



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

Salida a Bolsa de Santander UK

Autor: Lázaro de Lázaro Noreña

Director: Álvaro Caballo Trébol

Madrid

junio de 2014

1. Introducción	5
1.1 Metodología, objetivos y estructura	5
1.2 Marco teórico.....	7
2. Funcionamiento de las OPV y situación actual	9
2.1 ¿Cómo lo haría Santander UK?	10
3. ¿Por qué una salida a Bolsa del Santander UK?	12
3.1 Perspectiva de la empresa	12
3.2 Perspectiva de los inversores.....	14
4. Situación macroeconómica del Reino Unido	15
5. Valoración de Santander UK	17
5.1 Valoración por múltiplos de empresas comparables.....	18
5.1.1 Análisis de Santander UK	19
5.1.2. Análisis y selección de las compañías comparables.....	23
5.1.3 Cálculo y selección de los múltiplos de cotización	35
5.2 Método de descuento de dividendos: Gordon Growth Model.....	40
6. Conclusiones	45
7. Bibliografía	47

Resumen:

Esta investigación se ha realizado con el objetivo de estudiar cómo podría realizarse, en el caso de ocurrir, la salida a bolsa de Santander UK plc. Para ello, se ha llevado a cabo un análisis detallado de la situación financiera de Reino Unido así como del sector bancario del país.

Además, se ha realizado un análisis de la información financiera del banco, de sus competidores y de los costes y dificultades que puede acarrear una salida a bolsa como esta. Se ha realizado una valoración de la empresa y se enfatiza en el empleo del método de múltiplos.

Por último, se ha estimado un valor aproximado del patrimonio neto del banco donde podría situarse en el caso de una hipotética salida a bolsa.

Palabras clave: Santander UK, Oferta Pública de Venta, London Stock Exchange, Finanzas Corporativas, método de valoración por múltiplos.

Abstract:

The purpose of this investigation is to study how could Santander UK's Initial Public Offering be carried out. To accomplish this investigation, a detailed analysis of United Kingdom's financial situation has been carried out, as well as its banking sector.

Moreover, I have done an analysis of the bank's financial information, of its peers and the costs and difficulties associated with a possible IPO. I have valued the bank mainly using the multiples method.

I ended the investigation concluding with approximated values of Santander UK's equity.

Keywords: Santander UK, Initial Public Offering, London Stock Exchange, Corporate Finance, multiples valuation method.

1. Introducción

1.1 Metodología, objetivos y estructura

Santander UK plc, filial del Grupo Santander en el Reino Unido, lleva varios años especulando sobre la posibilidad de una futura salida a bolsa que cada vez parece más viable. Este banco ha crecido enormemente desde su llegada a Reino Unido a través de sucesivas adquisiciones llegando a colocarse entre los bancos más importantes del país. De este modo, tal y como han hecho sus competidores, parece cada vez más cercano el momento en el que sus acciones pasen finalmente a cotizar en el mercado secundario.

El propósito de este trabajo de investigación consiste en analizar con cierto detalle cómo podría llevarse a cabo la salida a bolsa de un banco de esta magnitud. Se describirán las distintas posibilidades que existen para realizar una Oferta Pública de Venta, así como los diferentes métodos que se suelen llevar a cabo para valorar las acciones que pasan a cotizar en un mercado secundario. En este caso, consistiría en analizar el proceso previo a que comiencen a cotizar en la bolsa de Londres (London Stock Exchange), una de las más grandes del mundo.

Su salida a bolsa, en un primer momento, fue estimada por expertos y muchos medios para la segunda mitad de 2012. No obstante, durante este período la alta volatilidad de los mercados, así como la presión de entidades reguladoras hicieron que la salida a bolsa de la entidad dirigida por Ana Patricia Botín tuviera que ser retrasada. Según los medios de comunicación, quedaría aplazado hasta 2013 pero, no obstante, dicha Oferta Pública de Venta (OPV) todavía no se ha producido.

Por tanto, es evidente que no son pocas las dificultades y la incertidumbre para que dicho IPO (*Initial Public Offering*) llegue a producirse. De este modo, el estudio se basará en la posibilidad de que se produzca en un plazo medio de uno o dos años. A pesar de las dificultades y enorme esfuerzo que una operación de este calibre requiere, no es la primera vez que el Grupo Santander lleva a cabo una OPV con alguna de sus filiales. A este respecto, cabe mencionar los casos de sus filiales en México y Brasil.

Sin embargo, a mediados de 2013, los positivos resultados del test de estrés del sistema bancario británico, unido a la recuperación económica han vuelto a mejorar las expectativas sobre la salida a bolsa y, en palabras de su director financiero, Stephen Jones: Santander UK “es una de las más fuertes y mejor capitalizadas, con bajo riesgo y un negocio centrado en Reino Unido”.

Ante esta situación actual, la incertidumbre ha provocado que no se haya analizado en profundidad esta posibilidad y éste es el objetivo que se pretenderá cubrir mediante este trabajo. De este modo, se buscará aportar un mayor entendimiento de cómo se puede llevar a cabo este tipo de operaciones así como sus numerosas dificultades.

Cabe destacar que otros grandes bancos como HSBC (Expansión, 2013), están contemplando la salida a bolsa de su banca minorista en el Reino Unido y ya está sondeando el interés que ésta podría ocasionar. Entre los motivos se encuentra la estricta regulación a la que están siendo sometidos los bancos británicos y la intención de que estos separen su parte *retail* de la banca de inversión.

En definitiva, no es despreciable la posibilidad de que finalmente se produzca una salida a bolsa por parte de Santander UK plc en un medio plazo. A través de este trabajo se va analizar en primer lugar por qué quieren el Grupo Santander y Santander UK llevar a cabo una OPV y cómo la podría llevar a cabo. Posteriormente, se procederá a realizar un breve análisis macroeconómico del sector financiero en general y, en concreto, del sector financiero en Reino Unido.

Por último, se llevará a cabo una valoración del patrimonio neto y las acciones de Santander UK que buscará aproximar un posible valor de mercado que dichas acciones tendrían. Para ello, se empleará un método de valoración en el que se utilizarán múltiplos de empresas comparables y se discutirá la utilidad de otros métodos más teóricos como el Gordon Growth Model para valorar este tipo de empresas.

1.2 Marco teórico

Conforme va despegando la economía se van viendo cada vez más salidas a bolsa y compraventas de empresas. Por ello, parece inminente el anuncio de salida a bolsa de Santander UK, que ya en numerosas ocasiones ha mostrado su interés por llevar a cabo esta operación en un futuro cercano. Recientemente ha reorganizado su estructura creando Santander UK Group para afrontar los requisitos regulatorios de separar la banca minorista de la de inversión y “hacer más atractiva una posible salida a Bolsa” (Casado, 2014)¹.

Otros bancos con base en Reino Unido, están realizando operaciones de índole similar. Así, Lloyds anunciaba que va a llevar a cabo la salida a bolsa de su filial minorista TSB como parte de un acuerdo por el cual recibió ayuda pública (Expansión, 2014).

Con las salidas a bolsa o IPO (*Initial Public Offering*), las empresas se “abren” a un mayor análisis por parte de los inversores, analistas y el mercado en general (Damodaran, 2010). Las acciones de la compañía pasan a venderse al público por primera vez. Dicho público (el mercado) llegará un precio en función de la oferta y de la demanda dando lugar así al precio de mercado.

Las razones que llevan a una empresa a llevar este tipo de operaciones son muchas y dependerán de los objetivos que tenga. Así, por ejemplo, una empresa dedicada al *Private Equity*, realiza esta operación con el objetivo de materializar su inversión, monetizarla y observar si los objetivos estimados de rentabilidad se han cumplido. Estas empresas (*Private Equity*) muchas veces realizan las inversiones teniendo en cuenta que la estrategia de salida de las mismas será a través de la salida a bolsa, es decir, de la venta al público de sus participaciones. La diferencia entre el precio pagado por las mismas y el vendido determinará su rentabilidad o Tasa Interna de Retorno (TIR).

Hay accionistas que buscan con esta operación finalizar su inversión mediante la venta de su participación al público. Otros, sin embargo, pretenden dar publicidad a la empresa y hacerla más accesible a los inversores y aumentar la capacidad de la misma para ampliar capital.

En definitiva, por medio de una Oferta Pública de Venta las empresas consiguen que sus acciones sean más líquidas dado que el intercambio de las mismas es más fácil al haber aumentado la transparencia de la empresa, tener un precio público e incrementarse el volumen de compraventa. Por otro lado, la empresa que sale a bolsa tendrá que cuidar más la imagen puesto que está más “vigilada” por analistas e inversores que realizarán unas acciones económicas u otras con respecto a la empresa en función de cómo actúe.

Por lo tanto, una salida a bolsa tiene tanto ventajas como inconvenientes. Por un lado, se consigue llamar la atención de más inversores, con el consiguiente aumento de liquidez de las acciones y reputación de la empresa. Por otro, dicha atención se puede volver en contra cuando no se cumplen las expectativas que el mercado tiene respecto a la empresa. A este respecto, es importante que Santander UK elija bien el momento y la forma para llevar a cabo esta operación, como hizo Twitter a diferencia de Facebook en sus respectivas salidas a bolsa (Suárez, 2013), así como junto con el banco colocador que se elija, establecer un adecuado precio de salida. Finalmente, debe destacarse que se trata de un proceso lento y costoso que debe llevarse a cabo con suma diligencia, papel que en muchas ocasiones se transfiere a bancos de inversión y otras empresas de asesoría financiera.

2. Funcionamiento de las OPV y situación actual

En España, la Ley del Mercado de Valores define las Ofertas Públicas de Venta en su artículo 30 bis 1, el cual establece que *“es toda comunicación a personas en cualquier forma o por cualquier medio que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen de modo que permita a un inversor decidir sobre la adquisición o suscripción de estos valores”*.

El requisito de publicidad se aplicaba a más casos mientras que, en la actualidad, exclusivamente en los casos en los que se realice una actividad publicitaria englobada en el concepto de oferta pública se requerirá publicar un folleto informativo.

Por lo tanto, tras la salida a bolsa los accionistas de la empresa venden, ya sea de forma pública o privada, todas o una parte de las acciones, y estas comienzan a cotizar en Bolsa. De este modo, estos materializan la inversión realizada a través de la desinversión. Además, supone una fuente de financiación alternativa a la deuda para la empresa. En ocasiones, en lugar de que los accionistas iniciales vendan sus acciones, la empresa en su salida a bolsa, ofrece nuevas acciones. En la mayoría de los casos se da una combinación mixta en la que se amplía capital al mismo tiempo que los accionistas venden parte de su participación.

