

Alberto Page Gallart

Valoració del Banc Sabadell en el context de l'OPA del BBVA

TREBALL DE FI DE GRAU

Àrea temàtica: Valoració d'Actius Financers

Doble grau ADE + FIC



FACULTAT D'ECONOMIA i EMPRESA
Universitat Rovira i Virgili

Reus
Curs 2025-26

CATALÀ

Títol:

Valoració del Banc Sabadell en el context de l'OPA del BBVA

Resum:

El present Treball Fi de Grau (TFG) analitza i valora el Banc Sabadell en el context de l'Oferta Pública d'Adquisició (OPA) hostil formulada per BBVA entre els anys 2024 i 2025, amb l'objectiu de determinar si la decisió de la majoria d'accionistes de no acceptar l'oferta va ser financerament encertada. S'ha realitzat una valoració independent (pròpia) del Banc Sabadell a 31 de desembre de 2025 combinant dos mètodes complementaris: el *Dividend Discount Model* (DDM) i la valoració per múltiples comparables de mercat (P/E, P/BV i P/TBV). El DDM s'ha construït a partir de projeccions financeres de consens d'analistes internacionals (Barclays, BNP Paribas i RBC Capital Markets) per al període 2026-2028, un cost dels fons propis estimat del 10,38%, i una taxa de creixement a perpetuïtat del 1,8% basada en les projeccions del Fons Monetari Internacional (FMI) per a l'economia espanyola. El resultat central del DDM és un *equity value* de 17.329 milions d'euros, validat pels tres mètodes de múltiples comparables, els rangs dels quals hi coincideixen. La comparació dels resultats d'aquest TFG amb les ofertes del BBVA revela que l'oferta inicial de 12.200 milions (maig 2024) infravalora el banc en un 29,6%, justificant el seu rebuig. L'oferta millorada de 19.500 milions (setembre 2025), en canvi, supera el valor central del DDM en un 12,5%, cosa que suggereix que, des d'una perspectiva estrictament financera, hauria d'haver estat acceptada. Els resultats d'aquest TFG il·lustren, a més, la utilitat de la valoració fonamental independent en el context d'una OPA, ja que disposar d'una metodologia estructurada que combini el DDM amb la validació per múltiples comparables permet objectivar una decisió que, en absència d'una referència de valor pròpia, quedaria condicionada per la narrativa de les parts interessades.

Paraules clau:

Valoració bancària, Ofertes Públiques d'Adquisició (OPA), Dividend Discount Model (DDM).

CASTELLANO

Título: Valoración del Banc Sabadell en el contexto de la OPA del BBVA

Resumen: El presente Trabajo de Fin de Grado (TFG) analiza y valora el Banc Sabadell en el contexto de la Oferta Pública de Adquisición (OPA) hostil formulada por BBVA entre los años 2024 y 2025, con el objetivo de determinar si la decisión de la mayoría de accionistas de no aceptar la oferta fue financieramente acertada. Se ha realizado una valoración independiente del Banc Sabadell a 31 de diciembre de 2025 combinando dos métodos complementarios: el Dividend Discount Model (DDM) y la valoración por múltiplos comparables de mercado (P/E, P/BV y P/TBV). El DDM se ha construido a partir de proyecciones financieras de consenso de analistas internacionales (Barclays, BNP Paribas y RBC Capital Markets) para el período 2026-2028, un coste de los fondos propios estimado del 10,38%, y una tasa de crecimiento a perpetuidad del 1,8% basada en las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) para la economía española. El resultado central del DDM es un equity value de 17.329 millones de euros, validado por los tres métodos de múltiplos comparables, cuyos rangos coinciden. La comparación de los resultados con las ofertas del BBVA revela que la oferta inicial de 12.200 millones (mayo 2024) infravalora el banco en un 29,6%, justificando su rechazo. La oferta mejorada de 19.500 millones (septiembre 2025), en cambio, supera el valor central del DDM en un 12,5%, lo que sugiere que, desde una perspectiva estrictamente financiera, debería haber sido aceptada. Los resultados ilustran, además, la utilidad de la valoración fundamental independiente en el contexto de una OPA, ya que disponer de una metodología estructurada que combine el DDM con la validación por múltiplos comparables permite objetivar una decisión que, en ausencia de una referencia de valor propia, quedaría condicionada por la narrativa de las partes interesadas.

Palabras clave: Valoración bancaria, Ofertas Públicas de Adquisición (OPA), Dividend Discount Model (DDM).

ENGLISH

Title: Valuation of Banc Sabadell in the Context of BBVA's Takeover Bid

Abstract: This Final Degree Project analyses and values Banc Sabadell in the context of the hostile takeover bid launched by BBVA between 2024 and 2025, with the aim of determining whether the decision of the majority of shareholders to reject the offer was financially sound. An independent valuation of Banc Sabadell as of 31 December 2025 has been conducted combining two complementary methods: the Dividend Discount Model (DDM) and market comparable multiples valuation (P/E, P/BV and P/TBV). The DDM was built using consensus financial projections from international analysts (Barclays, BNP Paribas and RBC Capital Markets) for the 2026–2028 period, an estimated cost of equity of 10.38%, and a perpetuity growth rate of 1.8% based on International Monetary Fund (IMF) projections for the Spanish economy. The central DDM result yields an equity value of €17,329 million, validated by the three comparable multiples methods, whose ranges are consistent with this figure. Comparing these results with BBVA's offers reveals that the initial offer of €12,200 million (May 2024) undervalued the bank by 29.6%, thus justifying its rejection. The improved offer of €19,500 million (September 2025), however, exceeds the DDM central value by 12.5%, suggesting that, from a strictly financial perspective, it should have been accepted. The findings further illustrate the value of independent fundamental valuation in the context of a takeover bid, because a structured methodology combining DDM with comparable multiples validation allows decision-makers to form an objective judgement that, without such a reference, would risk being shaped by the narratives of the interested parties.

