



ICAUICADE BUSINESS SCHOOL

MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

VALORACIÓN DE DEUTSCHE BANK

Aplicación de métodos de valoración por múltiplos y descuento de dividendos

Autor: Cristina Fernández Castañeda

Director: Maria Luisa Garayalde

Madrid
Julio 2015

Índice

1. Resumen.....	4
2. Introducción	5
3. Métodos de valoración de empresas.....	7
3.1 Descuento de flujos de caja	8
3.2 Métodos de valoración por múltiplos	12
3.3 Método de valoración por descuento de dividendos.....	17
3.4 PER	19
4. Deutsche Bank.....	21
5. Análisis bancario.....	29
5.1 Análisis de la situación actual	29
5.2 Análisis temporal	35
5.3 Análisis causal	37
5.4 Análisis espacial	39
Gráfico 3	42
Gráfico 4	45
5.5 Análisis de la rentabilidad	48
6. Valoración por múltiplos.....	50
7. Valoración por descuento de dividendos.	51
7.1 <i>Crecimiento constante de los dividendos según el modelo Gordon Shapiro ...</i>	51
7.2 <i>Crecimiento de los dividendos a partir de 2017.....</i>	52
8. Conclusiones.....	54
9. Anexos.....	56
10. Bibliografía.....	64

Índices de tablas y gráficos

Tabla 1	31
Tabla 2	31
Tabla 3	32
Tabla 4	32
Tabla 5	33
Gráfico 1	36
Gráfico 2	37

1. Resumen

En esta tesis se lleva a cabo una breve descripción de las principales razones que pueden motivar un proceso de valoración así como una exposición de los métodos clásicos más importantes para la valoración de sociedades o entidades financieras, como el descuento de flujos de caja, valoración por múltiplos, descuento de dividendos y Price to Earning Ratio (PER), debido a que es necesario tener en consideración distintos aspectos como consecuencia de que el valor puede variar en función del método empleado. Asimismo, se ofrecen las herramientas necesarias para interpretar información económico-financiera de entidades bancarias pertenecientes al mismo sector, en función de la información reflejada en sus estados contables.

La determinación de valor es un punto de máxima importancia para la entidad debido a que permite conocer el estado de las inversiones. Además de ello, esto facilita a los gestores determinar cuáles son los factores determinantes en la creación de valor para la entidad.

El objetivo de este trabajo es desarrollar una metodología de valoración de la entidad financiera Deutsche Bank, específicamente a partir de la valoración por múltiplos de empresas comparables así como por descuento de dividendos, con el fin de establecer un precio objetivo y determinar una decisión de inversión: comprar, mantener o vender.

Abstract

This memory shortly describes the main reason to be able to obtain a process and more over the most important classic methods to classify entities or banks, as free cash flow discount, multiple valuation dividend discounts and Price to Earnings Ratio (PER) to consider several aspects in order to show how the result may vary when using different methods. In addition, other economic-financial tools are taking into consideration to be able to show banks from the same range, following the balance sheet and Profit and Loss Account results.

It is very important to determine the value of the company to conclude the financial inversions. More over this valuation will allow to the analyst to get the main aspects to evaluate the society.

The aim of this project is to develop the methodology to evaluate Deutsche Bank Financial society, specially starting from multiples companies comparing within as dividends discounts aiming to gain a price of share and final decision to: buy, sustain or sell.

2. Introducción

El proceso de valoración de una sociedad o entidad financiera es esencial debido a que las distintas operaciones o actividades llevadas a cabo por la entidad requieren estimar el valor de la misma. Establecer dicho valor es necesario en el caso de definir un nuevo modelo de negocio, implementación de nuevos segmentos o líneas de actividad, negociación de una nueva financiación, realizar con éxito operaciones de compra o venta así como operar en el mercado bursátil. Igualmente, es esencial para evaluar la calidad de gestión así como determinar la creación de valor para el accionista.

Un proceso de valoración de empresas o entidades financieras se define como el proceso por el cual se cuantifica los elementos que conforman su patrimonio y actividad además de las expectativas de la propia entidad.

Se desarrolla los métodos clásicos más importantes de valoración: valoración por descuento de flujos de caja a partir de los cash flow que la empresa generará en el futuro, valoración por múltiplos de compañías comparables pertenecientes al mismo sector de actividad y valoración por descuento de dividendos en función de la proyección de los dividendos de la entidad. De igual manera, se describe el método de valoración a partir del Price to Earning Ratio, uno de los ratios más comúnmente utilizados en la actualidad para comparar empresas.

En este trabajo se lleva a cabo la valoración fundamental de una entidad financiera mediante la valoración por múltiplos por empresas comparables pertenecientes al mismo sector de actividad así como la valoración por descuento de dividendos, en la cual se establecen dos posibles escenarios. Para ello se ha recogido información contable recogida en los estados contables de la entidad así como en informes de bancos de inversión. Asimismo, se interpreta la información económico-financiera de la entidad en función de la información reflejada en sus estados contables y las proyecciones a futuro establecidas, y se comparan los resultados obtenidos con otras empresas del mismo sector bancario.

La empresa objeto de estudio es el grupo Deutsche Bank líder, fundado en 1987 y líder a nivel global, cuyo sector de actividad es la industria bancaria. Desarrolla su actividad a través de las áreas de negocio de clientes privados y empresas, gestión de activos y patrimonio, finanzas corporativas y mercados y banca transaccional.

A lo largo del trabajo se describe el entorno en el que se encuentra la entidad, debido a que se producen numerosos cambios en el marco regulatorio a nivel internacional como consecuencia de la crisis financiera que comenzó en 2007 en Estados Unidos con el colapso de la burbuja inmobiliaria debido a las hipotecas subprime y la caída de Lehman Brothers. Esto ha provocado la introducción de

nuevas y estrictas medidas por parte del Basel Committee on Banking Supervision recogidas en Basilea III, con el fin de que las entidades financieras dispongan de suficiente solvencia y liquidez. De igual forma, los nuevos avances para la Unión Bancaría mediante el Mecanismo Único de Supervisión, Single Rulebook y Mecanismo Único de Regulación facilitan el aumento de la transparencia, confianza en el sector financiero y comparabilidad, supone un gran avance para disminuir la fragmentación la cual supone un gran esfuerzo por parte de las distintas entidades.

El fin de este trabajo es establecer el precio objetivo por acción de la entidad Deutsche Bank, mediante los dos métodos de valoración anteriormente descritos, con el propósito de establecer una decisión de inversión en función de si la acción está sobrevalorada o infravalorada.

El trabajo está organizado de la siguiente forma. En primer lugar, se desarrollan los principales modelos de valoración que se aplican en la actualidad. En segundo lugar, se describe la entidad objeto de estudio, el sector del que forma parte, segmentos en los que opera y divisiones con las que opera. Posteriormente, se ha realizado un análisis y proyección de los estados contables consolidados de la entidad y se ha procedido al cálculo y comparación con las principales entidades pertenecientes al mismo sector. Finalmente, se determina el valor de la entidad y se exponen las conclusiones extraídas del estudio.

3. Métodos de valoración de empresas

El proceso de valoración de una empresa es esencial, ya que durante la vida de la misma se deben afrontar diversas operaciones o actividades que requieren estimar el valor de esta, ya sea definir un nuevo modelo de negocio, segmento o línea de actividad, buscar financiación, realizar una operación de compra-venta, fusiones y adquisiciones u operar en el mercado bursátil. Asimismo, es imprescindible para determinar la creación de valor para los accionistas, evaluar la calidad de gestión llevada a cabo por los directivos, determinar la capacidad de la deuda, conocer la situación del patrimonio y establecer políticas de dividendos entre otras.

El valor de una empresa difiere entre compradores y vendedores. Este valor no debe confundirse con el precio, que es la cuantía que el comprador y vendedor acuerdan en el contrato de compraventa. Asimismo, el valor de una empresa puede diferir para distintos compradores o vendedores, en función de la percepción individual sobre el futuro de la empresa y del sector, en función de las estrategias establecidas, economías de escala o diferenciación entre otras. El comprador debe establecer el valor máximo en función de lo que le aporte la empresa y, en su defecto, el vendedor debe establecer el precio mínimo al que debe aceptar la operación. Finalmente, comprador y vendedor llegaran a un punto intermedio de forma que sea satisfactorio para ambos.

Razones para valorar una empresa

Jevons (1998), en su teoría de la economía política, plantea que el valor de un activo no puede determinarse por el trabajo gastado en este o con las materias con las cuales se crea, puesto que es algo pasado y no puede determinarse la influencia que posee en su valor actual, ya que este valor debe determinarse con la utilidad que pueda generar su dueño.

Rojo (2000) establece que el valor de una empresa o de cualquier activo está asociado a tres elementos:

- Utilidad de los bienes para el usuario de los mismos,
- Coste de obtención de dichos bienes o empresas y,
- Grado de escasez de los bienes y empresas.

Estos tres elementos deben de ser formulados en el mercado a través de la oferta y la demanda para determinar el valor de la empresa.

Las razones o propósitos que llevan a los propietarios a valorar una empresa son diversos, ya que pueden ser para definir conflictos legales, con el objetivo de aprovechar oportunidades existentes en el mercado o realizar cambios estructurales internos.

La clasificación ofrecida por Fernández (2005) señala que los objetivos de una valoración pueden resumirse en:

- Operaciones de compra-venta.

- Fusiones y adquisiciones.
- Salida a bolsa: fijar el precio de salida.
- Valorar empresas cotizadas.
- Sistemas de remuneración basados en la creación de valor para el accionista.
- Identificación de *value drivers*. Conjunto de indicadores fundamentales relacionados con la creación de valor en la empresa, en la cual nos debemos fijar al analizar la compañía. Para ello es necesario implementar en la empresa un sistema de medición con el fin de identificar la creación de valor, así como para el control y la incentivación del mismo. Estos *value drivers* varían en función del sector de la empresa en la que se encuentre, cuyo resultado nos permite comparar las compañías con el fin de conocer cual está mejor posicionada.
- Establecer decisiones estratégicas para valorar la continuidad de la empresa, implantar nuevas estrategias, etc.
- Procesos judiciales.

3.1 Descuento de flujos de caja

El método de descuento de flujos de caja trata de determinar el valor estimando los cash flow que generará la empresa en el futuro con independencia de cómo vayan a ser distribuidos, posteriormente descontados a una tasa exigida en función del riesgo asociado a las expectativas de dichos flujos. Dicha tasa de descuento debe ser adecuada para cada tipo de cash flow.

Según Viñola y Adserá (1997), las principales ventajas de este método son:

- Estar basado en flujo de caja y no en magnitudes contables.
- Recoger información tanto del balance como de la cuenta de resultados.
- Permitir reflejar con una mayor exactitud circunstancias coyunturales que puedan afectar al valor de la empresa.
- Tener en cuenta el valor temporal del dinero.
- Incorporar un análisis detallado del riesgo de la empresa.

El valor a corto plazo de la empresa se obtiene descontando los flujos futuros, de forma que:

$$V = \frac{CF_1}{(1-k)} + \frac{CF_2}{(1-k)^2} + \frac{CF_3}{(1-k)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1-k)^n}$$

Dónde: V corresponde al valor de la empresa en el corto plazo, CF_i corresponde al flujo de fondos generado en el periodo i, VR_n es el valor residual en el año n, K tasa de descuento aplicada en función del riesgo de los flujos de fondo. Como se describirá más adelante, es necesario descontar los cash flows a una tasa exigida, ya sea el coste medio ponderado de capital o el K_e .

A pesar de que los cash flow tengan una duración indefinida, se puede depreciar su valor a partir de un periodo determinado, como consecuencia de que su valor actual se reduce a medida que el horizonte temporal es más lejano.

Según Viñola y Adserá (1997), el valor residual es el que se estima que puede tener la empresa al finalizar el escenario, por lo que es necesario descontar dicho valor al momento cero para conocer el valor actual del mismo.

A la hora de calcular el valor residual, existen tres alternativas de cálculo:

1. Calcularlo como una perpetuidad. Según Damodaran (1994), se utiliza como tasa de crecimiento constante la tendencia del Producto Interior Bruto (PIB). Esta hipótesis se considera adecuada siempre y cuando no se obtengan resultados anormales, ya sea para la empresa o para el sector, en un determinado momento.
2. Calcularlo mediante múltiplos de valoración relativa (múltiplo EBITDA, múltiplo de ventas, empresas comparables,...). Dichos múltiplos proporcionan una alternativa o tantas como diferentes múltiplos puedan ser aplicados de forma razonable. A la hora de establecer el criterio de selección de comparables, es más utilizado el sector de pertenencia de la empresa, asumiendo que las empresas pertenecientes a ese sector poseen características afines en cuanto a niveles de riesgo, generación de flujos y potencial de crecimiento futuro.
3. Calcularlo como valor de liquidación del activo. Este se entiende como el valor esperado de los activos de la empresa en el momento de la venta, una vez consumidos los activos intangibles y la imposibilidad de resultados anormales, desde el punto de vista de la empresa y del sector.

El valor a largo de la empresa o estructural se determina:

$$VL = \frac{CF_n * (1 + g)}{(k - g)}$$

Donde; V corresponde al valor de la empresa en el largo plazo, K es el valor de la tasa de descuento, g corresponde a la tasa de crecimiento a perpetuidad de la empresa.

Para realizar este proceso de valoración es necesario tener en cuenta tres etapas.

1. Determinación de los flujos de caja generados por la empresa.
2. Determinación de la tasa de crecimiento (g).
3. Estimar la tasa de descuento a la que se descuentan los flujos.

Como se ha mencionado anteriormente, a la hora de estimar la tasa de descuento k, es necesario tener en cuenta si el valor de la empresa que se está calculando corresponde al valor total de la empresa, ya que en este caso k debe ser el coste medio ponderado después de impuestos (WACC) de todas las fuentes de financiación de la empresa. El WACC es la tasa la que se debe descontar los FCF para obtener el valor de las acciones que corresponde al descuento de los flujos para el accionista. Es un promedio ponderado entre un coste y una rentabilidad exigida.

$$Wacc = \frac{E * Ke + D * Kd * (1 - t)}{(E + D)}$$

Donde; E es el valor del capital, Ke es la rentabilidad exigida de las acciones, D es el valor de la deuda, Kd es el coste de la deuda, T es la tasa impositiva.

En el caso de que se esté calculando el valor del patrimonio neto, es decir de la proporción perteneciente a los accionistas, k corresponde al coste de los recursos propios. El Ke se calcula mediante el CAPM (Capital Asset Pricing Model), mediante la ecuación:

$$Ke = R_f + \beta(E[R_m] - R_f)$$

Donde; R_f es la tasa de rentabilidad libre de riesgo, E[R_m] es la esperanza de la rentabilidad del mercado, β es un coeficiente que mide la cantidad de riesgo con respecto al Portafolio del mercado.

Según Fernández, a la hora de valorar empresas por descuentos de flujo de caja hay cinco tipos de flujos fundamentales:

- A. A partir del cash flow disponible para las acciones (CF_{ac}) y de la rentabilidad exigida de las acciones (K_e). Permite obtener el valor de las acciones a la tasa Ke que, junto al valor de la deuda existente, nos otorgará el valor para el accionista. Se calcula restando al FCF los pagos del principal e intereses después de impuestos que se realizan en cada periodo, más las aportaciones de la nueva deuda. Es decir, es el flujo de fondos disponible después de haber cubierto las necesidades de reinversión de activos fijos y Necesidades Operativas de Fondos (NOF), asimismo de haber pagado las cargas financieras y haber devuelto el principal de la deuda correspondiente en el caso de su existencia.

$$Cf_{ac} = CFC - [\text{intereses pagados} \times (1-t)] - \text{devoluciones principal} + \text{nueva deuda}$$

En el caso de realizar proyecciones, tanto los dividendos como los pagos a accionistas esperados deben coincidir con los flujos de fondos disponibles para los accionistas. Existe una estructura de financiación por periodos, en la cual se abonan los intereses de la deuda existente así como los vencimientos de principal. Se reciben los fondos que provienen de la nueva deuda. El dinero disponible se destina a dividendos o a recompra de acciones.

- B. A partir del flujo de fondo para la deuda (CF_d) y la rentabilidad exigida a la deuda (K_d). El CF_d es la suma de los intereses correspondientes a pagar por la deuda más las devoluciones de principal. A la hora de determinar el valor de mercado actual de la deuda existente, es necesario descontar a K_d.

En algunas ocasiones el valor de mercado de la deuda existente puede llegar coincidir con su valor contable, por lo que dicho valor se puede utilizar como una rápida y certera aproximación al valor de mercado.

C. A partir de free cash flow (FCF) y del WACC. Permite obtener el valor total de la empresa, tanto deuda como fondos propios. También conocido como flujo de fondos libre, es el flujo de fondos generados por las operaciones después de impuestos, sin tener en cuenta la deuda financiera. Es decir, es el dinero que poseería la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión de los activos fijos y en necesidades operativas de fondos, en el supuesto de que no existiera deuda y cargas financieras. Al calcular los FCF es necesario realizar una previsión del dinero que vamos a recibir y que se debe pagar en cada uno de los periodos.