Hay cuatro formas distintas de que las acciones de una empresa pasen a cotizar en bolsa (Álvarez, 1999):

- i. Puede producirse por medio de **introducción directa**. Esto supone la solicitud a cotización de las acciones que están en manos de los accionistas. No obstante, este método está sujeto al requisito de que exista un mínimo de cien accionistas sin contar a aquellos que tengan en propiedad un porcentaje superior al 25%.
- ii. **Oferta Pública de Venta (OPV)**. Puede producirse a través de una venta de una parte o de la totalidad de las acciones ya existentes. Si la Oferta Pública de Venta viene de una ampliación de capital se

conoce como Oferta Pública de Suscripción (OPS) y no suele existir derecho preferente de suscripción.

iii. Colocación privada. Las acciones son “colocadas” a un grupo de inversores que la empresa ha determinado. Un banco de inversión conocido como “banco colocador” se encargará de buscar a los inversores necesarios para que las acciones sean adquiridas o suscritas. Generalmente es un procedimiento menos costoso para la empresa que los anteriores.

iv. Colocación mixta. Una parte de las acciones son colocadas a un grupo predeterminado de inversores y otra parte es ofrecida al público en general.

2.1 ¿Cómo lo haría Santander UK?

Normalmente el procedimiento de un IPO suele durar de cuatro a seis meses, pero puede llegar a ser bastante más largo en algunos casos como se indica en la guía para las salidas a Bolsa publicada por London Stock Exchange (2010). Al principio de este proceso, los directivos deben explicar su estrategia y conocimiento del sector para generar confianza y apoyo en los inversores. Será muy importante la labor del departamento de *Investor Relations* de cara a solucionar las potenciales dudas que puedan surgir entre los inversores, así como el hecho de que se trata de un departamento que conoce a la perfección qué respuestas puede hacer públicas y cuáles son las respuestas que, en este caso, Santander UK quiere responder. Normalmente las empresas llevan al *Head of Investor Relations* a los *roadshows* porque tienen un conocimiento global y estratégico de la empresa.

Santander UK deberá cumplir los requisitos establecidos por el supervisor financiero de Reino Unido, Financial Services Authority (FSA), y fijará un plazo para llevar a cabo la operación. El mencionado informe del London Stock Exchange indica que, en primer lugar, se requiere que la compañía que quiera salir a Bolsa busque un *sponsor*. Dicha figura se encargará de liderar la operación y de que la misma llegue a buen fin. Junto a este, se contratarán otras empresas que se encargarán de temas legales, contables, financieros, etc.

Será necesario dedicar esfuerzo a la realización de un *due diligence* para cerciorarse de que la operación va a salir conforme a lo planeado. En esta fase se llevará a cabo una valoración en la que se deberán realizar proyecciones sobre futuros resultados del banco, se elaborará un informe sobre el fondo de maniobra y se discutirá sobre la estructura de capital, entre otros. En definitiva, se buscará establecer un rango de precios de oferta para las acciones de Santander UK.

Asimismo, deberá “identificar al accionista objetivo: institucional, privado, nacional o extranjero”, así como el “lugar de colocación: mercado secundario, mercado de corros, mercado continuo” y decidir el porcentaje que se quiera ofrecer o la cantidad que se quiera ampliar (López, 1997).

En último lugar se encuentra la fundamental fase de marketing y *roadshow*. Durante este momento, Santander UK con ayuda de los asesores contratados y de la experiencia del *sponsor* elaborará un plan de marketing que tendrá como objetivo atraer la demanda de inversores. A esto se añadirían las presentaciones de los directivos delante de los potenciales inversores para atraer su atención hacia las acciones. Por último, se procedería a la colocación de las acciones y a su admisión a cotizar en el London Stock Exchange donde pasaría a realizarse la compraventa de las mismas.

3. ¿Por qué una salida a Bolsa del Santander UK?

3.1 Perspectiva de la empresa

Una salida a Bolsa, permitiría a Santander UK acceder a una gran cantidad de nuevos inversores que aportarían nuevo capital a la compañía y nuevas posibilidades de crecimiento. Además, los actuales accionistas, tendrán la posibilidad de vender las acciones y así monetizar sus inversiones a través de esta operación o posteriormente en el mercado secundario al precio de cotización correspondiente.

Esta posibilidad para la compañía de emitir con mayor facilidad nuevas acciones y, de este modo, ampliar su capital hace de la salida a bolsa un gran atractivo para aquellas compañías como Santander UK con un gran potencial de crecimiento y expansión.

Por lo tanto, aparte de la mayor facilidad de captación de capital, son muchas otras las ventajas que la salida a bolsa puede aportar al Santander UK (Álvarez, 1999):

- Aportar **liquidez** a las acciones puesto que al cotizar en un mercado secundario importante, será más fácil comprar y vender acciones con la consecuente disminución de los costes de compra-venta al reducirse el *bid-ask spread*, es decir, la diferencia entre lo que ofrecen los compradores y lo que quieren conseguir los vendedores. Los inversores percibirán por el hecho de que cotiza en bolsa que sus acciones son más líquidas. Sin embargo, los accionistas de compañías privadas tienen más dificultades para vender las acciones dado que es más difícil valorar las mismas al no ser el propio mercado el que las valora. Como consecuencia de esta mayor dificultad para venderlas, habrá un mayor *bid-ask spread* que reducirá el valor de las mismas.

- **Incrementar y diversificar la base de accionistas**, al entrar en el capital del banco muchos más y diferentes inversores. Esto también puede suponer una desventaja por el problema de la agencia que se explicará posteriormente.

- Posibilidad de acceder a **fuentes de financiación más baratas** dado que al ser una empresa pública, las obligaciones de información y transparencia aumentan lo cual aporta más confianza al inversor o proveedor de capital y no requerirá una rentabilidad tan alta por considerar que su inversión tiene menos riesgo. El prestamista podrá acceder a más información sobre el prestatario aumentando de este modo el conocimiento sobre la empresa a la que está prestando lo cual añade fiabilidad y, en definitiva, reduce los costes de financiación del prestatario.

- **Facilita la valoración de la empresa** puesto que a pesar de existen múltiples técnicas de valoración (las cuales se utilizarán para determinar el precio de salida), el precio de cotización es considerado una de las aproximaciones más adecuadas al valor de la compañía dado que incluye las expectativas de numerosos oferentes y demandantes los cuales, en gran parte, están formados por inversores profesionales.

- Otra ventaja bastante clara para Santander UK, será la posibilidad de situarse al nivel de otros bancos competidores en el Reino Unido como Barclays, HSBC y Lloyds que actualmente cotizan en el London Stock Exchange y están incluidos en un índice tan conocido globalmente como el FTSE 100. De este modo, se **potencia la imagen** del mismo como un banco fuerte a la altura de los bancos tradicionales del Reino Unido.

No obstante, el hecho de salir a bolsa también acarrea algunas desventajas como los altos costes derivados de la colaboración del banco o, en su caso, bancos colocadores; la obligación de aportar periódicamente determinada información financiera que puede en determinados momentos suponer un riesgo para la imagen de la misma o una ventaja para los competidores; o el riesgo de que el banco colocador no consiga los inversores suficientes por el precio de salida que ha establecido.

Respecto a la última desventaja, cabe mencionar que existen posibilidades de transferir ese riesgo al banco colocador a través de un *underwritten offering*. A través de esto, el banco garantiza la venta de las acciones de manera que, en el caso de que no se consigan vender todas las acciones, dicho banco compraría al precio de oferta las restantes. En un *best efforts offering*, Santander UK se quedaría con las acciones que no consiguiera vender.

Otro problema podría existir desde el punto de vista de la teoría de la agencia. Esto significa que la entrada de una nueva y enorme base de accionistas puede crear nuevos conflictos que no existían antes. Esto se debe a que en ocasiones los intereses de los directivos y los de los accionistas pueden llegar a enfrentarse. De este modo, Santander UK, debería reforzar aquella parte del banco dedicada a lidiar con los accionistas para evitar que surjan este tipo de problemas.

3.2 Perspectiva de los inversores

Los inversores acogerán con atención la salida a bolsa de uno de los mayores bancos dentro del negocio minorista de Reino Unido. Santander UK se sitúa entre los cinco o seis mayores bancos en este sector del país y, por tanto, una hipotética Oferta Pública de Venta generaría enorme expectación para los inversores de todas partes del mundo. Además, este año ya ha tenido grandes salidas a bolsa como la de Logista y no es difícil que se de otra de gran tamaño como la que sería la de Santander UK.

No sería un IPO aislado puesto que durante este año los inversores esperan numerosas salidas a bolsa. Asimismo, recientemente se han producido otras importantes Ofertas Públicas de Venta como la de Royal Mail con su consiguiente privatización.

En resumen, el año 2014 y probablemente durante los siguientes, los signos positivos de recuperación económica están permitiendo que las empresas “arriesguen” y lleven a cabo este tipo de operaciones. Es por este motivo además de las mencionadas reestructuraciones internas del Santander UK, lo que llevan a pensar que es probable una salida a bolsa de este banco en un futuro no muy lejano.

4. Situación macroeconómica del Reino Unido

La situación económica en Reino Unido ha mejorado considerablemente en el último año con un incremento del Producto Interior Bruto (PIB) en un 1,9% en el año 2013, alcanzando el mejor porcentaje desde el año 2007.

Los temores existentes en la actualidad en Europa respecto al riesgo de deflación y frente a los cuales está actuando el Banco Central Europeo no resultan indiferentes al Reino Unido. Esto queda patente en el informe sobre inflación del Banco de Inglaterra de febrero de 2014. Así, indica que el Gobierno ha situado como objetivo para el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra (MPC), una tasa de inflación anual del IPC del 2%. En marzo, el IPC se situó en el punto más bajo desde octubre de 2009 con un 1,6% según el informe mensual de la embajada de España en Londres. En abril, dicha tasa se encontraba en un 1,8%, dos décimas por encima de la de marzo según indica la "Office for National Statistics (ONS). Por lo tanto, aunque con precauciones, parece que el Reino Unido se está acercando a su objetivo del 2% y no se encuentra tan amenazado por una hipotética deflación como otros países de Europa.

En materia social, el Gobierno británico está tomando medidas para evitar que se defraude al Estado a través de las prestaciones sociales. Entre dichas medidas se encuentra la de incrementar las sanciones frente a aquellas personas que cometan fraude.

En cuanto a la tasa de desempleo, indica el mencionado informe de la embajada que continua mejorando llegando en el primer trimestre de 2014 a niveles por debajo del 7%, suponiendo un descenso de 77.000 personas desde el último trimestre de 2013.

En concreto, respecto al sector bancario cabe destacar que la evolución de los índices de los bancos de la zona europea en general es más positiva que la británica. Esto puede deberse a las presiones judiciales por presuntas irregularidades que están siendo investigadas respecto a numerosos bancos de Londres. Además, otro factor importante es el de la fuerte regulación que se está imponiendo, especialmente en banca de inversión, lo cual afectará a los

importantes beneficios conseguidos por los bancos británicos que provienen de esta actividad.

