemas de remuneración, clima laboral, motivación, etc. Además, se refiere al know-how de la dirección de la

empresa, y de su gestión; así como los contratos, y relaciones con otros expertos. Este uso del know-how, de llevar este conocimiento a la realidad y a la consecución de los resultados, son habilidades relacionadas con el conocimiento tácito, de difícil imitación, y que tiene un gran valor diferenciador.

- II. Capital estructural: referido a los conocimientos de la empresa en sí, en conglomerado, relacionado con patentes, organigramas, ideas, metodología, procesos, herramientas informáticas propias, etc.
- III. Capital relacional: también llamado capital de mercado, referido a las relaciones de la empresa con otros, traducido en joint-ventures, relaciones con proveedores, alianzas con la competencia, socios en proyectos de I+D, marcas, franquicias, etc.

3.4.2 Valoración de activos intangibles

Existen 2 derivadas al hablar de valoración de activos intangibles, por un lado, el plano contable, mostrado por las normativas contables, y, por otro lado, el plano de gestión, requerida por operaciones de M&A (Merge and Acquisition), auditorías internas de la empresa para conocer los RRPP reales, etc.

En el apartado de valoración, la NIC 38, Norma Internacional de Contabilidad nº 38, la cual prescribe el tratamiento contable que se le debe dar a los activos intangibles, reconociendo los activos intangibles si solo cumplen unos criterios, además de especificar cómo se calcula el valor de estos activos. (Deloitte). Siendo su criterio el siguiente: *“un activo intangible se valorará inicialmente por su coste”*. Las Normas Internacionales de Valoración (NIV), tienen en cuenta una serie de aspectos a tomar en cuenta: (RICS, 2017)

- Derechos, privilegios y condiciones que son de aplicación a la participación o derecho.
- La vida útil económica y/o legal restante.
- La capacidad de producción de ingresos
- La naturaleza y trayectoria del activo intangible.
- La situación del mercado que pudiera afectar a su valoración
- Condiciones específicas del sector de desarrollo.
- Los precios del mercado

En general, las metodologías tradicionales, también tienen su aplicación en intangibles: enfoque de coste, enfoque de mercado, flujos de caja generados. Asimismo, existen otras metodologías enfocadas en un eje central en las empresas a día de hoy, la marca.

3.4.2.1 Metodología basada en el coste que incurre la empresa

Esta metodología lo que hace, es valorar los activos intangibles en dependencia de los costes incurridos en la empresa para obtener o desarrollar ese activo. Esta metodología es llamada "*principio económico de sustitución*", el comprador de la empresa no pagará más de esta cantidad por un activo intangible. Entre los costes a tomar en cuenta están: costes de desarrollo (incluyendo costes de i+d), costes de ahorro, costes de reproducción, etc. (Blasco Ruiz, Moya Clemente, & Ribak Sanchis, 2009)

3.4.2.2 Metodología basada en el mercado

Esta metodología se basa en valorar los activos intangibles en base a su precio en el mercado, comparando la compra-venta de activos similares en el mercado. Teniendo como premisa el *principio económico de competencia y equilibrio*, en un mercado regido por la oferta y la demanda, y la libertad de competencia y precios. En general, determinar cuál ha sido el valor por el cual se ha vendido un activo intangible es complicado, generalmente públicamente solo se muestra el precio del conglomerado, no por partidas; dificultan la valoración por mercado. Para aplicar esta metodología es necesario:

- I. Identificar las variables a comparar: teniendo en cuenta el sector, cuota de mercado, necesidades de inversión, etc.
- II. Obtener información sobre estos, conociendo las limitaciones del mismo.
- III. Calcular el ratio o múltiplo entre el valor y la medida o variable.
- IV. Utilizar este múltiplo para el activo a valorar

Básicamente, lo que se está realizando es la aplicación del método de múltiplos a intangibles. Pero hay que tener en cuenta, que ya el método de múltiplos tiene sus propias limitaciones y subjetividades, aún tiene mayor subjetividad al aplicarse en activos intangibles, por lo que habrá que tener gran certeza de los datos utilizados al aplicar este método. (Blasco Ruiz, Moya Clemente, & Ribak Sanchis, 2009)

3.4.2.3 Metodología basada en los flujos de caja

Esta metodología se basa en aplicar el método ya descrito en el apartado: *Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (DCF)*, en los activos intangibles. No se entrará más en el detalle, puesto que ya está explicado en exhaustivamente.

3.4.3 Valoración de Marca

A lo largo de los últimos años, numerosas consultoras y autores, han propuesto diversos métodos de valoración de marcas; teniendo como cuestión principal que es la marca, y qué porcentaje de las ventas, volumen, el precio son atribuibles a esta marca. En este apartado se revisarán varias valoraciones de marcas, en general de los diferentes métodos que han surgido, se considera que el valor de la marca es: (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009)

- I. El valor de la empresa, traducido como el valor de compra (acción) más el valor de la deuda de la empresa (financiera).
- II. El valor de marca obtenida como la diferencia entre el valor de venta real de la acción y el valor contable de compra de la acción (market value added).
- III. El valor de marca obtenida como el goodwill, es decir, la diferencia entre valor en el mercado y contable con ajuste de las acciones.
- IV. El valor de marca obtenida como la diferencia entre el valor de venta real de la acción y el valor contable de compra de la acción restando el capital intelectual o capacidad de gestión de la dirección.
- V. El valor de reposición de la marca: incluyendo el valor histórico del marketing y la inversión para conseguir el reconocimiento actual.
- VI. El valor de marca obtenida como la diferencia entre el valor de la empresa con marca y el de otra empresa de marca blanca, es decir, sin marca. Para obtener esta diferencia, se pueden utilizar diversos métodos:
 - i. Diferencia que se paga actualmente entre el valor de la marca y la marca blanca. (diferencia de precio entre productos “iguales”
 - ii. Diferencia del volumen con respecto a una marca blanca.
 - iii. La suma de las dos diferencias anteriores.
 - iv. El apartado anterior restando los gastos de la marca. Este método es, conceptualmente, el más alineado a la realidad.
 - v. La diferencia entre las ratios (valor de la acción/ventas) de la empresa con marca y de la empresa de marca blanca, multiplicándolo por la cifra obtenida de las ventas (utilizado por Damodaran que se explicará más adelante).
 - vi. Beneficio diferencial (entre la empresa con marca y la empresa marca blanca) por un múltiplo (utilizado por Interbrand que se explicará más adelante).
- VII. El valor de marca obtenida como el free cash flow de la empresa menos los activos utilizados por la rentabilidad exigida (utilizado por Houlihan Valuation Advisors que se explicará más adelante).
- VIII. Otro método más difícil de obtener, es la diferencia entre vender a mayor precio, nuevos productos, nuevos canales, como consecuencia del valor de marca.

A partir del surgimiento de la Norma ISO 10668, en 2010, y revisado y actualizada en 2017, una norma que estandariza la valoración de marcas, la cual establece entre sus apartados los requisitos mínimos que los proveedores de valoración deben cumplir, al emitir este tipo de valoraciones. Además, esta norma incluye estándares de las mejores prácticas al realizar una valoración, sin llegar a establecer una metodología estricta para su consecución. Un punto importante que establece la norma, y que es de obligado cumplimiento, es que el proveedor de la valoración debe realizar 3 tipos de análisis para obtener la valoración:



Ilustración 11: Análisis requeridos para la valoración. Adaptación propia de la fuente: (ISO 10668:2010, 2017)

Con esta norma y la importancia y utilidad de la valoración de empresas, han surgido numerosos proveedores dedicados a la valoración de empresas, especialmente consultoras que han aperturado una nueva línea de negocio en este sentido. De manera general los grandes proveedores de valoración son: Interbrand, Houlihan Valuation Advisors, Millward Brown, Brand Finance, Semion, Nielsen, PwC/Sattler, Brand Rating, BBDO (BEES), Corebrand y Fischer/McK.

Partiendo y analizando, los actores actuales en la valoración de empresas, se estudiará en profundidad: Interbrand, Houlihan Valuation Advisors y Brand Finance.

3.4.3.1 Método Interbrand

Interbrand, es una consultora líder, especializada en consultoría de marcas, su metodología de valoración de marca fue la primera desarrollada en el sector de la consultoría estratégica de marca y la primera en ser reconocida por el estándar de calidad ISO 10668. (Interbrand.com, s.f.)

Interbrand valora la marca multiplicando el beneficio diferencial de la marca por un múltiplo. Este múltiplo se determina cuantificando los factores que, según Interbrand, determinan la fortaleza de la marca. La valoración parte de una media ponderada del beneficio (tomando el histórico) antes de intereses e impuestos, EBIT, tomando los últimos 3 años diferencial (restando el EBIT de un producto genérico) y también restando el EBIT de las actividades que no tengan relación con la marca. (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009)

Para cuantificar el EBIT relativo al producto sin marca, Interbrand recomienda tener en cuenta que:

- I. Un producto marca blanca, usualmente no posee el volumen, ni la estabilidad histórica de un producto con marca.
- II. Un producto con marca proporciona economías de escala, derivado de la estabilidad del mismo.
- III. Un producto con marca tiene la posibilidad de venderse a un precio superior.

Cuando la media ponderada obtenida de los EBIT (históricos) es superior a la previsión del EBIT para los próximos años, lo que se hace es notificar una provisión de la reducción del valor. Finalmente, para llegar al EBIT diferencial de la marca, se resta los impuestos y remuneración de los recursos. En la siguiente tabla se incluye un ejemplo, de las fases para el cálculo del beneficio diferencial de marca a través del método Interbrand. (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009)

	Año -2	Año -1	Año 0	Previsión año +1
Beneficio antes de intereses e impuestos (EBIT)	820	920	824	900
- EBIT de la marca blanca	300	320	340	360
EBIT diferencial de la marca	520	600	484	540
Factor compensador de la inflación	1,10	1,05	1,00	
Valor actual del EBIT diferencial de la marca	572	630	484	
Factor de ponderación	1	2	3	

Tabla 2: Ejemplo metodología Interbrand 1/2. Adaptación propia de la fuente: (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009)

EBIT diferencial ponderado de la marca	547
Provisión por reducción futura del EBIT	-
Remuneración de los recursos	-162
Beneficio diferencial de la marca antes de impuestos	385
Impuestos	135
Beneficio diferencial de la marca	250

Tabla 3: Ejemplo metodología Interbrand 2/2. Adaptación propia de la fuente: (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009)

Para calcular el múltiplo que se debe aplicar al beneficio diferencial de la marca, Interbrand calcula la “fortaleza de la marca”, que es una ponderación de siete factores, que son:

1 <i>Liderazgo</i>	Los líderes del mercado son más estables, y tienen más valor de marca que otra que esté en el mercado con menor cuota, este liderazgo le proporciona influencia en el consumidor y en las demás competidores.
2 <i>Estabilidad</i>	Mayor estabilidad, genera valor mayor de marca, le permite tener una mejor proyección para años futuros, derivado de la lealtad de sus clientes.
3 <i>Mercado</i>	Si además de poseer liderazgo y estabilidad, lo hace en un mercado estable y con economías de escala y con muchos competidores, tendrá un mayor valor y así mayor puntuación.
4 <i>Internacionalidad</i>	Marcas que operan en mercados internacionales tienen mayor valor de marca que aquellas que sólo operan en nichos o mercados nacionales, relacionado directamente con la mitigación del riesgo de concentración y mayor expansión y reconocimiento de la marca.
5 <i>Trayectoria de la marca</i>	El histórico de la marca y su adaptación a los cambios en el mercado.
6 <i>Apoyo</i>	Una marca tiene mayor valor cuando ha recibido inversiones, teniendo en cuenta que tipo de inversiones son (privadas o gubernamentales)
7 <i>Protección legal</i>	La amplitud de la protección de la marca, es un factor importante de considerar.

Tabla 4: Factores de ponderación de marca según Interbrand. Adaptación propia de la fuente: (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009)

En la siguiente tabla se muestra un ejemplo de cómo se puntúan diferentes marcas de diferentes mercados: (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009)

“Marca A. Marca internacional en el sector de artículos de baño fundada hace muchos años. La marca fue y es el número uno o el número dos, en función de los países.

Marca B. Marca nacional líder en el sector de la alimentación. Opera en un mercado tradicional y estable, pero en el que los gustos están cambiando desde los productos tradicionales hacia otros de comida preparada o fácil preparación. La marca tiene limitada sus ventas para la exportación, y la protección legal se basa en el derecho legal común más que en fuertes derechos del registro.

Marca C. Marca nacional de bebidas secundaria, pero con buenas posibilidades de crecimiento, lanzada hace cinco años. El mercado es muy dinámico y creciente. La marca ha sido fuertemente apoyada, pero todavía es pronto para que esta actuación tenga resultados visibles. La marca no tiene casi problemas de registro en su país de origen. La marca está siendo desarrollada para alcanzar un posicionamiento internacional.

Marca D. Marca regional minoritaria, pero estable, que opera en un mercado fragmentado, aunque también estable.”

Factores de fortaleza	Puntuación máxima	Marca A	Marca B	Marca C	Marca D
Liderazgo	25	19	19	10	7
Estabilidad	15	12	9	7	11
Mercado	10	7	6	8	6
Internacionalidad	25	18	5	2	0
Tendencia	10	7	5	7	6
Apoyo	10	8	7	8	5
Protección	5	5	3	4	3
Fortaleza de la marca	100	76	54	46	38

Tabla 5: Ejemplo puntuación de marcas de diferentes mercados. Adaptación propia de la fuente: (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009)

Como muestra la siguiente imagen, lo que se ha llamado “fortaleza de la marca” se traduce en un múltiplo según una curva con forma de S. Fijándose el valor máximo de este múltiplo, a partir del PER del mercado, los múltiplos varían en dependencia del sector y a lo largo de la historia. En este ejemplo, el múltiplo máximo es 20. En los cuatro casos se supone que el beneficio diferencial de la marca es 250 millones de dólares.

	Marca A	Marca B	Marca C	Marca D
Fortaleza de la marca	76	54	46	38
Múltiplo	17,1	11,3	8,8	6,3
Beneficio diferencial de la marca	250	250	250	250
Valor de la marca (millones de dólares)	4.275	2.825	2.200	1.575

Tabla 6: Ejemplo de valoración de 4 marcas según Interbrand. Adaptación propia de la fuente: (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009)

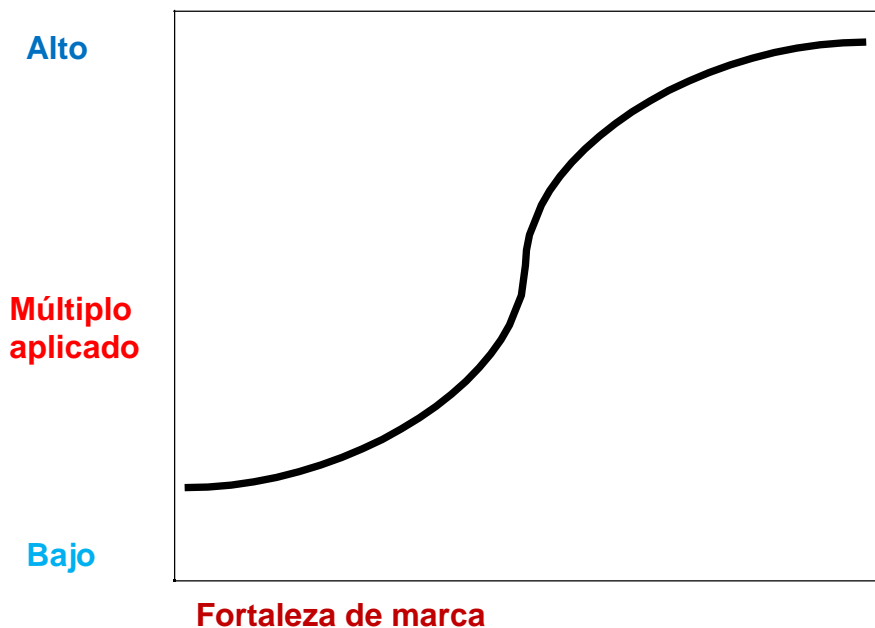


Ilustración 12: Múltiplo de fortaleza de marca según Interbrand. Adaptación propia de la fuente: (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009)

Hay que tener en cuenta que la valoración de cualquier marca por este método es muy subjetiva, no sólo por los parámetros utilizados, sino también por la propia metodología. Sin embargo, el análisis de los factores de fortaleza para cada marca/país/producto apertura la realización de comparaciones y permite aportar las directrices a los directivos para identificar los value drivers de la marca, aumentando así la fortaleza, directamente su valor.

3.4.3.2 Método Houlihan Valuation Advisors

Houlihan Valuation Advisors es un segmento de la empresa Houlihan Capital, desde 1986, se ha enfocado en aportar asesoramiento independiente en la valoración de empresas de todos los sectores, teniendo como eje principal la comprensión de los métodos de valoración a actuales de las empresas del mercado y la capacidad de obtener un análisis consolidado del mismo. (Houlihan Valuation Advisors, s.f.)

Según este método, el valor de la marca es el valor actual del free cash flow de la empresa menos los activos utilizados por la rentabilidad exigida. Se puede ver un ejemplo de Houlihan Valuation Advisors en la siguiente tabla (valores en millones de dolares): (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009)

Activos utilizados	Rentabilidad exigida	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Circulante neto (NOF)	6%	90,0	91,8	93,6	95,5	97,4	99,4
Inmovilizado	9%	225,0	229,5	234,1	238,8	243,5	248,4
Activos intangibles	14%	75,0	76,5	78,0	79,6	81,2	82,8
Patentes	15%	10,0	10,2	10,4	10,6	10,8	11,0
Tecnología propia	20%	15,0	15,3	15,6	15,9	16,2	16,6

Tabla 7: Ejemplo de valoración según Houlihan Valuation Advisors 1/2. Adaptación propia de la fuente: (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Free cash flow de la empresa	44,080	44,887	46,956	49,112	51,361	53,705
- Activos utilizados x rentabilidad exigida	-40,645	-41,458	-42,291	-43,133	-43,995	-44,875
Free cash flow atribuible a la marca	3,435	3,429	4,665	5,979	7,366	8,830
Valor de la marca 50,34	= Valor actual (Free cash flow marca, 16%). Crecimiento tras 2005 = 4%					

Tabla 8: Ejemplo de valoración según Houlihan Valuation Advisors 2/2. Adaptación propia de la fuente: (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009)

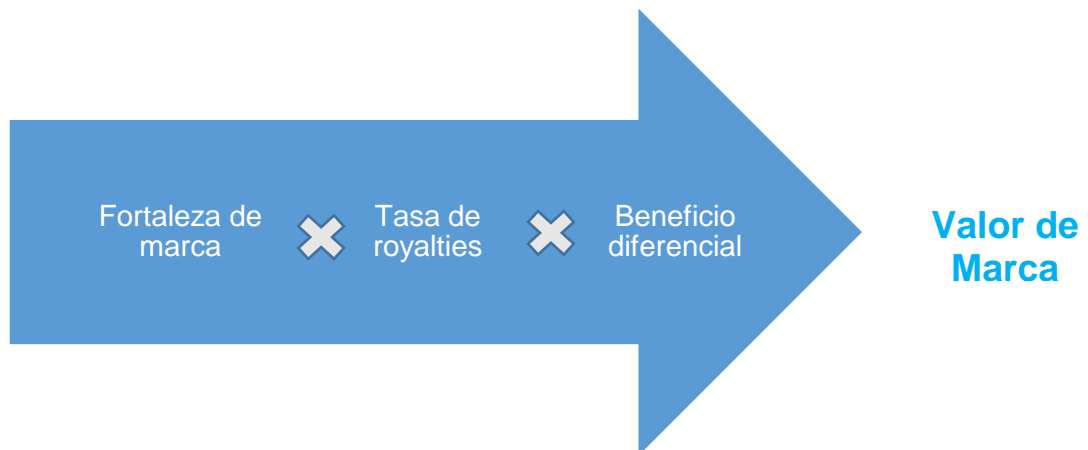
3.4.3.3 Método Brand Finance

Brand Finance es una consultora independiente que se dedica a la valoración de marca de las empresas, asesorando sobre cómo maximizar su valor de marca y otros activos intangibles. Brand Finance ha sido certificada con la ISO 10668:2010. (Brand Finance, s.f.).