En el caso de que la empresa no tenga deuda financiera, el flujo de fondos libres sería igual al flujo de fondos para el accionista.

D. A partir del capital cash flow (CCF) y del WACC antes de impuestos. Los capital cash flow son los cash flow disponibles para todos los poseedores de títulos de la empresa (deuda y acciones), y equivale al cash flow disponible para las acciones (CF_{ac}) más el cash flow que corresponde a los tenedores de la deuda (CF_d), el cual se compone de los intereses acumulados más la devolución del principal. Por tanto:

$$CCF = CF_{ac} + I - \Delta D$$

$$I = D * K_d$$

E. Valor actual ajustado (APV). Es un método complementario en el cual los flujos generados se dividen en dos componentes. Por un lado, los flujos de efectivo generados por el proyecto en el caso de que se financie en su totalidad con fondos propios. Por otra parte, los flujos asociados al apalancamiento de la empresa, donde:

$$VAA = VA \text{ del proyecto no apalancado} + VA \text{ del apalancamiento}$$

▪ **FCF:**

Para valorar mediante este método, se actualizan los free cash flows mediante el coste medio ponderado de recursos (WACC).

$$Wacc = \frac{E * Ke + D * Kd * (1 - t)}{(E + D)}$$

Dónde: E es el valor de mercado de las acciones, Ke es la rentabilidad exigida de las acciones la cual refleja el riesgo de las mismas, D es el valor de mercado de la deuda, Kd es la rentabilidad exigida a la deuda y T es la tasa impositiva.

EBIT
- Impuesto * Ebit
+ Amortizaciones
+ Provisiones
± CAPEX

±Variaciones en NOF
= FCF

- **Capital Cash Flow (CCF):**

En este modelo, el valor de la empresa es igual al valor actual de los CCF descontados al WACC antes de impuestos.

$$Wacc = \frac{E * Ke + D * Kd * (1 - t)}{(E + D)}$$

FCF
+ Intereses * t
= CCF

3.2 Métodos de valoración por múltiplos

Este método de valoración calcula el valor de una empresa a través del valor conocido de otras empresas comparables. Se basa en la estimación de una empresa mediante la comparación de ésta con el valor de otras empresas similares cotizadas en el sector, es decir, identificar la cotización de varias empresas similares a las que deseamos y calcular algunos ratios con el objetivo de identificar la relación entre cada una de las compañías y alguna medida de su resultado financiero. Posteriormente, se aplica el ratio o múltiplo de la compañía comparable con la empresa objeto de valorar, obteniendo una valoración comparativa. Este método tiene como premisa que los mercados son eficientes y que toda la información disponible esta descontada en los precios.

Asimismo, existe otro método denominado múltiplos de transacción, cuyo objetivo es analizar el precio que se ha pagado en transacciones anteriores por compañías similares a la empresa objeto de estudio, con el fin de obtener una estimación del precio que se podría estar dispuesto a pagar por ella.

- **Múltiplos de cotización**

En lo referido anteriormente, el método de múltiplos de cotización tiene como objeto valorar una empresa con el fin de hallar su valor de mercado en función del valor de mercado de otras compañías comparables. En el caso de que la compañía cotice en bolsa, este método puede proporcionar información sobre si el mercado está sobrevalorado o infravalorado.

Para ello, inicialmente es necesario realizar un análisis de la empresa objetivo, es decir, poseer un criterio a la hora de valorar la compañía o analizar los resultados obtenidos. Un ejemplo de esto es valorar la actividad desarrollada por la compañía (productos y servicios ofrecidos), historia de la compañía, características del sector en el que se encuentra y posicionamiento en el mismo (proveedores, clientes,

competidores, cuota de mercado,...), accionariado, análisis de los datos y de los estados financieros, estructura de la organización, política de la compañía, participaciones en otras empresas y alianzas estratégicas, entre otras.

Seguidamente se deben analizar y seleccionar las compañías comparables del sector. Es necesario seleccionar empresas que realizan la misma actividad o negocio que la empresa objeto de valorar, que ofrezcan productos o servicios similares, que operen en la misma zona geográfica, que posean un tamaño similar, que posean previsiones de crecimiento de beneficio semejantes, obtener una rentabilidad similar, tener una posición competitiva equivalente, similar grado de integración vertical y que sean compañías cotizadas en bolsa.

Este paso es uno de los aspectos clave para obtener una buena valoración. Si bien es cierto que en la práctica es difícil encontrar un número amplio de compañías que posean los requisitos mencionados anteriormente. Como consecuencia de ello, puede que sea necesario ampliar el significado de alguno de los criterios anteriormente mencionados con el fin de obtener un número de empresas comparables significativo. Inicialmente, es conveniente partir de un número de empresas elevado para posteriormente acotar el número de sociedades en función de los resultados obtenidos en los múltiplos y del sector objeto de análisis.

Posteriormente, se procede a la selección y al cálculo de los múltiplos de cotización. Los ratios habituales utilizados son:

- *Price to earnings ratio (PER)*: Se calcula dividiendo la capitalización bursátil entre el beneficio neto o dividiendo el precio de la acción por el beneficio por acción (BPA). Dicho resultado nos proporciona el valor del capital de la empresa. Este resultado se verá influido por el nivel de apalancamiento que posea la compañía.

Una de las ventajas de este ratio es la facilidad a la hora de obtener estimaciones de PER futuros ya que el BPA es una de las proyecciones comúnmente estudiadas por analistas financieros. Sin embargo, los resultados de dicho ratio pueden verse afectados como consecuencia del apalancamiento de la empresa y diferencia en las políticas contables entre los distintos países. Así mismo, dicho ratio es más sensible en empresas cíclicas.

- *Per relativo*: Calculado a partir del PER de la empresa entre el PER del país. Este ratio es muy adecuado para comparar con empresas de distintos países. Sin embargo, puede verse distorsionado como consecuencia de los diferentes ciclos económicos de los distintos países así como de estar influido por algunos sectores o empresas dominantes en algunos países.
- *Múltiplo Ebit (Valor de la empresa/ Beneficio antes de intereses e impuestos)*: A diferencia del PER este múltiplo es beneficioso ya que no se ve influenciado por el grado de apalancamiento al calcular el BAIT. A pesar de ello, una desventaja de este ratio es la necesidad de tener presente la

contabilidad aplicada por las diferentes empresas para calcular el valor del BAIT.

- *Múltiplo Ebitda¹ (Valor de la empresa/ Beneficio antes de amortización, intereses e impuestos)*: Es una buena medida para aquellas empresas que son cíclicas al igual que para comprar empresas de diferentes países. Igualmente, no tiene en cuenta el grado de apalancamiento.
- *Valor de la empresa/ Cash flow operativo*: La diferencia entre el Ebitda y el cash flow operativo es que este último tiene en cuenta las variaciones en NOF.

$$\text{Cash Flow Operativo} = \text{Ingresos netos} + \text{Amortización} \pm \text{Variaciones en NOF}$$

$$\text{Ebitda} = \text{Ingresos netos} + \text{Amortizaciones} + \text{Impuestos} + \text{Intereses}$$

Las ventajas de este ratio es que no tiene en consideración las diferentes políticas contables que puedan afectar a los resultados y es adecuado para aquellas compañías que son cíclicas. A pesar de ello, este ratio no es recomendable para empresas que posean un alto crecimiento ya que este puede tomar valores bajos o negativos. Además, existe una baja probabilidad de que se estimen los cash flow futuros.

- *Precio valor en libros*: Calculado a partir de la capitalización bursátil entre los fondos propios o como la división entre el precio por acción entre los fondos propios por acción. Es adecuado para analizar empresas que son intensas en capital. No obstante, existe desacuerdo a la hora de identificar algunos pasivos debido a la consideración por parte de las empresas como recursos propios o ajenos.
- *Valor de la empresa/ Ventas*: Adecuado para aquellas compañías que posean márgenes similares. Es necesario tener en consideración la variabilidad en la rentabilidad de las distintas empresas, ya que puede que dicho ratio se vuelva inadecuado.

A la hora de calcular estos ratios es necesario tener en consideración el *efecto dilución* para que los resultados no se vean distorsionados. Este efecto se produce como consecuencia de una disminución del beneficio por acción debido a la conversión de determinados pasivos financieros en acciones o por el ejercicio de ciertos derechos asociados a los mismos. En el supuesto de que la disminución del BPA sea superior al 5%, se debe tener en consideración dicho efecto.

El cálculo de dicho efecto proporciona el valor del BPA en el caso de que se produjese la conversión de determinados pasivos convertibles. El efecto dilución se

¹ Ebitda son las siglas en ingles de *Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortizations*.

produce en el momento en que se ejercitan opciones o warrants² o en caso de que se produzca una conversión de obligaciones o acciones preferentes en ordinarias. Es necesario tener en cuenta que una opción, warrant, obligación convertible o acción preferente se ejercerá en el momento en que el valor de mercado asociado a ese derecho sea superior al precio de conversión o del ejercicio.

Una vez obtenidos los resultados de los ratios o múltiplos comentados y establecer el rango de valores adecuado, se procede a la aplicación de los mismos a la empresa objetivo. Para ello, se multiplica el valor de dichos múltiplos a los datos históricos de la empresa objetivo tales como ventas, EBIT, EBITDA, valor en libros, cash flow, entre otros, que reflejen la memoria anual de la compañía correspondiente al último año. De la misma forma, es necesario estimar los datos futuros de la compañía. Esto nos va a permitir hallar la información deseada. Por regla general, se le dará un mayor peso a los datos futuros de la empresa objetivo debido a que las distintas compañías son valoradas en el mercado por sus resultados futuros. Complementariamente, los datos históricos constituyen una guía para para el futuro.

Por último, se selecciona un rango de valoración para la empresa objetivo. Para ello, es conveniente realizar una serie de pasos:

- a. Seleccionar el rango de valoración final en función de los valores obtenidos.
- b. Centrarse en los resultados obtenidos en el PER ya que es uno de los múltiplos con mayor peso en el mercado. En el caso de valorar compañías no cotizadas a partir de los múltiplos de empresas cotizadas es más frecuente utilizar un múltiplo de Ebitda que el PER.
- c. Es conveniente analizar el PER relativo de la compañía en el caso de analizar empresas de distintos países.
- d. Considerar los valores generados por otros múltiplos, como el Precio/ Cash flow o el Valor de la empresa/ EBITDA con el objeto de observar si aspectos como la depreciación o los factores cíclicos distorsionan los resultados obtenidos por el PER.
- e. Acotar los valores seleccionados en un rango único de valores. Resulta muy útil dividir los resultados de la compañía con el fin de obtener múltiplos de la misma y comprobar si están en línea con el sector.
- f. Es necesario realizar una valoración en función de las variables analizadas y nuestro criterio para determinar si los resultados obtenidos concuerdan.

Las ventajas de aplicar este método son que los valores del mercado reflejan las perspectivas de la compañía, tendencias del sector, riesgos asociados al negocio y crecimiento futuro entre otros. El valor obtenido es un indicador fiable del valor de la empresa. Pese a ello, existe cierta dificultad a la hora de encontrar compañías 100% comparables, diferencias en los sistemas contables según la legislación y

² Un warrant es una opción por el que el suscriptor de una obligación tiene la posibilidad de adquirir un determinado número de acciones a un precio fijado de antemano. El titular del mismo tiene la posibilidad de venderlo, obteniendo una renta, suscribir acciones a un mejor precio si la cotización de la misma aumenta, o dejar parecer el derecho en el caso de que disminuya.

diferencia en el grado de información según los requisitos de CNMV. Puede darse la posibilidad de que pequeñas compañías solo sean seguidas superficialmente por los analistas, lo que puede provocar que su valor no refleje el verdadero.

▪ **Múltiplos de transacción**

El objetivo de esta metodología es la estimación del precio que un comprador potencial estaría dispuesto a pagar por la compañía en función del precio pagado por compañías comparables.

Estos múltiplos se basan en el precio pagado por compañías similares a la empresa objetivo. En los mismos, el precio representa el valor dado por el 100% de capital de la empresa, incluyendo las acciones en circulación, las opciones y warrants, además de todos los valores convertibles con una alta probabilidad de ser ejecutados. Es necesario tener en consideración que en el caso de transacciones en las que no se hubiese adquirido la totalidad del capital de una empresa, los múltiplos deben calcularse a partir de datos que supongan el 100% de la compañía, para posteriormente poder aplicar este valor a la empresa a valorar.

Estos múltiplos son superiores a los de cotización en el caso de que el mercado bursátil no esté particularmente alto. Los múltiplos de cotización están determinados por los aspectos concretos de transacciones particulares, es decir, que el precio pagado depende de factores como el tipo de acuerdo (amistoso, hostil, exclusiva,...) o el ciclo de vida en el que se encuentre el negocio,

Los ratios más empleados en esta metodología son:

- Precio/ Ventas
- Precio/ Beneficios
- Precio/ Valor en libros
- Valor de la empresa/ Ventas
- Valor de la empresa/ EBITDA
- Valor de la empresa/ EBIT

Debido a que las transacciones son hechos pasados, cuanto más tiempo haya transcurrido desde su realización menor relevancia poseen como guía. Es imprescindible seleccionar aquellas transacciones con mayor comparabilidad en términos de actividad similar, en función del tamaño de la empresa, circunstancias de la operación..., con el fin de reducir el rango de empresas.

Realizar este método de valoración tiene una serie de ventajas, tales como seleccionar un rango de precios probables, permite conocer las tendencias del sector y asimismo, las transacciones llevadas a cabo recientemente en el mismo sector pueden reflejar la oferta y demanda existente de activos en venta. A pesar de ello, este método conlleva una sucesión de desventajas como consecuencia de que las transacciones llevadas a cabo en el pasado son, con poca frecuencia, directamente comparables así como la posibilidad de que los datos de dichas transacciones sean confidenciales. Asimismo, resulta necesario poseer un conocimiento con el sector y las empresas existentes en el mismo para la correcta interpretación de los datos, los valores obtenidos previamente

dan generalmente un rango de precios muy ancho además de basarse en resultados históricos.

Ambos métodos de valoración por múltiplos son complementarios al descuento de flujos por lo que, en general, deben proporcionar resultados similares, siendo una manera de comprobar si los supuestos realizados en el descuento de flujos son adecuados.

3.3 Método de valoración por descuento de dividendos

Los modelos de valoración complejos se basan en la proyección y descuento de series de valor. El modelo de descuento de dividendos nos permite estimar el valor teórico de una acción a partir de la proyección de una serie de dividendos y su descuento al momento presente. El valor obtenido es el dividendo durante el periodo temporal de la inversión más el valor final de la venta.

El modelo general, el cual asume que el coste de los recursos propios (K_e) es constante durante todo el periodo de valoración, se representa de forma:

$$V = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1 + k_e)^i}$$

Donde, D_i representan los dividendos esperados.

Debido a la imposibilidad de realizar una proyección indefinida de los dividendos que una determinada empresa puede repartir, se establecen diferentes variantes del MDD.

Una de esas variantes supone que la empresa a valorar se encuentra en un estado de crecimiento estable, por lo que el valor de las acciones se puede expresar en función de los dividendos esperados en el siguiente periodo (D_i), el coste de los recursos propios (k_e) y una tasa de crecimiento constante y perpetua de los dividendos (g).

$$V = \frac{D_i}{(k_e - g)}$$

Conforme las empresas pagan más dividendos (como porcentaje de beneficios) no obtienen, como consecuencia de ello, un aumento en la cotización de sus acciones. Esto se debe a que las empresas en lugar de utilizar el dinero de sus accionistas en nuevas inversiones, lo distribuyen provocando una reducción de su crecimiento al repartir mayores dividendos.

Damodaran (2002) establece dos consideraciones con respecto a esta variante:

- Debido a la asunción de que la tasa de crecimiento de los dividendos (g) es constante y perpetua, dicha tasa no debe exceder la tasa de crecimiento nominal esperado a largo plazo del PIB.
- Se establece la hipótesis de que las variables que determinan el rendimiento de la empresa, crecen a la misma tasa constante (g), suponiendo constante la política de dividendos.

Otras de las variantes del MDD es aplicar intervalos temporales para representar dos etapas esperadas por las que pase el crecimiento de la empresa: inicialmente, una etapa en la cual se espera que la empresa tenga un alto crecimiento de las ganancias n periodos de duración, hasta llegar a una segunda etapa, en la que se espera que la empresa tenga un crecimiento constante y perpetuo similar al de otras empresas maduras en el sector.

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1 + k_e)^i} + \frac{D_{n+1}}{(k_e - g)} * (1 + k_e)^{-n}$$

$$D_{n+1} = D_n * (1 + g)$$

Una ventaja de este modelo es su buena adaptación para valorar empresas en las que la tasa de crecimiento aun no sea estable o está en proceso de estabilizarse, así como de aquellas compañías que pagan dividendos que se aproximan al FCF, o este es difícil de estimar.

