

## Valoración ENTIDADES FINANCIERAS

@Copyleft: Jesús Díez, 2007

¿Cuánto vale un banco? Para un ladrón, la cantidad que pueda robar de una oficina. Para un cliente conservador, el volumen de activos, que le garanticen una seguridad. Para una gran entidad, la cantidad de dinero que sea capaz de mover. Para un inversor rentista, los dividendos que reparta.

Pero, ¿y para otro banco? Es de suponer que el mejor tasador de un banco es otro de la competencia, pues conoce mejor el negocio y sus fundamentos. Así que debemos observar a cuanto se valoran los bancos unos a otros. Y en esta valoración pongo el precio que realmente pagan unos por comprar otros.

Las comprar que vamos a tener como comparativa son las siguientes:

- Barclays compra Zaragozano por 1.175 M €, cifra de negocio 6.910 M €
- Sabadell compra Atlantico por 1.500 M €, cifra de negocio 11.870 M €
- Sabadell compra Urquijo por 760 M €, cifra de negocio 3.690 M €
- Sabadell compra Transatlantic por 135 M €, cifra de negocio 735 M €
- BBVA compra Laredo por 660 M €, cifra de negocio 5.025 M €
- BBVA compra Compass por 7.410 M €, cifra de negocio 36.480 M €

Podríamos introducir también las compras del Santander (Abbey, y Sovereign), pero las he dejado fuera por ser operaciones que superan los 10.000 M €.

La Cifra de Negocio, un parámetro que los banqueros usan bastante, se refiere a la suma de recursos de la clientela tanto en el activo como en el pasivo (suma de créditos y depósitos). No es el clásico parámetro que los inversores o periodistas usen. Pero casualmente, es el que la Asociación Española de Banca usa para establecer sus rankings, y también el que, de forma más o menos explícita, usan los banqueros para explicar sus compras.

Hay que tener en cuenta que en la anterior lista de adquisiciones existen todo tipo de operaciones: bancos con beneficios, con pérdidas, con estructura accionarial clara, con estructura accionarial compleja, bien gestionados y mal gestionados, bancos grandes y pequeños. Un panorama muy diferente.

Todas estas compras, independientemente de haber sido valoradas por los especialistas como más o menos estratégicas, han concitado un cierto consenso de valoración, en el momento de anunciarse: “*Compra caro*”. Y por el tiempo que ya ha pasado, en aquellos casos en que podemos observar resultados de dichas operaciones, debemos consensuar una valoración: “*Han sido un gran negocio*”.

Veamos los datos anteriores expresados en ratio Cifra de negocio / Precio de compra, ordenadas de mayor a menor por el precio de compra:

- BBVA compra Compass por 4,92
- Sabadell compra Atlantico por 7,91
- Barclays compra Zaragozano por 5,88
- Sabadell compra Urquijo por 4,86
- BBVA compra Laredo por 7,61
- Sabadell compra Transatlantic por 5,44

A mayor es el número, más barato respecto del volumen de negocio es la adquisición, y viceversa. La compra más barata es la del Atlántico, seguida por la del Laredo. Las más caras son las del Urquijo, seguida por la del Compass. Esta gradación coincide bastante con las realizadas por especialistas en el momento de producirse.

Queda claro que cuando un buen banquero adquiere más negocio, lo va a gestionar bien, y va a ganar más dinero. Cuando un banco compra otro banco, lo que adquiere es simplemente negocio. Y de forma bastante independiente a cual fuera la situación de partida de ese nuevo negocio, le da lo mismo si es negocio con alta rentabilidad, si es una institución bien o mal gestionada, si los accionistas se llevan bien o mal. Solo quiere nuevo negocio, y paga por eso. Los precios de compra pagados, en relación a su “cifra de negocio”, son comparables.

Las conclusiones son que los banqueros tasan su negocio, de promedio, en 1/6 de su Cifra de Negocios (suma de Crédito a la clientela, y Depósitos de la clientela), con un más/menos 20 %, dependiendo de diversos factores, tales como complementariedad, beneficios, saltos en los rankings, etc.

Llegados a este punto, comparemos el precio de los cotizados respecto de este parámetro:

| Entidad     | (*) Cifra negocios | (**) Cot. Acción | Capitalización           | Valor s/ Ratio 6          | Margen +/- 20 %          | Precio objetivo |
|-------------|--------------------|------------------|--------------------------|---------------------------|--------------------------|-----------------|
| Santander   | 770.423            | 13,87            | 86.747 x 10 <sup>6</sup> | 128.404 x 10 <sup>6</sup> | 25.681 x 10 <sup>6</sup> | 20,53           |
| BBVA        | 427.453            | 18,47            | 65.605 x 10 <sup>6</sup> | 71.242 x 10 <sup>6</sup>  | 14.248 x 10 <sup>6</sup> | 20,06           |
| Popular     | 107.945            | 14,68            | 17.843 x 10 <sup>6</sup> | 17.991 x 10 <sup>6</sup>  | 3.598 x 10 <sup>6</sup>  | 14,80           |
| Sabadell    | 77.579             | 35,32            | 10.808 x 10 <sup>6</sup> | 12.930 x 10 <sup>6</sup>  | 2.586 x 10 <sup>6</sup>  | 42,25           |
| Bankinter   | 47.664             | 57,45            | 4.515 x 10 <sup>6</sup>  | 7.944 x 10 <sup>6</sup>   | 1.589 x 10 <sup>6</sup>  | 101,09          |
| Pastor      | 28.958             | 16,90            | 4.422 x 10 <sup>6</sup>  | 4.826 x 10 <sup>6</sup>   | 965 x 10 <sup>6</sup>    | 18,44           |
| Guipuzcoano | 10.157             | 33,87            | 2.325 x 10 <sup>6</sup>  | 1.693 x 10 <sup>6</sup>   | 339 x 10 <sup>6</sup>    | 24,66           |

(\*) Datos septiembre 2006 publicados por Asociación Española de Banca, [www.aebanca.es](http://www.aebanca.es)

(\*\*) Cotización a cierre 09/03/2007

- Los Precios objetivos resultantes lo son en relación a la posibilidad de una OPA. La reciente cotización del **BBVA**, cuando los rumores sobre posibles OPAs estaban a la orden del día, reflejaban dicha circunstancia.
- Observamos que la cotización del **Santander** está sorprendentemente muy por debajo de la estimación, pero es lugar común que el Santander no es opable, y eso queda reflejado en su cotización. El efecto **Banesto** (suma en Cifra de Negocio consolidada, pero no en capitalización bursátil) también debe tener algo que ver.
- La mayor expectativa de revalorización la encontramos en **Bankinter**. No es extraño que el Sr. Bhavnani, habilísimo inversor y especulador, la única operativa totalmente previsible que tiene es la compra continua de más paquetes de acciones, más desde que hace una temporada que abundan los rumores corporativos respecto de la entidad.
- **Popular**, entidad destacada a nivel mundial por ser no solo una de las más rentables, sino también de las más transparentes y rigurosas, cotiza prácticamente según su valoración esperada.
- **Sabadell** y **Pastor**, entidades últimamente relacionadas, cotizan cerca de su valor de expectativa, con recientes subidas.
- **Guipuzcoano** es la única entidad claramente por encima de su valoración por cifra de negocios. Algo que no es ajeno el reciente calentón que tuvo en bolsa.