El importante papel de los reguladores que está teniendo recientemente la banca británica puede apreciarse también con la llegada el informe John Vickers y la puesta en marcha del mismo por el ministro británico de economía George Osborne (Expansión, 2013). Sir John Vickers, presidente de la Comisión Bancaria Independiente propuso en 2011 que antes 2019 los bancos británicos deberán separar la banca comercial, con menos riesgo, de otras actividades con mayor riesgo como la banca de inversión. De este modo, las cuentas corrientes, hipotecas y préstamos no se verán influidos por actividades más arriesgadas derivadas de la banca de inversión. Por tanto, Royal Bank of Scotland y Barclays serán los más perjudicados dada la importancia que tiene la banca de inversión para los mismos. Sin embargo, bancos como Santander UK que son básicamente comerciales, no tendrán grandes problemas al respecto dada la pequeña importancia de la parte dedicada a inversión.

Además, como se ha indicado anteriormente, Santander UK ya está llevando a cabo los pasos necesarios para cumplir con este requisito derivado del informe John Vickers al reorganizar la estructura del banco en dos filiales: una compuesta por su negocio minorista y otra cuya actividad está centrada en los mercados mayoristas. Esta operación podría haberse realizado con la intención de entrar a cotizar en la Bolsa de Londres enviando un mensaje a los inversores de que el Banco ya ha cumplido con el mandato del Gobierno y ha separado con claridad sus negocios.

Cabe resumir que la situación macroeconómica de Reino Unido parece estable y las circunstancias las adecuadas para que Santander UK de el salto al London Stock Exchange en un plazo medio.

5. Valoración de Santander UK

La valoración de la compañía es una de las partes más importante de una salida a Bolsa puesto que, en el caso de que se establezca un precio inicial excesivamente alto, puede resultar en una fuerte caída para sus compradores como sucedió el año pasado con Facebook, cuyas acciones se depreciaron en un 30% en tan sólo un año. Por el contrario, si es excesivamente bajo, los vendedores pueden resultar insatisfechos al quedar patente, a través de fuertes subidas posteriores, que sus acciones realmente tenían un valor superior y podrían haber recibido una cantidad mayor por las mismas.

Existen diversas formas de valorar una compañía como Santander UK. Las características de la industria bancaria motivan el uso de distintas formas de valoración (Adams y Rudolf 2010). Es fundamental el hecho de que se trata de una industria muy regulada en la que, entre otras cosas, se requieren unos niveles mínimos de capital. Además, para un banco tiene gran importancia ambos lados del balance puesto que buscan beneficios no sólo negociando los intereses de los préstamos sino también con su financiación a través de depósitos, buscando un adecuado margen neto de intereses. Es destacable también el hecho de que los bancos están expuestos a un importante riesgo de crédito y la búsqueda, en parte, de este riesgo se encuentra dentro del modelo de negocio de los mismos. Finalmente, otra característica a destacar es que el beneficio y valor de los bancos es mucho más dependiente del riesgo de tipos de interés que en otras industrias.

A través de los métodos de valoración se intenta aproximar de la forma más adecuada posible al valor de una compañía. No obstante, debe quedar patente que, pudiendo ser más o menos acertados determinados métodos de valoración, no se tratan de ciencias exactas y, por lo tanto, sus hipótesis son susceptibles de interpretaciones.

Destaca Aswath Damodaran (2009) que la valoración de las entidades financieras ofrece enormes dificultades dado que dependen enormemente de la regulación establecida por el organismo competente. A este respecto, los frecuentes cambios en la regulación producen grandes consecuencias en la valoración dado que, en muchos casos determinan cómo se capitaliza un

banco, dónde puede o no puede invertir y, en definitiva, cómo de rápido puede crecer.

También indica que los tradicionales métodos de descuento de flujos de caja no son muy útiles en el caso de los bancos y, en todo caso, deben adaptarse a las peculiares características de los bancos. Esto se debe a que, además de la enorme dependencia respecto del organismo regulatorio, la deuda tiene ciertas peculiaridades. Considera que dada la enorme proporción de deuda con la que cuenta un banco y el bajo coste de deuda con el que cuentan, se llegaría a un coste de capital o WACC² no realista y exageradamente bajo.

Dicho esto, vamos a destacar dos métodos de valoración: por comparables y a través del método de descuento de dividendos, concretamente, se utilizará el Gordon Growth Model. Se profundizará más en el método de múltiplos de empresas comparables dado que considero que permitirá acercarnos a una valoración más precisa de Santander UK y proporcionará un mejor conocimiento del sector en el que opera a través del análisis de los bancos con los que compete en Reino Unido.

5.1 Valoración por múltiplos de empresas comparables

Puede ser un método bastante adecuado dada la gran variedad de bancos de similar tamaño que ya cotizan en bolsa en el Reino Unido. Concretamente, en el London Stock Exchange, se pueden intercambiar las acciones de importantes bancos que compiten con Santander UK: Barclays plc, HSBC Holdings plc, Lloyds Banking Group plc y Royal Bank of Scotland Group plc.

Es importante que los bancos que se vayan a utilizar para aproximar el valor de Santander UK sean comparables puesto que, de este modo, la aproximación que se haga del valor de mercado del banco será más acertada. Por simple que pueda parecer este método, permite hacernos una idea de la

² Weighted Average Cost of Capital: es el coste de capital de una empresa calculado como el coste del *equity* * proporción de *equity* + coste de la deuda * proporción de deuda

valoración del banco no cotizado a través de la hipótesis de que el mercado valorará de forma similar al banco que es similar al cotizado.

No obstante, es evidente que este método tiene algunas limitaciones como la posibilidad de que las empresas comparables y la compañía a analizar tengan distintos métodos contables que lleven a múltiplos que no deberían ser utilizados por provenir de muy diferentes métodos. Otra desventaja se encuentra en que este método asume que el mercado valora correctamente a la empresa ya que, por ejemplo, en el caso del PER (*Price-to-Earnings Ratio*), estamos tomando el precio de mercado, considerando que es el precio adecuado teniendo en cuenta el futuro desarrollo de la compañía. Sin embargo, en teoría esta asunción sobre el hecho de que dichas acciones estén correctamente valoradas, será más precisa cuanto más eficiente sea el mercado. En cuanto al London Stock Exchange, se podría decir que es un mercado bastante eficiente y, por tanto, esta limitación no sería tan grande. Por último, es evidente que la principal limitación se encuentra en que se está asumiendo que Santander UK estaría teniendo el mismo múltiplo que la empresa que se está utilizando como comparable. Aunque nunca se dará tal precisión, este método sí puede servir como una buena aproximación del valor de Santander UK.

Como indica Pablo Fernández (1999), los pasos a seguir para utilizar el método de múltiplos de cotización serían:

5.1.1 Análisis de Santander UK

Santander UK es un banco de tamaño bastante importante en el Reino Unido que, en el cierre del ejercicio de 2013, contaba con un activo de 270.305 millones de libras. Fue creado en 2004 y se inició en el Reino Unido a través de una serie de operaciones de crecimiento inorgánico del Grupo Santander con las adquisiciones de Abbey National plc (2004), las sucursales de Bradford & Bingley (2008) y, finalmente, Alliance & Leicester (2009). Estas tres adquisiciones pasaron a llevar el nombre Santander en 2010.

Este banco, aunque se encargue de su propia liquidez, financiación y gestión del capital, pertenece en su totalidad al Banco Santander y, por lo tanto,

se beneficia de importantes sinergias como la marca, los sistemas y la capacidad de gestión.

Su estrategia, tal y como se indica en sus cuentas anuales de 2013, gira en torno a los siguientes tres objetivos: conseguir una gran base de clientes *retail*³ fieles y satisfechos; ser el banco a elegir entre las compañías de Reino Unido para satisfacer sus necesidades de servicios financieros; por último, mantener una rentabilidad consistente al mismo tiempo que un fuerte balance de situación.

Desde diciembre de 2010, su máximo responsable es Ana Patricia Botín sustituyendo a Antonio Horta-Osorio, el cual pasó a liderar Lloyds Banking Group en 2011. En los últimos tres años sus beneficios después de impuestos se han mantenido bastante estables: entre 903 y 939 millones de libras.

Actualmente cuenta con 19.643 trabajadores, 1.010 sucursales, 50 *Corporate Business Centres* y unos 14 millones de clientes. Sus principales áreas de negocios son:

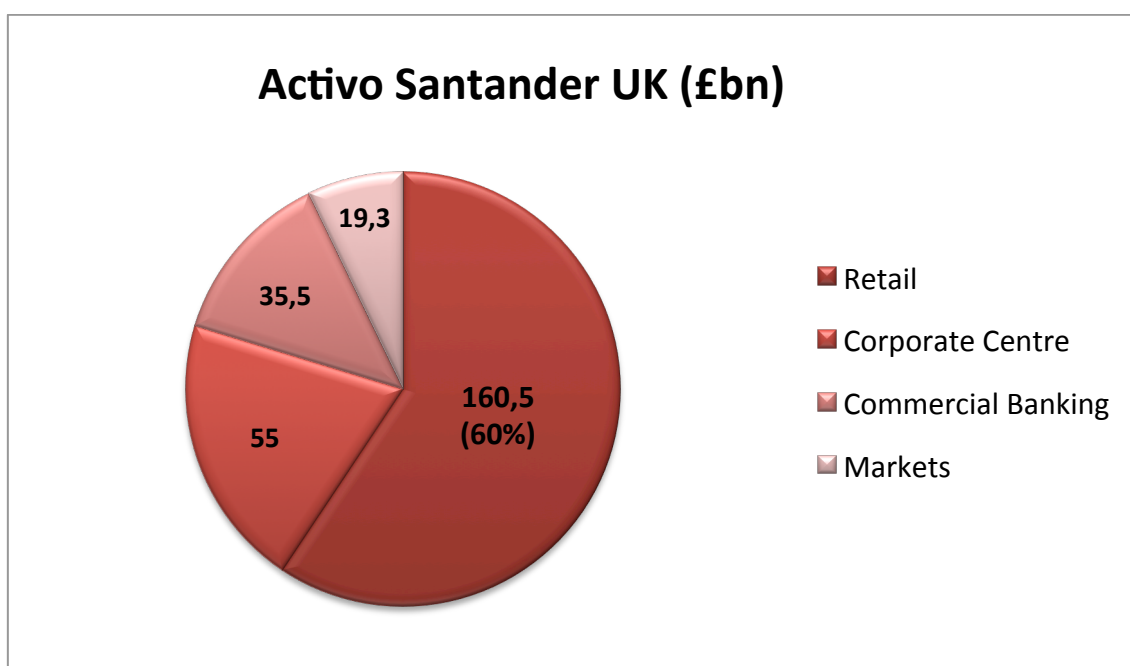
- *Retail Banking*: ofrece una gran variedad de productos y servicios financieros a individuales y pequeñas empresas a través de las más de mil sucursales establecidas a lo largo del país, así como por teléfono y *e-commerce*.
- *Commercial Banking*: ofrece productos y servicios a PYMES y grandes empresas través de una cadena de cincuenta centros corporativos regionales.
- Mercados: se encarga de gestionar el riesgo de otras instituciones así como el de otras divisiones del propio Santander UK. Sus principales áreas de producto son: renta fija, divisas, acciones y mercados de capitales.