Fuller y Hsia (1984), presentan otra variante al modelo de dos fases conocido como Modelo "H", que al igual que el anterior contempla dos intervalos de valoración, pero con la diferencia de que el intervalo inicial (cuya duración es de $2H$ periodos) la tasa de crecimiento (g_a) no es constante, sino que va disminuyendo hasta alcanzar el estado estacionario (g_n) del segundo intervalo. Una premisa de este modelo es que el Payout se mantiene constante en el tiempo y no se ve afectado por la tasa de crecimiento. El reparto de dividendos o Payout depende la empresa y de la situación en la que se encuentre. En el caso de que la empresa se encuentre en una situación de expansión, tendrá un Payout menor como consecuencia de invertir en nuevas inversiones. Si la empresa se encuentre en una fase madura en el mercado tiene la posibilidad de aumentarlo.

Este modelo es útil para aquellas empresas que crecen rápidamente en la actualidad, pero que esperan que dicho crecimiento se reduzca gradualmente con el tiempo. Una premisa de este modelo es que supone que la proporción de pago es constante, por lo que hace inadecuado la utilización de dicho modelo a aquellas empresas que tengan bajos o no paguen dividendos. El requerimiento de una combinación de alto crecimiento y alto pago hace que este modelo sea bastante limitado al aplicarlo.

Otro de los inconvenientes que presenta dicho modelo es que, a pesar de que resuelve satisfactoriamente los problemas asociados a la variación de la tasa de crecimiento de una fase a otra, se lleva a cabo mediante una caída que tiene que ser estrictamente lineal y debe mantener el Payout constante a lo largo de toda la vida, lo cual puede ser inconsistente ya que a medida que cae la tasa de crecimiento el Payout aumenta.

El modelo de descuento de dividendos de tres fases es idéntico al de dos fases con la diferencia de que este incluye una fase de transición. Se dice que dicho modelo es el resultado de la combinación de un modelo de dos fases con un modelo H, en el que posteriormente a la fase inicial de alto crecimiento surge un periodo de transición en el que el crecimiento disminuye paulatinamente hasta llegar a una fase final de estable crecimiento infinito.

En este modelo, el valor de la acción es el valor esperado de los dividendos durante el periodo de alto crecimiento y el periodo de transición, incluyendo el precio terminal al comienzo de la última fase de crecimiento estable.

Por regla general, este modelo es ventajoso para aquellas empresas con un apalancamiento estable, que pagan y que piensan seguir pagando dividendos. Asimismo, es adecuado para aquellas compañías que crecen a una tasa extraordinaria y que esperan mantener dicha tasa durante un periodo de tiempo determinado inicial, por lo que se espera que dichas compañías posean una ventaja competitiva hasta decaer, obteniendo una tasa de crecimiento constante a largo plazo.

3.4 PER

El PER, por sus siglas en inglés de *Price Earnings Ratio*, es uno de los modelos de valoración más extendidos. Su valor nos indica las veces que el mercado paga el beneficio de la empresa o el valor de mercado de cada euro de beneficio de la empresa. De esta forma, el PER nos permite comparar los beneficios de diferentes empresas. Asimismo, el PER puede interpretar si las expectativas son favorables y están anticipando un crecimiento de los beneficios futuro. Además, el PER se puede utilizar con variaciones, como el PER esperado de un periodo t, t_{+1} .

El PER se calcula dividiendo el precio de la acción de la empresa determinada en el mercado bursátil entre el valor del beneficio neto anual después de impuestos de la empresa correspondiente entre el número de acciones que ha emitido, es decir, se calcula dividiendo el precio de cada acción entre el BPA.

$$PER = \frac{P_0}{BPA}$$

Donde, P_0 corresponde a la cotización de las acciones y BPA es el beneficio por acción.

Como se muestra a continuación en el desarrollo, el PER depende del ROE y de la tasa de crecimiento g . Dicho ratio está muy relacionado con el ROE y con la tasa de crecimiento de los dividendos. Como hemos mencionado anteriormente, según el modelo de Gordon Shapiro, el precio de una acción se calcula descontando los dividendos de una renta perpetua con un crecimiento constante.

$$P_0 = \frac{Div_1}{K_e - g}$$

Asimismo, el Payout es la parte de los beneficios que una empresa reparte como dividendos, y que además se puede calcular como una proporción de los beneficios.

$$Payout = (1 - b) = \frac{Div_1}{BPA}$$

La rentabilidad financiera o ROE es la división de los beneficios netos después de impuestos entre los fondos propios, es decir, mide la capacidad que posee una empresa de remunerar a sus accionistas.

$$ROE = \frac{BPA}{\text{Recursos propios}}$$

Si sustituimos la fórmula del modelo de Gordon Shapiro en el PER:

$$PER = \frac{P_0}{BPA} = \frac{Div_1}{(k_e - g) * BPA}$$

De la ecuación del Payout se deduce que $Div_1 = (1-b) \times BPA$, por lo que:

$$PER = \frac{(1 - b) * BPA}{(k_e - g) * BPA} = \frac{(1 - b)}{(k_e - g)}$$

La tasa de crecimiento se calcula mediante la multiplicación de la tasa de retención de beneficios por el ROE.

$$g = ROE * b$$

Finalmente, sustituimos las distintas ecuaciones de forma que;

$$PER = \frac{1 - \frac{g}{ROE}}{k_e - g} = \frac{ROE - g}{ROE (k_e - g)}$$

Otro alcance de dicho ratio es el PER relativo, el cual expresa la relación de una empresa con el PER de un país o con respecto al de un grupo de empresas de un sector. Es necesario tener presente, que para poder comparar es necesario poseer un mismo periodo de tiempo, una misma unidad monetaria o una magnitud equivalente.

El PER es uno de los indicadores más frecuentemente utilizados debido a que es una medida que permite comparar precios de acciones al indicar cuánto está pagando el mercado por cada unidad de beneficio. Además, las estimaciones para su cálculo son sencillas, a diferencia del modelo de Gordon, y es más útil en el caso de acciones que no pagan dividendos.

Las ventajas de este índice son:

- Facilidad de cálculo y disponibilidad para empresas de capital abierto.
- Permitir una comparación sencilla entre diferentes acciones.
- Relacionar el precio pagado con los beneficios.

Sin embargo, el PER conlleva una serie de desventajas ya que:

- Suponer la no necesidad de realizar hipótesis en función del riesgo, crecimiento y dividendos.
- Suponer que reflejan con más certeza los diferentes estados así como la percepción del mercado y puede tomar un valor incorrecto como consecuencia de verse influenciado por las convenciones contables.

4. Deutsche Bank³

Deutsche Bank es una entidad financiera líder a nivel global, la cual cuenta con un modelo de negocio de banca universal centrado en el cliente. Posee tanto productos como servicios en banca de inversión, comercial y corporativa, además de gestión de activos y grandes patrimonios.

El grupo está presente en todas las regiones, específicamente en 71 países del mundo. Es un banco líder en Alemania y posee una posición excelente en Europa, Estados Unidos y en algunos mercados emergentes claves, principalmente Asia.

Presencia global del grupo



Fuente: www.db.com

La entidad cuenta con una plantilla de más de 98.000 empleados, de 135 nacionalidades diferentes, los cuales dan servicio a los más de 30 millones de clientes.

Su visión es convertirse en un banco universal líder centrado en los clientes con una presencia global. Su objetivo principal en 2015 es su compromiso con el modelo de banca universal y global, la cual está formada por cinco pilares fundamentales:

- Clientes
- Capacidad de negocio
- Capital
- Costes
- Cultura

Asimismo, otro de sus principales objetivos la creación de valor para accionistas, clientes, empleados así como la sociedad en general.

El grupo ha aumentado su esfuerzo por intensificar la transparencia, el rendimiento sostenible así como llevar a cabo acciones para la conservación del medio ambiente y en beneficio de la sociedad en la que opera.

• Historia del grupo

³ (Deutsche Bank)

En 1987 se fundó Deutsche Bank en Berlín con el fin de desarrollar su actividad en la industria bancaria. Su principal objetivo era promover las relaciones comerciales entre Alemania, Europa y los mercados transoceánicos.

En 1871 se abren las primeras sucursales en Bremen y Hamburgo, y posteriormente en Francfort, Munich, Leipzig y Dresden. Este mismo año se abre la primera sucursal en el extranjero, específicamente en Londres.

En 1873 se comienza a comercializar productos financieros. Asimismo, se llevan a cabo las primeras inversiones en el extranjero, principalmente en América del Norte, América del Sur, Este de Asia y Turquía. Participación en la construcción de ferrocarriles, obtención de materias primas e industria automovilística.

En 1914 se adquieren varios bancos regionales. Esto le permite a la entidad establecer una red de entidades por todo el territorio nacional de Alemania.

En 1937 se toma la decisión de cambiar el nombre de la compañía por Deutsche Bank. En 1945 se procede al cierre de la oficina de Berlín así como de todas aquellas de la zona soviética.

Antes de la Primera Guerra Mundial, Deutsche Bank se consideraba el más grande del mundo pero tras la segunda guerra mundial, entre 1947 y 1948, el grupo se descentralizó en diez instituciones regionales en la zona oeste. En 1959 Deutsche Bank entra por primera vez en el negocio de la banca minorista.

En 1970 se crea la fundación Deutsche Bank Luxemburgo. En 1989 se adquiere Morgan Grenfell Group. Esta estrategia le permitió fortalecer la posición en los mercados internacionales así como su presencia en el mercado de capitales en Londres.

Asimismo, en 1990 se adquiere e integra Bankers Trust en Estados Unidos. El grupo comienza a expandirse por Oriente Medio. Apertura de su primera oficina en Abu Dhabi.

En 2006 se completa la adquisición del banco de inversión ruso United Financial Group. Adquisición del banco alemán Norisbank.

En 2007 se cierra la adquisición del Berliner Bank. Igualmente se cierra la adquisición de Postbank, Sal. Oppenheim y una participación de ABN Amoren Holanda.

- **Historia en España**

En 1889 Deutsche Bank creó una *joint venture*⁴ con un grupo de banqueros (Bankhaus Arthur Gwinner Co.) los cuales establecieron el primer antecedente de lo que actualmente es el Banco de España, el Banco Hispano Alemán, cuyo objetivo era financiar el alumbrado público de Madrid, el cual había ganado en concesión el grupo alemán AEG (Allgemeine Elektrizitäts Gesellschaft).

Estas tres compañías en conjunto formaron la Compañía Madrileña de Electricidad, que posteriormente se convirtió en Unión Fenosa. Asimismo, en 1900 Deutsche Bank participó relevantemente en la electrificación de Sevilla. El 22 de Enero de 1904 se fundó el Deutsche Ueberseeische Bank (Banco Alemán Trasatlántico) creado inicialmente para expandirse en Sudamérica. Ese mismo año se abre una sucursal en Barcelona. En 1907 y 1928 abre oficina en Madrid y Sevilla.

Como consecuencia de la Segunda Guerra Mundial, todas las propiedades alemanas situadas en España se congelaron. El gobierno español confiscó y procedió a la venta de dichas propiedades. En 1950 la nueva sociedad Bancotrans (Banco Comercial Trasatlántico) encargada de dichos activos comienza a realizar actividades.

En 1953, Deutsche Ueberseeische Bank tras reemprender su negocio, comienza a emprender negociaciones con el fin de entrar en el capital de Bancotrans.

El 1 de abril de 1961 el banco traslada su sede situada en Plaza Cataluña, en Barcelona, al edificio de Diagonal. Una década después, Deutsche Bank consiguió una participación del 25% de Bancotrans.

Gracias a la apertura de las barreras financieras, en 1979 Deutsche Bank procede a la apertura de nuevas sucursales en Madrid y Barcelona.

Tras la Segunda Guerra Mundial, Deutsche Bank volvió a entrar en el capital de Bancotrans a través de su filial paulatinamente. En 1957 contaba con un 10%, en 1971 poseía el 25% y el 1988 contaba con el 39% del capital. Es en 1989 cuando Deutsche Bank adquiere la mayoría del capital de Bancotrans.

En 1990, las dos entidades se fusionan y se crea Deutsche Bank Sociedad Anónima Española, entidad legal con la cual el banco opera desde entonces. En 1993, Deutsche Bank compra a Banesto el Banco de Madrid.

En la primera década de los 90, se comienza a perfilar el modelo de banca universal el cual se encuentra vigente actualmente. Se empieza a comercializar productos para particulares, se crea la división de banca institucional y se crean las áreas de db seguros, posteriormente se convierte en Deutsche Zurich Pensiones, y db Gestión el cual posteriormente se convierte en DWS Investments. Asimismo, se creó db Securitie, db Vida y db Credit, especializados en créditos de consumo.

⁴ Una joint venture es el compromiso de asociarse dos o más sociedades cuyo objetivo final es llevar cabo un proyecto común.

En el año 2000, se creó la figura de asesor personal clave en la calidad del servicio. En 2004, la consultora Stiga nombra de Deutsche Bank como mejor banco de calidad de servicio en España. Dicho reconocimiento lo adquiere en siete ocasiones diferentes.

En 2006 se firma un acuerdo con Correos para crear Bancorreos, el cual ofrece servicios financieros los cuales están desarrollados por el banco en sus oficinas postales.

Durante la crisis financiera que tiene lugar en 2007, Deutsche Bank consolida su posición de liderazgo en el área de banco de inversión. En el periodo comprendido entre 2010 y 2013, Deutsche Banks es considerado el banco institucional líder en este segmento.

- **Deutsche Bank en España** ⁵

Deutsche Bank fue uno de los primeros grupos bancarios extranjeros en España, presente desde 1989. Está considerado como el banco extranjero líder en España, el cual cuenta con más de 125 años de historia en nuestro país. La entidad cuenta con más de 2.600 profesionales los cuales ofrecen un servicio personalizado en función de los distintos productos financieros más adecuados para los más de 650.000 clientes que poseen en España.

Deutsche Bank S.A.E es la sociedad principal del grupo Deutsche Bank en España. El principal accionista es Deutsche Bank AG el cual posee más del 99,8% de las acciones. El resto de acciones están divididas en pequeños accionistas.

Está presente en 17 comunidades autónomas con una extensa red de oficinas. Cuenta con:

- 249 oficinas propias

⁵ (Deutsche Bank)



Fuente: www.db.com

- 2.132 oficinas de correos y telégrafos bajo la marca Bancorreos.
- Más de 35.200 cajeros en España.
- Atención a grandes patrimonios en las oficinas de Wealth Management. Dichas oficinas están localizadas en Madrid, Barcelona, Sevilla y Bilbao.

Al igual que el grupo, en España se lleva a cabo el mismo modelo de banca universal, el cual ofrece todos los servicios de un banco global a través de cuatro áreas fundamentales:

- Clientes, Particulares y Negocios.
- Finanzas corporativas y Mercados.
- Gestión Patrimonial y de Activos.
- Banca Transaccional.

- **Divisiones de negocio⁶**

En función de la información recogida en la web corporativa de la entidad, Deutsche Bank cuenta con las siguientes divisiones de negocio:

I. Clientes Privados y Empresas

Es la división de banca minorista de Deutsche Bank, la cual está presente en siete países europeos. Se encarga de ofrecer los servicios clásicos a clientes privados, inversores y pymes, principalmente a través de las sucursales propias del banco como a través de los canales indirectos como Bancorreos, Agentes financieros y Banca asociada.

La entidad ofrece productos para las transacciones básicas, cuentas y tarjetas, productos de financiación, préstamos e hipotecas, así como productos para ahorradores e inversores, los cuales incluyen depósitos, fondos de inversión

⁶ (Deutsche Bank)

propios y de terceros, planes de pensiones y todo tipo de soluciones de inversión.

El principal objetivo de la entidad en este ámbito es ofrecer un servicio de excelente calidad así como mantener relaciones a largo plazo con los clientes, por lo que es necesario:

- Creación de la figura de gestor personal a cada cliente. El Deutsche Bank fue uno de los primeros en la implementación de esta figura.
- Eliminar las barreras u obstáculos entre el personal del banco y los clientes.
- Horario ampliado de oficinas en horario de invierno.

La entidad ofrece un servicio específico para negocios y pymes cuya facturación es inferior a 150 millones de euros. Este servicio ha sido una parte principal de la actividad de la entidad en España. Se ofrecen una amplia variedad de productos que van desde servicios de transacciones de pagos y cobros hasta estructuras operativas de financiación y productos de inversión a media. Asimismo, gracias a la internacionalidad del grupo Deutsche Bank las pymes pueden favorecer sus planes de comercio exterior.