Esta consultora utiliza una metodología basada en el enfoque de beneficios, mediante el ahorro de royalties, la utilización de este método se debe a:

- Está avalada por las autoridades fiscales.
- Se puede realizar tomando la información financiera disponible de la empresa.
- Es compatible con la norma ISO 10668.

Para realizar el cálculo con esta metodología, se debe:



No se procederá a detallar cada uno de los apartados, para la obtención del valor de marca; puesto que se tomará directamente el valor de Brand Finance, publicado para la empresa de estudio, y se realizará la comparación del mismo, con los otros métodos de valoración calculados, tradicionales y de marca. Es importante tener en cuenta que al igual que los otros métodos de valoración, incluyendo el Interbrand, se tiene un alto componente de subjetividad, al momento de calcular la fortaleza de la marca de intangibles, realizar previsiones o determinar la tasa de descuento.

4 INTRODUCCIÓN A LA EMPRESA: BANKIA

4.1 ORIGEN DE BANKIA

En 2010, derivado de la crisis financiera del 2008, se ha generado una reordenación del sector bancario, del cual deriva una nueva fórmula de concentración empresarial, principalmente de cajas de ahorro y de cooperativas de crédito, en lo que se menciona como Sistema Institucional de Protección (SIP).

Los SIPs surgieron con la Directiva 2006/48/CE, orientadas principalmente a las cajas de ahorro y cooperativas de crédito, principalmente por su carácter más solidario, aunque también son aplicables a diversos tipos de entidades financieras. También son llamados modelos de “fusión fría”, en el cual se establecen compromisos internos entre las entidades que pasan a formar parte del SIP. Los 3 pilares principales de los SIP, son los siguientes: (Gutierrez, Palomo, & Rey)

- Solvencia: los miembros del SIP, deben poner en común entre 40-50 % de RRPP, esto mediante un sistema de garantías cruzadas
- Estrategia: las entidades deben formar parte del SIP, un mínimo de 10 años, debiendo realizar un preaviso si prevé su salida.
- Dirección y gestión de riesgos: debe haber una labor de órgano central de gobierno, con un plan estratégico claro del futuro del SIP.

Elementos a tener en cuenta en los SIP:

- Concepto que nace como apoyo entre entidades financieras
- Permite independencia de la identidad de cada entidad que forma parte del SIP.
- Otorga liquidez y solvencia inmediata a los miembros del SIP, sirviendo de apoyo unas entidades con otras.
- Debido al mix de garantías, mejora el rating de la entidad
- Realiza una ponderación del riesgo del 0% de la EAD (Exposure at default) de unas entidades entre otras dentro del SIP. (Gutierrez, Palomo, & Rey)

De este nuevo método de concentración empresarial, nace en 2010 una nueva entidad, la cual recibió el nombre de Banco Financiero y de Ahorros S.A. (lo que posteriormente se conoce como Bankia), cuando tuvo lugar la integración de 7 cajas de ahorro: Caja Madrid, Bancaja, Caja Canarias, Caja Ávila, Caixa Laietana, Caja Segovia y Caja Rioja, en forma de un Sistema Institucional de Protección (SIP). (Bankia, Bankia, 2020)

En un principio, se quería concebir a Bankia como una marca comercial bajo la cual operaría Banco Financiero y de Ahorros (BFA), un SIP surgido en 2010. Debido a una serie de cambios en la entidad y el país se concibió a Bankia como una filial independiente de BFA, no marca comercial. Luego del nacimiento de BFA, debido a los acuerdos y nuevos requerimientos de Basilea II, el Gobierno de España obliga y estipula unos requerimientos de capital mínimos, para evitar la quiebra de bancos por crisis como la de 2008. Debido a esto BFA, no poseía la liquidez para hacer frente a esos requerimientos mínimos de capital, por lo cual decidieron salir a bolsa. Para salir a bolsa decidieron que lo mejor sería que Bankia saliera a bolsa como gestor del negocio bancario de los clientes minoristas, y así evitar la mala imagen derivadas de emisiones como las preferentes.

En 2011, BFA lo que hizo fue básicamente, transferir todo el negocio bancario, así como los activos y pasivos de las 7 entidades consolidadas a Bankia, a excepción de los activos y pasivos tóxicos que seguirían siendo de BFA. Así en julio 2011, sale a bolsa Bankia el 55% (puesto que el 45% seguía siendo de BFA), de esta manera Bankia logró tener los requerimientos de capitales mínimos exigidos por Basilea II, situando su Core Tier 9,9%.

FROB, es el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, creado en 2009 después de la intervención a la Caja Castilla-La Mancha por el Banco de España, teniendo como objetivo el refuerzo y apoyo de los fondos propios de bancos y cajas, gestionar eficazmente la reestructuración del sistema financiero español, derivado de la crisis del 2008. Entre sus funciones también se encuentra la potestad de asumir la gestión de entidades financieras, asumiendo el consejo de administración, hasta que la entidad sea adquirida por otra, de igual manera puede recapitalizar los bancos y prestar dinero a los bancos a los que ayuda. (Expansión)

En mayo de 2012, FROB vuelve a inyectar liquidez a Bankia con una inyección de capital de 10.000 millones de euros. Así, el Estado procede a nacionalizar la matriz de Bankia, BFA, pasando a ser el dueño del 45% de Bankia y nombrando como presidente José Ignacio Goirigolzarri (actualmente mantenido en el cargo). Posteriormente en enero de 2013, Bankia es excluida del IBEX 35, como consecuencia de la recapitalización aprobada por FROB, este ente cuantificó en 4.148 millones el valor patrimonial negativo de Bankia y en 10.444 millones el de su matriz, BFA. Bankia es excluida del IBEX con pérdidas de casi el 90%. Luego de varias ampliaciones de capital BFA aumentó su participación en Bankia desde el 48,05 al 68,39%, asimismo la inyección total en BFA-Bankia fue de 22.424 millones de euros, esta recapitalización pospuso la vuelta a bolsa de Bankia, hasta la estabilización del precio de sus acciones. En diciembre de 2013, Bankia vuelve al IBEX35.

En febrero de 2014, el FROB controlando el 68,395% del capital de Bankia, vendió un 7,5% por 1.304 millones de euros a grandes fondos de inversión.

Posteriormente en julio de 2015, paga su primer dividendo de la historia. En 2016 se aprueba alargar la venta de Bankia 2 años hasta 2019. En diciembre el Estado vende 7% de Bankia, pasando a tener un 60,6%.

Posteriormente, en diciembre de 2018, se vuelve a extender el tiempo para la privatización de Bankia hasta 2021. El objetivo del Estado de “culminar la privatización de Bankia con la prioridad de obtener el máximo retorno de las ayudas públicas”, no se cumplía puesto que el precio de la acción rondaba los 2,63€. Luego de las 2 ventas menores de Bankia, se ha recuperado 2.100 millones de euros de los 22.500 millones que inyectó el Gobierno a través de ventas de acciones. Con la participación del Estado del 60,36% de Bankia a diciembre de 2018, las acciones del Gobierno de Bankia tenían un valor de mercado de 4.989 millones de euros, muy lejos de los 20.000 millones que desean recuperar, tendría que cuadruplicarse el precio de las acciones para la recuperación, para 2021. (Rosell, 2018)

Se procede a culminar este apartado del origen de Bankia con un extracto de su página oficial: Bankia, es un banco español, con domicilio social en Valencia y sede operativa en Madrid. En su página oficial, nos describen qué es esta entidad:



“Bankia es una entidad financiera española que cotiza en el Ibex 35. Su negocio es de ámbito nacional, con un modelo de banca universal basado en la gestión multicanal y especializado en la prestación de servicios a particulares y empresas. En Bankia trabajamos desde los principios para ser el banco preferido por la sociedad.” (Bankia, Bankia, 2020)

Ilustración 13: Torre Bankia, Paseo de la Castellana 189, Madrid. Fuente: (Bankia, Sede Operativa Madrid, s.f.)

4.2 DATOS RELEVANTES DE BANKIA

Entre algunos de los datos relevantes que podemos citar de Bankia a 31 de diciembre de 2019, datos obtenidos de la memoria anual de 2019: (EY, 2019)

- › 2.277 Oficinas
- › Perímetro de consolidación de 57 Sociedades
- › Principal accionista de Bankia BFA 61,77% (62,15% considerando el efecto de diversificación)

En cuanto a clientes del banco: (EY, 2019)

- › 7.386.168 Clientes particulares activos. Teniendo como perfil del cliente particular:

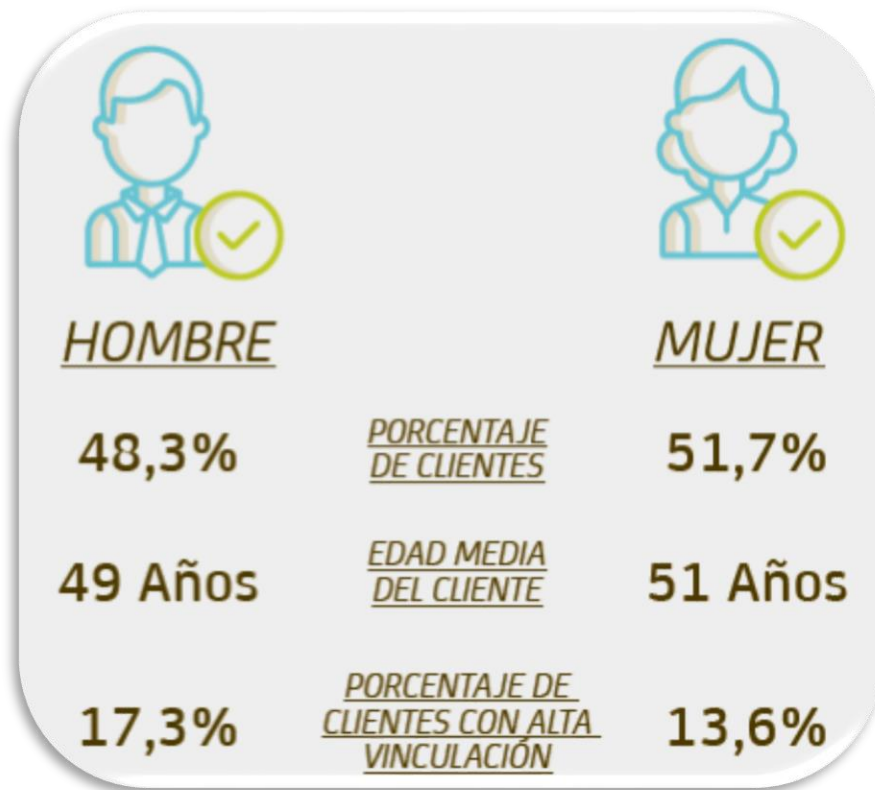


Ilustración 14: Perfil del cliente Particular en Bankia. Fuente: (EY, 2019)

- › 1.998.940 Clientes de segmento Banco Personal
- › 2.354 Gestores especializados en asesoramiento financiero y banca personal



Ilustración 15: Indicadores de relación con los clientes Bankia. Fuente: (EY, 2019)

› Información sobre empleados y plantilla:

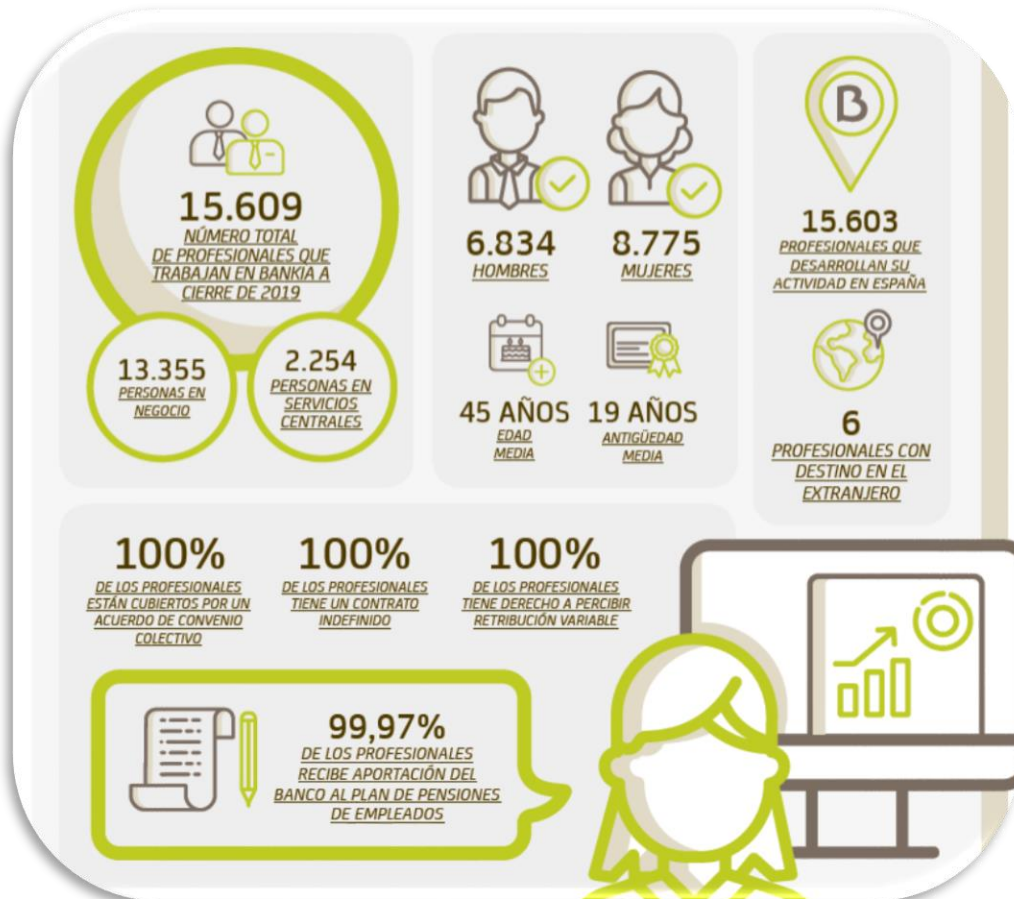


Ilustración 16: Información de plantilla de Bankia. Fuente: (EY, 2019)

› Principales cifras del último ejercicio:



Ilustración 17: Bankia cifras resaltantes del ejercicio del 2019. Fuente: (EY, 2019)

› Volumen de negocio en el territorio nacional por comunidades autónomas:



Ilustración 18: Volumen de negocio por CCAA de Bankia. Fuente: (EY, 2019)

4.3 PRODUCTOS OFRECIDOS POR BANKIA

Dentro del catálogo de productos de Bankia, se visualizan 5 grandes grupos, en dependencia del segmento al que están dirigidos: (Bankia, Bankia, 2020)

- Particulares:
 - Cuentas y tarjetas: cuentas, tarjetas.
 - Ahorro e inversión: depósitos, fondos de inversión, planes de pensiones, inversiones.
 - Financiación: hipotecas, préstamos, renting, alarmas prosegur, etc.
 - Seguros: vida y accidentes, hogar, decesos, salud, coche y moto, ahorro.

- Banca Personal: servicios para clientes con atención personalizada:
 - Productos específicos: planes de pensiones, fondos de inversión, tarjetas, seguros.
 - Servicios específicos: caja fuerte virtual panda, relaciones con el gestor.

- Banca Privada
 - Servicios especializados: gestión de patrimonio, planificación patrimonial y social.
 - Ahorro e inversión: fondos de inversión, ahorro para la jubilación, SICAVs, otras alternativas de inversión.

- Empresas:
 - Tesorería: depósito tesorería empresa, cuenta negocio.
 - Financiación y avales: financiación y avales, renting.
 - Cobros y pagos: tarjetas, TPV & e-commerce, PSD2.
 - Riesgos empresariales: derivados, seguros, previsión empresarial.
 - COMEX: importación, exportación, avales internaciones, tipos de cambio, etc.

- Pymes y autónomos:
 - Cuentas y tarjetas: cuentas, tarjetas, etc.
 - Ahorro e inversión: depósitos a plazo, fondos de inversión, planes de pensiones.
 - Financiación: financiación, renting.
 - TPV & e-commerce: TPV Bankia, TPV Virtual & e-commerce, TPV móvil, etc.
 - Seguros: seguros multiriesgo, empresas 360º, etc.
 - Agro: ayudas, financiación, seguros, etc.

4.4 ORGANIZACIÓN

Bankia es gestionada por un Consejo de Administración. Este es el órgano de gobierno con mayores atribuciones de la Entidad. Comparte la administración de Bankia con la Junta General. Los representantes del Consejo tienen como pilar de funcionamiento y toma de decisión el interés social del Grupo, así como objetivos el velar por el cumplimiento de la legislación vigente, el ejercicio de las “good practices” de los sectores de operación y promover los principios de Responsabilidad Social. (Bankia, Bankia, 2020)

Consejo de Administración a Febrero 2020: (Bankia, Composición del Consejo de Administración, 2020)

Presidente Ejecutivo	José Ignacio Goirigolzarri Tellaeché
Consejero Delegado	José Sevilla Álvarez
Consejero Ejecutivo	Antonio Ortega Parra
Otro Externo	Carlos Egea Krauel
Consejero Independiente	Joaquín Ayuso García
Consejero Independiente	Francisco Javier Campo García
Consejera Independiente Coordinadora	Eva Castillo Sanz
Consejero Independiente	José Luis Feito Higuera
Consejero Independiente	Fernando Fernández Méndez de Ándes
Consejero Independiente	Laura González Molero
Consejero Independiente	Antonio Greño Hidalgo

Tabla 9: Consejo de Administración a Febrero 2020: (Bankia, Composición del Consejo de Administración, 2020)

Comité de Dirección a Febrero 2020: : (Bankia, Comité de Dirección Bankia, 2020)

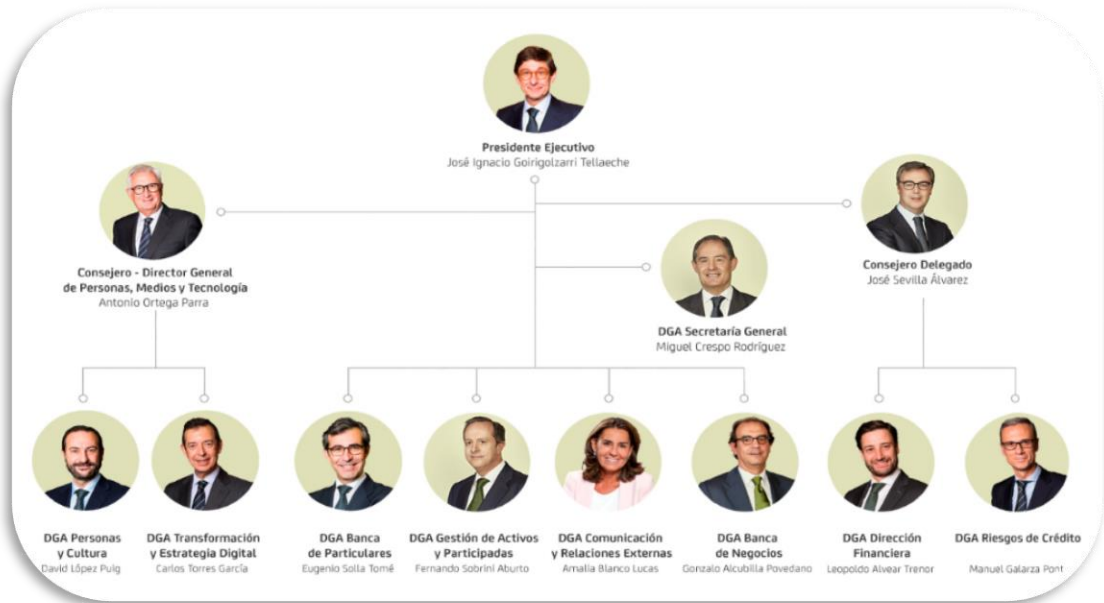


Ilustración 19: Comité de Dirección Bankia. Fuente: (Bankia, Comité de Dirección Bankia, 2020)

Organización territorial: la Red Minorista de Bankia está formada por 12 direcciones territoriales, mientras que la Red de Empresas de Bankia está formada por 5 direcciones de negocios.