³ Referido a los clientes del negocio minorista

- *Corporate Centre*: formado principalmente por los departamentos de Gestión Financiera y Relaciones con Inversores (*Investor Relations*). Se encarga de las labores de gestión del capital, financiación, riesgo estratégico de liquidez y de mercado.

En el siguiente gráfico, el cual está basado en el activo de cada área de negocio a finales de 2013, se puede observar como la parte *retail* del banco es, sin duda, la que tiene mayor importancia:

Figura 1



Fuente: elaboración propia a través de datos obtenidos del informe anual de 2013 de Santander UK

La parte *retail* de Santander UK supone casi un 60% del activo total de la compañía y, con casi más del 80% del total de beneficios, es con diferencia la rama que más beneficios aporta: £1,598 millones. De este modo, podríamos decir que es la actividad *core*, es decir, la principal de este banco. Asimismo, esta rama cuenta con 2,7 millones de clientes fieles según las cuentas anuales de 2013 del banco.

No obstante, en los últimos años también ha estado creciendo en el departamento de *Commercial Banking*, siendo ésta la segunda fuente de beneficios para la empresa aunque todavía muy lejos de su parte *retail*. Este

último departamento, ha incrementado en un 13% los préstamos otorgados a empresas durante 2013⁴. Actualmente tiene unos 71.000 clientes.

Los otros dos departamentos, *Markets* y *Corporate Centre*, son secundarios ya que el primero sólo supone un 7% del activo total de Santander UK y su aportación al total de beneficios de 2013 (£1.139 millones), es de tan sólo 4 millones de libras esterlinas.

Corporate Centre por su lado, aunque representa una parte importante del activo de la compañía, su labor está limitada a actividades centrales de coordinación, financiación y relaciones con inversores. Por ello, durante 2013, esta área ha supuesto unas pérdidas considerables para el banco.

Es importante también conocer el riesgo de crédito al que está sometido un banco. Para ello, las agencias de “rating” se encargan de valorar el riesgo de crédito de una compañía de manera que los inversores sean conscientes del riesgo que están asumiendo. De este modo, las valoraciones sobre el riesgo de crédito de Santander UK son las siguientes:

Tabla 1

	S&P	Moody's	Fitch
Largo plazo	A	A2	A
Perspectiva	Estable	Negativa	Estable

Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos de la página web de Santander UK

La calificación crediticia de Santander UK es bastante positiva respecto a la de sus competidores en el Reino Unido como se verá posteriormente.

Cabe destacar que las escalas de valoración de cada agencia son distintas y que éstas serán importantes a la hora de valorar la compañía por el método de múltiplos puesto que cuánto más parecido sea el riesgo de los bancos utilizados, más comparables serán y más útiles sus múltiplos.

⁴ Santander UK. “Informe anual de resultados 2013”.

5.1.2. Análisis y selección de las compañías comparables

Los principales competidores en el Reino Unido en banca comercial y corporativa (las dos principales actividades realizadas por el Santander) que utilizaremos como compañías comparables para el análisis por medio de múltiplos son: HSBC, Lloyds Banking Group, Royal Bank of Scotland Group y Barclays.

Además, como indica Pablo Fernández (1999), deben tener líneas de negocio parecidas, lo cual puede dificultar un poco este método porque, como se verá más adelante, muchos de los bancos que cotizan y operan en Reino Unido cuentan con un importante volumen de negocios en áreas en las que no está presente Santander UK tales como es la banca de inversión.

La posición competitiva en la actividad *core* de Santander UK (banca *retail* y comercial) es bastante fuerte pero cabe destacar una significativa diferencia entre el tamaño de las cotizadas que se han mencionado y Santander UK. Asimismo, aunque todos tienen una fuerte presencia en Reino Unido, muchos de estos bancos también cuentan con una alta presencia internacional que alejan un poco más la comparabilidad entre estos y Santander UK. Se descarta del análisis como banco comparable a Standard Chartered debido a que aunque cotiza en el London Stock Exchange, las operaciones que este realiza en Reino Unido son bastante escasas en comparación con las que realiza en el resto del mundo. Por ello, considero que no merece análisis como banco comparable al incluir en su valoración bursátil, con gran probabilidad, muchos más factores externos que propios del Reino Unido.

En esta misma línea, se mueve la interpretación hecha por Damodaran (2002) sobre esta industria. Dicha análisis indica que en banca existen varias áreas de negocios como banca comercial, banca de inversión, banca corporativa y actividades de “trading” que pueden dificultar el empleo de este método de valoración. Por lo tanto, resulta necesario analizar cada banco por separado para así conocer sus diferencias y poder valorar de forma más adecuada los múltiplos resultantes.

5.1.2.1 HSBC Holdings plc

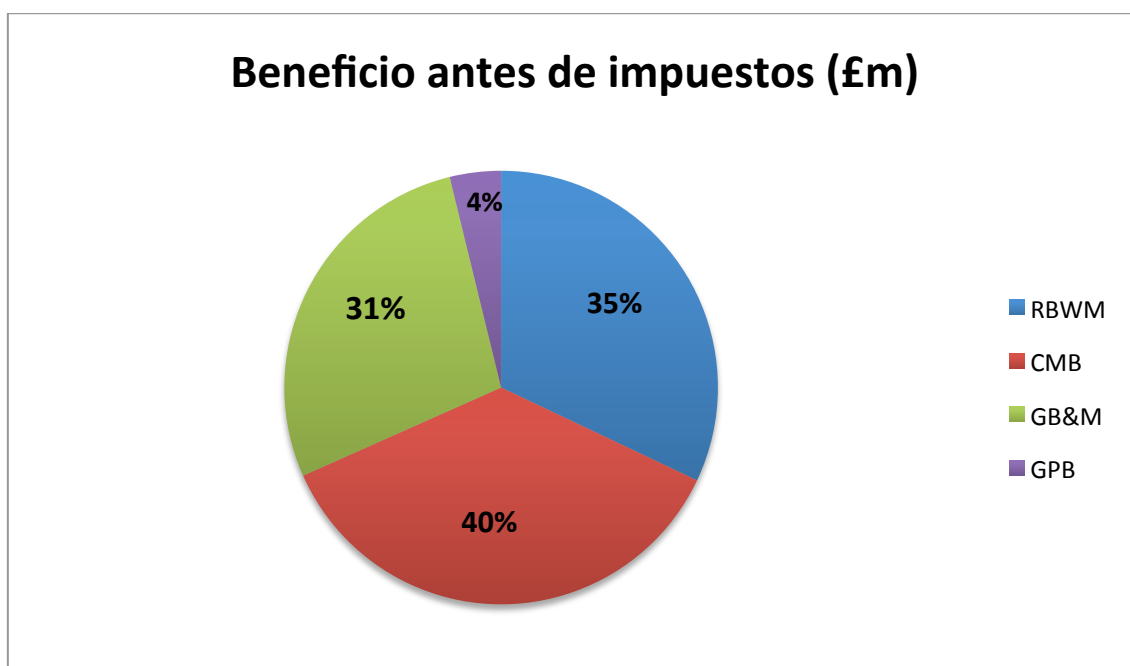
En primer lugar, debe destacarse que HSBC Holdings plc no opera exclusivamente en Reino Unido como ocurre en el caso de Santander UK. Aunque en este país tenga 1.132 sucursales, tiene bastantes otras más en países como España, Bélgica o Suiza. Por lo tanto, puede apreciarse una mayor diversificación geográfica que, de cara a su empleo como empresa comparable en la valoración por múltiplos tendrá cierta relevancia.

En cuanto a sus principales áreas de negocio, deben destacarse las siguientes:

- *Retail Banking y Wealth Management (RBWM)*: en este área se incluyen las actividades encargadas de captar depósitos, conceder préstamos y gestionar los activos entre otros.
- *Commercial Banking (CMB)*: se encarga del apoyo a empresas, desde PYMES hasta grandes empresas con intención de internacionalizarse.
- *Global Banking and Markets (GB&M)*: se encarga de dar soluciones a grandes clientes institucionales y gobiernos.
- *Global Private Banking (GPB)*: ofrece gestión de inversiones y asesoramiento a personas y familias con grandes recursos financieros

La importancia que tiene cada área de negocio en el beneficio antes de impuestos de la compañía puede observarse en el siguiente gráfico:

Figura 2



Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe anual de 2013 de HSBC Holdings plc

Por último, el riesgo de crédito que las principales agencias de valoración han otorgado a HSBC Bank plc se puede observar en la siguiente tabla:

Tabla 2

	S&P	Moody's	Fitch
Largo plazo	A+ (A)	Aa3 (A2)	AA- (A)
Perspectiva	Negativa	Negativa	Estable

Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos de la página web de HSBC Holdings plc

Tanto para Moody's como para S&P y Fitch, HSBC Bank plc tiene un mayor riesgo de crédito, lo cual puede deberse a que tiene presencia en países como España, Grecia o Italia que están pasando por una peor situación económica. Santander UK, sin embargo, no se encuentra afectado en la misma medida por las economías de éstos debido a que su actividad se centra casi exclusivamente en Reino Unido.

HSBC Holdings PLC cotiza en el London Stock Exchange a un precio actual de £628,3 por acción y tiene una capitalización bursátil de 119.818,06 millones de libras a día 1 de abril de 2014.

Principales limitaciones a su comparabilidad con Santander UK

- Tiene una presencia global que le permite una mayor diversificación y sus resultados y expectativas se encontrarán afectados por la situación macro de cada uno de los países en los que se encuentra presente.

- Su parte *retail* sólo alcanza al 35% del total del activo, mientras que en el caso de Santander UK es del 60%. Además, cuenta con un componente importante de negocio en el ámbito de mercados (31%) que en el caso de Santander UK es bastante inferior. En definitiva, cuenta con un *business mix* con notables diferencias que pueden dificultar su utilización como comparable.

- Probablemente debido a su diversificación global entre otros motivos, el riesgo crediticio de HSBC Holdings plc es inferior lo cual permitirá que obtenga una financiación más “barata” y en definitiva un coste de capital inferior.

5.1.2.2 Barclays plc

Barclays PLC es un banco global con presencia en más de 50 países del mundo. Tiene más de 300 años de experiencia en banca y cuenta con, aproximadamente, 140.000 empleados.