Keywords: Bank valuation, takeover bids, Dividend Discount Model (DDM).

ÍNDEX

Presentació	8
1. Introducció	9
2. Marc teòric	12
2.1 Concepte i naturalesa de l' Oferta Pública d'Adquisició (OPA)	12
2.2 Efectes de les OPAs sobre el valor de cotització	13
2.3 Principals mètodes de valoració d'empreses	14
2.3.1 Mètode de Descompte de Fluxos de Caixa (DCF)	15
2.3.2 Per què la valoració d'entitats financeres és diferent?	20
2.3.3 Mètode DDM (Dividend Discount Model)	22
2.3.4 Mètode Múltiples borsaris en banca	24
3. Contextualització del sector bancari i l'OPA del BBVA sobre el Banc Sabadell	28
3.1 Consolidació bancària: el context del sector bancari europeu i espanyol.....	28
3.2 Motivacions estratègiques de BBVA per adquirir Banc Sabadell	29
3.3 Cronologia i evolució de l'OPA: del primer contacte al fracàs de l'oferta	31
3.3.1 Antecedents: el primer intent de fusió (2020)	31
3.3.2 La proposta amistosa i el llançament de l'OPA hostil (abril–maig 2024)	31
3.3.3 El procés regulatori: CE, BCE i CNMC (juny 2024 – abril 2025).....	32
3.3.4 La intervenció governamental i les condicions addicionals (juny 2025)	32
3.3.5 La defensa de Banc Sabadell: retorn a Catalunya i venda de TSB	33
3.3.6 La millora de l'oferta i el període d'acceptació (setembre–octubre 2025).....	33
3.3.7 El resultat final: fracàs de l'OPA (octubre 2025)	34
4. Metodologia i dades	35
4.1 Enfocament general i data de valoració	35
4.2 Fonts d'informació	35
4.3 Model de Dividend Discount Model (DDM)	36
4.3.1 Projectió dels dividendes distribuïbles i tractament del capital regulatori	36
4.3.2 Horitzó de projectió i Valor Terminal.....	36
4.3.3 Estimació del cost dels fons propis (K_e).....	37
4.4 Valoració per múltiples de mercat.....	38
4.4.1 Selecció dels múltiples i dels comparables.....	38
4.4.2 Aplicació dels múltiples	39
5. Resultats de la valoració	40

5.1 Hipòtesis principals de la valoració	40
5.2 Resultats del model DDM	42
5.3 Resultats del mètode de múltiples comparables	44
5.4 Comparació amb el preu ofert per BBVA i avaluació de la decisió dels accionistes ...	47
5.4.1 Justificació de la data de valoració	47
5.4.2 Evolució borsària durant el període de l'OPA	47
5.4.3 Comparació de les ofertes del BBVA amb la valoració fonamental	49
5.4.4 Avaluació de la decisió dels accionistes	50
6. Conclusions	52
7. Referències bibliogràfiques	55

ÍNDEx de Taules

Taula 1. Mediana de les estimacions dels analistes pel Banc Sabadell.....	40
Taula 2. Desglossament del K_e del DDM.....	41
Taula 3. Desglossament de l'EV del DDM.....	43
Taula 4. Anàlisi de sensibilitat de l'equity value (M€) en funció del K_e i la g.....	44
Taula 5. Múltiples de cotització a 31/12/2025.....	44
Taula 6. Valoració resultant per múltiple (M€) del Banc Sabadell a 31/12/2025.....	45
Taula 7. Comparativa entre ofertes del BBVA i la valoració fonamental del Banc Sabadell....	49

ÍNDEx de Gràfics

Gràfic 1. Betes mensuals del Sabadell i dels comparables, calculades amb 60 observacions.....	38
Gràfic 2. Football Field de la valoració del Banc Sabadell a 31/12/2025.....	46
Gràfic 3. Evolució de les cotitzacions del BBVA i del Banc Sabadell durant el període de l'OPA.....	48
Gràfic 4. Relació d'intercanvi BBVA/Sabadell durant el període de l'OPA.....	49

Presentació

La motivació per a la realització d'aquest Treball de Fi de Grau (TFG) sorgeix de la combinació entre el meu recorregut acadèmic dins del grau de Finances i Comptabilitat i el meu interès creixent pel camp de la valoració d'empreses i dels actius financers. Al llarg dels estudis universitaris, he pogut adquirir una base teòrica sòlida en àrees com les finances corporatives, els mercats financers i l'anàlisi econòmica, però ha estat especialment en els continguts relacionats amb la valoració on he trobat un interès més gran i una clara voluntat d'aprofundiment. Conceptes com el descompte de fluxos de caixa, l'anàlisi de múltiples, el cost del capital o la relació entre valor fonamental i valor de mercat han estat determinants a l'hora d'orientar el meu aprenentatge. Les assignatures que més relació tenen amb el TFG serien: Valoració d'Actius Financers, Direcció Financera Finançament, Direcció Financera Inversió i Mercats i Actius Financers 1 i 2.