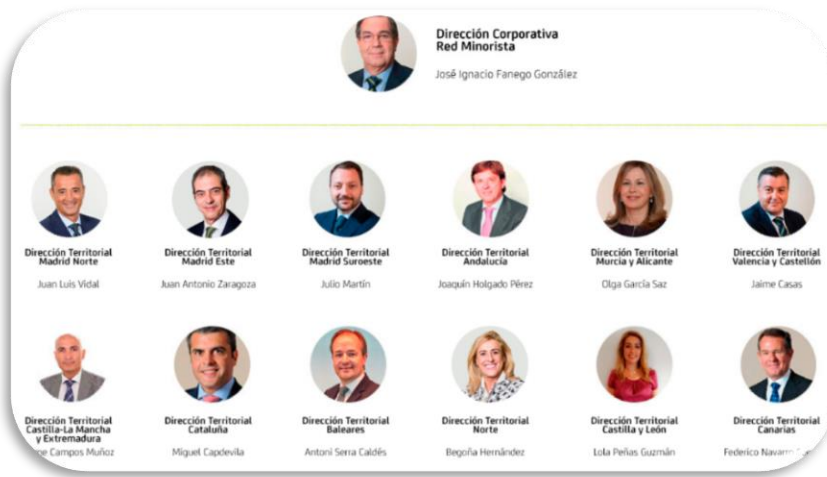


Ilustración 20: Responsables de la Red Minorista de Bankia por división territorial. Fuente: (Bankia, 2020)

Ilustración 21: Responsables de la Red Empresas de Bankia por división territorial. Fuente: (Bankia, 2020)



4.5 JUSTIFICACIÓN DE BANKIA COMO EMPRESA A VALORAR

En este punto del trabajo de estudio, el lector se puede preguntar ¿por qué escoger Bankia como empresa a valorar? ¿qué aportación de valor genera realizar una valoración de un banco como Bankia? ¿no sería más interesante realizarlo a una compañía tecnológica? Así, este apartado pretende resolver estas preguntas y todas aquellas que puedan surgir del porqué de este trabajo.

Como ya se introdujo anteriormente, la valoración de una empresa tiene como objetivo aportar una base en lo que puede ser un proceso de venta de una empresa, no aportando así el precio de compra, sino un rango de valoración objetivo del valor de una empresa en funcionamiento. Teniendo este punto claro, es importante mencionar un poco de historia de Bankia.

Bankia nace en 2010, como ya se mencionó con anterioridad, con la consolidación de 7 cajas de ahorros, en forma de un SIP (Sistema Institucional de Protección). Posteriormente a su salida en bolsa, en julio de 2011, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (Frob) nacionalizó el 100% de la entidad en 2012, presidida por José Ignacio Goirigolzarri (actualmente en el cargo). El Gobierno posee aproximadamente un 60% de las acciones de Bankia, luego de 2 ventas menores de su participación, inicialmente Bankia debía ser privatizado en 2017, lo cual fue postergado para 2019, y seguidamente para 2021, puesto que las acciones de Bankia no alcanzaron un precio mínimo para recuperar la inversión del Estado de aproximadamente 20.000 millones de €.

Teniendo ya el conocimiento de por un lado el objetivo de la valoración y, por otro lado, la historia y contexto que rodea a Bankia; y situando el contexto del trabajo actual, hay que tener en cuenta las noticias de finales de 2019 y 2020 que rodearon estos temas. Con las elecciones generales celebradas de España celebradas en noviembre de 2019, donde el partido ganador el PSOE, obtuvo 93 escaños, no logró obtener la mayoría para gobernar, por lo que generó que el presidente de dicho partido Pedro Sánchez, pusiera manos a la obra a la hora de negociar posibles coaliciones con los partidos, de este medio, se generan diversas negociaciones entre ellas algunas de las causas del presente trabajo.

Se citan algunas de los titulares relevantes para este trabajo:

The screenshot shows a news article on the Bolsamanía website. The header includes the 'Bm' logo, navigation links for 'Cotizaciones', 'Noticias', 'Análisis', and 'Criptodivisas', and a 'Tiempo Real Trader Watch' section. The IBEX 35 index is displayed as 7,070,600 with a 1.71% increase. The main headline reads: 'Sánchez se compromete con el PNV a fusionar BBVA y Bankia con Goiri al frente'. Below the headline, a sub-headline states: 'El PNV ha renunciado a otras peticiones a cambio de devolver más poder a Bilbao y los 'Neguri''. The author is Rubén Escudero, and the article was published on January 14, 2020, at 06:00, with an update on January 15, 2020, at 14:54. The reading time is 7 minutes. A bullet point indicates that the agreement is not written and difficult to execute, but confidence is placed in it. A Google AdSense advertisement is visible at the bottom right.

Ilustración 22: Titular en Bolsamanía el 14 de enero de 2020. Fuente: (Escudero, 2020)

“Sánchez se compromete con el PNV a fusionar BBVA y Bankia con Goiri al frente” por Bolsamanía, del día 14 de enero de 2020 (Escudero, 2020)

The screenshot shows a news article on the La Información website. The header includes the 'empresas' category and 'LA INFORMACIÓN' logo. The sub-headline reads: 'Calviño toma el mando'. The main headline is: '"Bankia no se toca": Sánchez veta el plan de Iglesias para crear una banca pública'. Below the headline, the text states: 'El Gobierno confirma la continuidad de José Ignacio Goirigolzarri al frente de la entidad. También se ha descartado la reconversión del ICO.' A list of three bullet points follows: 'La fusión de Bankia y Sabadell costaría unos 700 millones de euros al Estado', 'La venta de Caser a Helvetia: un negocio que sale 'redondo' a Ibercaja y Liberbank', and 'Bankia eleva el dividendo para intentar cumplir con el objetivo de 2.500 millones'.

Ilustración 23: Titular en La Información el día 27 de enero de 2020. (Bravo & H. Valls, 2020)

“Bankia no se toca”: Sánchez veta el plan de Iglesias para crear una banca pública” por La Información, del día 27 de enero de 2020. (Bravo & H. Valls, 2020)



Ilustración 24: Titular por CincoDías el día 10 de febrero de 2020. (CincoDías, 2020)

“Iglesias se olvida de Bankia y apuesta por una banca pública solo con el ICO” por CincoDías, el día 10 de febrero de 2020. (CincoDías, 2020)



Ilustración 25: Titular por CincoDías el día 28 de enero de 2020. (CincoDías, 2020)

“Bank of America: la fusión de Bankia y Sabadell costaría 700 millones al Estado” por CincoDías, el día 28 de enero de 2020. (CincoDías, 2020)

Analizando a fondo estos titulares de prensa, básicamente lo que se manifiesta es la presión por parte del Partido Nacional Vasco de privatizar Bankia, mediante con la fusión de BBVA, cambiando la sede actual de Bankia, Valencia, por Bilbao; que es donde está la sede operativa del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria. Tomando en cuenta que el presidente actual de Bankia es vasco, y trabajó con anterioridad en BBVA hasta 2009. Aunque este acuerdo entre PNV y PSOE, nunca se dio por escrito, además de la gran oposición interna del BBVA (básicamente por temas políticos), y que el Gobierno no tiene la potestad ni de nombrar a un presidente en una empresa privada, ni obligar a fusionar una empresa privada con una empresa pública; lo que sí es cierto es que el Estado ha manifestado en reiteradas ocasiones su necesidad y deseo de privatizar Bankia, y recuperar el máximo dinero posible del rescate de la FROB, que como ya se mencionó rondaba los 22.000 millones de euros.

También es importante mencionar otras noticias del momento, en relación al partido Podemos y su deseo de una banca pública, esto debido a la coalición PSOE-Podemos. Podemos en su programa electoral mencionó:

"Impedir la inminente privatización de Bankia, después de que los españoles y las españolas nos hayamos gastado 60.000 millones de euros en el rescate bancario. A través del rescate bancario —debido al cual se ha concentrado el 70% del mercado en cinco entidades—, los ciudadanos y ciudadanas adquirimos Bankia". (Bravo & H. Valls, 2020)

Esto ha sido desestimado por Sánchez, quien menciona "Bankia no se toca", y que ha excluido los planes de Podemos para la entidad. Manteniendo en firme su deseo de privatizarlo, teniendo en cuenta también que el supervisor, el Banco Central Europeo (BCE) aprobaría esta acción para el futuro de la entidad. También es importante mencionar las noticias de la posible fusión Bankia-Sabadell, una operación que tuvo como preliminar el diseño de la estructura de gobernanza de la nueva entidad con el presidente actual de Bankia como presidente de la nueva entidad y el CEO de Sabadell como 2do al cargo, esta operación fue detenida por la moción de censura de Sánchez, y aunque en el 2020 se hizo eco nuevamente de esta fusión un informe del Bank of America, pone de manifiesto el gran inconveniente, Bankia necesitaría una ampliación de capital para poder absorber a Sabadell, por lo que se torna difícil que se de esta fusión. (CincoDías, 2020)

Como se ha podido observar a lo largo de este análisis, el tema Bankia tiene un gran peso político; es de gran controversia entre el público, por el rescate aportado por el Estado. A priori, lo que sí se puede obtener de este análisis y de las distintas noticias, ya sea de afirmaciones del gobierno, como del supervisor; es que se puede afirmar que el futuro de Bankia tiende a su privatización. En este sentido este trabajo va a tratar de generar rangos de valoración por diferentes métodos, del valor de Bankia a 2020; con el objetivo de emitir una conclusión del rango de valor real de Bankia.

5 ANÁLISIS ECONÓMICO - FINANCIERO

En el presente apartado, se procederá a realizar un análisis de los estados financieros de los últimos 5 años de Bankia, el objetivo principal es que sirva de introducción al estado actual y la evolución de la empresa en relación a sus ingresos, activos y pasivos, así como los flujos de efectivo. Como conclusión de este apartado se tratará de afirmar como ha sido la evolución de Bankia en los últimos años, de cara a una estimación de su valor.

Este apartado sirve de preámbulo, para la valoración de la empresa, para la cual se utilizarán los datos aquí recolectados. De igual manera es importante mencionar, que al ser Bankia una empresa que cotiza en Bolsa, existe una amplitud de transparencia en cuanto al estado financiero de la empresa, lo que favorece su análisis en detalle.

5.1 ANÁLISIS DE LAS CUENTAS ANUALES

Para realizar el análisis de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, se realizó la consolidación de los informes financieros de los años 2016, 2017, 2018 y 2019. Se han tomado sólo estos 4 años, pero se realiza el análisis desde 2015, debido a que los informes comparan el año reportado y el anterior. Asimismo, se ha realizado el análisis horizontal y calculado los respectivos porcentajes entre cada año y el inmediatamente anterior.

Para este análisis, hay que tener en cuenta los siguientes conceptos:

- › La ratio de eficiencia hace referencia a la siguiente fórmula:

$$\text{Ratio de eficiencia} = \frac{\text{gastos de explotación}}{\text{margen bruto}} = \%$$

En 2017 se excluyen los costes de integración con BMN no recurrentes.

- › La ratio de eficiencia recurrente hace referencia a los gastos de explotación dividido entre el margen bruto, tomado como el ex ROF y diferencias de cambio.

› El resultado “Core” corresponde a la siguiente fórmula:

Resultado core =

Margen de intereses + comisiones – gastos de administración – amortizaciones

› El margen neto “ex ROF, corresponde a la siguiente fórmula:

Margen neto ex ROF =

Margen neto antes de provisiones – resultado de operaciones financieras

De igual manera, es de gran relevancia tener en cuenta que en 2017 los gastos de integración no recurrentes son derivados de la fusión entre Bankia y BMN. Asimismo, los datos de 2017 incluyen un mes de resultados de BMN, ya que la fusión se realizó con efecto contable de 1 de julio de 2017.

Los datos fueron descargados directamente de la página de Bankia y aunque han sido, adaptados para poder realizar una comparación entre los 5 años, responden a la imagen fiel del estado financiero. En el Anexo, *9.1 Cuenta de Pérdidas y Ganancias Bankia: 2015-2019*, se puede encontrar la tabla consolidada del resultado de los 5 años.

Analizando las partidas de Bankia, estos últimos 5 años, se puede observar que la partida de margen de intereses ha tenido una tendencia a decrecer, hay que tener en cuenta que los tipos de interés han estado muy bajos, el Banco Central Europeo los han mantenido así, en un intento de estimular la economía. Por otro lado, se puede observar que las comisiones totales han ido en aumento, muy satisfactorio en un entorno competitivo donde cada vez se ofrecen más servicios sin cobrar comisiones.

Si vemos el margen bruto, en general ha ido decreciendo, por las partidas antes mencionadas, pero hay que tener en cuenta que en 2018 hubo un repunte en todas las partidas de ingresos, debido a que se incluye el 100% del resultado de Caja Murcia Vida y Caja Granada Vida, como se mencionó anteriormente, y que en 2019 sólo se estaba consolidando el 51% por el método de puesta en equivalencia.

En el siguiente apartado de gastos, los gastos administrativos han ido cada vez en descenso, Bankia ha tratado de generar menor gastos, de personal, así como de

oficinas y otros gastos recurrentes. Lo que ha generado que, aunque los ingresos de 2019 sean menores que otros años, el margen neto antes de provisiones sólo ha sido un 5% menos con respecto al 2018. Así, se puede observar que el resultado por actividades de explotación ha sido en 2019 de aproximadamente 950 millones de euros.

Siguiendo con la cuenta de PyG, luego de restar a este resultado, el deterioro de activos no financieros, otras ganancias y pérdidas, los impuestos, se obtiene el resultado atribuido al grupo 541 millones de euros, que con respecto al 2017 responde a un aumento del 7,3%. Hay que tener en cuenta como se mencionó, que los resultados de 2018, presentan variaciones que no corresponden con el ejercicio normal, y que en 2019 sólo se incluye el 51% de las agregaciones realizadas en 2018.

De igual manera se puede observar que el resultado satisfactorio, corresponde con los ratios calculados por Bankia, muy optimistas donde el resultado Core en 2019 aumenta en un 3,5%, y el “ex ROF”, o resultado de operaciones financieras aumenta un 4%, respecto al año anterior. En general, aunque estos resultados sean satisfactorios, el análisis del balance tendrá una mayor relevancia.

5.2 HECHOS DE RELEVANCIA PARA EL EJERCICIO 2020: COVID-19

El pasado 11 de marzo de 2020, la Organización Mundial de la Salud declaró pandemia internacional el brote de enfermedad por coronavirus (COVID-19). Para hacer frente a esta situación, el Gobierno de España ha llevado a cabo, principalmente, las siguientes actuaciones:

“La declaración del estado de alarma, mediante la aprobación del Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, por el que se adoptan una serie de medidas para proteger la salud y seguridad de los ciudadanos, contener la progresión de la enfermedad y reforzar el sistema de salud pública.

La aprobación del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19 (“RDL 8/2020”).

La aprobación del Real Decreto-ley 10/2020, de 29 de marzo, por el que se regula un permiso retribuido recuperable para las personas trabajadoras por cuenta ajena que no presten servicios esenciales, con el fin de reducir la movilidad de la población en el contexto de la lucha contra el COVID-19.

La aprobación del Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente a la crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19 (“RDL 11/2020”).”

Bankia ha adoptado las medidas necesarias ante el COVID-19, garantizando la continuación de su operación, mediante el teletrabajo de sus empleados. En relación a los posibles impactos del COVID-19 en Bankia, como en cualquier otra institución, actualmente es difícil de valorar y calibrar, y dependerá en gran medida de las acciones tomadas por la entidad.

Acciones de Bankia, en relación al COVID-19:

- I. Bankia ha asignado 125 mill. De €, con foco en paliar el posible impacto de la pandemia mundial del COVID, principalmente sobre los créditos e inmuebles del grupo.

Bankia cierre el primer Q del 2020, con un EBIT de 247 millones de euros, sin tomar en cuenta las provisiones mencionadas anteriormente derivado de la pandemia, si se toman en cuenta las provisiones, el EBIT obtenido fue de 122 millones de euros y el beneficio atribuido en 94 millones de euros.

5.3 ANÁLISIS DE LA COTIZACIÓN DE LA ACCIÓN BANKIA

Como se mencionó en el punto anterior, el COVID-19 ha supuesto un golpe de crisis bastante fuerte a nivel mundial, donde las entidades financieras no se encuentran al margen de esta tragedia. Sino más bien, todo lo contrario, las entidades financieras están en el eje central y a la mira de todos, sobre todo en Europa, por parte del Banco Central Europeo, en España, el Banco de España, así como por parte de los organismos supervisores la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP).

Como nos cuenta la historia, al haber una crisis, la bolsa es el principal reflejo de su existencia, era esperado que las bolsas del mundo se desplegaran, sin ser el IBEX 35 la excepción. A partir de ello se analiza el valor de la acción los últimos Q y el valor histórico. Si analizamos los datos de los últimos 3 meses:



Ilustración 26: Últimos 3 meses de cotización de Bankia a fecha de Mayo 2020. Fuente: (Bankia, Bankia, 2020)

Se ha pasado del máximo en febrero de 1,729 € por acción al mínimo de 0,840, valor al que ha oscilado el precio de la acción desde el inicio del mes de marzo. Si tomamos la cotización a 6 meses, vemos cómo cambia profundamente la gráfica:

Valoración económica de Bankia: comparación metodologías tradicionales e intangibles
Mónica Guillán Caramés



Ilustración 27: Últimos 6 meses de cotización de Bankia a fecha de Mayo 2020. Fuente: (Bankia, Bankia, 2020)

Como se puede observar hasta marzo la cotización de la acción ha estado entorno a los 1,6 – 1,9 € por acción. Con un poco más de variación si tomamos la variación de 1 año:



Ilustración 28: Últimos año de cotización de Bankia a fecha de Mayo 2020. Fuente: (Bankia, Bankia, 2020)

Tendencia que se replica entre los 6 bancos del IBEX 35: Santander, BBVA, Bankinter, CaixaBank, Sabadell, y Liberbank:



Ilustración 29: Últimos año de cotización de los bancos del IBEX 35 a fecha de Mayo 2020. Fuente: (Bankia, Bankia, 2020)

Bankia, recibió un fuerte impacto en el precio de sus acciones, algo inevitable para las empresas que coticen en bolsa cuyo mercado haya sido azotado por el COVID-19. Pero hay que mencionar que el presidente José Ignacio Goirigolzarri ha tomado decisiones que han situado a Bankia como una entidad que sabe tomar decisiones

hacia el camino correcto ante estas situaciones de incertidumbre, como lo ha sido reforzar sus provisiones para poder tener un mayor colchón ante las necesidades de los clientes.



Ilustración 30: José Ignacio Goirigolzarri anunciando decisiones de Bankia. Fuente: (EFE, 2020)

Consecuentemente, el banco ha reducido su beneficio a la mitad entre enero y marzo, registrando un beneficio neto de 94 millones de euros durante el primer trimestre de este año, lo que supone un 54% menos que el obtenido hace un año.

Esta caída viene por la dotación de provisiones extraordinaria con motivo de las actuales circunstancias, que asciende a 125 millones de euros. Con esta acción Bankia pretende reforzar su estructura financiera y contar con flexibilidad para poder atender a las necesidades como la falta de liquidez a la que puedan estar expuestos sus clientes.

En general, el impacto del COVID-19 en la economía española es hasta el momento muy difícil de ponderar, pero a mayo vemos como los precios de la bolsa se han estabilizado y en pocas empresas han empezado a repuntar un poco. Hay que tener en cuenta también que el aumento del precio de las acciones va a estar muy condicionado a las decisiones tomadas por los gobiernos y de las medidas y fases de desescalada para activar la economía. Por lo que habrá que estar vigilante a las mismas en los meses venideros y con más razón de la llegada del verano, y el alineamiento de la economía española con el turismo.

6 VALORACIÓN

El presente apartado tiene como objetivo obtener rangos de valoración para la empresa de estudio: Bankia, a través de diferentes métodos de valoración. Se iniciará con los métodos de valoración tradicionales, aplicando la valoración por múltiplos y el método de descuento de flujos de fondos; para proseguir a aplicar los métodos de valoración de intangibles, donde el eje central será el método Interbrand.

En cada uno de los métodos aplicados se emitirá un análisis de los resultados obtenidos, así como su puesta en relevancia según el método utilizado. Por último, se realizará una comparación de los 3 métodos utilizados, y las conclusiones pertinentes de la valoración y contraste con el precio de Bankia.