Deutsche Bank ofrece oportunidades de inversión a sus clientes minoristas a través de ofrecer oportunidades de inversión a sus clientes. Esto se debe a la coordinación de la banca minorista y de inversión, y a la habilidad de los mismos de realizar análisis económicos y de mercado. Además, se ofrece la posibilidad de invertir en fondos de 850 gestoras internacionales, las cuales están organizadas en función del perfil de riesgo de cada cliente.

Igualmente se ofrecen servicios de banca privada a aquellos clientes cuyo patrimonio sea superior a 250.000 y tengan necesidades especiales de inversión.

II. Gestión de Activos y Patrimonios.

Es el área especializada en la gestión de activos y grandes patrimonios. La actividad principal de la gestión de grandes patrimonios es implementar una metodología a medio o largo plazo, basado en el análisis del conjunto patrimonial, en el establecimiento de objetivos y un plan de acción, y su ejecución mediante una gestión activa y un continuo y riguroso control del riesgo de las inversiones.

La base de ambos departamentos son la cercanía, la confianza y la transparencia. Su principal objetivo es buscar soluciones de inversión a medida de cada cliente, con el fin de preservar y aumentar el patrimonio de forma consistente.

III. Finanzas Corporativas y Mercados.

El principal objetivo de la división de mercados es satisfacer las necesidades de inversión, financiación y cobertura de todos sus clientes a través de productos y servicios innovadores.

Esto le ha permitido a la entidad la ventaja de poder contar con importantes entidades gubernamentales, corporaciones e inversores del mundo como clientes. La revista Euromoney ha premiado a la entidad como mejor equipo a nivel mundial por el servicio prestado de la entidad en España en dicha división.

En el caso de la división de Fianzas Corporativas de Deutsche Bank se ofrecen soluciones financieras para clientes tanto corporativos como institucionales. Deutsche Bank es líder en España en el departamento de banca de inversión ofreciendo servicios como fusiones y adquisiciones, salidas a bolsa, etc. La entidad se encuentra entre los primeros puestos del ranking mundial de M&A en 2013.

Productos y servicios ofrecidos:

- Equities, productos y servicios relacionados como originación, estructuras, implementación, documentación, sindicación y saneamiento, a través del departamento Equity Capital Market.
- Financiación de deuda. El banco ofrece productos y servicios, tanto en originación como en mercado secundario, respaldados por la fortaleza de la entidad en bonos, en el sector de high yield, leveraged finance y en préstamos sindicados.
- Financiación a corporaciones públicas, grupos de private equity y particulares para la adquisición de todo tipo de activos inmobiliarios en Europa, Estados Unidos y Asia, a través del equipo de Comercial Real Estate.
- Financiación estructurada de activos, leasing y servicios de asesoramiento.

Ejemplos de algunas de las operaciones más importantes realizadas actualmente en España:

- Salida a Bolsa de eDreams Odigeo y la Socimi de Magic Real Estate.
- Asesoramiento a ONO en el proceso de M&A por parte de Vodafone.
- Asesoramiento a Banco Sabadell en la adquisición de la CAM y su posterior ampliación de capital.
- Participación como colocador en la privatización de las acciones de Bankia.
- Coordinador global de las ampliaciones de capital de Banco Popular y Liberbank.

Igualmente, la entidad también es líder en emisiones de bonos high yield, habiendo participado en 7 de las 10 operaciones realizadas durante el primer trimestre de 2014.

- Destaca la participación del banco en la emisión de bonos de CIRSA, Grupo Antolín, Almirall y NH, entre otras.

IV. *Banca Transaccional.*

Esta división se caracteriza por ofrecer una amplia gama de productos transaccionales, innovadores y líderes en el mercado. Va dirigido a pymes, grandes empresas y multinacionales situadas o con presencia en España.

Principales áreas:

- Structured Trade & Export Finance: Se encarga principalmente de asesorar y financiar, a través de créditos a medio y largo plazo, importaciones y exportaciones tanto en países emergentes como desarrollados. Se trabaja con agencias de crédito a la explotación, organismos multilaterales y seguro privado.
- Trade and Risk Sales: Es un servicio dirigido principalmente a empresas internacionales. Asesoran a dichas empresas así como impulsan el desarrollo del comercio exterior.
- Cash Management Financial Institution: Ofrece servicios y productos globales a bancos para la gestión internacional de medios de pago en divisas. Asimismo, se lleva a cabo una gestión personalizada de liquidez.
- Cash Management Corporates: Realizan acciones destinadas a optimizar la tesorería de clientes corporativos que operan tanto a nivel local como internacional.
- Direct Securities Services: Su principal objetivo es custodiar y liquidar valores, tanto renta fija como variable, tanto españoles como extranjeros para tanto clientes institucionales como empresas (residentes y no residentes). Igualmente, ofrece servicios de depositaría para fondos de inversión, SICAVs⁷ y fondos de pensiones.
- Global Network Banking: Responsable de la relación entre empresas multinacionales presentes en España.

- **Gobierno corporativo**⁸

El grupo Deutsche Bank nombró el pasado 7 de Junio de 2015 a John Cryan, antiguo director ejecutivo de Tesamek, como nuevo CEO como consecuencia de la dimisión de los dos presidentes Jürgen Fitschen y Anshu Jain. Ambas dimisiones se deben principalmente a errores financieros acometidos por el banco con la sede en Frankfurt, como consecuencia de la creciente desconfianza por parte de accionistas e inversores sobre el correcto funcionamiento de la entidad así como de los proyectos llevados a cabo por dicho equipo directivo.

- **Responsabilidad corporativa**

Deutsche Bank tiene un modelo de gestión de Responsabilidad Corporativa estrechamente vinculado a su modelo de negocio. El plan estratégico de RC se

⁷ Las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAVs) son un modelo de Institución de Inversión Colectiva de carácter societario, cuyo principal objetivo es captar fondos, bienes o derechos con el fin de gestionarlos e invertirlos en distintos bienes, derechos, valores u otros instrumentos, sean financieros o no.

⁸ (JP Morgan, 2015)

inició en 2006 con el fin de implantar los programas internacionales del conjunto del grupo además de continuar con el desarrollo sostenible propuesto por el banco a nivel mundial.

Su principal objetivo es obtener beneficios y crecer pero siguiendo un modelo socialmente responsable. Otro objetivo primordial para la compañía es crear valor para cada uno de los accionistas, clientes, proveedores, empleados y sociedad en general. Esto se cumple gracias a ofrecer productos y servicios atractivos así como creando y conservando empleo. Igualmente, la entidad aporta a la sociedad en general gracias al patrocinio y al desarrollo de proyectos filantrópicos.

La entidad posee políticas solidarias en cada uno de los lugares en los que se encuentra presente. Está compuesta por cinco áreas principales:

- Born to be: Su principal objetivo es ayudar a aquellas personas con riesgo de exclusión social a fomentar sus habilidades, con el fin de que puedan desarrollar todo el potencial que poseen. Deutsche Bank colabora con diversas organizaciones para poder llevar a cabo este proyecto.
- Voluntariado corporativo: La principal función de esta área es que los empleados de la entidad, los cuales corresponden el mayor activo para el banco, colaboren en diversas actividades con el fin de ayudar a quien más lo necesite.
- Inversión social: Integración de personas con discapacidad a través de distintos proyectos y en colaboración con distintas fundaciones con el fin de poder lograr un mayor desarrollo de la comunidad, permitiendo esto la consecución de los resultados de la entidad.
- Sostenibilidad: Deutsche Bank ha llevado a cabo distintos programas medioambientales cuya prioridad es el consumo eficiente de los recursos y la reducción de gases contaminantes, mediante la concienciación de los empleados.

5. Análisis bancario

5.1 Análisis de la situación actual ⁹

La evolución de mercados financieros internacionales en los últimos años se ha visto influenciado por las decisiones de política monetaria de los principales bancos centrales, la caída del precio del petróleo, las expectativas de inflación a largo plazo y debilidad del crecimiento económico. En el caso de los mercados europeos, existe una mayor volatilidad como consecuencia de las dudas existentes

⁹ (Banco de España, 2015)

sobre el desenlace del programa financiero de Grecia han también han afectado a los mismos.

En la Unión Económica Europea, la rentabilidad de la deuda pública alcanzó mínimos históricos. Asimismo, la prima de riesgo de crédito se ha reducido y se ha producido una revalorización de los índices bursátiles.

En Reino Unido el Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de descuento en el 0.5% como consecuencia de que la inflación se consolidó por debajo del 2%. Se produjo una disminución y posteriormente un aumento de los tipos de interés a largo plazo hasta finales de Enero en Reino Unido y Estados Unidos. Apreciación del dólar con respecto a las principales monedas, fundamentalmente al euro.

En 2014 Estados Unidos se encontraba en una fase de expansión, debido a que la economía creció a ritmos superiores al potencial provocando una disminución de la tasa de paro y el exceso de capacidad instalada. Consecuencia de ellos y de la baja inflación, la Reserva Federal concluyó su programa de compra de activos.

En Alemania se moderó el crecimiento a lo largo del 2014 pero manteniendo la fortaleza de su mercado laboral así como una elevada competitividad de su mercado de exportaciones.

A pesar de que la situación económica en España¹⁰ se está afianzando, sigue siendo preciso el desapalancamiento del stock de crédito, que está convergiendo a la media europea.

Con respecto al volumen de crédito se produce una disminución la cual asciende al 24% desde diciembre de 2008. Se ha visto especialmente afectada en 2012 y 2013 como consecuencia del ajuste de valor producido de los activos tras los Reales Decretos de 2012.

Las carteras de crédito del sector privado, nombradas como Otros Sectores Residentes (OSR) en la tabla 1, han disminuido considerablemente en los últimos. La reducción del crédito asciende a 490 billones de euros desde 2008, lo que ese traduce en un 47% del PIB. Esta reducción se centra principalmente en los créditos a empresas, cuya disminución desde el comienzo de la crisis es del 34%, siendo de especial mención el crédito a empresas del sector de la construcción e inmobiliario, cuya cifra ha disminuido en un 55%. Sin embargo, el crédito concedido a hogares se muestra más resistente ante las reducciones debido a su menor tasa de mora y el mayor plazo medio del crédito hipotecario.

¹⁰ (Banco de España, 2013)

Tabla 1

Crédito por carteras	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Fecha	Tasa crecimiento		
									00-'08	último	a/a
Total crédito a hogares	819	814	813	793	756	715	698	sep-14	236%	-14,8%	-3,7%
Del que:											
Crédito para adquisición de vivienda	627	625	632	627	605	581	564	sep-14	270%	-10,0%	-3,8%
Resto crédito a hogares	193	189	180	167	151	134	133	sep-14	159%	-30,8%	-3,3%
Total crédito para actividades productivas	1.017	1.000	1.013	971	830	719	671	sep-14	237%	-34,0%	-9,5%
Del que:											
Créd. constructor e inmobiliario	470	453	430	397	300	237	210	sep-14	517%	-55,4%	-18,8%
Resto crédito para actividades productivas	547	546	583	574	530	482	462	sep-14	142%	-15,6%	-4,6%
Total crédito OSR *	1.870	1.837	1.844	1.783	1.605	1.448	1.380	dic-14	234%	-26,2%	-4,7%

Fuente: www.bde.es

El total de activo del sector ha disminuido en un 10% en el periodo de crisis. Esta menor disminución de debe principalmente al comportamiento de las carteras de activos financieros, las cuales están formados por renta fija y variable. En el caso de la cartera de deuda pública, esta aumenta de forma continua desde 2008 con el fin de aumentar la capacidad de que las entidades generen ingresos. A pesar de las entidades han continuado manteniendo renta fija soberana en sus balances, en 2014 comienza a descender estas tendencias en conjunto.

Tabla 2

Activo	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Fecha	Tasa crecimiento		
									00-'08	último	a/a
Total crédito	2.176	2.138	2.153	2.106	1.951	1.716	1.650	dic-14	217%	-24,2%	-3,8%
Crédito AAPP	53	65	79	90	114	87	101	dic-14	69%	91,3%	16,2%
Crédito OSR	1.870	1.837	1.844	1.783	1.605	1.448	1.380	dic-14	234%	-26,2%	-4,7%
Crédito a no residentes	253	237	230	234	232	180	169	dic-14	164%	-33,2%	-6,2%
Carteras de renta fija y renta variable	498	599	564	656	766	773	754	dic-14	132%	51,5%	-2,5%
Renta Fija	326	415	384	406	509	493	492	dic-14	135%	51,2%	-0,1%
Del que: deuda soberana	100	155	165	198	247	264	288	dic-14	6%	187,2%	9,0%
Renta Variable	172	184	180	251	258	280	262	dic-14	128%	52,2%	-6,7%
Interbancario activo	263	247	234	251	279	211	155	dic-14	81%	-41,2%	-26,5%
Resto de activos (neto de interbancario)	287	254	301	387	426	326	354	dic-14	230%	23,2%	8,3%
Total activo	3.224	3.238	3.252	3.400	3.423	3.026	2.913	dic-14	184%	-9,6%	-3,7%

Fuente: www.bde.es

El total de volumen de depósitos ha decrecido un 16% durante la crisis. A pesar de ello, los depósitos del sector privado se mantienen estables. La disminución producida en 2014 del 1,5% se debe a los bajos tipos de interés, los cuales afectan al atractivo de las imposiciones a plazo fijo frente a otros productos de ahorro.

Tabla 3

Pasivo y patrimonio neto											
Depósitos de clientes	2.013	2.015	2.031	1.934	1.725	1.684	1.686	dic-14	169%	-16,3%	0,1%
<i>Depósitos de las AAPP</i>	76	82	79	70	69	63	76	dic-14	263%	0,1%	19,9%
<i>Total depósitos OSR</i>	1.433	1.427	1.440	1.373	1.317	1.314	1.289	dic-14	192%	-10,0%	-1,9%
<i>Depósitos de no residentes</i>	505	507	511	492	339	306	320	dic-14	113%	-36,5%	-4,5%
Interbancario pasivo	315	305	270	373	573	381	311	dic-14	95%	-1,1%	-18,3%
<i>Promemoria: Interbancario neto</i>	52	58	36	122	294	171	157	dic-14	215%	202%	-8,2%
Débitos representados por valores	395	434	433	435	394	297	249	dic-14	625%	-36,9%	-16,2%
Resto de pasivos	320	294	340	439	535	430	435	dic-14	253%	36,2%	1,2%
Capital y reservas	181	190	178	220	195	233	231	dic-14	134%	27,9%	-0,8%
<i>Pro-Memoria: Apelación neta BCE</i>	64	76	67	119	313	202	141	ene-15	356%	122%	-25,1%
Total pasivo y patrimonio neto	3.224	3.238	3.252	3.400	3.423	3.026	2.913	dic-14	184%	-9,6%	-3,7%

Fuente: www.bde.es

Como consecuencia del cierre al acceso a otras fuentes de financiación debido a la apelación por parte del Banco Central Europeo (BCE) por un aumento de la liquidez, se producen un aumento de las operaciones interbancarias. Sin embargo, se produce una tendencia bajista desde 2012 del 64%. La unión bancaria contribuirá a eliminar la fragmentación de los mercados europeos con el objetivo final de mejorar las condiciones de financiación de las entidades bancarias.

La solvencia del sector financiero se ha visto reforzado de forma notable ya que a pesar de la crisis a la cual estamos inmersos, se ha producido un aumento de 50 billones de euros en el volumen de fondos propios (capital y beneficios retenidos).

La tasa de morosidad en el sector se ha visto notablemente incrementada durante la crisis. Actualmente, se está produciendo una tendencia decreciente en el ratio de morosidad, cuyo nivel máximo se alcanzó en 2013. En el caso de los créditos OSR dudosos se ha producido una reducción de 25 billones de euros en 2014, lo que representa una disminución del 12,5%.

Tabla 4

Morosidad por carteras	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Fecha	Tasa crecimiento		
									00-08	último	a/a
Total crédito a hogares	24,3	29,9	26,0	28,7	37,0	49,4	48,0	sep-14	1062%	97,0%	2,4%
Del que:											
Crédito para adquisición de vivienda	14,8	17,9	15,2	18,2	24,0	34,6	33,6	sep-14	1878%	126,8%	2,8%
Resto crédito a hogares	9,5	12,0	10,8	10,5	13,0	14,8	14,3	sep-14	607%	50,6%	1,5%
Total crédito para actividades productivas	37,3	61,9	79,7	109,9	128,4	146,1	131,1	sep-14	818%	251,5%	-6,1%
Del que:											
Créd. constructor e inmobiliario	26,9	43,6	58,0	81,9	84,8	87,8	76,1	sep-14	2790%	183,0%	-10,8%
Resto crédito para actividades productivas	10,4	18,3	21,7	28,0	43,6	58,2	55,0	sep-14	232%	428,4%	1,2%
Total crédito OSR *	63,1	93,3	107,2	139,8	167,5	197,2	172,6	dic-14	808%	173,7%	-12,5%

Fuente: www.bde.es

El flujo de nuevo crédito se está empezando a compatibilizar con el desapalancamiento financiero. Se producen aumento en todas las carteras excepto en el crédito a empresas de más de un millón de euros, como

consecuencia de la mayor facilidad de las mismas a otras vías de financiación no bancarias. El crédito a pymes o para aquellas empresas inferiores al millón de euros muestra una tendencia alcista a finales de 2013 (9% y 19% respectivamente).