Aquest interès no ha estat exclusivament acadèmic, sinó que s'ha vist reforçat per l'estudi autònom i pel contacte amb professionals del sector financer, fet que m'ha permès entendre la importància real que tenen les valoracions en la presa de decisions estratègiques de les empreses. La valoració d'actius financers no només és una eina teòrica, sinó un element clau en processos de fusió i adquisició, en operacions corporatives complexes i en la gestió estratègica de les empreses cotitzades. Per aquest motiu, considero que aprofundir en aquesta àrea mitjançant un cas real representa una oportunitat especialment adequada dins del marc del TFG.

A més, aquesta motivació acadèmica està estretament vinculada amb el meu projecte professional. A partir del mes de gener de 2026 vaig iniciar les meves pràctiques a l'àrea de *Valuations and Modelling* de Deloitte Barcelona, on la valoració d'empreses i l'anàlisi financera aplicada a operacions corporatives constitueixen una part essencial del treball diari. En aquest context, el desenvolupament d'un TFG centrat en una operació real de valoració em permet no només consolidar coneixements adquirits durant el grau, sinó també preparar-me tècnicament per afrontar amb més solidesa els reptes professionals que suposa aquesta etapa professional.

1. Introducció

El sector bancari espanyol ha experimentat una gran transformació durant les últimes dècades, passant de 109 entitats al 1990 a només 8 grans grups bancaris al 2022 (ASUFIN, 2022). Allò que va començar com un procés de consolidació per crear entitats més solvents, s'ha convertit en una dinàmica persistent de concentració del mercat. Les cinc entitats més importants (Santander, BBVA, CaixaBank, Sabadell i Bankinter) ja controlaven al 2023 segons el BCE una quota del 69%, mentre que el nombre d'entitats de crèdit s'ha reduït notablement (De las Heras, 2024). Tal com documenta Maudos (2016), partint d'uns nivells de concentració per sota de la mitjana de la zona euro el 2008, els índexs de concentració del sector bancari espanyol van superar a finals de 2014 els valors mitjans de la banca europea, situant el sistema financer espanyol en una posició diferencial respecte al seu entorn.

Malgrat aquesta concentració, l'any 2024 ha marcat una fita important en la rendibilitat del sector bancari. Segons l'Associació Española de Banca (AEB), a l'any 2024, els bancs espanyols van generar beneficis de 28.000 milions d'euros i van assolir un ROE del 14%, amb un ROA de 0,90%, les xifres més altes des de la crisi financera i clarament superiors a la mitjana europea (AEB, 2025). Els deu principals bancs espanyols van registrar una ROE del 17%, un increment de quatre punts percentuals respecte a 2023, segons l'informe «*The Pulse of Spanish Banking Sector*» (Alvarez & Marsal, 2025). Aquesta rendibilitat ha estat impulsada principalment per l'ampliació dels marges de tipus d'interès en un entorn de tipus elevats, juntament amb la millora de les ràtios d'eficiència operacional. El sector bancari opera en un marc regulat per institucions com el Banc Central Europeu (BCE) i està sotmès a estàndards internacionals establerts per la regulació de Basilea III, que exigeix nivells de capital més estrictes i un control de liquiditat més rigorós (BIS, 2023). Aquesta normativa ha contribuït significativament a l'enfortiment de l'estabilitat del sistema financer espanyol, tal com confirma el Banc d'Espanya en el seu Informe d'Estabilitat Financera de 2025, on s'evidencia una millora generalitzada de la rendibilitat del sector bancari espanyol amb ràtios de morositat controlades (Banco de España, 2025).

En aquest context de consolidació i rendibilitat, el BBVA va anunciar el 30 d'abril de 2024 una oferta de fusió sobre el Banc Sabadell amb una prima del 30%, valorant l'entitat en aproximadament 12.000 milions d'euros. Després que la direcció del Banc Sabadell rebutgés la proposta, el BBVA va transformar la seva intenció en una Oferta Pública d'Adquisició (OPA) hostil. La CNMC va autoritzar l'operació el 29 d'abril de 2025 amb compromisos significatius que obligaven a mantenir l'autonomia de les dues entitats durant tres anys (Consejo de

Ministros, 2025). Posteriorment, la CNMV va autoritzar formalment l'OPA el 5 de setembre de 2025. Tanmateix, el 16 d'octubre de 2025, la CNMV va anunciar que l'OPA havia fracassat, amb el BBVA aconseguint només una acceptació del 25,47% dels drets de vot, per sota del llindar mínim del 50% que havia establert per continuar amb l'operació.

Malgrat el fracàs de l'OPA, aquesta pregunta crítica continua sent rellevant: va ser correcta, vista en passat, la decisió de la majoria d'accionistes del Banc Sabadell de no vendre les seves accions? Una valoració rigorosa del Banc Sabadell és essencial per respondre aquesta qüestió i treure conclusions raonables.