6.1 MÉTODOS DE VALORACIÓN TRADICIONALES

6.1.1 Valoración por múltiplos

6.1.1.1 Consideraciones iniciales

Como ya se detalló anteriormente en el apartado 3.2.2 *Método Comparativo o por múltiplos*, lo que se realiza en este método es una comparación como dice su nombre de una empresa con otra u otras empresas comparables, de las cuales se tienen datos, ya sea por cotización en bolsa o por enajenación. Las ventajas de este método consisten en su facilidad de cálculo y simplicidad. Así, las empresas escogidas para obtener los múltiplos del sector, serán empresas que igualmente que ella sean entidades financieras que coticen en el IBEX 35. Si tomamos el valor de la capitalización bursátil a día 15/05/20:

Valor ▲	Último	Var. % ▲	Var.	Ac. % año ▲	Máx.	Mín.	Vol. ▲	Capit. ▲	Hora
SANTANDER	1,834	-2,00	-0,037	-50,84	1,90	1,82	62.239.640	30.474	17:38
BBVA	2,578	-1,19	-0,031	-45,32	2,68	2,56	19.863.880	17.190	17:38
CAIXABANK	1,522	-2,81	-0,044	-45,04	1,59	1,52	18.286.946	9.104	17:38
BANKINTER	3,432	-1,12	-0,039	-45,92	3,56	3,37	1.939.257	3.085	17:38
BANKIA	0,865	-0,18	-0,002	-48,88	0,88	0,85	5.018.584	2.655	17:38
BANCO SABADELL	0,291	-2,61	-0,008	-70,77	0,31	0,29	34.174.992	1.637	17:38
UNICAJA BANCO	0,450	-1,10	-0,005	-53,51	0,47	0,44	1.338.223	725	17:38
LIBERBANK	0,165	-0,96	-0,002	-50,69	0,17	0,16	2.788.601	502	17:38

Ilustración 31: Bancos españoles IBEX 35. Fuente: (Expansión, 2020)

Como se puede observar, no sería lógico comparar a Bankia con Santander o BBVA, además que son bancos con gran presencia y nombre internacional y con una capitalización muy por encima de Bankia. Por lo que se seleccionó al Banco Sabadell, Bankinter y Caixabank, para aplicar este método.

Para analizar y poder obtener un rango de valoración de Bankia, se consolidaron los datos de las empresas tomadas como base, el margen de intereses, el EBIT y EBITDA, así como el beneficio por acción, la capitalización bursátil, las acciones en circulación y el precio por acción, datos obtenidos al final del trimestre tomándose los últimos 5 periodos de las empresas. Como se muestra en: *Tabla 32: Datos iniciales tomados para el cálculo de los múltiplos..*

Para posteriormente realizar el cálculo de 4 múltiplos:

- *Capitalización bursátil/Margen de intereses: se ha tomado el margen de intereses como el valor de las ventas, debido al sector que se está analizando. Los bancos no registran “ventas”, su modelo de negocio está basado en el cobro de intereses y comisiones.*
- *Capitalización bursátil/EBITDA: para poder obtener el EBITDA, se han tenido que hacer algunos ajustes debido a que el dato no venía dado directamente en los estados financieros. En ellos, se hacía referencia al margen después de provisiones.*
- *Capitalización bursátil/EBIT: se ha tomado el valor de margen antes de impuestos e intereses minoritarios.*
- *PER: este valor se ha calculado como el precio por acción entre el beneficio por acción, a último día del cierre trimestral.*

Así se obtuvieron los múltiplos de cada empresa, para cada periodo, como se puede observar en: *Tabla 33: Múltiplos de las entidades tomadas como comparación.* Una vez que se tienen estos múltiplos, se pasara a calcular la capitalización bursátil y el precio por acción de la empresa objetivo, en este caso Bankia, por lo que tomamos los mismos datos:

Bankia					
Datos	Q1-2019	Q2-2019	Q3-2019	Q4-2019	Q1-2020
<i>Margen de intereses (millones de euros)</i>	501,54	516,23	502,06	503,20	458,02
<i>EBITDA (millones de euros)</i>	406,94	450,91	466,61	304,85	407,87
<i>EBIT (millones de euros)</i>	268,86	271,15	251,59	(35,91)	121,69
<i>PER</i>	8,58	7,92	6,91	10,79	8,24
<i>Beneficio por acción (euros)</i>	0,27	0,26	0,25	0,18	0,12
<i>Acciones en circulación (millones acciones)</i>	3.085	3.070	3.070	3.070	3.070

Ilustración 32: Datos de Bankia para el cálculo de la valoración. Adaptación propia de la fuente: (Bankia, Bankia, 2020)

6.1.1.2 Aplicación del método de valoración por múltiplos

Así se procede a calcular la capitalización bursátil de Bankia, como se muestra en: *Tabla 34: Capitalización bursátil de Bankia a través del método de comparación directa de múltiplos.* Como primer método se ha utilizado la comparación directa, y como se puede observar los datos tienen una gran variación en dependencia de la empresa y del múltiplo utilizado. Comparemos los resultados obtenidos con el valor real de capitalización bursátil de Bankia:

	Q1-2019	Q2-2019	Q3-2019	Q4-2019	Q1-2020
bankinter.	9.399 €	9.831 €	8.583 €	6.160 €	3.381 €
Sabadell	3.007 €	3.634 €	3.238 €	529 €	1.580 €
CaixaBank	7.000 €	5.516 €	6.060 €	5.144 €	6.917 €
Bankia	7.126 €	6.378 €	5.318 €	5.840 €	3.125 €

Tabla 10: Capitalización bursátil por múltiplos vs valor real Bankia. Elaboración propia

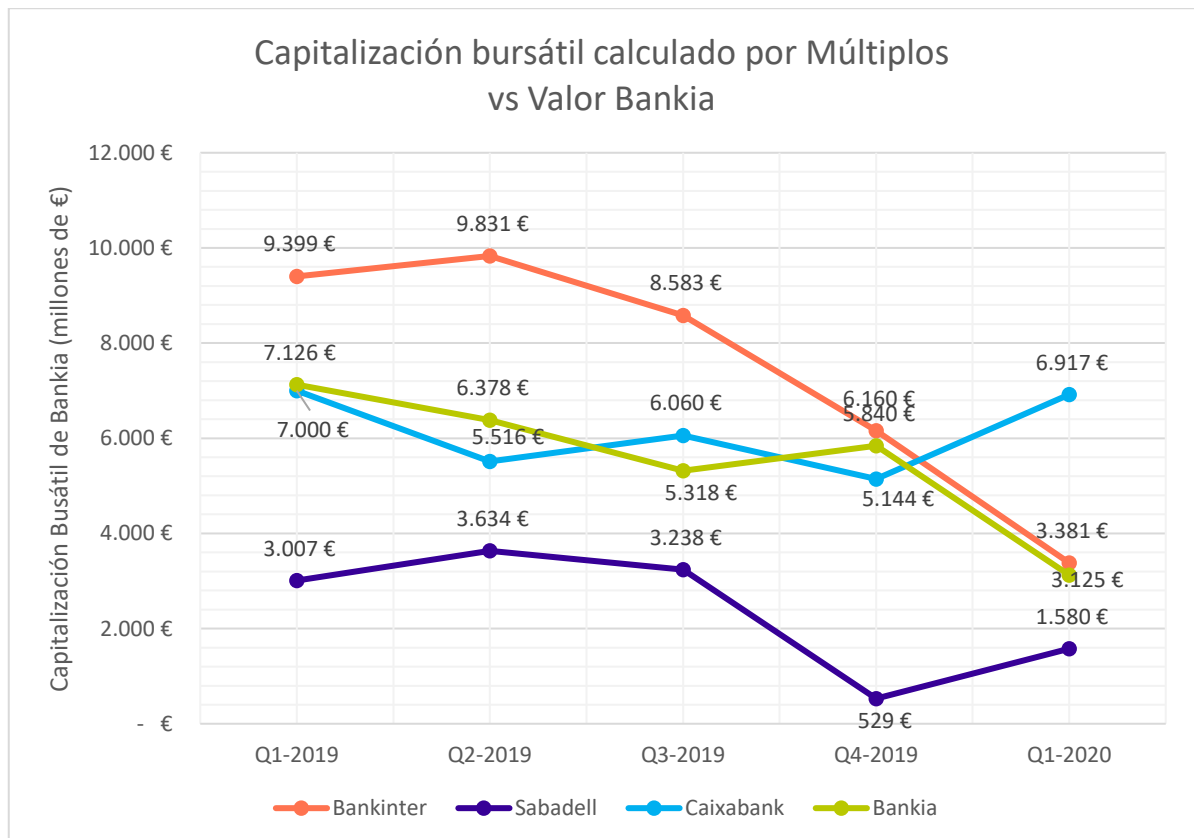


Ilustración 33: Tabla 11: Capitalización bursátil por múltiplos vs valor real Bankia. Elaboración propia

Con estos resultados, es difícil emitir una valoración si la capitalización de Bankia está por encima o por debajo de su valor real en general se puede ver que está en el medio de los cálculos. Por lo que se procedió a calcular de la misma manera el precio por acción de Bankia, según los múltiplos de las empresas y el valor real de Bankia:

	Q1-2019	Q2-2019	Q3-2019	Q4-2019	Q1-2020
bankinter.	3,07	2,59	2,43	1,92	0,78
Sabadell	1,55	1,59	1,47	1,49	1,89
CaixaBank	2,61	3,28	2,65	1,92	1,09
Bankia	2,31	2,08	1,73	1,90	1,02

Tabla 11: Precio por acción por múltiplos vs valor real Bankia. Elaboración propia

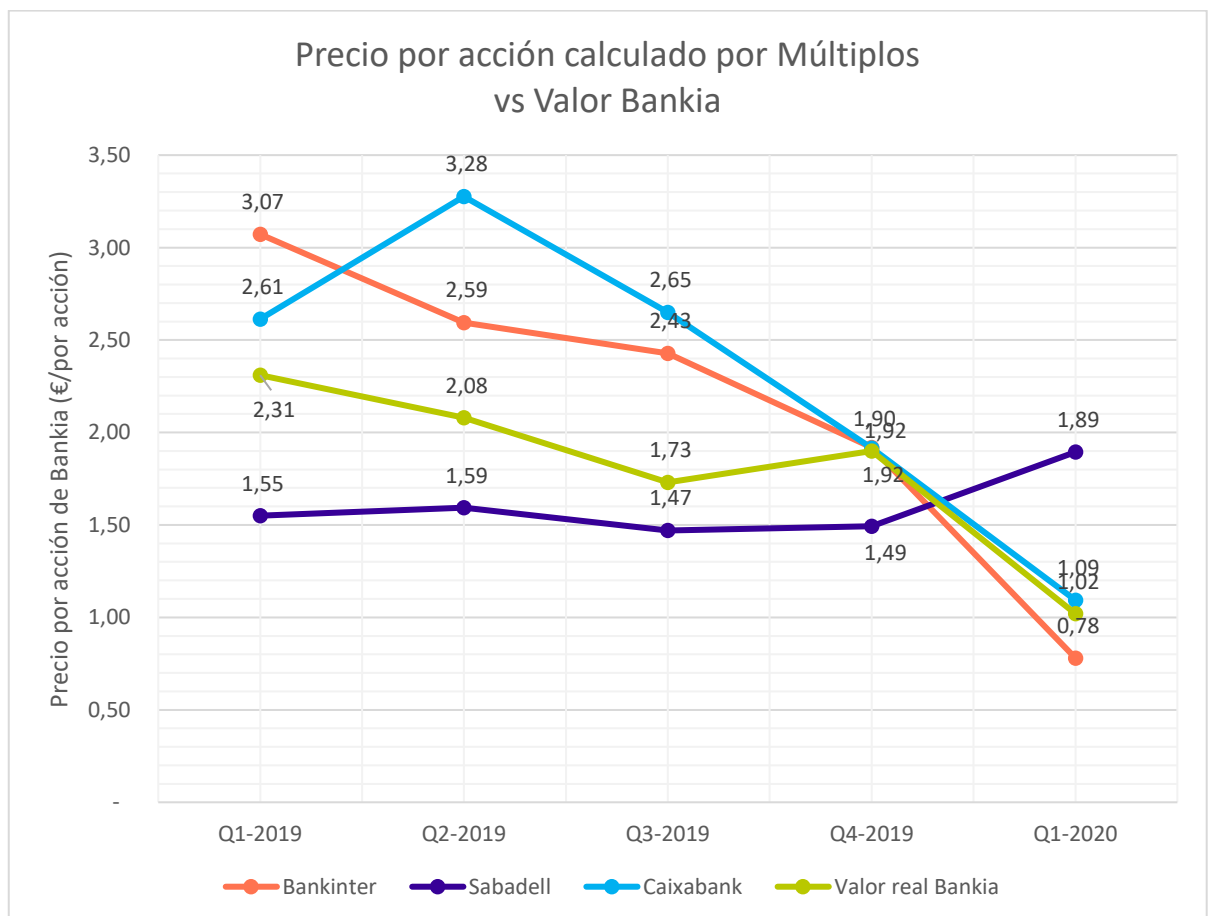


Tabla 12: Precio por acción de Bankia calculo por múltiplos vs el valor real. Fuente: Elaboración propia.

Como se observa en el gráfico en general se puede observar que el precio real de la acción de Bankia, comparándolo directamente con Bankinter y Caixabank, tiene un precio menor al rango de valoración obtenido. En contraste con Sabadell, que el precio tiene una tendencia a estar por encima. Además de este método de múltiplos por comparación directa se pasó a realizar el cálculo con la media de las empresas para los periodos establecidos, obteniéndose los múltiplos en: *Tabla 35: Múltiplos obtenidos del promedio de las empresas seleccionadas.*

Para posteriormente, pasar a calcular la capitalización bursátil objetiva de Bankia y el precio por acción, resultados mostrados en: *Tabla 36: Obtención de la capitalización bursátil y precio por acción del promedio de las empresas seleccionadas. Así como el cálculo del precio medio.*

	Q1-2019	Q2-2019	Q3-2019	Q4-2019	Q1-2020
Promedio	6.469 €	6.327 €	5.960 €	3.945 €	3.959 €
Media	5.177 €				
Bankia	7.126 €	6.378 €	5.318 €	5.840 €	3.125 €

Tabla 13: Consolidado de la capitalización bursátil obtenida del promedio de las empresas seleccionadas.
Fuente: Elaboración propia.

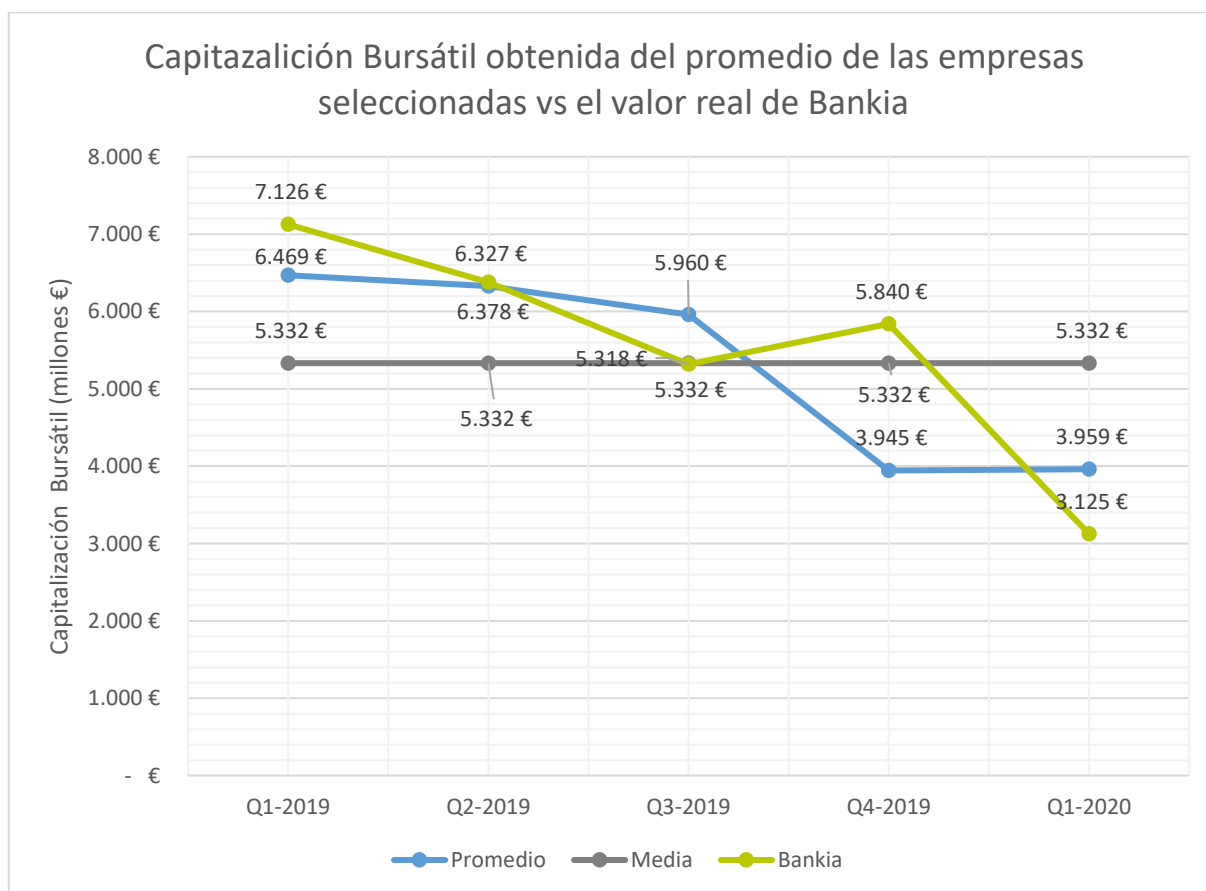


Tabla 14: Gráfica del consolidado de la capitalización bursátil obtenida del promedio de las empresas seleccionadas. Fuente: Elaboración propia.

En general se puede observar que la media obtenida de capitalización bursátil se mantiene por debajo del valor contable de Bankia. Hay que tener en cuenta que el valor de la media está siendo reducido por la inclusión del Banco Sabadell como empresa comparable, asimismo, el hecho de que el promedio en el Q4-2019 el resultado de Bankia el EBIT tiene un resultado considerablemente menor a los demás Q. Asimismo, se realizó el cálculo del precio por acción:

	Q1-2019	Q2-2019	Q3-2019	Q4-2019	Q1-2020
Promedio	2,25	2,27	2,06	1,53	1,27
Media	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88
Bankia	2,31	2,08	1,73	1,90	1,02

Tabla 15: Consolidado del precio por acción obtenida del promedio de las empresas seleccionadas. Fuente: Elaboración propia.