Tabla 5

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Fecha	Tasa crecimiento		
									03-'08	último	a/a
Crédito a hogares	185,9	150,6	123,4	74,3	63,3	51,2	60,8	dic-14	0,7%	-67,3%	18,7%
Del que:											
Crédito para adquisición de vivienda	87,1	73,2	69,5	37,5	32,3	21,9	27,0	dic-14	-15,6%	-69,0%	23,5%
Resto crédito a hogares	98,8	77,5	53,9	36,8	31,0	29,4	33,8	dic-14	21,3%	-65,8%	15,1%
Crédito a empresas	929,2	867,7	665,0	527,5	484,8	392,6	355,2	dic-14	29,2%	-61,8%	-9,5%
Del que:											
Operaciones hasta 1Millón €	356,8	262,8	210,3	174,1	146,0	134,4	146,0	dic-14	11,3%	-59,1%	8,6%
Operaciones > 1Millón €	572,4	605,0	454,7	353,4	338,9	258,2	209,2	dic-14	43,5%	-63,5%	-19,0%
Total nuevas operaciones	1.115,1	1.018,3	788,4	601,8	548,1	443,9	416,0	dic-14	23,3%	-62,7%	-6,3%

Fuente: www.bde.es

Como consecuencia de la menor actividad, el despalancamiento de la economía, los bajos tipos de interés y las altas tasas de morosidad, la generación de resultados se ha visto especialmente afectada. En el caso de los intereses, en 2014 el margen de interés se situó por encima de 26,4 billones de euros, la cual fue inferior a la cifra de 2013.

Gracias a los avances provocados por la Unión bancaria se ha conseguido disminuir la fragmentación financiera en Europa. Se han llevado a cabo tres medidas fundamentales:

- Single Rulebook: Nuevas normas para conseguir la armonización de los requerimientos de capital, los criterios de recuperación y la resolución de entidades o características de fondos de garantía con el objetivo final de igualar las condiciones de los sistemas financieros europeos.
- Mecanismo Único de Supervisión (MUS): Entró en vigor en Noviembre de 2014. Su principal objetivo es incrementar la transparencia, comparabilidad y confianza en el sistema financiero.
- Mecanismo Único de Resolución (MUR): Se establecen mismos criterios de resolución, dicha resolución debe ser un hecho predecible en el caso de que suceda, así como instaurar los mismos costes a nivel privado de resolución.

A pesar de esto, la rentabilidad de los bancos españoles, los cuales poseen una mejor situación que otros bancos gracias al saneamiento de sus balances, puede verse afectada a la baja, mediante una reducción del stock de crédito, como consecuencia de hacer frente a nuevos obstáculos. Sin embargo, las ventajas de esta integración son mayores que los pequeños esfuerzos necesarios para llevarlos a cabo ya que favorecerá una mayor transparencia, menores riesgos y menor coste

de capital. Además de ello, se facilitará la identificación de irregularidades e incumplimientos llevados a cabo por las entidades financieras, permitiendo llevar a cabo medidas de intervención. Igualmente, operaciones llevadas a cabo entre entidades nacionales y posteriormente transfronterizas provocarán un incremento de la rentabilidad de las entidades.

Estas tres medidas fundamentales han reflejado una mayor confianza en el sistema financiero europeo. Sin embargo, como consecuencia de la presente debilidad económica y los bajos tipos de interés los resultados se mantienen a la baja. Se espera una mejoría en los márgenes en 2015 debido a la evolución y coste del crédito.

- **Resultado test de estrés**

Los test de estrés son pruebas que se realizan de forma periódica con el fin de determinar la capacidad que poseen las entidades financieras de hacer frente a situaciones económicas adversas como por ejemplo disminución drástica en el valor de las acciones, caída en el precio de la vivienda, aumento de los niveles de paro, caída de la prima de riesgo.... Es por ello que se establecen unos niveles mínimos de solvencia con el fin de determinar qué entidad tiene capacidad para superar dicha situación, es decir, la capacidad que tienen de generar beneficios y absorber pérdidas.

Estos test lo supervisan diferentes organismos en función de la localización del mismo. En Europa es el Banco Central Europeo (BCE) el encargado de analizar la viabilidad de los bancos de la Eurozona. Asimismo, la Autoridad Bancaria Europea (EBA) analiza los 28 mayores bancos estados miembros de la Unión Europea. La Reserva Federal es la encargada de analizar las entidades en Estados Unidos.

En 2014 veinticinco bancos de las 130 entidades analizadas por el BCE y EBA suspendieron los test de estrés en Europa. Los distintas entidades suspenden dichas pruebas por tres motivos fundamentales: no cumplir con el capital exigido a 31 diciembre de 2013 (8% Common Equity Tier 1), no disponer de suficiente capital en un escenario base para los próximos tres años (8%) o como consecuencia de no disponer de un capital mínimo en un escenario adverso (5,5%).

A finales de 2013 el Deutsche Bank poseía un Common Equity Tier 1 capital de 47.312 y 353.103 millones de euros del total del riesgo expuesto por lo que el ratio CET 1 es de 13,4%, lo que supuso aprobar la prueba al disponer de un valor superior al mínimo requerido. En comparación con la media de los bancos Alemanes cuyo ratio asciende a 12,8%, Deutsche Bank posee un ratio superior por lo que las expectativas de superación de que ocurra un escenario adverso son favorables. Igualmente al comparar con bancos españoles como Santander, Sabadell o Bankinter, cuyos ratios son de 10,4%, 10,3% y 11,7% respectivamente, observamos como Deutsche Bank posee unos valores superiores.

Sin embargo, en 2015 tanto Santander como Deutsche Bank han suspendido los test de estrés de la Reserva Federal al rechazar esta los planes de capital de ambas filiales. A pesar de haber aprobado las pruebas que miden aspectos cuantitativos, es decir la capacidad de afrontar una nueva crisis en función de su capital, han

suspendido en temas cualitativos que tratan planes de recapitalización de cada entidad (reparto de dividendos o recompra de acciones).

5.2 Análisis temporal ¹¹

El análisis temporal trata de analizar cuál ha sido la evolución de una magnitud en el tiempo. Para ello se desarrolla el crecimiento que se ha experimentado en el balance y en la cuenta de pérdidas y ganancias en los últimos años.

Con respecto a la cuenta de activos y pasivos financieros a valor razonable con cambios en la cuenta de pérdidas y ganancias, según la normativa contable IAS 39 e IFRS 7, emitidas en Octubre de 2008, algunos de los activos financieros fueron reclasificados en el segundo semestre de 2008 y el primer trimestre de 2009. No se han efectuado reclasificaciones desde el primer trimestre de 2009.

A 31 de diciembre de 2014, el grupo había vendido activos reclasificados con un valor en libros de 137 millones de euros, lo que resulta en una ganancia neta de 4,1 millones en posiciones vendidas. Además de las ventas, se produce una disminución en el valor en libros de los activos previamente clasificados como de negociación incluyendo amortizaciones y vencimientos por valor de 1,3 mil millones de euros. La reducción del valor en libros de los activos previamente clasificados como disponibles para la venta incluye las amortizaciones y vencimientos por valor de € 0,5 mil millones.

Las pérdidas por deterioro de bienes inmuebles y los equipos se registran dentro de los gastos generales y administrativos para el estado de resultados. El valor en libros de dichos inmuebles y equipos, en los que existe una restricción a la venta, fueron de 57 millones de euros a 31 de diciembre de 2014. Los compromisos para la adquisición de bienes y equipos fueron 42 millones al cierre del año 2014.

El grupo arrienda la mayoría de sus oficinas y sucursales en virtud de acuerdos a largo plazo. La mayoría de los contratos de arrendamiento se realizan bajo los términos y condiciones habituales, lo que significa que incluyen opciones para extender el contrato de arrendamiento por un período de tiempo definido, cláusulas de ajuste de precios y cláusulas de revisión en línea con las condiciones del mercado de alquiler de oficinas en general. Sin embargo, los contratos de arrendamiento no incluyen cláusulas que imponen ninguna restricción a la capacidad del grupo para pagar dividendos, participar en las operaciones de financiación de deuda o entrar en nuevos contratos de arrendamiento.

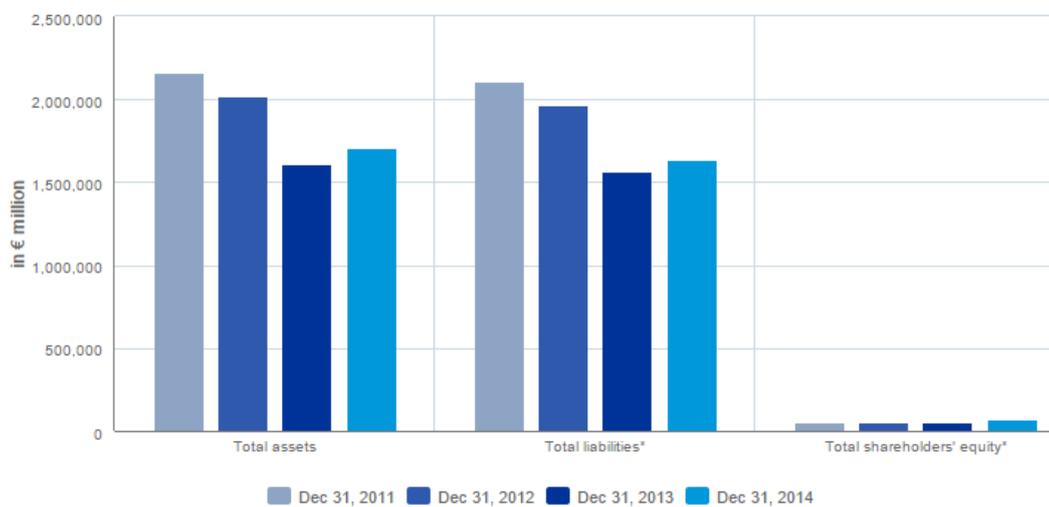
A 31 de diciembre de 2014, el total de futuros pagos mínimos de alquiler incluyen 386 millones para la sede del Grupo en Frankfurt que se vendió y arrendó el 1 de diciembre de 2011. El Grupo ha firmado un acuerdo de 181 meses.

¹¹ (Deutsche Bank)

En 2014, los pagos de alquiler para los contratos de arrendamiento y subarriendo ascendieron a 815 millones. Esto incluye cargos de 835 millones para los pagos mínimos por el arrendamiento y el 10 millones para las cuotas contingentes, así como 29 millones en relación con subarrendar alquileres.

Como podemos observar en el gráfico 1 así como en el balance de la entidad en el anexo 1, tanto el número de activos como de pasivos ha disminuido desde 2012 hasta finales de 2013. Sin embargo, es en 2014 donde se aprecia un prudente incremento con respecto al año anterior. Los activos a finales de 2013 poseían un valor de 1.611.400 millones de euros y a finales de 2014 dicho valor ascendió a 1.708.703 millones de euros. Igualmente, los pasivos ascendieron en 80.000 millones, ascendiendo a 1.635.481 millones de euros.

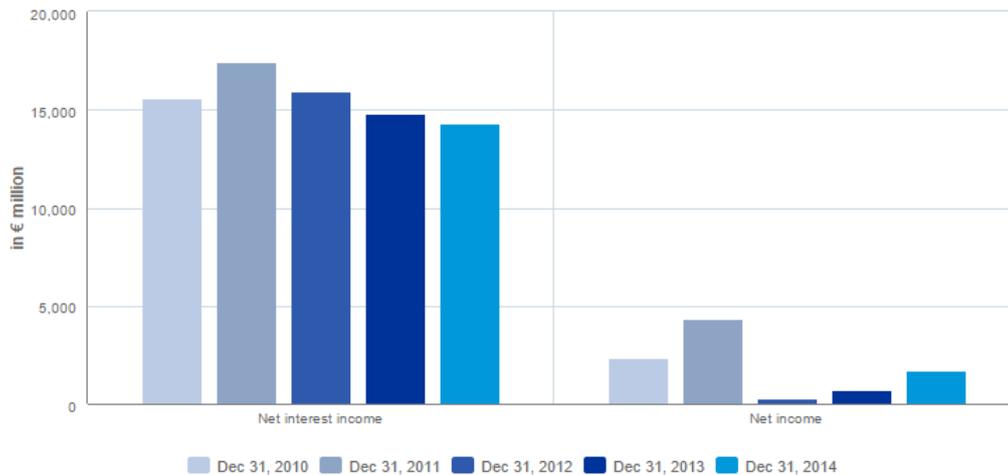
Gráfico 1



Fuente: www.db.com

Respecto a la cuenta de pérdidas y ganancias, se observa en el gráfico 2 como el resultado neto de la compañía desciende considerablemente en 2012 como consecuencia de la crisis de los mercados financieros. A partir de dicho año se producen significantes aumentos, alcanzando una cifra de 1.691 millones de euros. A pesar de ello, se estima que la empresa siga aumentando beneficios a lo largo de los años.

Gráfico 2



Fuente: www.db.com

5.3 Análisis causal

Este análisis analiza los motivos los cuales han provocado un aumento o disminución de los resultados obtenidos en el análisis temporal. El hecho de haber aumentado o disminuido la partida del margen con respecto al año anterior puede deberse principalmente a tres circunstancias:

- Efecto precio: Cambio en precios (intereses pagados y obtenidos desde el lado del activo y del pasivo respectivamente).
- Efecto cantidad: Modificación por parte de la entidad de la estructura del balance.
- Que se produzca tanto un efecto en precio como en cantidad.

A 31 de Diciembre del 2014 Deutsche Bank cuenta con un aumento global de 97 billones de euros (6%) en comparación con el año anterior, como consecuencia al aumento producido en valores de instrumentos financieros derivados, cuyo incremento fue de 125 billones de euros, relacionado con el interés de las tasas de divisas.

Los movimientos generales del balance incluyen un aumento de 91 mil millones de euros debido a los movimientos del tipo de cambio, en particular en relación con el fortalecimiento significativo del dólar estadounidense frente al euro, lo que representó un aumento de 79 mil millones de euros, sobre todo durante la segunda mitad del el año.

Las cuentas por cobrar de comisiones de valores contribuyeron 32 mil millones para el crecimiento global, principalmente como resultado de los requisitos de garantía más elevados correspondientes al aumento de los valores de mercado negativos de instrumentos financieros derivados.

Los préstamos se incrementaron en 29 billones de euros. Los activos financieros disponibles para la venta aumentaron en 16 billones debido principalmente al aumento de 12 mil millones en valores altamente líquidos mantenidos como reserva de liquidez. Estos incrementos fueron parcialmente compensados por una disminución de 73 mil millones de euros debido a la venta de fondos del Banco Central, valores comprados bajo acuerdos de reventa y valores recibidos en préstamo, impulsados principalmente por la reducción de la financiación garantizada prestados a los clientes, una disminución en valores de préstamos para la cobertura correspondiente a la reducción de las posiciones cortas. Además de ello, se adopta la normativa IAS32R en 2014, lo que permite la compensación de activos financieros y pasivos financieros y repos bajo ciertas condiciones.

Los activos comerciales disminuyeron en 14 mil millones de euros, impulsados principalmente por títulos de deuda, siendo ligeramente compensado por un aumento en valores de renta variable.

Los intereses de los depósitos en los bancos disminuyeron en el mismo período por 14 billones de euros, siendo parcialmente compensado por un aumento de 3.000 millones en efectivo y depósitos en bancos. Las reservas de liquidez ascendieron a 184 mil millones a 31 de diciembre de 2014.

En el caso de los pasivos totales, a finales de 2014 aumentaron en 79 mil millones (5%) en comparación con el cierre del ejercicio 2013.

Los valores de mercado negativos de los instrumentos financieros derivados se incrementaron en 127 mil millones de euros y las cuentas por pagar aumentaron en 24 billones en comparación al año anterior, principalmente debido a las mismas razones que llevaron a los movimientos en los valores de mercado positivos de los instrumentos financieros derivados y cuentas por cobrar descritos anteriormente.

La deuda a largo plazo aumentó en 12 mil millones de euros, principalmente debido a las actividades de financiación más elevadas que superó la cantidad de deuda cuyo periodo de maduración era de un año.

Los depósitos se incrementaron en 5.000 millones, con aumentos en los fondos de la entidad realizados a través de la banca de transacciones y al por menor. No obstante, dicho incremento se compensa como consecuencia a los menores volúmenes de financiación mayorista.

Se produce una disminución de 55 billones de euros en total en los fondos del banco central comprados, valores vendidos bajo acuerdos de recompra y valores prestados. Otras deudas a corto plazo se redujeron en 17 mil millones.