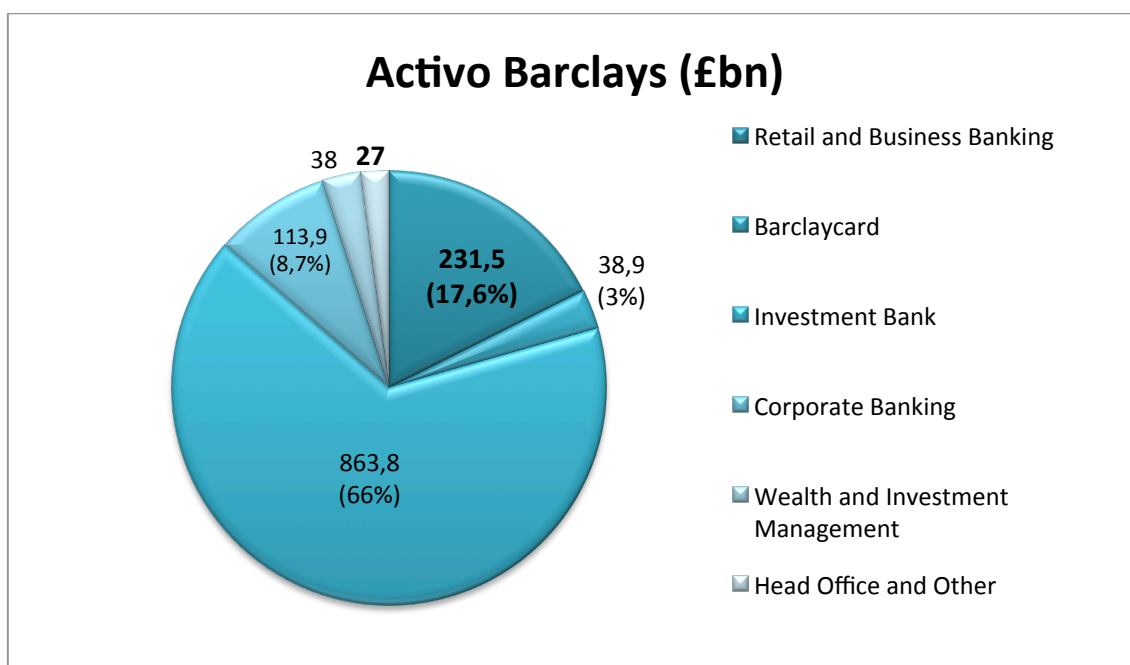
Sus principales áreas de negocio son:

- *Retail and Business Banking (RBB)*: es el departamento encargado de captar depósitos y conceder préstamos e hipotecas. A su vez, en función de su localización geográfica, esta dividido en: UK RBB, Europe RBB y Africa RBB.
- *Barclaycard*: se trata de una compañía internacional de pagos que permite a consumidores y negocios hacer y recibir pagos. Además, permite la posibilidad de realizar esos pagos dando crédito.
- *Investment Bank*: facilita el movimiento de capital entre aquellos que necesitan del mismo para que crezca su compañía o asesoran el crecimiento de las mismas en sus procedimientos de compras y adquisiciones.

- *Corporate Banking*: ofrece préstamos y otras necesidades bancarias a PYMES y grandes empresas para colaborar con su crecimiento y otras necesidades operacionales.
- *Wealth and Investment Management*: este departamento se encarga de la gestión de los activos de los clientes.
- *Head Office Functions and Other Operations*: se encarga de aspectos como la estrategia o gestión del capital de la compañía.

En el siguiente gráfico se puede observar el porcentaje del activo total que se destina a cada una de las mencionadas áreas de negocio.

Figura 3



Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos del informe anual de 2013 de Barclays plc

Del gráfico puede extraerse la gran importancia que tiene el departamento de Banca de Inversión de Barclays. El departamento de *retail*, el más importante con bastante diferencia en el caso de Santander UK, es el segundo en el caso de Barclays. No obstante, lo fundamental “maximizar” la comparabilidad de ambas compañías, es decir, la utilidad que los múltiplos de Barclays puede tener para los de Santander UK es su *business mix*, esto es, la proporción destinada a cada área de negocio.

Mientras que en el caso de Santander UK un 60% del activo corresponde al área de *retail*, en Barclays un 66% corresponde a Banca de Inversión y, sin

embargo, tan sólo un 17,6% a *retail*. Por ello, los múltiplos de Barclays PLC pueden no ser del todo útiles para la valoración de Santander UK.

Otra limitación, como sucede en el caso de HSBC, es el hecho de que Barclays se encuentra muy diversificada geográficamente y, por tanto, en su valoración por parte del mercado se encuentran inmersas expectativas sobre las distintas economías de los países en los que opera. Santander UK, como se ha indicado anteriormente, está centrado de forma casi exclusiva en Reino Unido por lo que la influencia macroeconómica sobre su valoración es considerablemente distinta.

En cuanto a la valoración crediticia de Barclays plc, puede observarse en la siguiente tabla como, en general, es peor que la de Santander UK.

Tabla 3

	S&P	Moody's	Fitch
Largo plazo	A- (A)	A3 (A2)	A (A)
Perspectiva	Estable	Negativa	Estable

Fuente: elaboración propia a través de datos extraídos de la página web de Barclays plc

Por lo tanto, nos encontramos ante cierta limitación para la valoración de Santander UK a través de este método puesto que ambas compañías no muestran un mismo nivel de riesgo según las agencias de “rating”. No obstante, no es una gran limitación dado que la diferencia entre los riesgos de ambas no es excesiva.

Barclays PLC cotiza en el London Stock Exchange a un precio de £244,75 por acción y su cotización bursátil es de 40.135,73 millones de libras a primeros de junio de 2014.

Principales limitaciones a su comparabilidad con Santander UK

- Como en el caso de HSBC, Barclays cuenta con una importante diversificación geográfica y, por tanto, contará con factores de riesgo diferentes dependiendo de los países en los que se encuentre presente.

- En el caso de Barclays, su “business mix” se encuentra muy centralizado en torno al área de banca de inversión y, a pesar de que opera también en la

banca “retail” (17,6%), es evidente que sus múltiplos pueden tener importantes diferencias que dependerán en gran medida de las expectativas que los inversores tengan de su área de banca de inversión.

- Por último, es evidente que Barclays ha estado teniendo numerosos problemas en los últimos años. A modo de ejemplo se encuentra la reciente venta de su negocio minorista en España (Saborit y Zuloaga, 2014). Por ello, a juicio de las agencias de rating, cuenta con un riesgo de crédito superior al de Santander UK.

5.1.2.3 Lloyds Banking Group plc

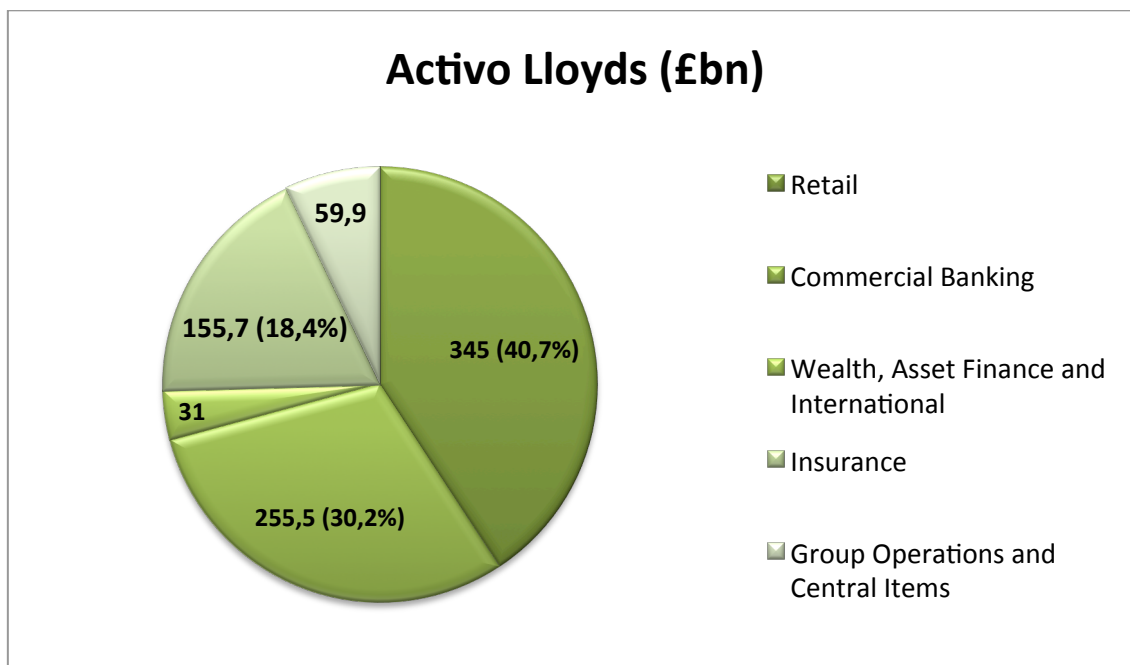
Lloyds Banking Group es un banco centrado en el Reino Unido y que cotiza tanto en el London Stock Exchange como en el New York Exchange. Cuenta con alrededor de 104.000 empleados y es uno de los bancos más grandes del Reino Unido.

Sus principales áreas de negocio son las siguientes:

- *Retail*: como en los bancos que han sido mencionados anteriormente, este departamento básicamente se encarga de ofrecer cuentas corrientes, captar depósitos y otorgar préstamos e hipotecas.
- *Commercial Banking*: se encarga de captar clientes corporativos y ofrecerles préstamos, atraer depósitos y proporcionar servicios de banca transaccional.
- *Wealth, Asset Finance and International*: este departamento se encarga de la gestión de los activos de los clientes, así como de llevar a cabo servicios de inversiones solicitadas por estos.
- *Insurance*: a través de este departamento Lloyds Banking Group plc ofrece a sus clientes protección a sus ahorros, así como diferentes productos de inversión y planes de pensiones.
- *Group Operations and Central Items*: se encarga de proveer al grupo con servicios de alta calidad además de invertir en tecnologías de la información para permitir el más alto rendimiento de la compañía.

La importancia, medida en activo, que el grupo da a cada uno de los mencionados departamentos puede observarse a través del siguiente gráfico:

Figura 4



Fuente: elaboración propia a través de datos extraídos del informe anual de 2013 de Lloyds Banking Group plc

Puede observarse que Lloyds Banking Group plc cuenta con un *business mix* considerablemente parecido al de Santander UK en el sentido de que la parte *retail* es la que más importancia tiene. Además, tiene gran importancia el área de *Commercial Banking*, el cual para Santander UK, aunque no tan relevante en activo, es una de sus principales fuentes de beneficio. Lo mismo ocurre con Lloyds, cuyas principales fuentes de beneficio en 2013 fueron en primer lugar la parte *retail* y, seguidamente, la parte de *Commercial Banking*.

Este aspecto unido al hecho de que Reino Unido es prácticamente la única zona geográfica en la que operan ambas compañías, hacen de Lloyds Banking Group plc un banco que puede aportar unos múltiplos muy útiles de cara a conseguir una valoración aproximada del *equity* de Santander UK.

Tanto el *business mix* de Lloyds como su área geográfica en la que opera son muy similares a los de Santander UK. Habría que observar otros factores como el nivel de riesgo de crédito para calibrar de forma más adecuada el nivel

de comparabilidad. A este respecto, en la siguiente tabla se puede observar la valoración que las principales agencias otorgan al crédito de Lloyds.

Tabla 4

	S&P	Moody's	Fitch
Largo plazo	A (A)	A1 (A2)	A (A)

Fuente: elaboración propia a través de datos extraídos de la página web de Lloyds Banking Group plc

Como puede percibirse de la tabla, las principales agencias de rating: Standard & Poor's, Moody's y Fitch, incluyen prácticamente en la misma escala el riesgo de Lloyds Banking Group plc y de Santander UK plc. Debe destacarse la reciente mejora de las perspectivas a largo plazo por parte de Moody's, dado que hace unos pocos meses se encontraba igualada a la de Santander UK (A2). En definitiva, se puede afirmar que los dos bancos tienen un riesgo crediticio similar.