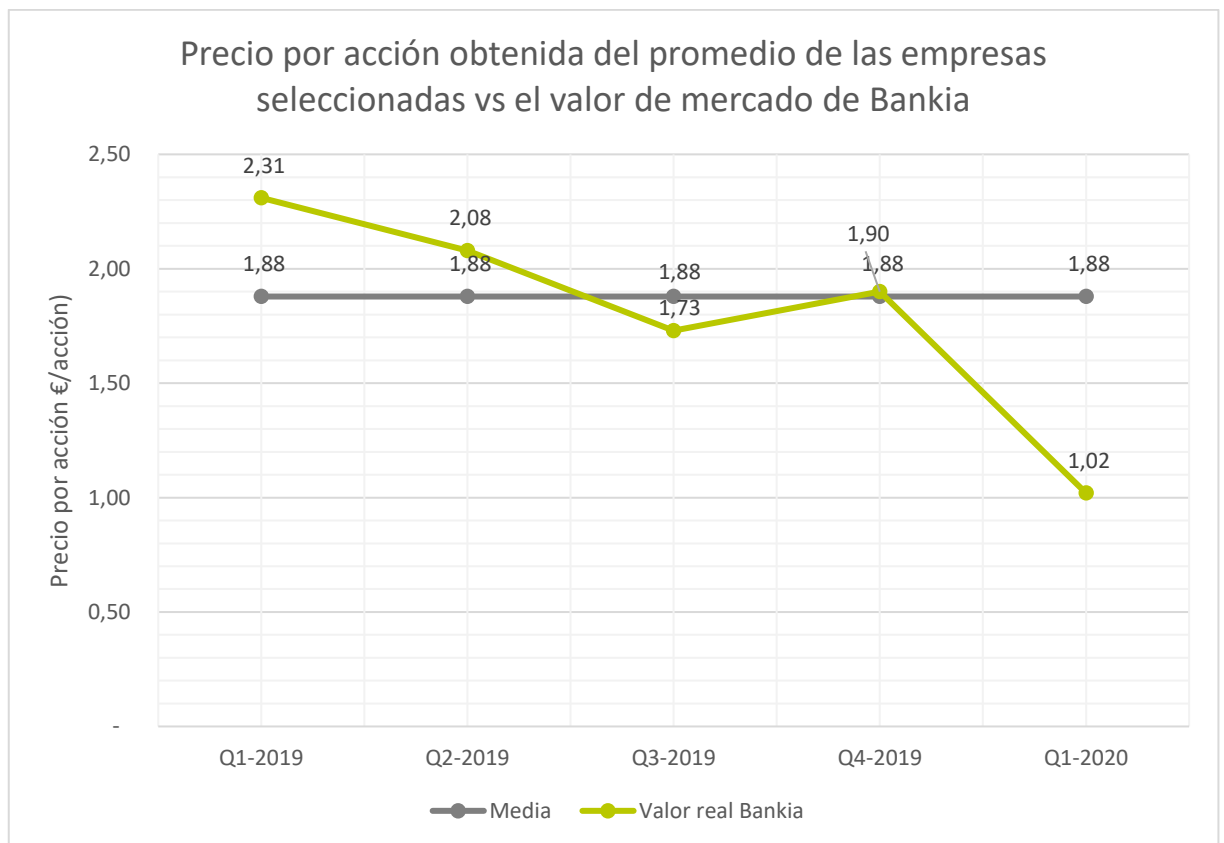


Ilustración 34: Consolidado del precio por acción obtenida del promedio de las empresas seleccionadas. Fuente: Elaboración propia.

6.1.1.3 Conclusiones del método

Como se observa en la gráfica, en la mayoría de los Q el precio de Bankia en el IBEX, tiende a estar por debajo el promedio del valor calculado por múltiplos, a excepción del Q4 -2019, debido a que la empresa tuvo un resultado de EBIT mucho menor comparado con otros periodos. En general, se puede afirmar que el precio de Bankia está infravalorado, mediante esta comparación por múltiplos.

Otra cuestión de gran importancia a tener en cuenta es la pandemia mundial del COVID-19, el cual empezó a impactar en la economía española, de una manera abrupta a final del Q1 de 2020, por eso se observa que en Q1 el precio se desploma, en Bankia y en todas las empresas comparables en aproximadamente en un 50%. Actualmente, son resultados extraordinarios, realmente nadie podía predecir que se generara esta pandemia, inicialmente desde el Banco Europeo se han generado medidas para reducir el impacto en la banca. Asimismo, en este primer Q1-2020 Bankia ha supuesto un aumento considerable de sus provisiones por lo cual el EBIT se reduce tan considerablemente. De momento, podemos pensar que es una situación transitoria que se irá aliviando y volviendo a su tendencia aproximadamente en 4-6 Q.

Una consideración a tomar en cuenta en relación a este método de valoración es que no se toma en cuenta el valor temporal del dinero, no se consideran factores como la inflación, así como no se considera la capacidad de generar flujos futuros de negocio, realmente es una foto muy estática. Consideración que se pone de relevancia con los sucesos ocurridos en el último Q, realmente ni el precio de la acción de Bankia, ni de ninguna entidad financiera es igual al valor real, la bolsa se ha desplomado por un periodo de gran crisis y estrés.

Otra consideración importante de este método, es que tiene un porcentaje considerable de subjetividad, esto sucedido en el momento de escoger las empresas para comparación. Realmente ninguna empresa es igual a otra, y en este método se establece la premisa de que Bankia se comporta igual que Bankinter, Sabadell, y Caixabank. En general, estas entidades han sido escogidas porque cumplen una serie de variables que, en una primera aproximación, sí pueden ser consideradas como entidades comparables, a diferencia de Santander y BBVA las cuales tienen un volumen de negocio mucho mayor y una presencia más consolidada nacional e internacionalmente, lo que no las hace empresas comparables a la empresa de estudio.

Como factores positivos de este método de valoración, se puede observar la tendencia a estar por debajo el precio de mercado de Bankia, que el valor calculado por múltiplos, lo que nos da un poco la visibilidad a priori, de cómo se está considerando Bankia en el mercado. Otro punto añadido es que este método suele utilizarse conjuntamente con el método de descuentos de flujos de caja que sí es un método que toma consideraciones como la capacidad de la entidad de generar flujos futuros.

6.1.2 Método descuento de flujos de caja

En este apartado se aplicará el método de valoración de descuento de flujos de caja a la empresa de estudio Bankia. Como ya se mencionó en el apartado teórico: *3.2.4 Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (DCF)*, es uno de los métodos de valoración más comúnmente utilizado, el cual tiene la premisa de ser el uno de los más correctos, en esta ciencia tan subjetiva como es la valoración de empresas. El principio básico de este método, gira en torno a que el valor de la empresa tiene su base en su capacidad de generar flujos de efectivo en el futuro, lo que realiza este método es actualizar a día de hoy el valor de los flujos futuros, para conocer a día de hoy cuanto valdría la empresa, entendiendo a aquella como un ente con funcionamiento infinito.

Se utilizará como flujo financiero el Cash-Flow libre, el cual es el resultado del ejercicio obtenido descontando las inversiones (balances). Para ello se aplicarán las fases descritas anteriormente:

6.1.2.1 Aplicación del método

6.1.2.1.1 Fase 1: Separación de actividades de negocio

Los datos reportados y obtenidos de la web de Bankia, corresponden con los resultados reportados a nivel Holding como consolidado de sus sociedades. Idealmente, en esta fase lo suyo sería separar por negocio: banca retail, empresas, seguros, etc., pero, aunque se tengan datos parciales no son suficientes para poder calcular los cash flows por cada área de negocio, por lo que se procederá al cálculo del rango de valoración, suponiendo que la desviación no será significativa, y tomándolo con un consolidado.

6.1.2.1.2 Fase 2: Análisis de Activo y Pasivo

En este caso, es imposible determinar los activos o pasivos ociosos de la empresa, inicialmente al ser una entidad financiera, los activos ociosos son mínimos y no se tiene un exceso de tesorería, por lo cual no es necesario realizar la venta de activos o pasivos ociosos.

6.1.2.1.3 Fase 3: Fijación de un horizonte temporal

Para la fijación del horizonte temporal, es importante considerar que se considera correcto tomar 5-10 años como proyección, en el caso de estudio, en dependencia del sector y de la historia de Bankia, se toma la premisa que realizar la proyección a 5 años, tendrá poca carga de subjetividad, debido a ser un negocio maduro con generación de flujos de caja estables, lo que facilitará la proyección de los flujos y el horizonte temporal cercano.

6.1.2.1.4 Fase 4: “Due diligence”

Para revisar y analizar la empresa, y conocer sus fortalezas y debilidades se ha procedido a realizar un análisis DAFO:

Debilidades	Amenazas
<p><i>Riesgo de concentración, es una de las principales debilidades de Bankia, su negocio está concentrado en España, lo que lo pone en riesgo en caso de que ocurra una crisis en el país, de carácter político o social. Derivado de este riesgo surgen otros como el posible riesgo de liquidez, en caso de crisis, o riesgo legal, esto ocasionado directamente por la fuerte legislación que rige a los bancos españoles derivado del Banco Central Europeo.</i></p> <p><i>Otro riesgo de gran impacto en Bankia, ha sido el riesgo reputacional, directamente derivado de las tan comúnmente llamadas, preferentes, y que ocasionó la crisis de España en 2008, el cual afectó en gran medida la imagen de Bankia.</i></p>	<p><i>Creo que una de las principales amenazas que podría tener Bankia es nuevos requerimientos regulatorios, como el aumento de capital. Aunque lo que sí es cierto que ante la crisis del COVID-19, ha dotado a la entidad de una mayor cantidad de provisiones para paliar este efecto, reaccionando rápidamente a este suceso.</i></p> <p><i>Otra amenaza sería el aumento de los saldos dudosos, o un mayor deterioro del sector bancario y el financiamiento.</i></p>
Fortalezas	Oportunidades
<p><i>Bankia tiene grandes fortalezas, muchas derivadas de la actuación y dirección del presidente José Ignacio Goirigolzarri, Bankia tiene muy buena posición en la cobertura de los saldos dudosos, buena posición de solvencia, aumentando positivamente los últimos años, además, de un ratio de eficiencia del 55% en 2019, y como se mencionó anteriormente, tiene una buena dirección que ha demostrado su capacidad de llevar a Bankia hacia el camino correcto.</i></p>	<p><i>Uno de las principales oportunidades de Bankia, es derivado de sus debilidades, tiene la oportunidad de primero aumentar su cuota de mercado en mercado español y en otros mercados en países en crecimiento como Latam, México, Chile, etc.</i></p>

Tabla 16: : Análisis DAFO Bankia. Fuente: Elaboración propia.

6.1.2.1.5 Fase 5: Proyección de los Estados Financieros

Conociendo los datos desde el 2015 de Bankia, se proyectarán con esta base los estados financieros a 5 años: 2020, 2021, 2022, 2023 y 2024. Hay que tener en cuenta que este apartado tiene una gran subjetividad, y para poder realizar las proyecciones se tomarán como bases los 5 años anteriores, así como el análisis DAFO realizado a la empresa, además de la situación actual, derivado del COVID-19 y el resultado para el Q1 de 2020.

Para realizar la proyección se tomaron los principales indicadores para poder obtener el FCF, los datos han sido tomado de la cuenta de PyG de Bankia de los años correspondientes, y el CAPEX, la inversión en capital o inmovilizado fijo, ha sido tomado del estado de flujo de efectivo de los años correspondientes.

(millones de euros)	2019	%	2018	%	2017 ⁽⁷⁾	%	2016	%	2015
Margen de intereses	2.023	(1,3%)	2.049	4,1%	1.968	(8,4%)	2.148	(21,6%)	2.740
EBITDA	1.428	(4,6%)	1.498	44,2%	1.038	(35,9%)	1.619	(24,7%)	2.148
- (Depreciación + Amortización)	(201)	15,5%	(174)	(0,2%)	(174)	8,0%	(161)	9,9%	(147)
= EBIT	1.227	(7,3%)	1.324	53,2%	864	(40,7%)	1.457	(27,2%)	2.001
- Impuestos	(213)	(4,2%)	(223)	70,0%	(131)	(30,7%)	(189)	(51,7%)	(391)
= NOPLAT	1.014	(7,9%)	1.101	50,2%	733	(42,2%)	1.268	(21,2%)	1.610
+Depreciación + Amortización	(201)	15,5%	(174)	(0,2%)	(174)	8,0%	(161)	9,9%	(147)
= Cash-Flow Bruto (CFO)	1.215	(4,7%)	1.275	40,5%	907	(36,5%)	1.429	(18,6%)	1.757
- CAPEX	(227)	(41,7%)	(389)	81,4%	(215)	(96,2%)	(5.616)	1223,1%	(424)
= Free Cash Flow	988	11,6%	886	27,9%	693	(116,5%)	(4.186)	(414,2%)	1.332

Tabla 17: Valores iniciales tomados para realizar la proyección de los estados financieros de Bankia. Fuente: Bankia (2020), con adaptaciones y cálculos propios.

En el siguiente apartado se calculará el FCF de los años proyectados por lo que, el resultado de la proyección se mostrará en el siguiente punto. Lo que sí es importante añadir que para la proyección el FCF, no se tomará como relevante el dato de 2016, debido a que se debe a inversiones mantenidas hasta el vencimiento, en este año se realizó una contabilización que luego cambio por el concepto Activos no corrientes y pasivos que se han clasificado como mantenidos para la venta, resultado excepcional que como se ve no concuerda con la tendencia.

Para realizar la proyección de los estados financieros, además de basarse en el porcentaje de aumento/disminución de los años anteriores, el histórico. Según el banco de España, el gobernador ha anunciado a 8 de junio, que se empeoran las previsiones de la caída del PIB entre un 9% y 15% en el 2020, y una recuperación entre el 7% y 2l 9% para 2021, y entre 2% y 4% para 2022. A partir de estos datos y el histórico de la empresa se realizó los proyectos de los estados financieros para el cálculo del FCF. (Expansión, 2020)

6.1.2.1.6 Fase 6: Cálculo del Free Cash Flow

En este apartado se procederá a realizar el cálculo del FCF para los próximos 5 años tomando como base las variables descritas anteriormente. Para realizar el cálculo del FCF, se tomó el EBITDA de cada año al cual se restaron las depreciaciones y amortizaciones, obteniendo así el EBIT. A este se le resto los impuestos, para obtener el NOPLAT, que es la ganancia operativa neta, para volver a sumar las depreciaciones y amortizaciones, obteniendo así, el Cash-Flow Bruto o CFO, para por último restar el CAPEX, es la inversión en capital o inmovilizado fijo que realiza una compañía ya sea para adquirir, mantener o mejorar su activo no corriente; obteniendo así el Free-Cash Flow.

(millones de euros)	2024	%	2023	%	2022	%	2021	%	2020	%	2019
Margen de intereses	2.039	3,2%	1.976	2,0%	1.937	4,3%	1.857	8,0%	1.720	(15,0%)	2.023
EBITDA	1.440	3,2%	1.395	2,0%	1.368	4,3%	1.311	8,0%	1.214	(15,0%)	1.428
- (Depreciación + Amortización)	(220)	4,0%	(212)	(6,0%)	(225)	(3,0%)	(232)	10,0%	(211)	5,0%	(201)
= EBIT	1.220	3,1%	1.183	3,6%	1.142	5,9%	1.079	7,6%	1.003	(18,3%)	1.227
- Impuestos	(210)	16,0%	(181)	8,0%	(168)	12,0%	(150)	17,0%	(128)	(40,0%)	(213)
= NOPLAT	1.009	0,7%	1.002	2,8%	975	4,9%	929	6,2%	875	(13,7%)	1.014
+Depreciación + Amortización	(220)	4,0%	(212)	(6,0%)	(225)	(3,0%)	(232)	10,0%	(211)	5,0%	(201)
= Cash-Flow Bruto (CFO)	1.229	1,3%	1.214	1,2%	1.200	3,3%	1.161	6,9%	1.086	(10,6%)	1.215
- CAPEX	(293)	14,0%	(257)	20,0%	(214)	(3,0%)	(221)	(10,0%)	(245)	8,0%	(227)
= Free Cash Flow	937	(2,1%)	957	(2,9%)	986	4,8%	941	11,9%	841	(14,9%)	988

Tabla 18: Proyección de los estados financieros de Bankia a 5 años. Fuente: Elaboración propia.

6.1.2.1.7 Fase 7: Cálculo de la Tasa de descuento (WACC)

Como ya se mencionó anteriormente, la tasa de descuento, es el tipo de actualización que se toma al llevar a valor presente los flujos monetarios futuros, esta tasa es cambiante en el tiempo, por lo que se hace una aproximación a la más adecuada, aplicando la misma a los años venideros. Como estimación más correcta se toma el Coste Medio Ponderado de Capital o WACC, esta nos permite conocer la estructura de la empresa, los pesos de la deuda y de la equity. La fórmula del WACC es:

$$WACC = Kd * \frac{Deuda}{D + RRPP} + Ke * \frac{Capitalización}{D + RRPP}$$

Siendo:

- Kd: coste de la deuda, obtiene del balance a partir de los gastos financieros y el nominal de la deuda, se ajusta al ser fiscalmente deducible:

$$Kd \text{ neta} = i * (1 - t)$$

- La tasa de interés aplicada por la financiación obtenida (kd)
- t= Tipo de gravamen impositivo =25%

Ke: coste del capital propio, se puede calcular utilizando el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model), el cual toma como premisa mercados competitivos y eficientes, aplicado especialmente a empresas cotizadas:

$$Ke = Rf + B * (Rm - Rf) = Rf + B * Pr$$

- B, riesgo sistemático o de mercado.
- Rf, rentabilidad del activo sin riesgo, bono a largo plazo: 0,85%
- Rm, rentabilidad media del mercado
- Pr=Rm-Rf, prima de riesgo del mercado, a día de hoy 118.

Como para los bancos no requieren de financiación bancaria el WACC coincide directamente con el coste del capital propio denominado Ke:

- β , riesgo sistemático o de mercado de Bankia es: 1,65. (Infobolsa, 2020)
- R_m , rentabilidad media del mercado: 7,12%. (CincoDías, 2020)
- R_f , rentabilidad del activo sin riesgo, bono a largo plazo: Bono alemán a 10 años (-0,282%) (Investing, 2020)

Realizando los cálculos:

$$K_e = R_f + B * (R_m - R_f) = -0,282 + 1,65 * (7,12 - (-0,282)) = 11,93\%$$

6.1.2.1.8 Fase 8: Estimación del factor de crecimiento g

Como se mencionó anteriormente, la tasa g o de crecimiento, nos indica la capacidad de crecimiento futura de la empresa, esta tasa tiene un alto grado de subjetividad. Para su calcula se suele tomar consideraciones macro, es la opción más empleada por analistas y directores financieros debido a ser la que está más cerca de la realidad del mercado, y no tanto de la historia de la empresa. Se calcula como:

$$g = (1 + g_1) * (1 + g_2) * (1 + g_3) - 1$$

Siendo:

- g_1 , crecimiento estimado del PIB, ajustando el término real a la inflación.
- g_2 , crecimiento relativo del sector respecto al país.
- g_3 , crecimiento relativo de la empresa dentro de su sector.

Debido a la situación actual, considerando las implicaciones económicas derivadas del COVID-19, analizando las estimaciones de crecimiento de la economía, según expansión a 8 de junio (Expansion, 2020), el PIB podría descender hasta 15%, en 2020 en un escenario optimista el Banco de España lo sitúa en 9%. Desde otras fuentes, todas apuntan a resultados parecidos, por lo que se procederá a utilizar la fórmula de crecimiento sostenible, y evitar posibles errores derivado de esta situación excepcional.

$$g = ROE * (1 - \%payout)$$

Tomando el ROE y pay-out a 31 de marzo de 2020 de la página de la de accionistas e inversores de la entidad, presentan como resultados: 3,0% y 65,6% respectivamente. (Bankia, 2020)

$$g = ROE \times (1 - \%payout) = 1,03 \%$$

6.1.2.1.9 Fase 9: Cálculo del valor residual

Como se mencionó El valor residual acumula todo el valor futuro de la empresa, a partir del último año proyectado. El valor residual se sitúa cuando la empresa ya ha entrado en madurez, y con menor necesidad de financiación.

Como Bankia está en una fase de madurez, se procederá a utilizar la formula *Gordon-Shapiro*, como la capitalización perpetua de un dividendo con crecimiento constante, alineando el FCF a un dividendo perpetuo y que crece constantemente. Se puede calcular tomando directamente el FCF del último año "n" como la renta perpetua con crecimiento g: (Revello de Toro Cabello, El descuento de los flujos de fondos "DCF", 2004)

$$Vr = \frac{FCFn + 1}{(WACC) - g} = \frac{FCFn * (1 + g)}{(WACC) - g}$$

El free Cash Flow del año n, es decir del último año, corresponde en nuestra proyección a 5 años al 2024 con 937 millones de euros:

$$Vr = \frac{FCFn * (1 + g)}{(WACC) - g} = \frac{937 * (1 + 1,03\%)}{(11,93\%) - 1,03\%} = \mathbf{7.930,71 \text{ millones de euros}}$$

6.1.2.1.10 Fase 10: Cálculo del Valor de Empresa: EV

Se calcula como la sumatoria de los flujos de caja libres operativos, actualizados a la tasa K-WACC, estimados en los años proyectados, más el valor actual del valor residual:

$$EV = VAN(FCF) + VAN(VR)$$

$$EV = 4.661,00 + 7.930,71 = \mathbf{12.591,7 \text{ millones de euros}}$$

6.1.2.1.11 Fase 11: Cálculo del Valor de las acciones: Vac

Como último paso de este cálculo del FCF, es obtener el valor de las acciones, o el valor del equity, calculando como:

$$Vac = \frac{EV - Deuda + Inmov. Financ - Prov. riesgos y gastos - Int. Minoritarios + Participa. Pta. Equiv. + Crédito Fiscal}{\text{número de acciones}}$$

$$Vac = \frac{12.591,7 - 0,853 - 477 - 19 - 176}{3.085} = 3,86 \text{ € por acción}$$

6.1.2.2 Conclusiones del método DCF

Como se ha observado, el valor de Bankia, es muy superior al valor obtenido por el método de múltiplos 12,5 mil millones € respecto a 3 mil millones € aproximados obtenidos para 2019. Obteniéndose, un valor por acción de 3,86€, en comparación con su valor actual aproximadamente 0,99€ a 10 de junio. Como vemos en general, el valor es bastante elevado, eso es causado por varios factores.