Per aquest motiu, l'objectiu principal d'aquest TFG és analitzar i valorar el Banc Sabadell mitjançant diferents mètodes de valoració financera, comparant el seu valor teòric, obtingut a 31/12/2025, amb el preu ofert pel BBVA en la seva OPA del 2024, i determinar si la decisió dels accionistes va ser adequada o no. Amb els resultats d'aquest TFG s'intentarà respondre a la següent pregunta: les diferents ofertes que va fer el BBVA reflectien el valor raonable del Banc Sabadell amb el que observem avui dia?

Per assolir aquest objectiu principal i poder respondre la pregunta d'investigació, es plantegen els següents objectius específics:

- Contextualitzar el procés de concentració bancària a Espanya i les motivacions estratègiques de l'OPA del BBVA sobre el Banc Sabadell.
- Entendre com és una valoració bancària i en què es distingeix d'una no bancària.
- Elaborar una valoració del Banc Sabadell mitjançant el mètode de descompte de dividends (DDM) i múltiples d'empreses comparables.
- Analitzar l'evolució del preu de les accions, i de la relació d'intercanvi del Banc Sabadell i del BBVA durant el període de la OPA, per entendre correctament l'evolució de les diferents ofertes que es van fer.

Per tant, en aquest TFG s'elaboraran valoracions mitjançant ambdós mètodes amb comparables del sector bancari, es compararan els resultats amb el preu ofert per determinar si existia un diferencial de valor no capturat per l'OPA, i s'analitzarà l'evolució dels preus de les accions del Sabadell i BBVA durant el període de l'operació.

El treball s'estructura en sis capítols principals. El primer (Introducció) contextualitza el tema i defineix els objectius del TFG. El segon (Marc teòric) descriu conceptes clau com les OPAS, els efectes sobre el valor de cotització i els principals mètodes de valoració d'empreses, amb especial atenció al DDM i als múltiples borsaris en banca. El tercer (Contextualització) presenta el context del sector bancari europeu i espanyol, les motivacions estratègiques de

BBVA i la cronologia completa de l'OPA. El quart (Metodologia i dades) detalla les fonts d'informació, els supòsits i el procés de càlcul dels dos mètodes aplicats. El cinquè (Resultats de la valoració) exposa els resultats del DDM i dels múltiples comparables, i els compara amb les ofertes del BBVA per avaluar la decisió dels accionistes. Finalment, el sisè (Conclusions) resumeix els resultats, reconeix les limitacions de l'anàlisi i proposa línies d'investigació futures. Segueixen les referències bibliogràfiques i els annexos.

2. Marc teòric

2.1 Concepte i naturalesa de l' Oferta Pública d'Adquisició (OPA)

Una OPA és una operació del mercat de valors mitjançant la qual una persona física o jurídica (oferent) es dirigeix als titulars de les accions d'una societat cotitzada per adquirir-ne una part o la totalitat del capital social. Habitualment, la finalitat és assolir o consolidar una posició de control sobre la societat, a canvi d'un preu, que pot ser en efectiu, en valors (intercanvi) o mixt (una combinació d'efectiu i valors) (CNMV, 2024).

Segons la normativa espanyola regulada pel Reial Decret 1066/2007, s'entén que existeix una posició de control quan una persona adquireix, directament o indirectament, almenys el 30 % dels drets de vot d'una societat cotitzada. Aquest fet dona lloc a l'obligació de formular una OPA dirigida a la totalitat del capital, amb l'objectiu de garantir la transparència en els canvis de control i protegir els drets dels accionistes minoritaris (Boletín Oficial del Estado, 2007).

Hi ha diferents tipus d'OPA segons obligatorietat legal o segons l'actitud de l'inversor.

1. Segons obligatorietat legal:

- a. OPA Obligatòria: es produeix quan un inversor assoleix el control de la societat (generalment un 30% dels drets de vot). En aquest cas, la llei obliga a llançar l'oferta sobre el 100% del capital a un "preu equitatiu" per no perjudicar els minoritaris (Boletín Oficial del Estado, 2007).
- b. OPA Voluntària: no ve imposada per la normativa, sinó per un interès estratègic. No tenen perquè anar dirigides al 100% del capital i el preu no està subjecte a les restriccions del "preu equitatiu" (CNMV, 2024).

2. Segons l'actitud de l'inversor:

- a. OPA Amistosa: és característic d'una OPA amistosa un acord entre l'ofertant i el Consell d'Administració de l'empresa, on s'estableixen unes condicions de preu, governança, manteniment o no de l'equip directiu, entre d'altres (CNMV, 2024).
- b. OPA hostil: és el cas contrari a l'amistosa. En aquest cas, el Consell d'Administració no accepta les condicions oferides, sigui perquè la considera insuficient o bé contrària als interessos de la societat. Això perjudica en mesura la viabilitat de l'operació, però els accionistes seran els que decidiran si la volen o no acceptar (Boletín Oficial del Estado, 2007).