Tal y como se ha indicado, Lloyds Banking Group PLC cotiza en el London Stock Exchange a un precio de unos £78,82 por acción y su capitalización bursátil es de 56.416,23 millones de libras a principios de junio de 2014⁵.

Principales limitaciones a su comparabilidad con Santander UK

- Como se ha indicado anteriormente, Lloyds cuenta con un *business mix* similar al de Santander UK en el que la parte de banca comercial y minorista supone la gran mayoría del activo de la compañía. Asimismo, su riesgo crediticio es similar a juicio de las agencias de rating.

- Como limitación a la comparabilidad debe destacarse la gran diferencia entre los beneficios de ambas compañías en los últimos años. Así como Santander UK ha superado los 900 millones de libras de beneficios en los últimos tres años, Lloyds ha acumulado pérdidas durante el mismo período de tiempo. Esto además, como se verá más adelante, impide la utilización de determinados múltiplos que utilizan los beneficios para su cálculo. Lo mismo ocurre con múltiplos que incluyan el flujo de caja operativo puesto que éste ha sido negativo en los últimos años.

⁵ Datos obtenidos de Bloomberg

5.1.2.4 Royal Bank of Scotland Group plc

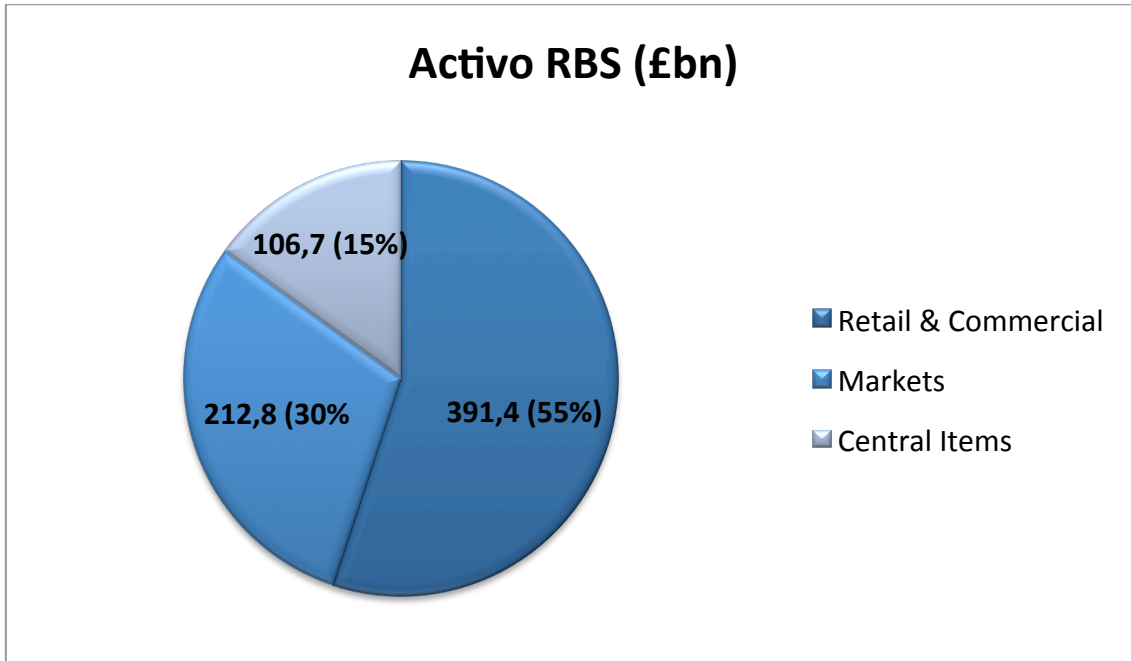
Royal Bank of Scotland (RBS) está pasando por una situación económica muy negativa que incluso en alguna ocasión, a raíz de la crisis financiera, ha desembocado en la intervención por parte del estado. En el año 2013 ha tenido unas pérdidas antes de impuestos de £8.243 millones. Del mismo modo que HSBC y Barclays, este banco está presente en numerosos países en el mundo.

Actualmente, cuenta con las siguientes líneas de negocio principales:

- *UK Personal Banking*: este área se encargará las relaciones del banco con personas individuales en aspectos como depósitos, préstamos e hipotecas dentro del Reino Unido.
- *UK Corporate Banking*: este departamento por un lado llevará a cabo toda aquella labor con empresas de todos los tamaños en temas como préstamos y depósitos.
- *US Retail & Commercial Banking*: proporciona servicios financieros en Estados Unidos a través de Citizens Financial Group.
- *Ulster Bank*: esta rama de RBS proporciona una gran variedad de servicios financieros en Irlanda contando con unas 236 sucursales.
- *Markets and International Banking*: es la parte de banca de inversión del grupo, colaborando con instituciones para que logren sus objetivos de financiación global, servicios transaccionales y gestión de riesgos.
- *Wealth*: rama encargada de la banca privada, es decir, ofrece servicios financieros en cualquier parte del mundo a aquellas personas con mayor poder adquisitivo.

En el siguiente gráfico puede observarse la importancia que para RBS tienen las distintas líneas de negocio respecto del activo total sin contar con los derivados. Para simplificarlo y mostrar de forma más clara la distribución del activo en RBS, se expresa el activo total en tres partes: *Retail & Commercial*, *Markets* y *Central Items*.

Figura 5



Fuente: elaboración propia a través de datos extraídos del informe anual de 2013 de Royal Bank of Scotland Group plc

En definitiva, la parte de *retail & commercial* es la más importante del activo de RBS, como se puede observar en el gráfico. Además, es la rama que más beneficios operativos aporta (£2,693 millones) seguida de *markets* que también tiene gran importancia en cuanto a activo y en cuanto a beneficios operativos.

Por lo tanto, Royal Bank of Scotland Group es bastante diferente de Santander UK en cuanto a su nivel internacional, puesto que a pesar de que Reino Unido es su mercado más importante, se encuentra distribuido por todo el mundo. Su *business mix* es notablemente similar en cuanto a que la parte minorista y comercial del mismo es muy importante para el banco. No obstante, también es destacable la parte de mercados y banca de inversión que aleja un poco el perfil de RBS del de Santander UK.

Además, otra gran diferencia que puede limitar el uso de los múltiplos obtenidos de RBS puede ser el hecho de que se encuentran en fases del ciclo de vida bastante diferentes puesto que éste se encuentra en una fase de reestructuración en la que ha sido necesaria hasta una intervención estatal para la supervivencia del mismo, mientras que Santander UK se encuentra en

un momento de crecimiento alcanzando cierta madurez y centrándose en actividades con menor riesgo.

Tabla 5

	S&P	Moody's	Fitch
Largo plazo	BBB+ (A)	Baa2 (A2)	A (A)
Perspectiva	Negativa	Negativa	Estable

Fuente: elaboración propia a través de datos extraídos de la página web de Royal Bank of Scotland plc

Este cuadro muestra la situación crítica de un banco como RBS que ha tenido que pasar por una nacionalización, así como un período de grandes pérdidas. De este modo, el riesgo crediticio que supone para los inversores es claramente superior que el de Santander UK. Así, la utilización de los múltiplos de RBS para aproximar la valoración de Santander UK puede resultar muy limitada ya que los de RBS incorporarán expectativas negativas por parte del mercado que Santander UK, al estar en una situación bastante distinta, no tendría por qué incorporar.

En definitiva, teniendo en cuenta que es necesario escoger como bancos comparables a aquellos que coticen en bolsa y operen en el Reino Unido, las posibilidades no son muy amplias. No obstante, por ejemplo en el caso de Lloyds sí puede resultar bastante similar a Santander UK y, por tanto, útil para la valoración de este último por el método de múltiplos.

Royal Bank of Scotland Group plc cotiza en el London Stock Exchange a un precio de £343,2 por acción. A principios de junio de 2014, su capitalización bursátil es de 39.042 millones de libras.

Principales limitaciones a su comparabilidad con Santander UK

- Como en el caso de HSBC y Barclays, Royal Bank of Scotland tiene una presencia global y, por tanto, las expectativas de los inversores y los múltiplos de este banco se verán afectados por las expectativas y evolución de los distintos mercados y economías en los que se encuentre presente.

- Su *business mix* tiene características similares debido al importante componente de banca minorista y comercial pero también cuenta con grandes

actividades en el ámbito de la banca de inversión y mercados. Por ello, también puede limitar en cierto modo la utilización de sus múltiplos como comparables.

- Por último, la situación negativa por la que ha pasado durante los últimos años ha degradado la valoración crediticia de este banco, alejándola considerablemente de la de Santander UK. Por ello, el coste de capital de Royal Bank of Scotland será considerablemente superior al de Santander UK puesto que los inversores, a cambio de ese mayor riesgo, exigirán una mayor rentabilidad (binomio riesgo-rentabilidad).

5.1.3 Cálculo y selección de los múltiplos de cotización

Los múltiplos que tienen en cuenta el valor de la empresa (*Enterprise Value*) se descartarán en el siguiente análisis a la hora de valorar Santander UK por el método de comparables. La razón por la que no se van a utilizar se encuentra en el hecho de que el valor de la empresa (*Enterprise Value*) y el beneficio operativo en el caso de entidades financieras no puede ser estimado con facilidad (Damodaran, 2009).

Por ello, vamos a centrar la valoración de Santander UK a través de múltiplos derivados del valor de mercado del patrimonio neto de la empresa (*Equity Value*). Los siguientes múltiplos son los más utilizados en la valoración de entidades financieras por este método:

- PER (Price to Earnings Ratio): este múltiplo relaciona el precio de cotización de la acción con las ganancias por acción que haya obtenido la empresa. Para ello utilizaremos el precio de cotización más reciente de los cuatro bancos ingleses mencionados y sus últimas ganancias por acción publicadas. Un problema de la utilización de este múltiplo para la valoración de bancos se encuentra en la existencia de la partida contable de provisiones por pérdidas de créditos. Esta partida puede, en determinadas ocasiones, reducir considerablemente el beneficio por acción dejando así un ratio mucho más bajo y, en ocasiones, poco representativo del valor de un banco. Por tanto, debe tenerse en cuenta la volatilidad de este múltiplo para los bancos. Es el ratio más extendido y de fácil acceso para los inversores.

No obstante, al utilizar el beneficio neto como denominador, este puede verse distorsionado en determinados casos por tener la empresa políticas de amortización muy diferentes, resultados extraordinarios o, como se ha mencionado antes, grandes cantidades de provisiones. Además, en el caso de que el banco haya sufrido pérdidas, como sucede en el caso de Lloyds y Royal Bank of Scotland, el múltiplo deja de resultar útil y su interpretación para la valoración de estos es difícil puesto que cuanto mayores sean las pérdidas, menos negativo es el resultado y cuanto menores sean las pérdidas más negativo será el múltiplo.