Primero, es la subjetividad inherente al método de descuento de flujos de fondos, y las proyecciones realizadas, basadas en las estimaciones de descenso y crecimiento del PIB. Además, que son estimaciones propias basadas en el crecimiento del mercado y la historia de la empresa, asimismo, que se han tomado en cuenta variables cualitativas, como el tipo de dirección que tiene la entidad y las decisiones tomadas los últimos años por el presidente. Estas estimaciones son en gran medida optimistas, derivadas de las decisiones de reestructuración y reordenación de la entidad comandadas por José Ignacio Goirigolzarri.

Segundo, hay que tener en cuenta la situación actual del COVID-19, a partir del cual las acciones en bolsa se han desplomado, la economía mundial se ha contraído o esas son las aspiraciones para este 2020, siendo optimistas de un -5% y llegando a ser más del 15%, como cita el gobernador del Banco de España. (Expansion, 2020)

Tercero y derivado del punto anterior, lo que sí se puede ver es la tendencia a infravalorar Bankia, se puede argumentar esta causa derivado de la historia propia de la entidad, las condiciones actuales del mercado y la inminente privatización del mismo. A priori, sí se puede afirmar que el valor de Bankia es mayor que su capitalización de los últimos meses, por ello Goirigolzarri se ha volcado en aumentar el valor de la misma en el mercado, con una alta transparencia y gobernanza para que la confianza de la misma aumente paulatinamente en los inversores.

6.2 MÉTODO DE VALORACIÓN DE INTANGIBLES

Este segmento del trabajo, tiene como objetivo establecer un rango de valoración de Bankia, valorando su marca “Bankia” ¿qué valor puede tener? Muchas empresas consultoras se han hecho esta pregunta, ideando diferentes métodos para obtener finalmente un rango representativo del mismo, al final ¿Qué es la marca? Y ¿Qué porcentaje se puede atribuir a ella?

Como ya se mencionó anteriormente, a partir del surgimiento de la Norma ISO 10668, en 2010, y revisado y actualizada en 2017, se estableció una norma que regula este tipo de valoraciones, a partir de ello, han surgido proveedores dedicados a ellos entre ellos: Interbrand, Houlihan Valuation Advisors y Brand Finance, los cuales todos cumplen con esta norma. En el caso de este proyecto se procederá a valorar Bankia a través del método Interbrand, principalmente por el hecho de que su metodología es comúnmente extendida y los recursos bibliográficos a disposición propia son lo suficientemente extensos, para poder emitir un rango de valoración adaptado a este método.

6.2.1 Método Interbrand

Para la aplicación de este método, se debe considerar el valor de la marca como el beneficio diferencial de la marca, es decir, beneficio total de la entidad menos aquel beneficio que no esté ligado a la marca por un múltiplo. Para ello, se partirá de una media ponderado del beneficio antes de intereses e impuestos de los últimos 3 años y restando el EBIT que no se relacione con la marca. (Fernández, Valoración de marcas e intangibles, 2009)

Para cuantificar el EBIT relativo a un producto sin marca, hay que tener en cuenta q es un producto q no posee el volumen, ni el histórico de la marca. Finalmente, para llegar al EBIT diferencial de la marca, se resta los impuestos y remuneración de los recursos. Para estimar el EBIT no atribuible a la marca, y al tratarse de un banco, lo que se hizo fue trabajar con un producto de hipoteca (100.000 € a 25 años) a tipo fijo los primeros 12 meses y a tipo variable (E + tin), y un benchmarking de otras entidades que otras entidades utilizando una media del mismo producto y el interés que ofrecen.

En este análisis se puso de relevancia, lo que ocasiones, lo indicado por Interbrand, estas entidades no tienen el volumen de negocio, ni las economías de escala que poseen entidades de renombre como lo es Bankia. Tomando 4 “marcas blancas de hipotecas”, se obtuvo que la media de diferencia de no atribuible a la marca es 74,3%, a partir de ello se descontará este porcentaje al EBIT total de Bankia.

	Tipo de interés + el Euribor a partir del año	Fijo los primeros 12 meses
<i>Banca inteligente</i>	0,69	1,45
<i>Kutxabank</i>	0,64	1,49
<i>myinvestor</i>	0,69	1,59
<i>Cajasur</i>	0,89	1,45
<i>Media</i>	0,73	1,50
<i>Bankia</i>	0,99	1,99
<i>Diferencia</i>	26,52%	24,87%
Media atribuible a la marca	25,7%	-
No atribuible a la marca	74,3%	-

Tabla 19: Benchmarking cálculo del % no atribuible a la marca de Bankia. Fuente: Elaboración propia, utilizando datos de las fuentes: (Bankia, Bankia, 2020) (Helpmycash, 2020)

A partir de ello se obtuvo el EBIT diferencial de marca, seguidamente se multiplicó esto por el factor de inflación para los dos años anteriores, para compensar los valores obtenidos, tomados de Inflation UE, que tiene información de la inflación en todos los países del mundo. (Inflation, 2020). Obteniendo así el valor actual del EBIT diferencial de la marca.

2020	Año -2 (2017)	Año -1 (2018)	Año 0 (2019)	Previsión año +1 (2020)
Beneficios antes de intereses e impuestos (EBIT)	624.943.000,00 €	920.113.000,00 €	755.690.000,00 €	619.665.800,00 €
- EBIT de la marca blanca	464.332.649,00 €	683.643.959,00 €	561.477.670,00 €	460.411.689,40 €
=EBIT diferencial de la marca	160.610.351,00 €	236.469.041,00 €	194.212.330,00 €	159.254.110,60 €
*Factor compensador de la inflación	1,011	1,007	1	
=Valor actual del EBIT diferencial de la marca	162.377.064,86 €	238.124.324,29 €	194.212.330,00 €	
Factor de Ponderación	1	2	3	

Tabla 20: EBIT diferencial de Bankia 2020. (1/2). Fuente: Elaboración propia, tomando los datos base de (Bankia, Bankia, 2020)

Seguidamente y como establece Interbrand, para obtener el valor diferencial de Bankia para 2020, aplicamos un factor ponderación, en dependencia del histórico, tal y como indica Interbrand 1 2 y 3, para el año -2, -1 y 0, respectivamente. Descontando la remuneración de los recursos y los impuestos, se obtiene el beneficio diferencial de marca para 2020

EBIT diferencial ponderado de la marca	203.543.783,91 €
Provisión por reducción futura del EBIT	-
Remuneración de los recursos	1.615.728,00 €
Beneficio diferencial de la marca antes de impuestos	201.928.055,91 €
Impuestos	48.462.733,42 €
Beneficio diferencial de la marca 2020	153.465.322,49 €

Tabla 21: EBIT diferencial de Bankia 2020. (2/2). Fuente: Elaboración propia, tomando los datos base de (Bankia, Bankia, 2020)

Seguidamente, teniendo ya el beneficio diferencial de marca, se debe multiplicar por un múltiplo, lo que llama Interbrand “Fortaleza de marca”, que es una ponderación de 7 factores, del 1-100, donde se estudian varias empresas. Debido a la dificultad de tener el mismo criterio que Interbrand, y los y estudios de benchmarking que realizan ellos, lo más razonable es calcular el valor diferencial de marca de 2 años y con la valoración realizada por Interbrand y que publica para marcas españolas cada 2 años, se pueden obtener los múltiplos utilizados por ellos, y a partir de esos múltiplos estimar el del año 2020. Para ello se comenzará calculando el beneficio diferencial de marca para los años, 2017 y 2019, que son los años para los cuales se tienen las valoraciones realizadas por Interbrand.

2019	Año -2 (2016)	Año -1 (2017)	Año 0 (2018)	Previsión año +1 (2019)
Beneficios antes de intereses e impuestos (EBIT)	991.253.000,00 €	624.943.000,00 €	920.113.000,00 €	755.690.000,00 €
- EBIT de la marca blanca	736.500.979,00 €	464.332.649,00 €	683.643.959,00 €	561.477.670,00 €
=EBIT diferencial de la marca	254.752.021,00 €	160.610.351,00 €	236.469.041,00 €	194.212.330,00 €
*Factor compensador de la inflación	1,020	1,011	1	
=Valor actual del EBIT diferencial de la marca	259.745.160,61 €	162.377.064,86 €	236.469.041,00 €	
Factor de Ponderación	1	2	3	

Tabla 22: EBIT diferencial de Bankia 2019. (1/2). Fuente: Elaboración propia, tomando los datos base de (Bankia, Bankia, 2020)

EBIT diferencial ponderado de la marca	215.651.068,89 €
Provisión por reducción futura del EBIT	-
Remuneración de los recursos	1.616.000,00 €
Beneficio diferencial de la marca antes de impuestos	214.035.068,89 €
Impuestos	51.368.416,53 €
Beneficio diferencial de la marca 2019	162.666.652,36 €

Tabla 23: EBIT diferencial de Bankia 2019. (2/2). Fuente: Elaboración propia, tomando los datos base de (Bankia, Bankia, 2020)

2017	Año -2 (2014)	Año -1 (2015)	Año 0 (2016)	Previsión año +1 (2017)
Beneficios antes de intereses e impuestos (EBIT)	912.132.000,00 €	1.451.985.000,00 €	991.253.000,00 €	624.943.000,00 €
- EBIT de la marca blanca	677.714.076,00 €	1.078.824.855,00 €	736.500.979,00 €	464.332.649,00 €
=EBIT diferencial de la marca	234.417.924,00 €	373.160.145,00 €	254.752.021,00 €	160.610.351,00 €
*Factor compensador de la inflación	0,999	0,995	1	
=Valor actual del EBIT diferencial de la marca	234.066.297,11 €	371.294.344,28 €	254.752.021,00 €	
Factor de Ponderación	1	2	3	

Tabla 24: EBIT diferencial de Bankia 2017. (1/2). Fuente: Elaboración propia, tomando los datos base de (Bankia, Bankia, 2020)

EBIT diferencial ponderado de la marca	290.151.841,44 €
Provisión por reducción futura del EBIT	
Remuneración de los recursos	1.852.000,00 €
Beneficio diferencial de la marca antes de impuestos	288.299.841,44 €
Impuestos	69.191.961,95 €
Beneficio diferencial de la marca 2017	219.107.879,50 €

Tabla 25: EBIT diferencial de Bankia 2017. (2/2). Fuente: Elaboración propia, tomando los datos base de (Bankia, Bankia, 2020)

Una vez, obtenidos los beneficios diferenciales de marca para 2017 y 2019 y conociendo la valoración de Bankia según Interbrand, se obtienen los múltiplos utilizados. A partir de ellos, se utiliza la media para ser aplicado al año 2020.

	VALORACIÓN BANKIA	BENEFICIO DIFERENCIAL DE MARCA	MÚLTIPLOS
2017	505.000.000,00 €	219.107.879,50 €	2,304800727
2019	534.000.000,00 €	162.666.652,36 €	3,282787174
2020	428.750.489,60 €	153.465.322,49 €	2,793793951

Tabla 26: Valoración de Bankia a 2020, por el método Interbrand. Fuente: Elaboración propia, tomando la valoración de Bankia de 2017 y 2019 de (Interbrand, 2020)

6.2.1.1 Conclusiones del método

Como se puede observar se obtiene una valoración de **428.750.489,60 €**, utilizando un múltiplo de 2,79, el cual fue utilizado la media de los dos años, debido a que realmente el múltiplo se podría decir que es más pesimista, se decidieron plantear 3 escenarios, el pesimista con un múltiplo de 2,79; el neutral que será manteniendo el mismo múltiplo que 2019, y un escenario optimista con un aumento del múltiplo de un 5 %, es decir, 3,44692653, obteniéndose los siguientes valores:

2020		VALORACIÓN BANKIA	BENEFICIO DIFERENCIAL DE MARCA	MÚLTIPLOS
PESIMISTA	↓	428.750.489,60 €	153.465.322,49 €	2,793793951
NEUTRAL	→	503.793.992,33 €	153.465.322,49 €	3,282787174
OPTIMISTA	↑	528.983.691,94 €	153.465.322,49 €	3,446926533

Tabla 27: Valoración de la marca Bankia y los diferentes escenarios. Fuente: Elaboración propia.

En el siguiente gráfico se muestran las valoraciones realizadas por Interbrand hasta 2019, desde la primera entrada de Bankia en el ranking de las mejores marcas españolas; y los 3 escenarios calculados para 2020:

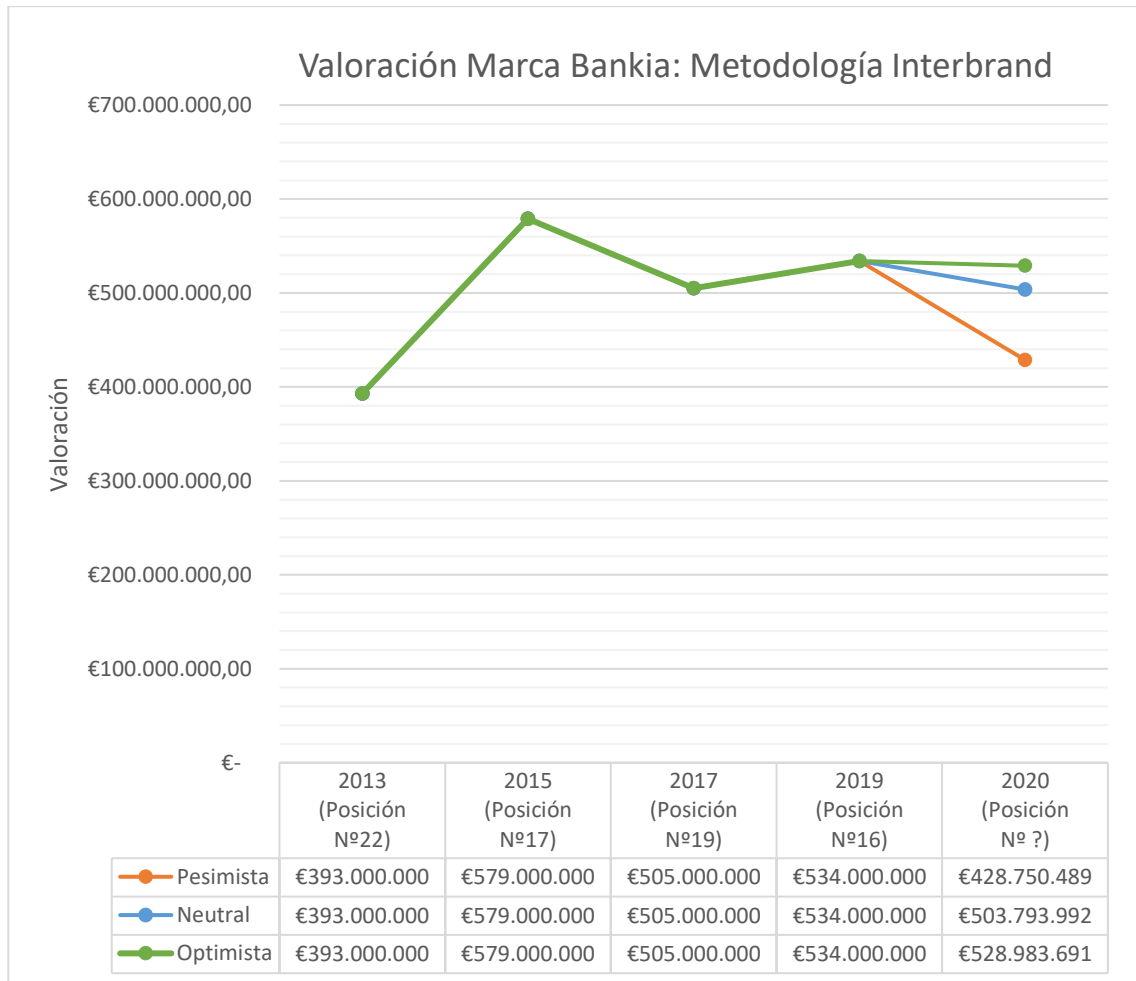


Tabla 28: Variaciones de la valoración de Bankia por Interbrand y los escenarios planteados para 2020. Fuente: Elaboración propia, con datos propios y utilizando la fuente: (Interbrand, 2020)

Como se puede observar la valoración de Bankia es reciente por parte de la consultora, siendo el 2013 su primer año y estando en la posición 22, en su momento se consideró muy optimista, sobre todo por los escándalos de los últimos años rondando las preferentes, seguidamente teniendo un pico en 2015, pero como vemos en 2019, aunque la valoración haya sido menor se encontró en la mejor posición que ha estado en el ranking de las MME (Mejores Marcas Españolas). Este repunte de valor, está ocasionado por los pasos consistentes de su gobierno, donde tienen como premisa central la transparencia. Bankia es la 4ta marca financiera del ranking, la entidad sigue apostando por ideas innovadoras como oficinas agile, espacios de Bankia Fintech y su flagship relacional, Plaza 53. Como se puede ver en los 3 escenarios, la marca tiende a la baja, pero esto está relacionado a sus beneficios de los últimos años, sobretodo 2019 que está impactando negativamente en el valor. Inicialmente, tomando el escenario neutral, la valoración de la entidad disminuiría desde 534M € a 503M€, que, en medio de la situación actual, con el COVID-19 y los resultados de la cuenta de PyG del último año y del 1er Q de 2020, es un resultado bastante alineado con lo esperado.

6.3 CONCLUSIONES DE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN

Como se pudo observar en la aplicación de los 3 métodos de valoración, cada uno tiene sus puntos fuertes y débiles, lo positivo de los métodos tradicionales, es la facilidad y la agilidad del cálculo. En el método de múltiplos, se pudo realizar el cálculo de una manera sencilla utilizando diferentes múltiplos de la cuenta de resultados y utilizando como base los datos de otros bancos, del mismo sector con un tamaño y volumen de negocio similares, hay que tener en cuenta que este método aun siendo “básico” y “comúnmente utilizado” tiene un grado de subjetividad al momento de escoger las entidades, en este caso, para el cálculo del valor de Bankia.

Al realizar el cálculo del método de descuento de flujos de caja, se realizaron una serie de suposiciones, lo cual otorga al método, otra vez un grado de subjetividad, con foco en la proyección de los estados financieros. Todo esto, aun tomando en cuenta que se ha tenido en consideración la situación del COVID-19 y las previsiones realizadas por el gobernador del Banco de España en relación al PIB de España, para los próximos años. Por último, lugar, en la valoración por el método Interbrand, se realizó un método mixto entre toma de valores de valoración anteriores de Bankia, los estados financieros del último año y una estimación de lo correspondiente a su valor de marca.