3. Altres tipus, no tan rellevants, però que mereixen ser mencionats:

- a. OPA d'Exclusió: l'objectiu és retirar les accions d'una companyia de la cotització en borsa. És una operació de caràcter especial, ja que els accionistes minoritaris perden la liquiditat que la borsa els ofereix pel seu actiu (CNMV, 2024). En aquest tipus d'operació, la contraprestació sempre es farà diners. Una empresa voldria deixar de cotitzar en borsa, per exemple per estalviar-se els costos regulatoris, canvis en l'estratègia a llarg termini, etc. (CNMV, 2024).
- b. OPA Competidora: ens trobem una OPA competidora quan es presenta una nova oferta d'adquisició sobre una societat que ja és objecte d'una OPA en curs. Per tant, perquè la CNMV accepti aquesta nova oferta d'OPA, haurà de millorar l'anterior oferta que ja s'hi havia fet a la societat ofertada (Boletín Oficial del Estado, 2007).
- c. OPA de control: en aquest cas l'oferent, o sigui l'interessat en comprar, ja té el control de l'empresa cotitzada, i vol comprar a la resta dels accionistes restant, les seves participacions en un preu raonable (Pictet Asset Management, 2026).

2.2 Efectes de les OPAs sobre el valor de cotització

L'anunci d'una OPA sol ser molt positiu pels accionistes que posseeixin participacions de l'empresa ofertada, atès que el preu ofert normalment és superior al de cotització, per tant el preu de cotització sol ajustar-se a l'ofert. Aquest fet implica, en general, una creació de valor a curt termini per als accionistes de l'empresa objecte (Zúñiga, 2019).

Abans que l'anunci sigui oficial i només circulin rumors sobre una possible OPA, ja es pot observar un augment de la volatilitat i moviments bruscos en els preus de les accions, com a conseqüència de l'activitat especulativa i de la revisió d'expectatives dels inversors (Zúñiga, 2019). Segons un estudi fet per Cai & Shefrin (2021), una OPA de qualitat, de mitjana augmenta en 30 punts bàsics, la volatilitat de l'empresa ofertada (en el nostre cas seria el Banc Sabadell) en els mercats.

L'anunci d'una OPA genera, per tant, una reacció significativa en el preu i la volatilitat de les accions tant de l'empresa ofertada com, en menor mesura, de l'oferent, ja que el mercat incorpora ràpidament la nova informació sobre possibles canvis de control i sinergies esperades (Zúñiga, 2019).

Tot i que els accionistes de l'empresa objecte solen beneficiar-se d'increments en el preu de les seves accions, els de l'empresa oferent poden experimentar rendiments neutres o, fins i tot, negatius, especialment si el mercat percep que el preu ofert és excessiu o que les sinergies són incertes (Cai & Shefrin, 2021).

En el cas concret de l'OPA del BBVA sobre el Banc Sabadell, és esperable que el preu de cotització del Sabadell reflecteixi la prima incorporada a l'oferta, mentre que l'impacte sobre el BBVA dependrà de com els inversors valorin el cost de l'operació i la probabilitat real de capturar les sinergies anunciades (Zúñiga, 2019). En conjunt, les OPA tenen un impacte clar sobre el valor de cotització a curt termini, especialment de l'empresa objecte, a través de la prima d'adquisició i l'augment de volatilitat, però l'efecte net a llarg termini depèn de la materialització de les sinergies i de si el preu pagat ha estat justificat des d'un punt de vista econòmic-financer (Cai & Shefrin, 2021).

2.3 Principals mètodes de valoració d'empreses

La valoració d'empreses és un procés fonamental en operacions corporatives com les OPAs, on cal determinar objectivament si el preu ofert pel comprador reflecteix adequadament el valor fonamental de l'entitat objecte. Existeixen diversos mètodes, però els escollits principalment pels inversors per valorar companyies són els següents: el descompte de fluxos de caixa (DCF) i variacions del mateix, el mètode de múltiples de mercat i el valor borsari o de mercat (Fernández, 2008).

Aquests mètodes es complementen entre si, el DCF proporciona una valoració intrínseca basada en els fluxos futurs esperats, els múltiples ofereixen una perspectiva relativa respecte a empreses comparables, i el valor borsari reflecteix el consens immediat del mercat sobre les expectatives dels inversors (Fernández, 2008).

En el cas de les entitats bancàries, la valoració presenta particularitats rellevants respecte a empreses no financeres, atès que el passiu és part del model de negoci i la regulació de capital condiona la generació de valor. Per aquest motiu, en aquest treball s'empraran models com el Dividend Discount Model (DDM) i l'anàlisi per múltiples, i, prèviament, es revisarà la lògica general del DCF per facilitar la comprensió del DDM.

2.3.1 Mètode de Descompte de Fluxos de Caixa (DCF)

El mètode DCF, Descompte de Fluxos de Caixa, o *Discount Cash Flow* en anglès, és un dels mètodes més acceptats per a dur a terme la valoració d'una empresa. Aquest mètode és tan reconegut, ja que incorpora tots els factors que afecten directament la generació de valor del negoci (Realp, 2009). A més, dona un enfocament a l'empresa valorada, com si fos un projecte d'inversió i, el que realment valora, és la capacitat de generar futurs fluxos de caixa i no tant els resultats puntuals que pugui obtenir en un any. Per tant, premia la constància i el creixement en el temps (Realp, 2009; Alcover 2009).

En essència, el DCF calcularà el valor actual de l'empresa o sigui el *Enterprise Value* (EV), com la suma de tots els fluxos futurs que s'estima que generarà, incorporant-hi també un valor residual a partir del període que ja no es projectarà (Alcover, 2009).