- Precio / Valor en Contable del patrimonio neto por acción (P/VC): relaciona el valor de mercado (la capitalización bursátil) de las acciones de una empresa con el valor en libros del patrimonio neto (Dermine, 2008). De este modo, la diferencia entre ambos puede interpretarse como las expectativas que tiene el mercado hacia esa empresa, es decir, cuanto mayor sea el ratio, mejores expectativas tendrá el mercado sobre el futuro de la empresa y viceversa. Este ratio incluye en el denominador el patrimonio neto, lo cual puede ser interesante en el caso de los bancos puesto que evita la volatilidad de las ganancias debido a partidas como las provisiones que tanto afectan a ratios como el PER de entidades financieras.

Si dicho ratio es superior a 1, indicará que existen plusvalías latentes en el valor de realización de los activos de la sociedad. Si fuera inferior a 1, indicará que existen minusvalías latentes. Otro motivo por el que este ratio es bastante utilizado por los bancos, se encuentra en el hecho de que en estos, el valor en libros de sus activos y pasivos suelen estar valorados a valores de mercado. De este modo, la diferencia entre la capitalización bursátil y el valor en libros reflejará de una forma más evidente las expectativas de los inversores sobre el futuro de la compañía puesto que, en el caso de otras empresas con valoraciones históricas, se estaría indicando además de las expectativas de los inversores, las diferencias entre el valor histórico y el de mercado.

- Precio / Valor contable tangible del patrimonio neto por acción: relaciona el valor bursátil de la compañía entre el valor en libros del patrimonio neto descontando la parte perteneciente a las acciones preferentes y los activos

intangibles entre los que se incluye (en la resta) el fondo de comercio. Es habitual encontrar el valor tangible del patrimonio neto atribuible a los accionistas comunes. En el informe anual de Santander UK, se puede encontrar el retorno sobre el patrimonio tangible atribuible a los accionistas ordinarios como medida de rentabilidad del banco. Por tanto, a través de este múltiplo se busca conocer cuánto de cada unidad monetaria del patrimonio tangible común se traduce en valor bursátil o de mercado. En el caso de Lloyds, se puede observar en la base de datos de Morningstar se puede observar que dicho múltiplo es de 1,62 lo cual significa que por cada libra del patrimonio tangible común, el mercado está valorando dicho patrimonio o *equity* a 1,62. En la TABLA X, se identificará dicho múltiplo por su notación inglesa P/TCE (*Price to Tangible Common Equity*).

- Precio / Ventas: relaciona el valor de la empresa (o el precio de la acción) y las ventas (o las ventas por acción) que esta haya efectuado durante el último ejercicio. Este ratio es fácil de encontrar en páginas web sobre información financiera como Bloomberg. Entre sus ventajas respecto a otros múltiplos se encuentra en el hecho de que las ventas no son tan sensibles a las estimaciones contables como lo son los beneficios. No obstante, su aplicación en bancos no parece tan clara puesto que las ventas no es un indicador muy relevante en este sector, tal y como indica John Bajkowski en un artículo para el AAll journal de 1996.

En la siguiente tabla se puede observar fácilmente los múltiplos que se han mencionado, así como la capitalización bursátil, el precio por acción y el beneficio por acción de cada uno de los bancos analizados en el apartado anterior:

Tabla 6

	BARCLAYS	RBS	LLOYDS	HSBC
Precio Acción	244,75	343,2	78,82	628,3
Capitalización Bursátil	40.135,73	39.042	56.416,23	119.818,06
PER	67,58	N.A	N.A	13,7035
Precio/Valor en libros	0,7113	0,6418	1,3868	1,08635
Beneficio por acción	0,0361	-0,7304	-0,018	0,77
Precio/Ventas	1,102	1,4833	1,889	2,4553
P/TCE	0,84	0,82	1,62	1,28

Fuente: elaboración propia a partir de datos obtenidos en Bloomberg, Morningstar y Reuters

5.1.4 Aplicación de los resultados a la empresa objetivo: Santander UK

Indica Pablo Fernández (1999) que es más adecuado seleccionar las compañías más comparables que hacer una media o mediana entre todas. De este modo, se establece un rango de valoración entre aquellas que consideremos más comparables. Conocidas las limitaciones en la comparabilidad entre los cuatro bancos analizados y Santander UK, podría concluirse que el banco más comparable es Lloyds Banking Group por tres motivos principales: tiene un “business mix” similar, opera casi en exclusiva en el Reino Unido y tiene un riesgo de crédito muy parecido.

Por tanto, aunque siempre teniendo en cuenta que la situación de Lloyds no es la misma que la de Santander UK puesto que durante los últimos años ha estado teniendo pérdidas, procedemos a utilizar alguno de sus múltiplos para valorar Santander UK. Para ello, puesto que no podemos utilizar el PER por los motivos explicados anteriormente en relación con las situaciones de pérdidas y dada la escasa utilidad del múltiplo precio entre ventas para el caso de los bancos, calculamos el valor de Santander UK a través del P/VC (precio entre el valor contable del patrimonio neto):

Tabla 7

	Lloyds	Santander UK
P/V	1,3868	1,3868
Patrimonio Neto	41.000 (£m)	12.971 (£m)
Capitalización bursátil	56.416,23 (£m)	17.988,18 (£m)

Fuente: elaboración propia a partir de datos obtenidos de las cuentas cuatrimestrales (marzo 2014) de Lloyds y Santander UK y de datos de Bloomberg

Como puede observarse en la tabla, entendiendo que Santander UK tiene el mismo ratio de precio sobre valor en libras del patrimonio neto, se estima una capitalización bursátil del banco de 17.738,56. Podría aproximarse en cierto modo al que sería el valor bursátil de Santander UK puesto que el banco comparable, como se ha visto anteriormente, tiene bastantes elementos en común, con Santander UK. No obstante, este resultado debe servir únicamente como aproximación al valor bursátil del banco presidido por Ana Patricia Botín, dado que no existe empresa cotizada tan parecida que se pueda afirmar que las expectativas que el mercado tiene sobre la misma se aplicarían igualmente sobre la nuestra.

A este respecto, es común calcular varios múltiplos para acercarnos a un rango de valores entre los que se podría encontrar la empresa objetivo que queremos valorar. En este caso, no podemos emplear un múltiplo tan común como es el PER, pero sí puede resultar útil para nuestros objetivos el P/TCE (*Price to Tangible Common Equity*):

Tabla 8

	Lloyds	Santander UK
P/TCE	1,62	1,62
Patrimonio Neto – Acciones Preferentes – Activos intangibles	34.823,83 (£m)	12.971 – 2314 - 604 = 10.053 (£m)
Capitalización bursátil	56.416,23 (£m)	16.285,86 (£m)

Fuente: elaboración propia a partir de datos de los informes cuatrimestrales (marzo 2014) de Lloyds y Santander UK y de datos de Bloomberg y Morningstar

A través de este método de valoración por múltiplos comparables se estaría asumiendo que Santander UK tiene el mismo múltiplo de precio entre patrimonio neto común tangible. No obstante, con gran probabilidad este no es

el mismo pero puede servir como aproximación dado el cierto grado de comparabilidad que puede haber entre Lloyds y Santander UK como se ha indicado anteriormente. Obtendríamos una capitalización bursátil de Santander UK de 16.285,86 que se encuentra alejada de la obtenida por medio del múltiplo precio entre valor contable del patrimonio neto pero que nos permite aproximar más aún los valores entre los que se encontraría el valor de mercado del patrimonio neto de la empresa.

5.2 Método de descuento de dividendos: Gordon Growth Model

Este método consiste en descontar futuros dividendos asumiendo un crecimiento constante de los mismos. Es un modelo ciertamente útil para aquellas empresas que pagan dividendos habitualmente y están en una fase de crecimiento bajo-medio y constante. En el caso de Santander UK, este modelo puede resultar muy interesante dado que se encuentra en una fase parecida a la indicada como ideal para utilizar este método de valoración.

Por lo tanto, este método asume que los dividendos crecen indefinidamente a una tasa de crecimiento (g) estable y éstos se descontarán a la tasa de rentabilidad mínima requerida por los inversores (r). La cantidad resultante (V_0) será el valor estimado de la compañía:

$$V_0 = \frac{D_0 (1 + g)}{r - g} = \frac{D_1}{r - g}$$

Cabe destacar que este modelo asume que la tasa de rentabilidad mínima requerida por los inversores es siempre superior a la tasa de crecimiento de los dividendos.

Como se puede extraer del informe anual sobre los resultados de 2013 de Santander UK, el director financiero, Stephen Jones, afirma que la política del banco es la de pagar unos dividendos alrededor del 50% del beneficio después de impuestos. En concreto, este banco ha pagado un 47% de los mismos en los ejercicios de 2011 y 2013 y un 48% en 2012. Por ello, puede considerarse que se trata de un modelo bastante adecuado para la valoración de este banco y para determinar un precio aproximado de salida a bolsa.

Para calcular el valor de la compañía a través de este modelo, en primer lugar debemos asumir una tasa de crecimiento (g) de los dividendos que se mantendrá constante en el tiempo. Esta tasa de crecimiento es calculada de muchas formas, entre las que cabe destacar la tasa de crecimiento histórica. Otro método que utilizan los analistas, que es el que vamos a emplear en este caso es a través de la siguiente fórmula (Nargoniak y Wilcox, 2012):

$$g = b \times \text{ROE}$$

b: (1- "payout"⁶)

ROE: rentabilidad sobre el patrimonio neto (beneficios netos atribuibles a los accionistas ordinarios divididos entre el patrimonio neto excluyendo la parte perteneciente a los accionistas preferentes).

El "payout", es decir, la parte del beneficio contable distribuida a los accionistas, en el caso de Santander UK se sitúa alrededor del 50%. En cuanto al ROE, voy a utilizar como aproximación al mismo una media aritmética de los tres últimos años del RoTE (*Return on Tangible Equity*), es decir, la rentabilidad del patrimonio neto calculada utilizando los beneficios netos atribuibles a los accionistas ordinarios divididos entre el patrimonio neto excluyendo la parte correspondiente a los accionistas preferentes y al fondo de comercio. En la tabla 9 se puede observar el RoTE que, como se puede observar en el informe de las cuentas anuales de 2013, Santander UK ha obtenido en los últimos tres años.

Tabla 9

	2013	2012	2011	Media Aritmética
RoTE	8,9%	9,1%	9,0%	9,0%

Fuente: elaboración propia a través de datos extraídos de los informes anuales de 2011, 2012 y 2013 de Santander UK plc.