Los pasivos comerciales disminuyeron en 14 billones de euros, impulsados principalmente por títulos de deuda. Esto se compensa ligeramente por un aumento en valores de renta variable.

Al igual que en el total de activos, el aumento global de los pasivos también refleja el impacto de los movimientos del tipo de cambio durante el año.

El valor del patrimonio neto al 31 de diciembre se incrementó en 18,3 mil millones de euros en comparación con al 2013. Los principales factores que han contribuido a este desarrollo fueron el aumento de capital de 8,5 billones correspondientes a la de 359,8 millones de nuevas acciones ordinarias en Junio de 2014 así como a la emisión de nuevos componentes adicionales de capital (capital adicional de nivel 1 tratados como patrimonio de acuerdo a la normativa contable IFRS) de 4,7 mil millones realizadas el 20 de Mayo y el 19 de Noviembre de 2014.

Igualmente, dicho aumento se ve contribuido gracias al ingreso neto atribuido a los accionistas de Deutsche Bank de 1,7 billones de euros, los efectos positivos de los tipos de cambio que supusieron 2,9 mil millones (principalmente en el dólar estadounidense), las ganancias netas no realizadas en activos financieros disponibles para la venta de 1,4 billones de euros, lo que se debió principalmente a la mejora de los precios de mercado de los títulos de deuda de emisores europeos. Esto se ve compensado en parte eran los dividendos en efectivo pagados a Deutsche Bank.

5.4 Análisis espacial

El análisis espacial se centra en comparar la entidad con otras entidades financieras similares tanto nacionales como extranjeras. Es necesario que las entidades a comparar sean similares en cuanto tamaño, actividad, estructura, etc. En el caso de no cumplir dichos requisitos, se podría realizar un análisis en términos relativos, es decir establecer un porcentaje sobre los activos totales medios o los ingresos, con el objeto final de poder establecer una comparación real y objetiva.

Ratios de liquidez ¹²

El resultado obtenido por dichos ratios nos proporciona información sobre la capacidad que tiene la entidad financiera de disponer de efectivo en un momento dado para pagar las obligaciones. Es decir, es la capacidad de la que dispone la entidad de hacer líquidos sus bienes y recursos con el fin de poder hacer frente a sus obligaciones.

Como consecuencia de la mala gestión en la liquidez por parte de los principales bancos en la reciente crisis financiera, el Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) ha establecido nuevas regulaciones en Basilea III con el fin de aumentar la resistencia del perfil de riesgo de las entidades financieras.

Para ello se introduce el ratio de cobertura de liquidez y el ratio de financiación neto estable. Principalmente ambos ratios, los cuales establecen unos niveles mínimos de liquidez, se aplican a aquellas entidades bancarias internacionalmente

¹² (Banco de pagos internacionales)

activas. Asimismo, dicha aplicación puede extenderse a entidades nacionales dependiendo de la jurisdicción.

A corto plazo, el ratio de cobertura de liquidez o LCR, por sus siglas en inglés, tiene como objetivo asegurar que los bancos posean suficientes activos líquidos de alta calidad de forma que se haga frente a las salidas de efectivo que se puedan producir en el caso de que se produzca un escenario de estrés agudo cuya duración sea de un mes. Transcurrido ese periodo de un mes, se deben haber establecido las correspondientes medidas correctoras por parte del banco o del supervisor. Entra en vigor el 1 de enero de 2015.

$LCR = (\text{Stock de activos de alta calidad} / \text{Salidas netas de efectivo en los siguientes 30 días}) \geq 100\%$.

En el caso de los activos líquidos de alta calidad se establece que deben de cumplir una serie de criterios, específicamente se establecen dos categorías:

- Activos líquidos de nivel 1 los cuales se incluyen por su valor total. Dentro de este grupo se incluyen el efectivo, las reservas en los bancos centrales y las tenencias de valores emitidos o garantizados por los Gobiernos o el sector público, en el caso de que cumplan una serie de condiciones específicas de mercado.
- Activos líquidos de nivel 2 los cuales únicamente representan el 40% del total y a los que se aplicará un recorte de valoración mínimo del 15%. Está formado por aquellos valores emitidos o garantizados por Gobiernos y sectores públicos cuya ponderación de riesgo es del 20%. Asimismo, se incluyen bonos corporativos y garantizados en el caso de satisfagan una serie de condiciones.

A largo plazo, el ratio de financiación neta estable o NCR por sus siglas en inglés tiene como misión principal aumentar los inventivos con el fin de que los bancos obtengan financiación de fuentes más estables. Para ello, Basilea fija una cantidad mínima de financiación estable en función de las características de los activos propios de cada banco que mantienen en un horizonte temporal de un año. Debido a que el periodo de revisión es hasta finales de 2017, entrará en vigor el 1 de enero de 2018.

$NSFR = (\text{cantidad disponible de financiación estable} / \text{cantidad requerida de financiación estable}) > 100\%$

Deutsche Bank posee un ratio P/NAV¹³ en 2017 de 0,60, el cual muestra la relación entre el precio con el valor total del activo neto por acción, es decir, al valor liquidativo por acción. Muestra la cantidad que los inversores están dispuestos a pagar por un activo neto. Al ser un valor inferior a 1, se dice que la acción cotiza con descuento.

¹³ El NAV, por sus siglas en inglés Net Asset Value, corresponde al valor neto de los activos que posee la entidad. Corresponde al valor de mercado de los activos netos menos las deudas netas.

El ratio NAV/acciones representa el valor liquidativo neto de los activos en función de las acciones que posee la entidad en circulación. Indica el precio al que las acciones se compran y se venden en el mercado. En este caso se observa como se espera que dicho ratio aumente a lo largo del tiempo como consecuencia de que se estima un aumento del valor de cotización de la acción en el mercado.

El ratio RONAV, por sus siglas en inglés Return On Net Asset Value, es una medida de la rentabilidad obtenida mediante la división entre el beneficio neto y el NAV de la compañía. Como se observa en la tabla, se espera que la compañía aumente los beneficios netos obtenidos en proporción del valor neto de sus activos.

	2014	2015	2016	2017
<i>P/NAV</i>	0,80	0,80	0,70	0,60
<i>NAV/Acc</i>	37,11	37,79	40,38	43,25
<i>RoNAV</i>	8,60%	10,70%	10,50%	10,00%

Ratios de solvencia ¹⁴

Porcentaje de los recursos propios de la entidad calculado sobre la media de los activos. La regulación de la solvencia de las entidades tiene como objetivo principal asegurar que los bancos operen con los recursos propios necesarios con el fin de que puedan asumir los riesgos que deriven de la actividad financiera que lleven a cabo.

Es por ello que el Comité ha decidido ampliar el enfoque regulatorio, para no centrarse únicamente en promover la solvencia de los bancos individualmente e ir más allá para promover la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. El objetivo es que las entidades financieras no hagan más acusados los ciclos económicos, ya sea en periodos de auge o en crisis. Para ello se establecen nuevos colchones de capital con el fin de que se utilicen en el caso de que se produzcan pérdidas.

- Colchón de conservación de capital: Tiene como objetivo que las entidades financieras posean suficiente capital para hacer frente a las pérdidas que puedan sufrir en un entorno económico de estrés. Debe estar compuesto por Common Equity ya que dicho colchón debe tener plena capacidad de absorber las pérdidas.

A aquellas empresas que no cumplan los requisitos mínimos de capital se les imputará una serie de restricciones en la distribución de resultados, hasta el momento que no esté totalmente cubierto.

- Colchón de capital anticíclico: Este colchón se constituye únicamente en los momentos en que el crédito esté creciendo excesivamente en una determinada zona con el objetivo de frenar dicho crecimiento excesivo. En periodos de crecimiento normal del crédito, dicho colchón tomará el valor

¹⁴ (Rodríguez de Codes Elorriaga, E)

de cero. Este colchón se constituirá como adicional al colchón de conservación de capital.

Porcentaje de requerimientos

	COMMON EQUITY (DESPUES DE DEDUCCIONES)	TIER 1	CAPITAL REGULATORIO
Requerimiento mínimo	4,5	6	8
Colchón de conservación	2,5		
Requerimiento mínimo más colchón de conservación	7	8,5	10,5
Rango del colchón anticíclico (a)	0-2,5		

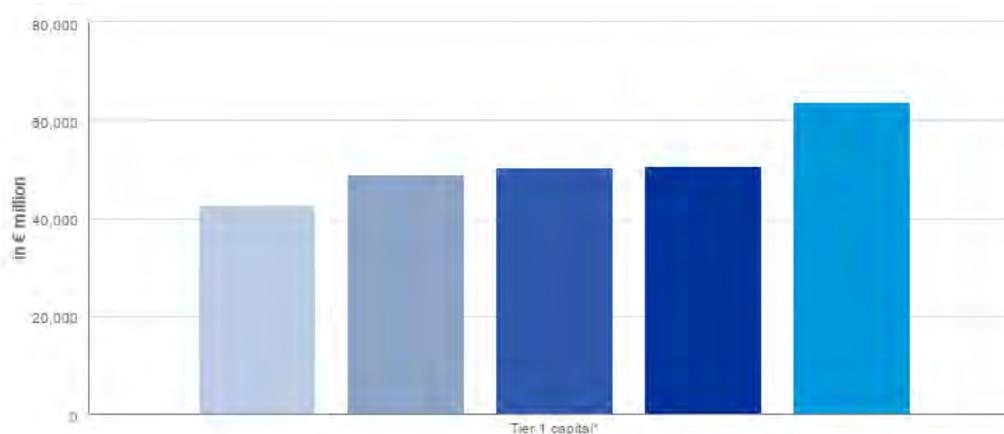
Fuente: www.bde.es

Deutsche Bank posee un ratio CET 1 según la normativa de Basilea III de 11,70% en 2014. A pesar de que el requerimiento mínimo es de 8%, la entidad posee una cifra superior como consecuencia de que, a pesar del lento crecimiento en los mercados financieros, se mantiene una cifra superior con el fin de reducir posibles riesgos.

	2014	2015	2016	2017
<i>CET 1 ratio</i>	11,70%	10,90%	11,80%	11,70%

En el gráfico 3 se observa como la entidad ha aumentado el Capital Tier 1 desde 2014 a 2014, ascendiendo la cifra de 42.625 millones de euros a 63.898 millones de euros en 2014.

Gráfico 3



Fuente: www.db.com

Endeudamiento financiero

Mide la relación que existe entre el importe de los fondos propios de una empresa con las deudas que mantiene, tanto a corto como a largo plazo. Es decir,

proporciona información sobre el endeudamiento que posee una empresa o entidad.

El ratio de apalancamiento es otra de las medidas adoptadas por Basilea para aumentar la fortaleza del sistema bancario, el cual relaciona el capital con la exposición del riesgo del total de la entidad. Se establece con el fin de apoyar y complementar al ratio de solvencia.

El objetivo principal de este ratio es limitar el apalancamiento excesivo del sistema bancario. Al ser una medida que no establece ponderación por riesgo, se reduce el impacto negativo de que la entidad valore de forma incorrecta el riesgo y asigne, menos capital del realmente necesario en el coeficiente de solvencia.

Conclusión: El cumplimiento de la normativa impuesta por Basilea supone un endurecimiento significativo de los requerimientos de capital el cual supone un esfuerzo importante para las entidades bancarias. Se les impone un importe más elevado de capital adicional además de los nuevos requerimientos de liquidez. El objetivo del Grupo de Gobernadores y Jefes de Supervisión (GHOS) es asegurarse que las distintas entidades financieras aumenten su capital paulatinamente, a la vez que realizan sus principales funciones de intermediación financiera así como conceder crédito a la economía.

Comparación con empresas del sector

En este apartado se va a comparar ratios de Deutsche Bank con los de distintas entidades financieras que se encuentran en el mismo sector y llevan a cabo la misma actividad económica. A la hora de obtener los datos para calcular los ratios se ha utilizado información procedente de los resultados financieros de la entidad así como informes de diferentes bancos de inversión, específicamente JP Morgan y Natixis. De la misma, la información obtenida de la competencia en el sector financiero se ha obtenido de informes de bancos de inversión así como información publicada por dichas entidades.

En la siguiente tabla podemos observar que Bankia y Santander son las empresas con más volumen en acciones en circulación, seguido de Caixabank, BBVA y Banco Popular y por último Deutsche Bank. Sin embargo podemos observar que a pesar de que la entidad posee un número de acciones inferior al de la media del sector, en los sucesivos años se espera que el beneficio por acción obtenido sea superior al resto. Es decir, se espera que 3,32€ correspondan a cada acción como resultado de la actividad llevada a cabo en 2016.

En 2014 Deutsche Bank realizó una ampliación de capital emitiendo un total de 359,8 millones de acciones, haciendo esto que el número de acciones aumentase de 1.019,5 a 1.379,3 millones de acciones. Los ingresos de estas acciones ascendieron a 8,5 millones de euros.

	Acciones en circulación (m)			BPA		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
<i>Banco popular</i>	1.897	2.092	2.092	0,18	0,26	0,37
<i>Bankia</i>	11.517	11.517	11.517	0,06	0,11	0,12
<i>Bankinter</i>	896	896	896	0,30	0,37	0,42
<i>BBVA</i>	6.171	6.298	6.363	0,42	0,46	0,79
<i>Santander</i>	12.193	13.515	13.656	0,49	0,58	0,65
<i>Caixabank</i>	5.712	5.920	5.920	0,11	0,22	0,38
<i>Deutsche Bank</i>	1.379	1.379	1.379	1,34	2,71	3,32
Media	5.681	5.945	5.975	0,41	0,67	0,86

A la hora de comparar Deutsche Bank con los bancos recogidos en la tabla es necesario tener en cuenta en que moneda se encuentran expresado cada uno de ellos, ya que Goldman Sachs y Morgan Stanley están expresados en libras por lo que no son comparables. Como se observa, Société Générale posee un beneficio por acción superior al de Deutsche, a pesar de que Société posee un total de acciones de 760 millones de acciones, inferior al de la entidad a comparar. A pesar de que BPA Paribas obtuvo en 2014 un beneficio por acción negativo se espera que en los próximos años se produzca un crecimiento significativo, obteniendo un beneficio superior al de Deutsche Bank. A pesar de ello, el crecimiento sostenido y continuado de Deutsche Bank es un mejor para los inversores de la entidad.

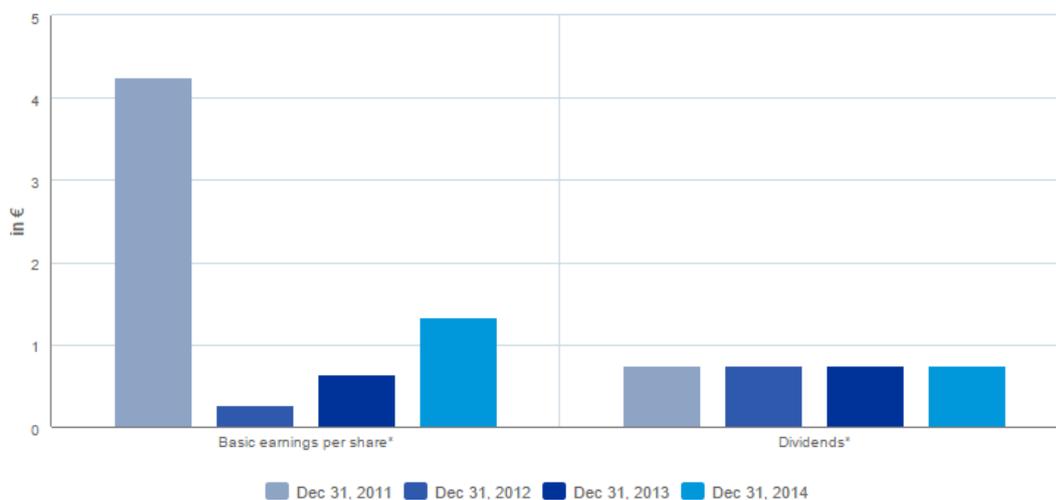
	BPA		
	2014	2015	2016
<i>Goldman Sachs</i>	17,6	19	17,24
<i>Morgan Stanley</i>	1,64	3,25	3,26
<i>BNP Paribas</i>	-0,07	5,02	5,56
<i>Société Générale</i>	3,53	3,29	5,43
<i>Barclays</i>	-1,07	12,63	20,6
<i>Deutsche Bank</i>	1,34	2,71	3,32

En cuanto a los dividendos, cada año la Junta General vota sobre la propuesta de dividendos. El dividendo del ejercicio anterior se paga por cada acción ordinaria por lo general el primer día hábil después de la Junta General de Accionistas. Desde el 28 de Mayo de 2010, la entidad reparte anualmente un dividendo de 0,75 euros. Como se observa en el cuadro a continuación, a pesar de que la entidad haya mantenido el valor de 0,75 euros por acción desde 2010, posee un valor considerable con respecto a las demás entidades del sector. Asimismo, se observa como Santander, cuyo valor es el más próximo al de Deutsche Bank, espera una disminución del valor en los próximos años.