La fórmula (1) mostra el model DCF:

$$DCF = [FCF_1 / (1+r)^1] + [FCF_2 / (1+r)^2] + \dots + [FCF_n / (1+r)^n] + [TV / (1+r)^n] \quad (1)$$

Observem com $FCF_1, FCF_2, \dots, FCF_n$, són els Fluxos Lliures de Caixa o *Free Cash Flow* en anglès, són els fluxos lliures de caixa de cada període i TV és el Valor Terminal, o sigui el valor residual que comentàvem anteriorment (Realp, 2009). La r , o taxa de descompte, en el cas del DCF és la ben coneguda WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) la qual explicarem en profunditat més endavant.

Segons Realp (2009), el procés de la valoració mitjançant el DCF, es compon dels següents elements principals:

1. L'estimació dels FCF projectats.
2. El càlcul del TV.
3. L'ajust dels fluxos futurs a la data de valoració, utilitzant la WACC com a taxa de descompte.
4. L'ajust de la posició financera a la data de valoració (Actius regulars i financers no inclosos en la projecció).

2.3.1.1 Fluxos Lliures de Caixa (FCF)

En primer lloc, els FCF es determinen a partir de la informació proporcionada pel compte de resultats i pel balanç patrimonial. Es comença amb el resultat d'explotació (EBIT) i es realitzen els ajustos per aquells elements que no impliquen sortides o entrades efectives de caixa

(amortitzacions i deprecacions) i per les inversions necessàries en immobilitzat (CAPEX) i en fons de maniobra (*Working Capital*) (Realp, 2009; Alcover, 2009). El CAPEX i el *Working Capital* són ajustos negatius, ja que impliquen una sortida directa de caixa. De manera simplificada, l'estructura específica per al càlcul del flux lliure de caixa seria la següent:

Resultat d'explotació (EBIT)

- *Impostos sobre l'EBIT*
- + *Amortitzacions i provisions*
- *Increment del fons de maniobra*
- *CAPEX*
- = **FCF**

Per calcular els *FCF* dels períodes futurs, cal fer una projecció financera basada en dades històriques de l'empresa, combinades amb expectatives de creixement del sector. A partir d'aquesta informació, s'estima una taxa de creixement que permet projectar tant el balanç com el compte de pèrdues i guanys (Roger, 2024). Aquesta taxa es pot contrastar mitjançant escenaris (neutral, optimista i pessimista).

2.3.1.2 Valor Terminal (*Terminal Value* – TV)

En segon lloc, trobem el càlcul del TV, un component clau del *DCF*, tal i com s'ha vist en l'equació (1), ja que representa el valor dels fluxos que l'empresa generi a partir de l'últim any projectat. Per poder-lo calcular, s'utilitza el model de creixement de Gordon Shapiro (Alcover, 2009), on s'agafa el flux del últim període (n) i es capitalitza un període fent servir com a taxa de creixement la *g* per aconseguir el que teòricament serien el valor dels fluxes del negoci a perpetuïtat¹:

$$TV = (FCF_n * (1 + g)) / (WACC - g) \quad (2)$$

És molt comú veure, com el TV constitueix una gran part del valor total, i al estar dividit per la diferència entre la WACC i la taxa de creixement (*g*), serà imprescindible que el càlcul d'aquestes dues variables sigui el més precís possible, ja que una petita desviació, resultarà en un valor total de l'empresa valorada molt diferent (Realp, 2009). La *g* representa el creixement sostenible a llarg termini. A més, per tal que el model sigui matemàticament coherent, cal que la *g* sigui estrictament inferior a la taxa de descompte (WACC), atès que en cas contrari el denominador de l'equació (2) seria negatiu o nul, produint un valor terminal

¹ Perpetuïtat fa referència als fluxos que, teòricament, es prolongaran indefinidament en el temps, assumint un creixement estable i sostenible (taxa de creixement *g*) en el temps.

sense interpretació econòmica vàlida, ja que significaria que l'empresa creixeria a perpetuïtat a una taxa superior al cost del capital, cosa que és econòmicament incoherent.

2.3.1.3 WACC (Weighted Average Cost of Capital)

En tercer, i últim lloc, trobem la taxa per descomptar els fluxos, habitualment coneguda com WACC, reflecteix el cost mitjà ponderat que l'empresa té per aconseguir capital, ja sigui deute (K_d) o fons propis (K_e), o sigui inversors particulars (Fernández, 2011).

La fórmula més bàsica per calcular-la és la següent:

$$WACC = (E/(E+D) \times K_e) + ((D/(E+D) \times K_d) \times (1 - t) \quad (3)$$

E i D representen els valors de mercat del patrimoni net i del deute, en la pràctica, quan no es disposa d'una estructura objectiu, es pot aproximar amb la mitjana o la mediana de la que observem en les empreses comparables.

- **Cost dels Fons Propis (K_e)**

K_e és el cost que té l'empresa per aconseguir fons propis i el calculem fent servir el model de CAPM (Capital Asset Pricing Model). Amb la següent fórmula:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) \quad (4)$$

Observem que, a la fórmula (4), en primer lloc tenim el R_f que representa el tipus d'interès de l'actiu lliure de risc. Aquest tipus, variarà en base a la geografia on operi l'empresa valorada. En el cas Europeu, molt sovint s'agafa com a tipus lliure de risc, els bons alemanys a 10 anys, o si l'empresa opera només en un país en específic s'agafa el bo del país en qüestió (Damodaran, 2008)².