Para finalmente obtener la siguiente gráfica del valor de Bankia para final del Q2 2020:

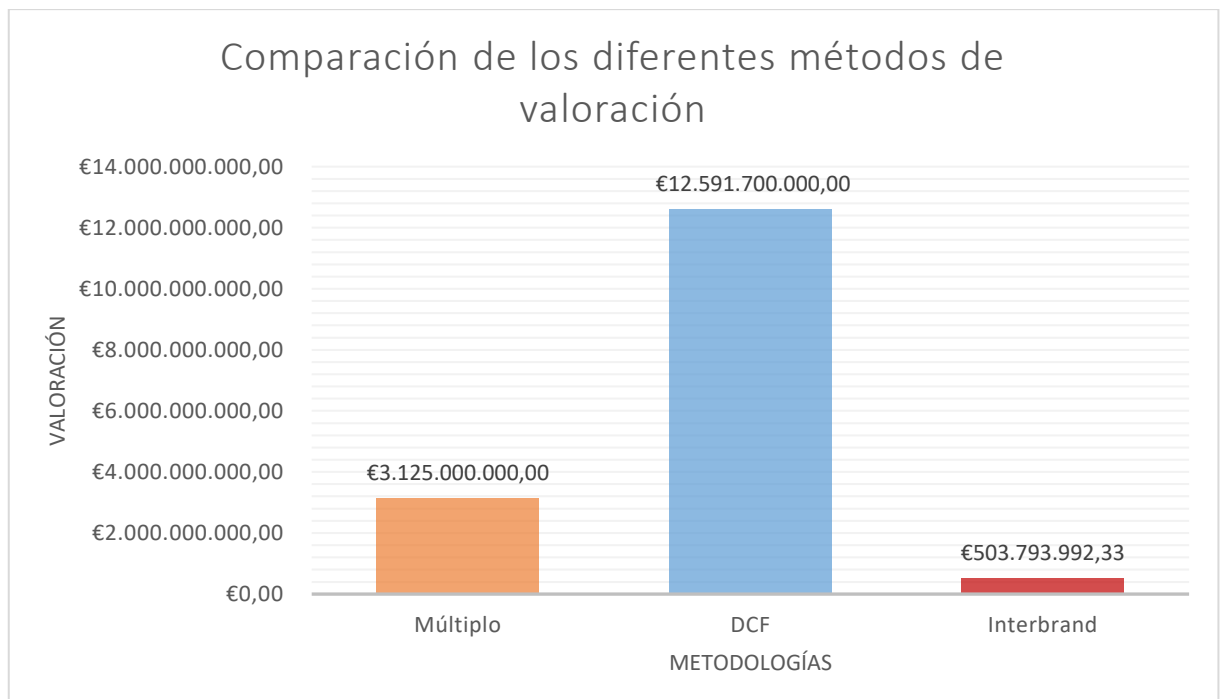


Ilustración 35: Comparación de los 3 métodos de valoración aplicados. Fuente: elaboración propia.

Como se puede observar, se obtuvieron valores muy distintos, pero cada uno con una justificación diferente. El método de múltiplos, se obtiene un valor de un poco más de 3mil millones de euros, debido a que se trata de una foto estática, no se está tomando en cuenta la capacidad de generación de flujos futuros de la entidad. Además, para este cálculo se tomó en cuenta el primer Q de 2020, es decir, ya se ha tomado en cuenta las bajadas ocasionadas en marzo por el COVID-19, la valoración por múltiplos nos dice a día de hoy lo que vale Bankia, perdiendo de vista muchísimos factores que son de igual gran valor, además, que hay que tener en cuenta que los mercados de valores, generan pronósticos a futuro para emitir el valor por acción de una determinada empresa.

Seguidamente se muestra el valor del método de DCF, este método se enfoca en la capacidad de producir flujos de caja futuros por la entidad, y básicamente lo que se tiene es un muy buen pronóstico, debido al histórico de Bankia y las últimas decisiones tomadas, como el pago de dividendos en 2019 del 65% a sus accionistas. Finalmente se muestra un futuro optimista para la entidad y es en lo que se traduce este valor.

Por último, el valor de marca Bankia, es interesante el valor obtenido, lo que se ha llamado anteriormente “neutral”, esta nomenclatura debido a que el año pasado el valor de Bankia según Interbrand fue ligeramente superior 534 millones de euros. Realmente, ha sido un descubrimiento el valor que se le da a la marca, aun teniendo en cuenta por todo lo que ha pasado la entidad, haciendo foco en el caso de las preferentes, que se trate de una entidad de un aproximado de 60% de propiedad pública y que ha tenido que ser salvada en varias ocasiones. Finalmente este valor se traduce, en una imagen muy optimista de la entidad, realmente el valor de marca “Bankia” es muy significativo, y creo que es importante hacer foco en las acciones que ha tomado el presidente de la entidad y en general su consejo, de llevar a la marca hacia la “transparencia” y hacia una transformación tecnológica muy importante, que finalmente es lo que piden los consumidores y mucho más a día de hoy, con el surgimiento de las Fintech y siendo el negocio bancario, tan tradicional.

Si se comparan los valores obtenidos en los primeros métodos, con la cotización de Bankia, por Q desde inicios de 2019, se obtiene la siguiente gráfica:

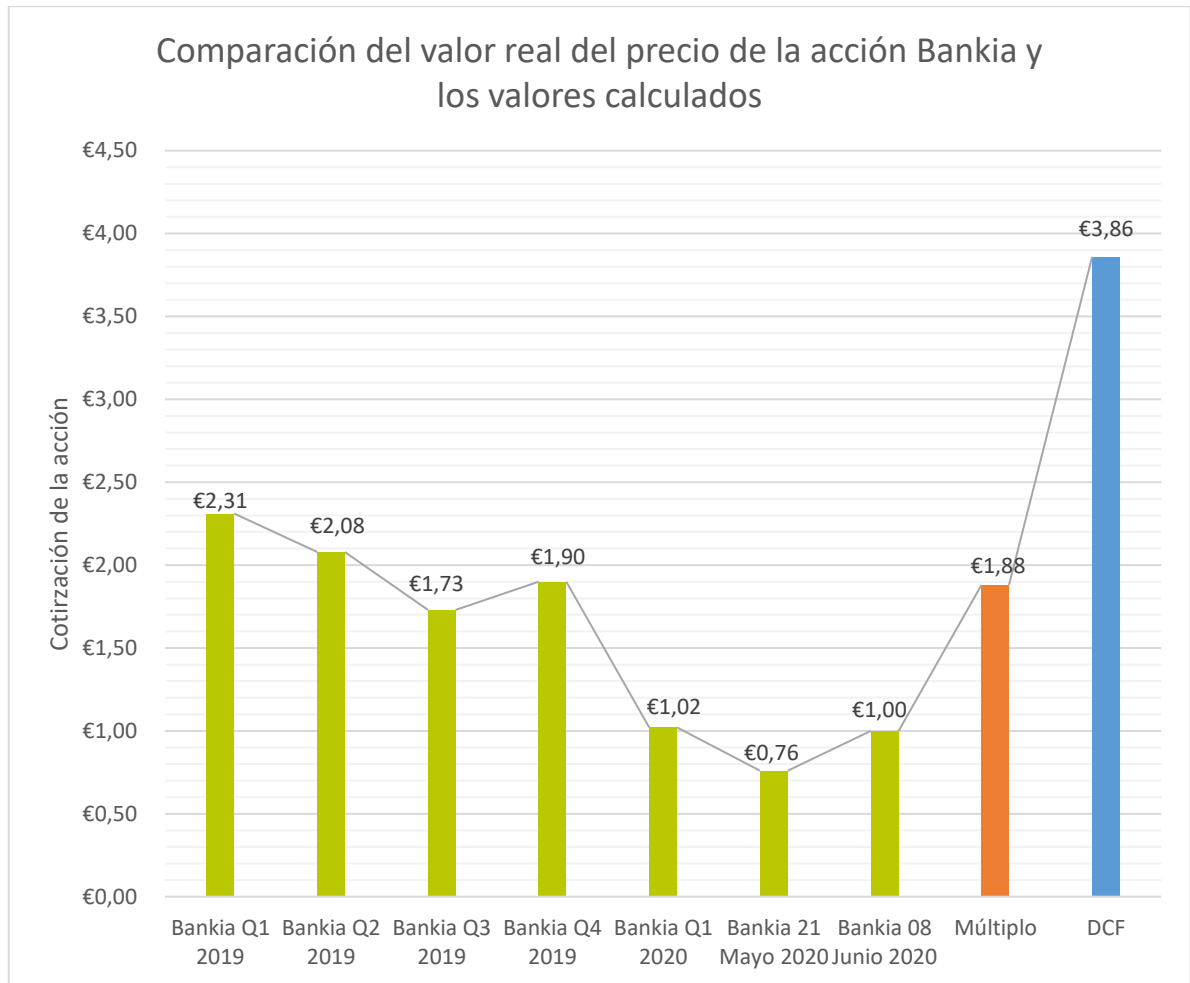


Ilustración 36: Comparación del valor real del precio de la acción Bankia y los valores calculados. Fuente: Elaboración propia.

En esta gráfica se ha podido ver lo explicado anteriormente, debido a la crisis de la pandemia el precio por acción de Bankia registró mínimos en mayo 2020 a un precio de 0,76€ por acción en comparación al precio a marzo de 2019 donde era 2,31€. Como se puede ver el precio por acción en el método de múltiplos, es bastante negativo, en una vista general, pero tiene sentido al compararse con el histórico a marzo de 2020, que fue hasta donde se tomaron los datos de la empresa.

Por otro lado, se observa el precio por acción del método de descuento de flujos de fondos, bastante más elevado, pero que a priori se puede afirmar que es un valor correcto, porque lo que se muestra es que se está infravalorando a Bankia en el mercado de bolsa.

7 CONCLUSIONES FINALES

El objetivo de este trabajo era realizar una valoración de Bankia utilizando diferentes métodos de valoración. Por un lado, al aplicar dos métodos tradicionales de valoración se pudo observar los resultados, a priori, diferentes, que arrojaron los métodos. En el caso de que sólo se analizaran estos métodos, se puede afirmar que, en la valoración a foto estática a día de hoy, el futuro de Bankia es incierto, y con una valoración menor a otras entidades; pero al tomar en cuenta, la capacidad de generar flujos futuros de caja, se puede ver con optimismo, como será la evolución del banco. Bankia, tiene capacidad para generar fondos futuros, y la realidad es que, a día de hoy, la entidad está siendo infravalorada en el mercado, la causa de esto, derivada en gran medida por la pandemia mundial.

Por otro lado, si tomamos en cuenta el análisis de la marca Bankia, y se amplía la vista tomando la valoración por métodos tradicionales y método de intangibles, se contrasta la hipótesis que Bankia está siendo infravalorada, el valor de marca ha aumentado los últimos años para la entidad, y se pronostica que siga aumentando, debido a que los consumidores, el mercado en general está valorando la evolución que está teniendo el banco y las decisiones tomadas por su dirección. Aunque el valor final de los métodos tradicionales e intangibles, no se puedan comparar, en el sentido estricto de la palabra, al utilizar ambos como complementos, se llega a conclusiones con sustento de lo que sucede con la entidad.

Si se debiera emitir un rango de valoración de la entidad, en cuanto a la totalidad de la entidad, el valor estaría entre los 3.1 mil millones de euros y los 12.5 mil millones de euros. En el caso de hablar de valor de marca Bankia, rondaría entre 428 millones de euros y 528 millones de euros, a final del 2Q de 2020 y teniendo en cuenta la pandemia mundial del COVID-19.

Como conclusiones finales, hay que resaltar que Bankia es una institución que en los últimos años ha sabido tomar las acciones correctas hacia convertirse cada vez más, en una de las entidades financieras líderes en España. Aunque, la crisis que azota al mundo actualmente, tendrá consecuencias para muchos sectores, Bankia, ha demostrado, que ha sabido hacer frente a esta, dotándose de las provisiones necesarias para hacer frente a la cantidad de créditos a clientes que han surgido derivado de la crisis, asimismo, en este trabajo se ha justificado que la entidad tiene capacidad para generar flujos de caja y con un alto valor de marca que, a priori, irá aumentando con los años venideros; con lo que se pronostica a Bankia, un futuro optimista.

8 LÍNEAS FUTURAS DE ESTUDIO

Tomando en cuenta, todo el proceso de digitalización a través del cual atraviesa la banca, y los pronósticos de que se llevaran a cabo una serie de fusiones y adquisiciones; además del proceso de venta que quiere realizar el estado con Bankia, con fecha a 2021, pero debido a la pandemia y al desplome de las acciones, no siendo momento adecuado y que con total certeza se ampliará la fecha de venta.

Surge como línea de trabajo futura, el actualizar los valores aquí utilizados para valorar a Bankia en el momento que suceda esta fusión o adquisición por parte de otra entidad, así como realizar la comparación con los resultados publicados por Interbrand en 2021 y actualizar los valores a esta fecha.

9 ANEXOS

9.1 CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS BANKIA: 2015-2019

	2019		2018		2017 ⁽¹⁾		2016		2015	
		%		%		%		%		%
Margen de intereses	2.023	(1,3%)	2.049	4,1%	1.968	(8,4%)	2.148	(21,6%)	2.740	
Dividendos	17	61,5%	11	14,7%	9	112,1%	4	(19,7%)	6	
Resultado por puesta en equivalencia	60	6,6%	56	41,5%	40	3,8%	38	20,2%	32	
Comisiones totales netas	1.081	1,5%	1.065	23,3%	864	4,9%	824	(12,2%)	938	
Resultado de operaciones financieras	298	(27,4%)	411	11,8%	367	52,3%	241	(14,2%)	281	
Diferencias de cambio	15	4,2%	15	46,5%	10	(23,3%)	13	(56,5%)	30	
Otros productos y cargas de explotación	(249)	4,5%	(239)	22,9%	(194)	90,2%	(102)	(53,7%)	(220)	
Margen bruto	3.245	(3,6%)	3.368	9,9%	3.064	(3,2%)	3.166	(16,8%)	3.806	
Gastos de administración	(1.616)	(4,8%)	(1.696)	(8,4%)	(1.852)	33,6%	(1.387)	(8,2%)	(1.511)	
Gastos de personal	(1.119)	(3,6%)	(1.161)	22,9%	(945)	4,2%	(907)	(6,6%)	(971)	
Otros gastos generales	(496)	(7,3%)	(536)	15,9%	(462)	(3,7%)	(480)	(11,2%)	(541)	
Gastos de integración no recurrentes ⁽⁶⁾	-	-	-	-	(445)	-	-	-	-	
Amortizaciones	(201)	15,5%	(174)	(0,2%)	(174)	8,0%	(161)	9,9%	(147)	
Margen neto antes de provisiones	1.428	(4,6%)	1.498	44,2%	1.038	(35,9%)	1.619	(24,7%)	2.148	
Dotación a provisiones	(477)	9,4%	(436)	48,4%	(294)	(7,4%)	(318)	(56,8%)	(735)	
Dotaciones a provisiones (neto)	(15)	45,9%	(10)	(128,9%)	34	(135,7%)	(96)	(36,6%)	(152)	
Pérdidas por deterioro de activos financieros (neto)	(463)	8,5%	(427)	29,8%	(329)	48,5%	(221)	(62,0%)	(583)	
Resultado de actividades de explotación	951	(10,4%)	1.061	42,6%	744	(42,8%)	1.301	(8,0%)	1.413	
Deterioro de activos no financieros	(19)	(293,3%)	10	(174,0%)	(14)	67,1%	(8)	(128,7%)	28	
Otras ganancias y pérdidas	(176)	16,5%	(151)	42,9%	(106)	(65,0%)	(302)	(2960,1%)	11	
Resultado antes de impuestos	766	(17,9%)	920	47,2%	625	(37,0%)	991	(31,7%)	1.452	
Impuesto sobre beneficios	(213)	(4,2%)	(223)	70,0%	(131)	(30,7%)	(189)	(51,7%)	(391)	
Resultado después de impuestos de operaciones continuadas	542	(22,2%)	697	41,2%	494	(38,4%)	802	(24,4%)	1.061	
Resultado del periodo	0	(100,0%)	6	-	0	-	0	-	0	
Resultado atribuido a intereses minoritarios	542	(22,9%)	703	42,4%	494	(38,4%)	802	(24,4%)	1.061	
Resultado atribuido al grupo	1	196,2%	0	(102,7%)	(11)	435,7%	(2)	(109,5%)	21	
Ratio de eficiencia ⁽²⁾	56,0%	+0,5 p.p.	55,5%	-3,9 p.p.	51,6%	+2,6 p.p.	48,9%	+5,3 p.p.	43,6%	
Ratio de eficiencia recurrente ⁽³⁾	62,0%	-1,6 p.p.	63,6%	+4,8 p.p.	58,8%	+5,7 p.p.	53,2%	+5,8 p.p.	47,4%	
PROMEMORIA:										
Resultado "core" ⁽⁴⁾	1.287	3,5%	1.244							
Margen neto "ex ROF" ⁽⁵⁾	1.130	4,0%	1.087							
Resultado atribuido al grupo			703	39,4%	505	(31,2)				
Resultado extraordinario en el año ⁽⁶⁾			788	(3,5%)	816					
Resultado atribuido al grupo recurrente										

Tabla 29: Cuenta de Pérdidas y Ganancias Bankia. Adaptación propia de las fuentes: (Bankia, 2020) (Bankia, 2019) (Bankia, 2018) (Bankia, 2017) (Bankia, 2016)

9.2 BALANCE BANKIA: 2015 -2019

9.2.1 Partida de Activo

(millones de euros)	dic-19	%	dic-18	%	dic-17 ⁽¹⁾	%	dic-16	%	dic-15
Activo, efectivo en bancos centrales y otros depósitos vista	13.203	177,7%	4.754	5,5%	4.504	57,8%	2.854	(29,4%)	4.042
Activos financieros mantenidos para negociar	6.691	6,1%	6.308	(6,9%)	6.773	(18,7%)	8.331	(31,7%)	12.202
Derivados	6.519	8,2%	6.022	(10,1%)	6.698	(18,9%)	8.256	(31,6%)	12.076
Valores representativos de deuda	171	(39,3%)	282	-	2	(60,1%)	5	(90,7%)	54
Instrumentos de patrimonio	1	(64,6%)	4	(94,7%)	74	4,7%	71	(2,5%)	72
Activos financieros no destinados a negociación valorados obligatoriamente a valor razonable con cambios en resultados	35	271,8%	9	-	(sin datos)	-	(sin datos)	-	(sin datos)
Valores representativos de deuda	0	26,7%	0	-	(sin datos)	-	(sin datos)	-	(sin datos)
Préstamos y anticipos a entidades de crédito	23	-	0	-	(sin datos)	-	(sin datos)	-	(sin datos)
Préstamos y anticipos a la clientela	11	22,9%	9	-	(sin datos)	-	(sin datos)	-	(sin datos)
Activos financieros a valor razonable con cambios en otro resultado global	11.982	(23,4%)	15.636	(31,3%)	22.745	(9,9%)	25.249	(18,8%)	31.089
Valores representativos de deuda	11.906	(23,5%)	15.559	(31,4%)	22.674	(10,1%)	25.223	(18,9%)	31.089
Instrumentos de patrimonio	76	(0,6%)	76	7,6%	71	171,7%	26	-	0
Activos financieros a coste amortizado	155.968	(0,3%)	156.461	(1,4%)	158.711	-	136.508	(2,8%)	140.414
Valores representativos de deuda	33.068	(2,0%)	33.742	3,3%	32.658	-	28.254	15,5%	24.463
Préstamos y anticipos a entidades de crédito	5.467	23,3%	4.433	46,4%	3.028	(15,4%)	3.578	66384,9%	5.381
Préstamos y anticipos a la clientela	117.433	(0,7%)	118.286	(3,9%)	123.025	17,5%	104.677	94570,0%	110.570
Derivados - contabilidad de coberturas	2.499	(4,9%)	2.627	(14,3%)	3.067	(15,5%)	3.631	(10,9%)	4.073
Inversiones en negocios conjuntos y asociadas	455	48,7%	306	(4,6%)	321	13,8%	282	(1,2%)	285
Activos tangibles e intangibles	3.019	21,4%	2.487	(6,5%)	2.661	41,7%	1.878	(16,9%)	2.261
Activos no corrientes y grupos enajenables de elementos mantenidos para la venta	2.152	(44,9%)	3.906	19,4%	3.271	44,7%	2.260	(23,7%)	2.962
Resto de activos	12.465	(2,1%)	12.728	7,2%	11.879	29,5%	9.174	(4,8%)	9.642
TOTAL ACTIVO	208.468	1,6%	205.223	(4,1%)	213.932	12,5%	190.167	(8,1%)	206.970

Tabla 30: Partida del Balance: Activo de Bankia. Adaptación propia de las fuentes: (Bankia, 2020) (Bankia, 2019) (Bankia, 2018) (Bankia, 2017) (Bankia, 2016)