Dividendos por acción			
	2014	2015	2016
<i>Banco popular</i>	0,04	0,02	0,11
<i>Bankia</i>	0,02	0,03	0,04
<i>Bankinter</i>	0,11	0,19	0,22
<i>BBVA</i>	0,33	0,28	0,32
<i>Santander</i>	0,60	0,20	0,25
<i>Caixabank</i>	0,20	0,16	0,09
<i>Deutsche Bank</i>	0,75	0,75	0,75
Media	0,29	0,23	0,25

En el gráfico 5 se muestra la evolución de los beneficios por acción de la entidad desde 2011 hasta finales de 2014 así como los dividendos repartidos en la compañía. Se observa como a lo largo del tiempo aumenta el beneficio por acción, y como se ha mencionado anteriormente, se espera que siga aumentado hasta 2017. A pesar de que los dividendos se mantienen constantes desde 2010, y de que se ha considerado de la hipótesis de que los dividendos por acción se van a mantener en el mismo valor, la entidad estima un aumento de valor 2015 a 0,76 euros hasta los 1,28 en 2017

Gráfico 4



Fuente: www.db.com

La rentabilidad por dividendos, en inglés Dividend yield, muestra la relación que existe entre los dividendos por acción distribuidos por la entidad con el precio de la acción. Muestra la cantidad de flujo de caja que está recibiendo por cada euro invertido. Muestra en qué medida la empresa paga dividendos cada año en relación a su precio por acción.

En la siguiente tabla se observa como Deutsche Bank posee el mismo ratio todos los años debido a que, como se ha mencionado anteriormente, se estima

que mantenga hasta 2017 un dividendo de 0,75 euros. Su valor se encuentra por debajo de la media como consecuencia de que Santander y BBVA poseen cifras muy elevadas debido a que tienen un precio por acción de 6,32 y 8 euros aproximadamente, inferior al de Deutsche Bank.

	Dividend yield		
	2014	2015	2016
<i>Banco popular</i>	0,90%	0,40%	2,40%
<i>Bankia</i>	1,30%	2,55%	3,10%
<i>Bankinter</i>	1,60%	2,70%	3,00%
<i>BBVA</i>	3,50%	2,90%	3,40%
<i>Santander</i>	8,60%	2,90%	3,60%
<i>Caixabank</i>	0,05	0,04	0,02
<i>Deutsche Bank</i>	2,60%	2,60%	2,60%
Media	3,29%	2,52%	2,89%

En este caso, como consecuencia de que no todos los datos se encuentran en la misma moneda, únicamente podemos comparar con BNP Paribas y Société Générale. Se puede observar como la entidad posee un ratio inferior al de sus competidores debido principalmente a que tanto BNP como Société Générale poseen tanto un precio por acción como un beneficio por acción superior.

	Dividend yield		
	2014	2015	2016
<i>Goldman Sachs</i>	1,10%	1,20%	1,30%
<i>Morgan Stanley</i>	0,90%	1,40%	1,60%
<i>BNP Paribas</i>	2,70%	3,60%	2,10%
<i>Société Générale</i>	2,70%	2,00%	3,60%
<i>Barclays</i>	2,00%	3,00%	4,00%
<i>Deutsche Bank</i>	2,60%	2,60%	2,60%

El Payout es un ratio financiero que mide la proporción de beneficio destinados al pago de dividendos a los accionistas. Un mayor Payout indica que posee una política de dividendos favorable. Se observa como los valores Deutsche Bank disminuyen como consecuencia de un aumento de los beneficios de precios de la acción.

	Payout		
	2014	2015	2016
<i>Banco popular</i>	21,80%	7,80%	30,06%
<i>Bankia</i>	27,00%	30,00%	35,00%
<i>Bankinter</i>	38,10%	51,20%	51,20%
<i>BBVA</i>	77,20%	60,40%	40,40%
<i>Santander</i>	121,40%	34,70%	38,60%
<i>Caixabank</i>	184,30%	73,60%	25,00%
<i>Deutsche Bank</i>	66,61%	26,50%	19,50%
Media	76,63%	40,60%	34,25%

En este caso se observa como la entidad posee un Payout ratio superior al de sus competidores internacionales, cuya disminución esperada para 2016 hace que se prevea aun aumento significativo del precio de la acción.

	Payout		
	2014	2015	2016
<i>Goldman Sachs</i>	13,50%	13,70%	15,40%
<i>Morgan Stanley</i>	21,80%	17,20%	18,80%
<i>BNP Paribas</i>	-	29,90%	31,50%
<i>Société Générale</i>	33,90%	27,30%	29,50%
<i>Barclays</i>	-	64,50%	54,20%
<i>Deutsche Bank</i>	66,61%	26,50%	19,50%

El PER es uno de los ratios más comúnmente utilizados a la hora de valorar una empresa o entidad financiera así como comparar varias entidades del mismo sector. Indica el número de veces que el beneficio neto de la entidad está incluido en el precio por acción. En el caso de que una entidad posea un PER elevado puede significar de que las expectativas son favorables. Asimismo se puede entender que una disminución del PER de aun año a otro puede anticipar un aumento en el crecimiento de los beneficios.

Caixabank espera un aumento de los beneficios en 2015 debido a la disminución en el valor del PER en 2015. Bankia, Bankinter y BBVA poseen un ratio prácticamente constante por lo que no se espera un aumento de beneficios. Deutsche Bank posee un valor del PER superior a la media en estos tres años, lo que supone que el valor de la acción será favorable. Asimismo, se produce una disminución de valor en 2016 con respecto a 2013 debido a la expectativa de incremento del beneficio.

	PER		
	2014	2015	2016
<i>Banco popular</i>	25,20	18,10	12,60
<i>Bankia</i>	20,30	11,80	11,40
<i>Bankinter</i>	23,90	19,20	17,10
<i>BBVA</i>	22,20	20,50	12,00
<i>Santander</i>	14,20	12,20	10,80
<i>Caixabank</i>	40,45	17,00	11,58
<i>Deutsche Bank</i>	18,67	10,40	8,49
Media	23,56	15,63	12,02

Al comparar la entidad bancaria con sus principales competidores, se observa como su valor del PER es superior en 2014. A pesar de que el PER disminuye hasta 2016 en 15 puntos, esto significa que se espera un crecimiento de los beneficios superior al resto. Sin embargo, esa amplia diferencia en el valor en 2014 puede significar que el valor de la acción está sobrevalorada.

	PER		
	2014	2015	2016
<i>Goldman Sachs</i>	12,00	11,00	12,10
<i>Morgan Stanley</i>	17,30	13,40	12,00
<i>BNP Paribas</i>	10,40	10,80	10,10
<i>Société Générale</i>	11,80	10,70	9,00
<i>Barclays</i>	12,40	11,50	9,10
<i>Deutsche Bank</i>	18,67	10,40	8,49

5.5 Análisis de la rentabilidad

A la hora de medir la rentabilidad de la entidad financiera nos basamos en el ROA y el ROE. El ROA por sus siglas en inglés Return On Asset, cuyo significado es rentabilidad de los activos, relaciona el beneficio que se logra en un determinado periodo y el total de activos. Se utiliza con el fin de determinar la eficiencia de los activos totales de la empresa independientemente de las fuentes de financiación, es decir, la capacidad y calidad de las entidades de gestionar su activo, específicamente todas las inversiones en cartera.

El ROE o rentabilidad financiera mide los rendimientos teóricos obtenidos por los accionistas, tanto dividendos como reservas, o lo que es lo mismo la rentabilidad de los recursos propios que posee la entidad.

Este ratio se calcula dividiendo los beneficios de la entidad ente los recursos propios. Asimismo, dicho ratio se puede calcular multiplicando el ROA por el apalancamiento financiero. Cuanto mayor sea el valor de este ratio de apalancamiento, mayor será la rentabilidad financiera.

A diferencia de las empresas no financieras, el ROA de las entidades bancarias toma valores bajos mientras que el ROE toma valores superiores debido al elevado apalancamiento financiero de dichas entidades al tener la posibilidad de financiar sus activos con un mínimo nivel de recursos propios. Por esta razón, las autoridades monetarias establecen un mínimo de recursos propios en función de los riesgos asumidos por la entidad.

La diferencia entre el ROA y el ROE es el efecto apalancamiento. En el caso de que sea positivo, y por tanto sea el ROE mayor que el ROA, significará que el coste de la deuda media es inferior a la rentabilidad económica.

Sin embargo, las entidades deben de tener en cuenta que un excesivo apalancamiento puede provocar riesgo de los fondos propios de la entidad no sean suficientes para hacer frente a los riesgos del mercado, crédito, liquidez y tipos de interés asumidos por la entidad bancaria.

Como podemos observar en la tabla, el ROA es inferior al ROE por lo que el apalancamiento toma un valor positivo. Al ser el ROE superior al ROA, la entidad tiene la posibilidad de contratar deuda para financiar parte del activo, teniendo presente el coste medio de la deuda. A pesar de que se produce una disminución del ROE en 2017, en todo momento el coste de la deuda es inferior a la rentabilidad económica.

	2014	2015	2016	2017
ROA	1,03%	1,07%	1,12%	1,16%
ROE	7,40%	8,90%	8,00%	7,19%

A la hora de comparar a la empresa con empresas comparables en el sector, podemos observar como Deutsche Bank en 2014 posee un ROE superior al del resto de entidades financieras, estando incluso por encima de la media del sector. A pesar de que aumente su ratio en 2015, podemos observar como en 2016 se espera que la entidad posea un apalancamiento menor, y tome un valor inferior al de la media.

	ROE		
	2014	2015	2016
<i>Banco popular</i>	3,20%	4,20%	5,70%
<i>Bankia</i>	6,20%	9,80%	9,60%
<i>Bankinter</i>	7,80%	9,20%	9,90%
<i>BBVA</i>	5,70%	5,80%	9,50%
<i>Santander</i>	7,70%	8,50%	9,10%
<i>Caixabank</i>	2,50%	4,90%	8,10%
<i>Deutsche Bank</i>	7,40%	8,90%	8,00%
Media	5,79%	7,33%	8,56%

Se observa en el siguiente gráfico como el ROE de la entidad se encuentra en la media aproximado del resto de competidores, aunque al igual que hemos comentado anteriormente, se estima que su valor disminuya en 2016 y tome un valor inferior al de sus competidores.

	ROE		
	2014	2015	2016
<i>Goldman Sachs</i>	11,20%	11,20%	9,20%
<i>Morgan Stanley</i>	6,60%	8,30%	8,80%
<i>BNP Paribas</i>	8,20%	7,60%	7,60%
<i>Société Générale</i>	5,50%	5,80%	6,60%
<i>Barclays</i>	6,40%	6,90%	8,50%
<i>Deutsche Bank</i>	7,40%	8,90%	8,00%

6. Valoración por múltiplos.

Según lo mencionado anteriormente, a la hora de estimar el precio objetivo de una empresa o entidad mediante el método de valoración por múltiplos es necesario comparar con los valores de empresas similares del mismo sector. Para ello se ha identificado la cotización de empresas comparables y se han calculado los principales ratios.

A la hora de calcular el precio objetivo de la cotización de Deutsche Bank, se ha obtenido el beneficio neto total de la empresa en función de cada una de las áreas de actividad que componen el grupo y lo hemos multiplicado por el PER individual de cada área. Para obtener los datos del beneficio neto en 2017 nos hemos basado en informes realizados por bancos de inversión, entre ellos JP Morgan y Natixis, así como las estimaciones a futuro realizadas por el grupo. Asimismo, hemos tomado el PER de dichos informes de los distintos bancos de inversión.

El capital total del grupo asciende a 48.693 millones de euros. Una vez obtenido el capital para cada área del grupo se divide por el número total de acciones. En este caso se mantiene la hipótesis de que el número de acciones se mantiene en 1.379 debido a que la empresa no tiene previsto realizar una ampliación de capital

Sector de actividad	Beneficio neto Diciembre de 2017	PER	Capital estimado
Corporate Banking & Securities	3.570	7,5	26.775
Private & Business Clients	1.298	8,0	10.384
Global Transaction Banking	1.100	7,5	8.250
Deutsche Asset & Wealth Management	1.030	10,0	10.300
Non-Core Operations Units	-497	8,0	-3.976
Consolidation & Adjustment	-380	8,0	-3.040
Total	6.121		48.693

Finalmente, se calcula el precio de la acción de cada área, obteniendo un precio por acción de 35 euros. Como consecuencia de que el precio de la acción a día 3 de Julio ha descendido a 28,18¹⁵ euros, se dice que Deutsche Bank está infravalorada por lo que la decisión sería comprar acciones ya que se estima el precio vaya a aumentar.

Sector de actividad	Capital estimado	Nº de acciones	Precio de la acción
Corporate Banking & Securities	26.775	1.379	19
Private & Business Clients	10.384	1.379	8
Global Transaction Banking	8.250	1.379	6
Asset & Wealth Management	10.300	1.379	7
Non-Core Operations Units	-3.976	1.379	-3
Consolidation & Adjustment	-3.040	1.379	-2
Total	48.693		35

7. Valoración por descuento de dividendos.

A la hora de valorar Deutsche Bank por descuento de dividendos hemos realizado dos escenarios:

7.1 Crecimiento constante de los dividendos según el modelo Gordon Shapiro

El primer escenario de este modelo supone que la entidad financiera se encuentra en régimen estacionario, es decir posee un crecimiento estable, por lo que se obtiene el valor de las acciones de la entidad en función de los dividendos que se esperen para los periodos siguientes. Para ello, se divide los dividendos entre el coste de los recursos propios menos la tasa de crecimiento constante y perpetua de los dividendos.

¹⁵ (Yahoo Finance)

Para calcular el coste de los recursos propios se suma la tasa libre de riesgo, multiplicado por la beta, en este caso se toma como hipótesis que la beta del Deutsche Bank es igual a 1,3, con la prima de riesgo. Se obtiene un coste de los recursos propios del 4.01%.

<i>Crecimiento esperado a partir de 2017</i>	1,50%
<i>Tasa libre de riesgo</i>	0,78%
<i>Prima de riesgo</i>	3,0%
<i>Ke</i>	4,01%

Posteriormente, se calcula el precio de la acción a partir de la fórmula:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{0,75}{4,01\% - 1,50\%}$$

Como se ha mencionado anteriormente, se estiman que los dividendos por acción de la compañía se mantienen en 0,75. Finalmente, se obtiene un precio por acción de 29,83 euros, que en relación al precio de cotización es de 28,18¹⁶ el 3 Julio, por lo que se toma la valoración de que las acciones están infravaloradas. La decisión a tomar sería comprar las acciones.

	2017
<i>Dividendo por acción</i>	0,75
<i>Valor por acción</i>	29,83

7.2 Crecimiento de los dividendos a partir de 2017

En el segundo escenario se establece que la entidad va a mantener los dividendos constantes hasta 2017, pero que a partir de ese año como consecuencia de la clara mejora del mercado financiero, comenzará a aumentar el valor de los mismos. Para calcular el valor de acción estimado en 2017 según este modelo, es necesario descontar cada uno de los valores de los dividendos al del coste de capital, cuyo valor es de 4,01% (no se tiene en cuenta el año 2014 como consecuencia de que la empresa ya ha pagado dicho dividendo).

	2014	2015	2016
<i>Dividendo por acción</i>	0,75	0,75	0,75
<i>VAN</i>	0,7211	0,6932	0,6665

En el año 2017 es necesario calcular el valor residual multiplicando el dividendo esperado por la tasa de crecimiento, todo ello dividido entre la diferencia entre el coste de capital y la tasa de crecimiento, a partir de la siguiente ecuación:

¹⁶ (Invertia)

$$\text{Valor residual} = \frac{0,75 * (1 + 1,50)}{(4,01 - 1,50)}$$

Una vez obtenido el valor residual, es necesario actualizar dicho valor al coste de capital en el momento cero. Finalmente, el valor del precio de la acción de Deutsche Bank será la suma de los valores actuales en los años 2015, 2016 y 2017, llegando a un precio objetivo de 27,23 euros la acción. Al valorar según este método y en función al precio de cotización de la acción actual, se dice que la entidad está sobrevalorada, por los inversores deberían mantener o vender las acciones debido a que el decrecimiento en el precio no es muy significativo.

	2017
<i>Dividendo por acción</i>	0,75
<i>Valor residual</i>	30,28
<i>VAN</i>	25,87
<i>Valor por acción</i>	27,23

8. Conclusiones

La valoración de empresas adquiere cada vez más importancia en el ámbito económico-financiero debido a que esto permite determinar el modo de actuar de los inversores en bolsa así como justificar las diversas operaciones que realizan las empresas a lo largo de su actividad, tales como compra-venta, ampliar el segmento o la línea de negocio, fusiones, adquisiciones, diluciones, etc.