En segon lloc, trobem la beta, β , la qual mesura la sensibilitat de la rendibilitat de l'acció respecte els moviments mercat. La beta s'estima com el quocient entre la covariància dels rendiments de l'acció (R_i) amb els rendiments del mercat (R_m) i la variància dels rendiments del mercat:

$$\beta = Cov(R_i, R_m) / Var(R_m) \quad (5)$$

Una beta superior a 1 indica que el títol té més risc sistemàtic que el mercat, el contrari per a una beta inferior a 1 i una beta pròxima a 1 que es mou de manera similar al mercat o índex

² Al final de l'explicació del K_e es profunditza més sobre com s'escull quin bo s'utilitzarà pel R_f .

de referència (Damodaran, 1999). En el cas de les valoracions, com menor sigui la beta, menor serà el K_e , i observarem com el resultat final de la valoració serà major ja que a l'hora de descomptar els fluxos, la taxa que farem servir serà menor. Per tant, els fluxos futurs tindran un valor superior a dia d'avui que si ho féssim amb una taxa de descompte (WACC) superior.

En valoració, sovint es treballa amb betes ajustades per tal d'aïllar el risc operatiu del negoci del risc financer derivat de l'endeutament. La beta observada en el mercat és una beta apalancada (β_L , *levered beta*), ja que reflecteix tant el risc propi de l'activitat com l'efecte de l'estructura de capital de l'empresa. Per aquest motiu, és habitual desapalancar la beta per obtenir la beta operativa o no apalancada (β_U , *unlevered beta*), que captura únicament el risc negoci. Posteriorment, aquesta es pot tornar a apalancar segons l'estructura de capital de l'empresa valorada (Damodaran, 1999). Aquest procés es realitza mitjançant la fórmula d'Hamada (1972):

$$\beta_U = \beta_L / [1 + (1 - T) \times (D/E)] \quad (6)$$

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (1 - T) \times (D/E)] \quad (7)$$

On t és el tipus impositiu efectiu i D/E és el ràtio deute/fons propis de l'empresa (Damodaran, 1999).

Finalment, cal considerar que les betes estimades a partir de dades històriques de mercat presenten un biaix sistemàtic, és a dir, tendeixen a convergir cap a la unitat. La beta del mercat, al llarg del temps, atès que les empreses, a mesura que creixen i es diversifiquen, tendeixen a comportar-se de manera més similar al conjunt del mercat (Damodaran, 1999). Per corregir aquest biaix, se sol fer una ajust a la mateixa, conegut en l'indústria com l'ajust de Marshall Blume, que pondera la beta observada en dos terços i la beta del mercat (valor 1) en un terç:

$$\beta_{ajustada} = (2/3) \times \beta_{observada} + (1/3) \times 1 \quad (8)$$

Aquest ajust és àmpliament emprat en la pràctica professional de la valoració per obtenir una estimació de la beta predictivament més robusta (Damodaran, 1999).

En tercer lloc, tenim el conegut *Enterprise Risk Premium* (ERP), o la prima de risc de la renda variable. Aquesta prima és la rendibilitat addicional que els inversors exigiran per invertir en accions i no en productes lliures de risc. Per tant, el ERP serà la diferència entre la rendibilitat del mercat i la rendibilitat de l'actiu lliure de risc, o sigui el R_f que hem vist abans (Realp, 2009).

Tot i la seva utilitat, el CAPM bàsic pot no capturar tot el risc específic d'algunes empreses, de manera que en la pràctica s'hi solen afegir primes de risc addicionals. Aquestes inclouen una *company specific premium* per riscos idiosincràtics de l'empresa no capturats per la beta (com ara riscos operatius o estratègics particulars) i una *country risk premium* (CRP) per operar en països amb risc sobirà superior al dels mercats desenvolupats de referència (Alcover, 2009; Damodaran, 2003). Aquestes primes ajustades són especialment rellevants quan es valora empreses en mercats emergents o sectors de risc elevat.

Un cop entesos els diferents paràmetres del K_e , cal considerar el punt de vista des del qual es defineix el tipus lliure de risc. En el context europeu, és habitual utilitzar el bo sobirà alemany a deu anys com a referència, atesa la seva elevada qualitat creditícia (Damodaran, 2008). No obstant això, en la pràctica de la valoració existeix una alternativa metodològica reconeguda que consisteix en utilitzar el bo sobirà del propi país on opera l'empresa. Aquesta aproximació, coneguda com a *Local CAPM* o *Foreign CAPM*, és especialment adequada quan l'empresa concentra la seva activitat en un únic mercat domèstic (PwC, 2023).

L'avantatge d'aquest enfocament és que el risc país queda incorporat implícitament en la taxa lliure de risc, evitant així la necessitat d'afegir una prima de risc país de manera explícita i, per tant, el risc de doble comptabilització (Damodaran, 2003).

En conseqüència, els dos enfocaments (bo alemany amb CRP i ERP alemany, o bé bo local sense CRP i ERP espanyol) haurien de conduir a estimacions similars del K_e , sempre que s'apliquin de manera coherent.