⁶ Porcentaje de beneficios que se pagan como dividendos

Por lo tanto, utilizando la fórmula propuesta para obtener la tasa de crecimiento necesaria para valorar la empresa por medio del modelo Gordon Growth, obtenemos el siguiente resultado considerando un *payout* de 0,5 y un RoTE de 9%:

$$g = 0,5 \times 9\% = 4,5\%$$

Una vez obtenida la tasa de crecimiento de los dividendos, es necesario estimar la tasa de rentabilidad mínima requerida por los inversores. Para ello, utilizo el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Este modelo asume que la rentabilidad esperada por los inversores es lo mismo que la rentabilidad requerida. Considera que esta rentabilidad esperada de una acción ($E[R_i]$) consiste en sumar a la rentabilidad sin riesgo (R_f), la prima de riesgo del mercado ($R_m - R_f$), es decir, aquella que los inversores demandan por invertir en una cartera de mercado, multiplicada por una beta (β_i) que representa la sensibilidad de la rentabilidad de la compañía a los cambios en las rentabilidades del mercado. La siguiente ecuación resume lo explicado anteriormente:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

Para obtener la rentabilidad sin riesgo (R_f), utilizaremos los bonos a diez años del Reino Unido (conocidos como *gilts*) y observamos en Bloomberg que se encuentra a principios de junio de 2014 en un 2,72%.

La beta que representa la sensibilidad de la rentabilidad de las acciones de la compañía a los cambios en las rentabilidades del mercado no es observable en el caso de Santander UK puesto que sus acciones no cotizan en ningún mercado. Por ello, utilizamos la beta de una compañía comparable con un nivel de riesgo similar como Lloyds Banking Group. Indica Damodaran (2009) que no es necesario desapalancar y, posteriormente apalancar la beta teniendo en cuenta los respectivos *debt-to-equity* ratios puesto que en las entidades financieras la estructura de capital es bastante homogénea. Esto se debe a que las entidades financieras suelen tener un nivel de apalancamiento parecido por motivos regulatorios. Además, el valor de mercado de la deuda resultaría bastante difícil de estimar y, en consecuencia, el *debt-to-equity* ratio.

Se ha estudiado anteriormente que en la actualidad, la valoración del riesgo crediticio a largo plazo por parte de las principales agencias de “rating”, se encuentra prácticamente en la misma escala. Por lo tanto, es razonable que se utilice la beta de Lloyds para Santander UK. Esta beta según Reuters y Financial Times es de 1,79.

En cuanto a la prima de riesgo del mercado, esta supone aquello que demandan los inversores por encima de la rentabilidad del activo sin riesgo (en este caso se ha utilizado el bono a diez años del gobierno de Reino Unido). Uno de los métodos para obtener la prima de riesgo del mercado consiste en realizar encuestas entre profesores, analistas financieros y otros inversores. En este caso, se tendrá en cuenta el estudio hecho en 2013 por Pablo Fernández, Javier Aguirreamalloa y Pablo Linares a través de una encuesta en la que recibió 6.237 respuestas de analistas, compañías financieras, profesores y otras compañías. El resultado de este estudio para el caso de Reino Unido, recibió 247 respuestas de las cuales resultó una prima del mercado media de 5,5%.

A través de todos estos datos y utilizando el modelo CAPM podemos estimar una tasa mínima de rentabilidad de las acciones exigida por los inversores:

$$E[R_i] = 2,72 + 1,79 \times (5,5) = 12,565\%$$

Una vez estimada la tasa mínima de rentabilidad exigida por los accionistas, contamos con todos los datos para aplicar el modelo Gordon Growth teniendo en cuenta que el dividendo pagado por Santander UK a sus accionistas ordinarios, como se puede observar en el estado de flujos de caja de su informe anual de 2013, es de £665. De este modo, en la siguiente operación se calculará el valor de mercado del patrimonio neto estimado de Santander UK:

$$V_0 = \frac{665 \times (1,045)}{0,12565 - 0,045} = \text{£}8.616,55 \text{ millones}$$

Por lo tanto, a través de este modelo llegamos a un valor del “equity” de Santander UK de 8.616,55 millones de libras esterlinas. Dicho valor se encuentra bastante alejado de los estimados por medio del método de múltiplos,

lo cual demuestra las limitaciones del modelo Gordon Growth y su uso principalmente teórico.

Este modelo puede resultar excesivamente simple y depende de numerosas hipótesis que fácilmente pueden conducir a resultados inadecuados. Por un lado, estima que los dividendos crecen a un ritmo constante "g", lo cual no es del todo realista, además de que obtener dicha tasa de crecimiento requiere a su vez más hipótesis. Además, asume que los dividendos son la medida correcta para valorar una compañía. También asume que la tasa mínima de rentabilidad de los accionistas será constante a lo largo del tiempo y que esta es en todo momento superior a la tasa de crecimiento "g".

En definitiva, como se ha indicado es un modelo teórico que puede servir para aproximar la valoración de una empresa pero no debe utilizarse aisladamente como único elemento de valoración dado que emplea una gran cantidad de hipótesis que reduce su fiabilidad y puede inducir a error si no es interpretado conjuntamente con otros métodos.

En este caso, considero que debe tenerse más en cuenta los métodos de valores obtenidos por medio de múltiplos. Considero que los ratios de un banco con un *business mix* y un nivel de riesgo tan parecido como Lloyds, puede permitir aproximar de manera más objetiva y realista el valor de un banco como Santander UK.

6. Conclusiones

Santander UK es un banco con bastante importancia en el Reino Unido que está demostrando un gran éxito compitiendo directamente contra los bancos más grandes del país. Además, a lo largo de toda su existencia ha demostrado una gran estabilidad tanto en los beneficios que ha ido cosechando como en el crecimiento en los segmentos *core* de la compañía: la banca minorista y comercial.

Se ha posicionado como una fuerte marca dentro del país y en 2013 ha alcanzado la cifra de 14 millones de clientes de los cuales 2,4 son considerados como fieles según las cuentas anuales del último año. Asimismo, está aumentando el número de *Corporate Centres* y de empleados lo que demuestra una vez más su continuo crecimiento.

Por otro lado, el Reino Unido muestra signos bastante positivos en sus datos macroeconómicos destacando un índice de inflación que permite alejarse de la “temida” deflación y sus graves consecuencias para el sector bancario.

Todo esto, unido al posible “efecto contagio” por las numerosas salidas a bolsa que se están llevando a cabo recientemente, permite pensar que la tan mencionada salida a bolsa de Santander UK pueda llevarse a cabo en un plazo medio.

Ha de destacarse el papel de Lloyds Banking Group como principal banco comparable a Santander UK debido a su fuerte presencia en Reino Unido, a su *business mix* similar y a los parecidos niveles de riesgo de crédito que las agencias de rating atribuyen a ambas compañías. Utilizando dicho banco como comparable y sin ánimo de establecer un rango, se ha estimado un valor de mercado del patrimonio neto de Santander UK en torno a 16.000 y 18.000 millones de libras esterlinas.

Royal Bank of Scotland y Barclays han probado ser menos comparables de lo que “a priori” pudieran parecer. Esto se debe a su mala situación económica en la que en algún caso se ha requerido la intervención estatal. Además, cuentan con un *business mix* bastante diferente al de Santander UK y, como

consecuencia de su situación económica, el riesgo de crédito que las agencias de rating les atribuye es considerablemente superior al de Santander UK.

HSBC también ha probado no ser un buen comparable de Santander UK. No obstante, los motivos son diferentes a los de los casos de Royal Bank of Scotland y Barclays. En este caso, HSBC no se encuentra en una situación económica negativa ni cuenta con valoraciones crediticias peores que Santander UK. Lo que aleja a este banco de su comparabilidad con el presidido por Ana Patricia Botín, es el hecho de que cuenta con un *business mix* bastante diferente y con una gran diversificación geográfica. Estos dos factores hacen haya considerado que los múltiplos de HSBC no del todo útiles para el caso de Santander UK.

Se ha llevado a cabo una valoración por medio del Gordon Growth Model que, a priori cumplía las características para ser en cierto modo útil puesto que Santander UK paga dividendos de forma estable y tiene un crecimiento moderado. No obstante, se concluye que es un modelo excesivamente teórico y que requiere efectuar numerosas hipótesis que hacen disminuir su fiabilidad como método de valoración.

Por último, estimar el valor de un banco como Santander UK supone una tarea muy complicada puesto que este sector depende enormemente de las regulaciones impuestas por los organismos competentes. Por tanto, toda hipótesis asume un riesgo mayor aún debido a dicha incertidumbre regulatoria.

7. Bibliografía

- Adams M.; Rudolf, M. "A new approach to the valuation of Banks". Agosto, 2010.
- Álvarez Otero, Susana. "Distribución, características y rentabilidades iniciales de las salidas a bolsa en España". *Universidad de Oviedo*. 1999.
- Bank of England. "Inflation Report". Febrero, 2014.
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/inflationreport/2014/ir14feb.pdf>
- Casado, Roberto. "Santander reorganiza su estructura en Reino Unido de cara a la salida a bolsa". *Expansión*, 17 enero, 2014.
<http://www.expansion.com/2014/01/17/empresas/banca/1389946882.html?a=44a4196bc0ccb16f5b20d83600bf1605&t=1402533958>
- Damodaran, Aswath. "Private Company Valuation". *NYU Stern School of Business*, 2010.
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/ovhds/inv2E/PvtFirm.pdf>
- Damodaran, Aswath. "Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". (New York: John Wiley & Sons, 2002).
- Damodaran, Aswath. "Valuing Financial Service Firms". *NYU Stern School of Business*. Abril, 2009.
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/finfirm09.pdf>
- Dermine, Jean. "Bank Valuation: with an Application to the Implicit Duration of non-Maturing deposits". Diciembre, 2008.
<http://www.insead.edu/facultyresearch/research/doc.cfm?did=43063>
- Embajada de España en Londres. "Informe mensual situación política, económica y social en Reino Unido e Irlanda". *Ministerio de Empleo y Seguridad Social*. Abril, 2014.
http://www.empleo.gob.es/es/mundo/consejerias/reinounido/portalempleo/es/PDF/noticias-de-interes/Informe_abril_2014.pdf
- Expansión. "HSBC estudia sacar a bolsa su negocio minorista en el Reino Unido". *Expansión*, 9 diciembre, 2013.
<http://www.expansion.com/2013/12/09/empresas/banca/1386594298.html>
- Expansión. "Lloyds fija el rango de precio para la salida a bolsa de TSB". *Expansión*, 9 junio, 2014.
<http://www.expansion.com/2014/06/09/empresas/banca/1402301613.html>
- Fernández, Pablo. "Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables". *Universidad de Navarra*. 1999.

- López Lubián, Francisco. "Las salidas a bolsa". *ABC*, 20 julio, 1997.
<http://www.ie.edu/fllubian/documentos/salidasbolsadefinitivo.PDF>
- London Stock Exchange. "A guide to listing on the London Stock Exchange".
Noviembre, 2010.
- Nargorniak, John; Wilcox, Stephen. "*Equity Valuation: Concepts and Basic Tools*" (Charlestone: John Wiley & Sons, 2012).
- Saborit, S; Zuloaga, J. "Barclays pone a la venta en España activos por valor de 20.000 millones", *Expansión*, 5 junio, 2014.
<http://www.expansion.com/2014/06/05/empresas/banca/1401993939.html>
- Suárez, Eduardo. "Twitter y Facebook: las cuatro diferencias". *El mundo*. 15 septiembre, 2013.
<http://www.elmundo.es/elmundo/2013/09/15/navegante/1379216288.html>