Como consecuencia de reciente crisis económica-financiera a nivel internacional, la cual ha provocado una mayor incertidumbre y desconfianza en el mercado financiero, se hace especialmente relevante una correcta valoración, con el objetivo final de recuperar la confianza mediante la estimación de lo que puede generar en el futuro para sus accionistas.

A la hora de definir cuál es el método de valoración más adecuado para valorar una empresa se hace necesario determinar cuáles son los principales motivos o razones que dan lugar al proceso de valoración. Como se ha visto en el trabajo, es preciso establecer una valoración fundamentada técnicamente y basada en supuestos razonables para poder llevar a cabo una correcta valoración y decisión de inversión. Igualmente, es necesario tener un conocimiento profundo de las políticas y la proyección a futuro de la entidad.

El estudio en profundidad del grupo Deutsche Bank así como el análisis de sensibilidad realizado para proyectar los resultados de la entidad a futuro nos ayuda a determinar cuál es su posicionamiento en el mercado en el que opera. Se observa cómo, a pesar de la inestable situación de los mercados financieros como consecuencia de la crisis, la entidad se ha mantenido estable. Igualmente, la comparación con empresas del mismo sector bancario y los buenos resultados obtenidos en sus ratios muestran que la empresa es un fuerte competidor.

Los resultados obtenidos tras la valoración detallada de Deutsche Bank por el método de múltiplos de empresas comparables, calculado a partir del beneficio obtenido por cada área de la entidad, establece el precio objetivo estimado para 2017. Esto le permite al inversor establecer una decisión de inversión en función de si la acción está sobrevalorada o infravalorada. Al igual ocurre con la valoración obtenida en los distintos escenarios e hipótesis establecidos mediante la valoración por descuento de dividendos.

Sin embargo, se puede observar como en función de las hipótesis que se establecen, se obtiene una valoración distinta que afecta a la decisión del inversor. En el primer escenario, el cual establece que los dividendos por acción se mantienen constantes, según el modelo de Gordon Shapiro, se obtiene un precio superior al precio de cotización actual, por lo que la acción está infravalorada y se tomaría la decisión de comprar acciones. En el segundo escenario, el cual establece que los dividendos por acción aumentan a partir de 2017 a una tasa de crecimiento, el precio estimado es superior al de cotización pero en una mínima cuantía por lo que se toma la decisión de inversión de comprar o mantener.

No obstante, a pesar del estudio que se ha desarrollado a lo largo del trabajo sobre los principales métodos de valoración así como la aplicación de dos de los principales métodos a la entidad, estableciendo decisiones de inversión, se establece como conclusión de que el resultado obtenido en la valoración no es una ciencia exacta como consecuencia de la variabilidad de los condicionantes a futuro.

9. Anexos

Anexo 1: Balance consolidado

€ m.	2012	2013	2014
Assets			
Cash and due from banks	27.877	17.155	20.055
Interest-earning deposits with banks	120.637	77.984	63.518
Central bank funds sold and securities purchased under resale agreements	36.570	27.363	17.796
Securities borrowed	24.013	20.870	25.834
Financial assets at fair value through profit or loss			
Trading assets	254.459	210.070	195.681
Positive market values from derivative financial instruments	768.353	504.590	629.958
Financial assets designated at fair value through profit or loss	187.027	184.597	117.285
Total financial assets at fair value through profit or loss	1.209.839	899.257	942.924
Financial assets available for sale	49.400	48.326	64.297
Equity method investments	3.577	3.581	4.143
Loans	397.377	376.582	405.612
Property and equipment	4.963	4.420	2.909
Goodwill and other intangible assets	14.219	13.932	14.951
Other assets	123.702	112.539	137.980
Assets for current tax	2.389	2.322	1.819
Deferred tax assets	7.712	7.071	6.865
Total assets	2.022.275	1.611.400	1.708.703

€ m.	2012	2013	2014
Liabilities			
Deposits	577.210	527.750	532.931
Central bank funds purchased and securities sold under repurchase agreements	36.144	13.381	10.887
Securities loaned	3.166	2.304	2.339
Financial liabilities at fair value through profit or loss			
Trading liabilities	54.400	55.804	41.843
Negative market values from derivative financial instruments	752.652	483.428	610.202
Financial liabilities designated at fair value through profit or loss	110.409	90.104	37.131
Investment contract liabilities	7.732	8.067	8.523
Total financial liabilities at fair value through profit or loss	925.193	637.404	697.699
Other short-term borrowings	69.661	59.767	42.931
Other liabilities	179.099	163.595	183.823
Provisions	5.110	4.524	6.677
Liabilities for current tax	1.589	1.600	1.608
Deferred tax liabilities	1.447	1.101	1.175
Long-term debt	157.325	133.082	144.837
Trust preferred securities	12.091	11.926	10.573
Total liabilities	1.968.035	1.556.434	1.635.481

€ m.	2012	2013	2014
Common shares, no par value, nominal value of € 2.56	2.380	2.610	3.531
Additional paid-in capital	23.776	26.204	33.626
Retained earnings	29.199	28.376	29.279
Common shares in treasury, at cost	-60	-13	-8
Accumulated other comprehensive income (loss), net of tax	-1.294	-2457	1.923
Total shareholders' equity	54.001	54.719	68.351
Additional equity components	0	0	4.619
Non-controlling interests	239	247	253
Total equity	54.240	54.966	73.223
Total liabilities and equity	2.022.275	1.611.400	1.708.703

Earnings per share:	2012	2013	2014
Basic	€ 0,27	€ 0,64	€ 1,34
Diluted ²	€ 0,26	€ 0,62	€ 1,31

Anexo 2: Cuenta de Pérdidas y Ganancias

€ m.	2012	2013	2014
Interest and similar income	31.593	25.601	25.001
Interest expense	15.619	10.768	10.729
Net interest income	15.975	14.834	14.272
Provision for credit losses	1.721	2.065	1.134
Net interest income after provision for credit losses	14.254	12.769	13.138
Commissions and fee income	11.809	12.308	12.409
Net gains (losses) on financial assets/liabilities at fair value through profit or loss	5.608	3.817	4.299
Net gains (losses) on financial assets available for sale	301	394	242
Net income (loss) from equity method investments	163	369	619
Other income (loss)	-120	193	108
Total non-interest income	17.761	17.082	17.677
Compensation and benefits	13.490	12.329	12.512
General and administrative expenses	15.017	15.126	14.654
Policyholder benefits and claims	414	460	289
Impairment of intangible assets	1.886	79	111
Restructuring activities	394	399	133
Total noninterest expenses	31.201	28.394	27.699
Income before income taxes	814	1.456	3.116
Income tax expense	498	775	1.425
Net income	316	681	1.691
Total net revenues	33.736	31.915	31.949

Anexo 3: Estimación a futuro del Balance

€ m.	Variación 12-13 %	Variación 13-14 %	Media variación	2015	2016	2017
Assets						
Cash and due from banks	-38,46%	16,90%	-10,78%	17.893	15.965	14.244
Interest-earning deposits with banks	-35,36%	-18,55%	-26,95%	46.398	33.892	24.757
Central bank funds sold and securities purchased under resale agreements	-25,18%	-34,96%	-30,07%	12.445	8.703	6.086
Securities borrowed	-13,09%	23,79%	5,35%	27.216	28.671	30.205
Financial assets at fair value through profit or loss						
Trading assets	-17,44%	-6,85%	-12,15%	171.912	151.029	132.684
Positive market values from derivative financial instruments	-34,33%	24,85%	-4,74%	599.145	566.572	531.588
Financial assets designated at fair value through profit or loss	-1,30%	-36,46%	-18,88%	95.139	77.175	62.603
Total financial assets at fair value through profit or loss				866.196	794.777	726.876
Financial assets available for sale	-2,17%	33,05%	15,44%	74.223	85.681	98.907
Equity method investments	0,11%	15,69%	7,90%	4.470	4.824	5.205
Loans	-5,23%	7,71%	1,24%	410.633	415.716	420.862
Property and equipment	-10,94%	-34,19%	-22,56%	2.253	1.744	1.351
Goodwill and other intangible assets	-2,02%	7,31%	2,65%	15.347	15.753	16.170
Other assets	-9,02%	22,61%	6,79%	147.350	157.357	168.044
Assets for current tax	-2,80%	-21,66%	-12,23%	1.596	1.401	1.230
Deferred tax assets	-8,31%	-2,91%	-5,61%	6.480	6.116	5.773
Total assets				1.632.500	1.570.600	1.519.709

€ m.	Variación 12-13 %	Variación 13-14 %	Media variación	2015	2016	2017
Liabilities						
Deposits	-8,57%	0,98%	-3,79%	512.714	493.264	474.552
Central bank funds purchased and securities sold under repurchase agreements	-62,98%	-18,64%	-40,81%	6.444	3.814	2.258
Securities loaned	-27,23%	1,52%	-12,85%	2.038	1.776	1.548
Financial liabilities at fair value through profit or loss						
Trading liabilities	2,58%	-25,02%	-11,22%	37.149	32.981	29.281
Negative market values from derivative financial instruments	-35,77%	26,22%	-4,77%	581.077	553.342	526.931
Financial liabilities designated at fair value through profit or loss	-18,39%	-58,79%	-38,59%	22.802	14.002	8.599
Investment contract liabilities	4,33%	5,65%	4,99%	8.949	9.395	9.864
Total financial liabilities at fair value through profit or loss				649.976	609.721	574.675
Other short-term borrowings	-14,20%	-28,17%	-21,19%	33.836	26.667	21.017
Other liabilities	-8,66%	12,36%	1,85%	187.231	190.702	194.238
Provisions	-11,47%	47,59%	18,06%	7.883	9.307	10.988
Liabilities for current tax	0,69%	0,50%	0,60%	1.618	1.627	1.637
Deferred tax liabilities	-23,91%	6,72%	-8,60%	1.074	982	897
Long-term debt	-15,41%	8,83%	-3,29%	140.074	135.468	131.014
Trust preferred securities	-1,36%	-11,34%	-6,35%	9.901	9.272	8.683
Total liabilities				1.552.789	1.482.601	1.421.506

€ m.	Variación 12-13 %	Variación 13-14 %	Media variación	2015	2016	2017
Common shares, no par value, nominal value of € 2.56	9,66%	35,29%	22,48%	4.325	5.297	6.487
Additional paid-in capital	10,21%	28,32%	19,27%	40.105	47.832	57.049
Retained earnings	-2,82%	3,18%	0,18%	29.332	29.386	29.439
Common shares in treasury, at cost	-78,33%	-38,46%	-58,40%	-3	-1	-1
Accumulated other comprehensive income (loss), net of tax	89,88%	-178,27%	-44,19%	1.073	599	334
Total shareholders' equity				74.832	83.112	93.308
Additional equity components				4.619	4.619	4.619
Non-controlling interests	3,35%	2,43%	2,89%	260	268	276
Total equity				79.711	87.999	98.203
Total liabilities and equity				1.632.500	1.570.600	1.519.709

Earnings per share:	2015	2016	2017
Basic ¹⁷	1,74	2,26	2,94
Diluted	1,70	1,87	2,06

¹⁷ Hipótesis: Se estima un crecimiento del 30% del beneficio por acción en función de la información proporcionada por la entidad sobre su previsión a futuro así como información recogida en diversos informes realizados por bancos de inversión, específicamente JP Morgan y Natixis.

Anexo 4: Estimación a futuro de la cuenta de P&L

€ m.	Var 12-13 %	Var 13-14 %	Media	2015	2016	2017
Interest and similar income	-18,97%	-2,34%	-10,65%	22.337	19.957	17.831
Interest expense	-31,06%	-0,36%	-15,71%	9.043	7.623	6.425
Net interest income				13.294	12.334	11.406
Provision for credit losses	19,99%	-45,08%	-12,55%	992	867	758
Net interest income after provision for credit losses				12.302	11.467	10.647
Commissions and fee income	4,23%	0,82%	2,52%	12.722	13.043	13.372
Net gains (losses) on financial assets/liabilities at fair value through profit or loss	-31,94%	12,63%	-9,65%	3.884	3.509	3.170
Net gains (losses) on financial assets available for sale	30,90%	-38,58%	-3,84%	233	224	215
Net income (loss) from equity method investments			15,00%	712	819	941
Other income (loss)	-260,83%	-44,04%	-152,44%	-57	30	-16
Total non-interest income				17.494	17.624	17.683
Compensation and benefits	-8,61%	1,48%	-3,56%	12.066	11.637	11.222
General and administrative expenses	0,73%	-3,12%	-1,20%	14.479	14.305	14.134
Policyholder benefits and claims	11,11%	-37,17%	-13,03%	251	219	190
Impairment of intangible assets	-95,81%	40,51%	-27,65%	80	58	42
Restructuring activities	1,27%	-66,67%	-32,70%	90	60	41
Total noninterest expenses				26.966	26.279	25.629
Income before income taxes ¹⁸	116,20%	29,90%	-2,40%	6.737	8.751	8.541
Income tax expense	22,00%	20,00%	16,00%	1.739	2.086	2.420
Net income				4.998	6.665	6.121
Total net revenues			4%	33.227	34.556	33.227

¹⁸ Hipótesis: Se aplica un porcentaje específico para la cuenta "income before taxes" como para "income tax expense" en función de informes de bancos de inversión.

10. Bibliografía

- Miller, M & Modigliani, F. (1961). *"Dividend policy, growth and the valuation of shares"*. The Journal of Business, University of Chicago. Number 4.
- Caballer, V. (1998). *"Métodos de valoración de empresas"*, Ediciones Pirámide, España. ISBN: 84-368-1165-8.
- Montlon, J & Tarrazón, M. (1999). *"Rentabilidad de mercado. Rentabilidad contable y modelo de valoración de acciones"*. Revista Española de Financiación y Contabilidad. Número 100.
- Fernández, P. (1999). *"Valoración de empresas"*. Gestión 2000, España. ISBN: 84-8088-309-X.
- Fernández, P. (1999). *"Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables"*. ISESE, Universidad de Navarra, Madrid-Barcelona.
- Rapado Serrano, M^a C. (2002). *"LA creación de valor. Una aproximación"*. Documentos de Trabajo de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. ISSN: 2255-5471.
- Garicano, T. (2004). *"El descuento de flujos de caja y la valoración por múltiplos"*. Harvard Deusto Finanzas y contabilidad. ISSN 1134-0827
- Conesa, I. (2005). *"Valoración de empresas cotizadas: principales métodos, el papel de los intangibles y estudio mediante casos"*, AECA, Madrid. ISBN: 84-89959-88-9.
- Fernández, P. (2007). *"Valoración de empresas. Como medir y gestionar la creación de valor"*. Grupo Planeta, Navarra.
- Fernández, P. (2007). *"Creación de calor para los accionistas"*. Ediciones Gestión 2000. ISBN: 9788480887670
- Fernández, P. (2008). *"Método de valoración de empresas"*, Documento de Investigación, IESE Business School, Navarra.
- Fernández, P. (2008). *"Valoración de empresas por descuento de flujos: Diez métodos y siete teorías"*, Documento de Investigación, IESE Business School, Navarra.
- Pérez-Carballo Veiga, JF. (2010). *"La valoración de empresas: El enfoque financiero"*. Cuaderno de documentación, ESIC, Madrid.

- Berk, J. (2010). *“Fundamentos de finanzas corporativas”*. Editorial Pearson. ISBN: 84-481-4195-4
- Casanovas Ramón, M & Santandreu Gràcia, P. (2011). *“Guía práctica para la valoración de empresas”*. Editorial Profit.
- Banco de pagos internacionales. (2010). Basilea III: Marco de regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios. Suiza.
- Banco de España (2013). *Un análisis de la situación de crédito en España*. Madrid.
- Banco de España. (2015). *Informe de estabilidad financiera*. Madrid.
- Rodríguez de Codes Elorriaga, E. *Las nuevas medidas de Basilea III en material de capital*.
- Deutsche Bank. *Leveraging strengths, rising to the challenges, earning trust*. Corporate Responsibility Report 2014.
- Deutsche Bank. *Leveraging strengths, rising to the challenges, earning trust*. . Annual Review 2014.
- Deutsche Bank. *Interim Report as March 31, 2015*.
- Natixis. (Abril 2015). *Deutsche Bank. Equity Research*.
- Natixis. (Junio 2015). *Deutsche Bank. Equity Research*.
- JP Morgan. (2015). *Deutsche Bank. Europe Equity Research*.
- JP Morgan. (2015). *Global Investment Bank Tracker. Global Equity Research*. .
- JP Morgan. (2015). *Spanish Banks. Europe Equity Research*.
- Morgan Stanley. (2015). *Spanish Banks. Where to from here?*
- *Deutsche Bank*. Obtenido de www.db.com
- *Deutsche Bank*. Obtenido de www.db.es
- *Yahoo Finance*. Obtenido de <https://es.finance.yahoo.com>.
- *Invertia*. Obtenido de www.invertia.es