9.2.2 Partida de Pasivo y Patrimonio Neto

Pasivos financieros mantenidos para negociar	6.750	11,6%	6.047	(18,5%)	7.421	(17,4%)	8.983	(27,6%)	12.408
Derivados	6.479	9,4%	5.925	(16,3%)	7.078	-	(sin datos)	-	(sin datos)
Posiciones cortas	271	122,2%	122	(64,5%)	343	-	(sin datos)	-	(sin datos)
Pasivos financieros a coste amortizado	185.176	1,8%	181.869	(3,7%)	188.898	14,7%	164.636	(6,6%)	176.276
Depósitos de bancos centrales	13.809	(0,3%)	13.856	(9,8%)	15.356	2,6%	14.969	(23,1%)	19.474
Depósitos de entidades de crédito	26.460	21,4%	21.788	(2,3%)	22.294	(7,1%)	23.993	3,3%	23.228
Depósitos de la clientela	124.785	(1,2%)	126.319	(3,1%)	130.396	24,0%	105.155	(3,3%)	108.702
Valores representativos de deuda emitidos	18.680	1,7%	18.360	(7,2%)	19.785	(0,3%)	19.846	(17,1%)	23.927
Otros pasivos financieros	1.443	(6,6%)	1.545	44,8%	1.067	58,7%	673	(28,8%)	945
Derivados - contabilidad de coberturas	87	(52,3%)	183	(51,6%)	378	(47,7%)	724	(25,9%)	978
Provisiones	1.754	(8,7%)	1.922	(5,5%)	2.035	44,8%	1.405	(51,5%)	2.898
Resto de pasivos	1.365	(32,2%)	2.013	26,8%	1.587	0,3%	1.582	(7,7%)	1.714
TOTAL PASIVO	195.133	1,6%	192.033	(4,1%)	200.319	13,0%	177.330	(8,7%)	194.274
Intereses minoritarios (participaciones no dominantes)	13	6,8%	12	(49,9%)	25	(45,1%)	45	(31,8%)	66
Otro resultado global acumulado	180	22,1%	147	(59,7%)	366	(25,2%)	489	(29,7%)	696
Fondos propios	13.142	0,9%	13.030	(1,5%)	13.222	7,5%	12.303	3,1%	11.934
TOTAL PATRIMONIO NETO	13.335	1,1%	13.189	(3,1%)	13.613	6,0%	12.837	1,1%	12.666
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	208.468	1,6%	205.223	(4,1%)	213.932	12,5%	190.167	(8,1%)	206.970

Tabla 31: Partida del Balance: Pasivo y Patrimonio Neto de Bankia. Adaptación propia de las fuentes: (Bankia, 2020) (Bankia, 2019) (Bankia, 2018) (Bankia, 2017) (Bankia, 2016)

9.3 DATOS Y CÁLCULO DEL MÉTODO DE VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS:

Empresas	bankinter.					B Sabadell					CaixaBank				
	Q1-2019	Q2-2019	Q3-2019	Q4-2019	Q1-2020	Q1-2019	Q2-2019	Q3-2019	Q4-2019	Q1-2020	Q1-2019	Q2-2019	Q3-2019	Q4-2019	Q1-2020
Datos trimestrales															
Margen de intereses (millones de euros)	323,61	338,69	354,09	352,42	345,24	1.243,4	1.268,5	1.267,5	1.281,6	1.233,7	1.237	1.241	1.242	1.231	1.200
EBITDA (millones de euros)	296,73	289,65	314,58	286,69	338,20	659,96	493,84	657,60	376,90	717,99	905	1.132	976	820	796
EBIT (millones de euros)	171,87	120,34	146,36	121,88	144,56	358,07	334,06	345,37	(86,42)	140,75	718	986	788	563	106
Beneficio por acción (euros)	0,16	0,34	0,49	0,60	0,14	0,15	0,15	0,15	0,13	0,03	0,29	0,20	0,23	0,26	0,19
Capitalización bursátil (millones €)	6.103	5.445	5.208	5.871	3.006	4.915	5.044	4.928	5.760	2.628	16.642	15.053	14.408	16.727	10.161
Acciones en circulación (millones acciones)	899	899	899	899	899	5.537	5.537	5.536	5.538	5.603	5.978	5.978	5.978	5.978	5.977
Precio por acción (a día último en euros)	6,79	6,06	5,79	6,53	3,34	0,89	0,91	0,89	1,04	0,47	2,78	2,52	2,41	2,80	1,70

Tabla 32: Datos iniciales tomados para el cálculo de los múltiplos..

Fuente: Elaboración propia con datos de: (Bankinter, 2020) (Caixabank, 2020) (Sabadell, 2020)


Múltiplos																
	Q1-2019	Q2-2019	Q3-2019	Q4-2019	Q1-2020	Q1-2019	Q2-2019	Q3-2019	Q4-2019	Q1-2020	Q1-2019	Q2-2019	Q3-2019	Q4-2019	Q1-2020	
Capitalización bursátil/ Margen de intereses	18,86	16,08	14,71	16,66	8,71	3,95	3,98	3,89	4,49	2,13	13,45	12,13	11,60	13,59	8,47	
Capitalización bursátil/ EBITDA	20,57	18,80	16,56	20,48	8,89	7,45	10,21	7,49	15,28	3,66	18,39	13,30	14,76	20,40	12,77	
Capitalización bursátil/ EBIT	35,51	45,25	35,58	48,17	20,79	13,73	15,10	14,27	(66,6)	18,67	23,18	15,27	18,28	29,71	95,86	
PER	11,38	9,98	9,71	10,66	6,50	5,74	6,13	5,88	8,29	15,78	9,68	12,60	10,60	10,64	9,11	

Tabla 33: Múltiplos de las entidades tomadas como comparación.

Fuente: Elaboración propia con datos de: (Bankinter, 2020) (Caixabank, 2020) (Sabadell, 2020)

Múltiplos	bankinter.					B Sabadell					CaixaBank				
	Q1-2019	Q2-2019	Q3-2019	Q4-2019	Q1-2020	Q1-2019	Q2-2019	Q3-2019	Q4-2019	Q1-2020	Q1-2019	Q2-2019	Q3-2019	Q4-2019	Q1-2020
Capitalización bursátil/ Margen de intereses	9.459,0	8.299,7	7.384,4	8.383,26	3.987,7	1.982,4	2.052,5	1.951,9	2.261,	975,54	6.747,5	6.261,6	5.824,2	6.837,50	3.878,2
Capitalización bursátil/ EBITDA	8.370,1	8.477,1	7.724,9	6.243,32	3.624,9	3.030,6	4.605,5	3.496,7	4.658,6	1.492,8	7.483,1	5.996,0	6.888,1	6.218,57	5.206,4
Capitalización bursátil/ EBIT	9.547,6	12.269	8.952,2	(1.729,9)	2.530,3	3.690,5	4.094,0	3.589,8	2.393,4	2.272,1	6.231,8	4.139,5	4.600,1	(1.066,9)	11.665
Promedio Capitalización Bursátil Bankia	9.125,6	9.682,2	8.020,5	4.298,8	3.381,0	2.901,2	3.584,0	3.012,8	3.104,4	1.580,1	6.820	5.465,7	5.770,8	3.996,37	6.916,6
Promedio del precio por acción Bankia	2,96	3,15	2,61	1,40	1,10	0,94	1,17	0,98	1,01	0,51	2,21	1,78	1,88	1,30	2,25
PER	3,07	2,59	2,43	1,92	0,78	1,55	1,59	1,47	1,49	1,89	2,61	3,28	2,65	1,92	1,09
Promedio total de múltiplos Precio por acción	3,02	2,87	2,52	1,66	0,94	1,25	1,38	1,23	1,25	1,20	2,41	2,53	2,26	1,61	1,67
Promedio según entidad	2,20					1,26					2,10				
Promedio general	1,85														

Tabla 34: Capitalización bursátil de Bankia a través del método de comparación directa de múltiplos. Fuente: Elaboración propia con datos de: (Bankinter, 2020) (Caixabank, 2020) (Sabadell, 2020)

Múltiplos	Q1-2019	Q2-2019	Q3-2019	Q4-2019	Q1-2020
Capitalización bursátil/ Margen de intereses	12,09	10,73	10,07	11,58	6,43
Capitalización bursátil/ EBITDA	15,47	14,10	12,94	18,72	8,44
Capitalización bursátil/ EBIT	24,14	25,21	22,71	3,75	45,11
PER	8,93	9,57	8,73	9,86	10,46

Tabla 35: Múltiplos obtenidos del promedio de las empresas seleccionadas.

Fuente: Elaboración propia.

	Valor Objetivo				
	Q1-2019	Q2-2019	Q3-2019	Q4-2019	Q1-2020
<i>Capitalización bursátil/ Margen de intereses</i>	6.063,00	5.538,01	5.053,55	5.827,39	2.947,18
<i>Capitalización bursátil/ EBITDA</i>	6.294,64	6.359,59	6.036,59	5.706,84	3.441,43
<i>Capitalización bursátil/ EBIT</i>	6.490,00	6.834,45	5.714,10	- 134,51	5.489,23
Promedio Capitalización Bursátil Bankia	6.282,54	6.244,02	5.601,41	3.799,91	3.959,28
Promedio del precio por acción Bankia	2,04	2,03	1,82	1,24	1,29
<i>PER</i>	2,41	2,49	2,18	1,78	1,26
Promedio total de múltiplos Precio por acción	2,22	2,26	2,00	1,51	1,27
Precio real de Bankia	2,31	2,08	1,73	1,9	1,02
Promedio general			1,85		

Tabla 36: Obtención de la capitalización bursátil y precio por acción del promedio de las empresas seleccionadas.

Fuente: Elaboración propia..

10 BIBLIOGRAFÍA

- Arnold, G., & Davies, M. (2000). *Value-Based Management: Context and Application*. New York: John Wiley and Sons.
- Arribas Vicente, J. (2009). Valoración de empresas en base a Análisis Sectoriales (I). En J. L. García Delgado, *El arte de valorar empresa* (págs. 145-162). Navarra: Aranzadi, S.A.
- Bajaj, M., Denis, D., & Sarin, A. (2004). Mean Reversion in Earnings and the Use of E/P Multiples in Corporate Valuation. *Journal of Applied Finance*, Spring, vol.14, núm. 1.
- Bankia . (28 de enero de 2019). *Informe anual de resultados 2018*. Obtenido de Bankia: <https://www.bankia.com/es/accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informes-financieros/2018/>
- Bankia. (1 de febrero de 2016). *Informe anual de resultados 2015*. Obtenido de Bankia: <https://www.bankia.com/es/accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informes-financieros/2015/>
- Bankia. (30 de enero de 2017). *Informe anual de resultados 2016*. Obtenido de Bankia: <https://www.bankia.com/es/accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informes-financieros/2016/>
- Bankia. (29 de enero de 2018). *Informe anual de resultados 2017*. Obtenido de Bankia: <https://www.bankia.com/es/accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informes-financieros/2017/>
- Bankia. (Febrero de 2020). *Bankia*. Obtenido de <https://www.bankia.com/es/quienes-somos/>
- Bankia. (29 de Febrero de 2020). *Comité de Dirección Bankia*. Obtenido de Bankia: <https://www.bankia.com/es/quienes-somos/organizacion/comite-de-direccion/>
- Bankia. (2020 de Febrero de 2020). *Composición del Consejo de Administración*. Obtenido de Bankia: <https://www.bankia.com/es/quienes-somos/organizacion/consejo-de-administracion/>
- Bankia. (31 de 03 de 2020). *DATOS RELEVANTES BANKIA A 31 DE MARZO 2020*. Obtenido de Bankia: <https://www.bankia.com/es/quienes-somos/sobrenosotros/principales-datos/>
- Bankia. (28 de enero de 2020). *Informe anual de resultados 2019*. Obtenido de Bankia: <https://www.bankia.com/es/accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informes-financieros/>
- Bankia. (2020). *Organización Territorial: Banca de Empresas*. Obtenido de Bankia: <https://www.bankia.com/es/quienes-somos/organizacion/organizacion-territorial/#banca-de-empresas>
- Bankia. (Marzo, 2019). *Informe Anual Bankia 2018*. Madrid, España: Bankia.

- Bankia. (s.f.). *Sede Operativa Madrid*. Obtenido de Bankia: <https://www.bankia.com/es/comunicacion/multimedia/sede-operativa-madrid.html>
- Bankinter. (2020). *Memoria Bankinter 2019*. Obtenido de Bankinter: https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/inf_financiera_cnmv/informacion_financiera/memoria/2019
- Blasco Ruiz, A., Moya Clemente, I., & Ribak Sanchis, J. (2009). Valoración de intangibles. En J. L. García Delgado, *El arte de valorar empresas* (págs. 253-268). Navarra: Aranzadi, .S.A.
- Brand Finance. (s.f.). *Brand Finance*. Recuperado el 6 de Abril de 2020, de Brand Finance: <https://brandfinance.com/>
- Bravo, P., & H. Valls, F. (27 de 01 de 2020). "Bankia no se toca": Sánchez veta el plan de Iglesias para crear una banca pública. *La información*, págs. <https://www.lainformacion.com/empresas/bankia-sanchez-podemos-banco-publico-goirigolzarri/6538489/>.
- Caixabank. (2020). *Información económico-financiera*. Obtenido de Caixabank: https://www.caixabank.com/informacionparaaccionistaseinversores/informacioneconomicofinanciera_es.html#
- CincoDías. (24 de 01 de 2020). Bank of America: la fusión de Bankia y Sabadell costaría 700 millones al Estado. *CincoDías*, pág. https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/01/24/companias/1579877454_056676.html.
- CincoDías. (Enero de 2020). *CincoDías*. Obtenido de La rentabilidad de la banca española baja, aunque mejora su capital y eficiencia: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/01/22/companias/1579705101_577508.html
- CincoDías. (10 de 02 de 2020). Iglesias se olvida de Bankia y apuesta por una banca pública solo con el ICO. *CincoDías*, pág. https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/02/10/companias/1581352910_252017.html.
- Deloitte. (s.f.). *Norma Internacional de Contabilidad 38. Activos Intangibles*. Recuperado el 28 de Marzo de 2020, de Deloitte: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cr/Documents/audit/documentos/niiif-2019/NIC%2038%20-%20Activos%20Intangibles.pdf>
- EFE. (16 de Mayo de 2020). Obtenido de El independiente: <https://www.elindependiente.com/economia/2020/04/29/bankia-gana-la-mitad-tras-provisionar-125-millones-para-mitigar-el-impacto-del-covid/>
- Escudero, R. (14 de 01 de 2020). Sánchez se compromete con el PNV a fusionar BBVA y Bankia con Goiri al frente. *Bolsamania*, págs. <https://www.bolsamania.com/noticias/empresas/sanchez-compromete-pnv-fusionar-bbva-bankia-goirigolzarri-frente--7228078.html>. Obtenido de Bolsamania: <https://www.bolsamania.com/noticias/empresas/sanchez-compromete-pnv-fusionar-bbva-bankia-goirigolzarri-frente--7228078.html>

Expansión. (s.f.). *¿QUÉ ES EL FROB?* Obtenido de Expansion:
<https://www.expansion.com/economia-para-todos/economia/que-es-el-frob.html>

Expansion. (08 de Junio de 2020). *El Banco de España empeora sus previsiones: el PIB podría caer más de un 15% este año.* Obtenido de Expansion:
<https://www.expansion.com/economia/2020/06/08/5ede1ac4468aebc4288b45bc.html>

Expansión. (08 de 06 de 2020). *El Banco de España empeora sus previsiones: el PIB podría caer más de un 15% este año.* Obtenido de Expansión:
<https://www.expansion.com/economia/2020/06/08/5ede1ac4468aebc4288b45bc.html>

Expansión. (15 de 05 de 2020). *Mercados.* Obtenido de Expansión:
https://www.expansion.com/mercados/cotizaciones/indices/banca_I.MAS5B.html

EY. (2019). *Informa Anual Bankia 2019.* Madrid, España: Bankia.

Fernández, P. (1999). *Valoración de empresas.* Barcelona: Gestión 2000.

Fernández, P. (2009). Valoración de marcas e intangibles. En ACCID, *Valoración de empresas: bases conceptuales y aplicaciones prácticas* (págs. 77-116). Barcelona: Profit Editorial.

Gil Corral, A. (2009). Marco conceptual de la valoración de empresas. En J. García Delgado, *El arte de valorar empresas* (págs. 11-43). Madrid: Thomson Reuters; Fundación ICO; Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros, Generalitat Valenciana, Civitas.

Gutierrez, M., Palomo, R., & Rey, V. (s.f.). Sistema institucional de protección (SIP). *Expansión*, págs. <https://www.expansion.com/diccionario-economico/sistema-institucional-de-proteccion-sip.html>. Obtenido de Diccionario Económico: Sistema institucional de protección (SIP): <https://www.expansion.com/diccionario-economico/sistema-institucional-de-proteccion-sip.html>

Helpmycash. (Junio de 2020). *Comparador de hipotecas.* Obtenido de Help my cash:
<https://www.helpmycash.com/hipotecas/comparador-de-hipotecas/>

Houlihan Valuation Advisors. (s.f.). *Houlihan Valuation Advisors.* Recuperado el 6 de Abril de 2020, de Houlihan HVA: <https://www.houlihan-hva.com/>

Inflation. (12 de 06 de 2020). *Inflacion de España en 2019.* Obtenido de Inflation.eu:
<https://es.inflation.eu/tasas-de-inflacion/espana/inflacion-historica/ipc-inflacion-espana-2019.aspx>

Infobolsa. (Mayo de 2020). *Infobolsa.* Obtenido de Información económica Bankia:
<http://www.infobolsa.es/cotizacion/informacion-bankia>

Interbrand. (2020). *Mejores Marcas Españolas.* Obtenido de Interbrand:
<https://www.interbrand.com/>

Interbrand.com. (s.f.). Recuperado el 6 de Abril de 2020, de [interbrand.com](https://www.interbrand.com/)

Investing. (05 de Junio de 2020). *Investing*. Obtenido de Resumen de rentabilidad sobre el bono alemán a 10 años: <https://es.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield>

(2017). *ISO 10668:2010*. AENOR.

Labatut Serer, G. (2009). La valoración de la empresa mediante el método comparativo o por múltiplos. En ACCID, *Valoración de empresas* (págs. 59-76). Barcelona: Profit Editorial.

Miller, M. (Octubre de 1986). Behavioral Rationality in Finance: The case of dividends. *Journal of Business*, págs. 451-468.

Revello de Toro Cabello, J. M. (2004). El descuento de los flujos de fondos "DCF". En J. M. Revello de Toro Cabello, *La valoración de los negocios: una guía teórica y práctica para valorar empresas* (págs. 23-78). Barcelona: Ariel, S.A.

Revello de Toro Cabello, J. M. (2004). Fundamentos de la valoración. En J. M. Revello de Toro Cabello, *La valoración de los negocios: una guía teórica y práctica para valorar empresas* (págs. 11-22). Barcelona: Ariel.

Revello de Toro Cabello, J. M. (2005). La valoración por múltiplos comparables. En J. M. Revello de Toro Cabello, *La valoración de los negocios: una guía teórica y práctica para valorar empresas* (págs. 167-202). Barcelona: Ariel.

RICS. (Junio de 2017). *Valoración RICS – Normas Internacionales 2017*. Obtenido de RICS: <https://www.rics.org/globalassets/rics-website/media/upholding-professional-standards/sector-standards/valuation/red-book-2017-spanish-translation.pdf>

Rosell, J. (21 de 12 de 2018). *El Gobierno amplía hasta finales de 2021 la venta de Bankia*. Obtenido de Merca2: <https://www.merca2.es/gobierno-venta-bankia-2021/>

Sabadell. (2020). *Sabadell Inversor*. Obtenido de Sabadell: <https://www.bancsabadell.com/cs/Satellite/SabAtl/Inicio/2000019486851/es/>

Sorensen, E., & Williamson, D. (1985). Some evidence on the value of the dividend discount model. *Financial Analysts Journal*, págs. 41: 60-69.

Tomás Catalá, F. (2009). Método del descuento de flujos de caja. En J. L. García Delgado, *El arte de valorar empresas* (págs. 55-70). Navarra: Aranzadi, S.A.