- **Cost del Deute (K_d)**

Un cop explicat el K_e , cost que té l'empresa per aconseguir fons propis, és essencial entendre l'altra part del càlcul del WACC: el cost del deute o K_d . Aquest representa la rendibilitat que exigeixen els creditors per finançar l'empresa i es correspon, en termes pràctics, amb el tipus d'interès efectiu que l'empresa paga pel seu deute financer, ajustat al seu risc de crèdit (Fernández, 2011). En el context de les valoracions, el K_d acostuma a descompondre's en un tipus lliure de risc de referència, sovint el bo sobirà alemany a llarg termini per empreses europees, més diverses primes de risc addicionals, com ara un *ICR spread* relacionat amb la qualitat creditícia de l'empresa.

L'*ICR spread*, o prima de risc derivada del ràtio de cobertura d'interessos (*Interest Coverage Ratio*), és un mètode desenvolupat per Damodaran (2009) per estimar el cost del deute d'empreses que no compten amb una qualificació creditícia explícita d'agències com S&P o Moody's, o quan es vol verificar si la qualificació existent reflecteix adequadament el risc real

de l'empresa. El procediment consisteix a calcular el ràtio ICR de l'empresa, que mesura quantes vegades el resultat operatiu (EBIT) cobreix les despeses d'interessos ($ICR = EBIT / \text{Despeses d'interessos}$), i a partir d'aquest valor assignar-li un *rating* seguint les taules de correspondència elaborades per Damodaran per a empreses cotitzades. A cada nivell de *rating* li correspon un diferencial de deute (*default spread*) per sobre del tipus lliure de risc, que reflecteix la prima addicional que els creditors exigiran a l'empresa en funció de la seva capacitat de fer front als pagaments d'interessos. Com més baix sigui l'ICR, major serà el risc percebut, major el *spread* assignat i, en conseqüència, major el K_d (Damodaran, 2009).

També es pot incloure un CRP que corregeix el fet que el tipus lliure de risc de referència no recull el risc específic d'operar en països amb una probabilitat d'impagament superior. Aquest és calcula fent la diferència entre el bo sobirà del país on es troba la major activitat de l'empresa valorada i el bo sobirà agafat com a referència (Alcover, 2009).

És important entendre que el K_d s'incorpora a la WACC després d'impostos, ja que els interessos pagats pel deute són una despesa que fiscalment podem deduir. Per tant, generen un “*escut fiscal*” i el terme que realment ens importarà pel càlcul de la WACC no és K_d brut, sinó $K_d * (1-t)$, on t és el tipus impositiu efectiu de l'impost de societats del país on estem calculant la WACC (Fernández, 2011).

- **Càlcul final: Enterprise Value (EV) i Equity Value (EqV)**

Un cop estimats els fluxos i la taxa de descompte, ja podem obtenir el valor actual de l'empresa mitjançant el model DCF. L'EV es determina com la suma del valor actual de cada flux de caixa projectat més el valor actual del TV (Realp, 2009):

$$EV = [FCF_1 / (1+r)^1] + [FCF_2 / (1+r)^2] + \dots + [FCF_n / (1+r)^n] + [TV / (1+r)^n] \quad (9)$$

Finalment, el que realment pagaria un accionista, per comprar una empresa seria el EqV, o valor dels fons propis. Aquest s'obté ajustant l'EV pel deute net (Damodaran, 2009):

$$EqV = EV - \text{Deute Net} = EV - \text{Deute} + \text{Caixa} \quad (10)$$

2.3.2 Per què la valoració d'entitats financeres és diferent?

Abans d'entrar en els mètodes de valoració específics per a bancs, és fonamental comprendre per què la valoració d'una entitat financera presenta unes particularitats estructurals que la diferencien clarament de la valoració d'una empresa no financera. Tal com assenyalen Massari et al. (2014), els bancs i altres institucions financeres plantegen reptes metodològics

únics que fan que els enfocaments convencionals, dissenyats per a empreses industrials o comercials, sigui menys adequats quan s'apliquen a entitats bancaries.

En una empresa no financera, és possible, i és la pràctica habitual en un DCF, separar clarament l'activitat operativa de l'activitat financera, és a dir, el deute serveix per finançar operacions, i l'EBIT o l'EBITDA reflecteixen els resultats pur de l'explotació. Per contra, en un banc, els interessos cobrats i pagats no són una conseqüència perifèrica del negoci, sinó el nucli mateix de la seva activitat. Els ingressos per interessos i les despeses per interessos figuren a la part superior del compte de resultats perquè constitueixen la part central del model de negoci bancari (Massari et al., 2014).

Això té una implicació directa sobre la valoració ja que resulta complex construir un flux lliure de caixa ("*free cash flow*") operatiu clarament separat de la part financera del negoci, com es fa en el DCF tradicional. En un banc, tot i que es puguin definir magnituds equivalents a l'EBIT o EBITDA, aquestes no resulten especialment útils per a la valoració d'entitats financeres degut a la naturalesa de la seva activitat. A més, el concepte de "capital circulant" o "*working capital*" perd el seu significat convencional degut que la cartera de crèdits del banc és alhora el seu principal actiu operatiu i la seva "inversió en circulant", mentre que els dipòsits dels clients són alhora finançament i el producte central de la seva operativa (Bailey, 2025).

Una altra particularitat fonamental dels bancs radica en la centralitat del seu balanç patrimonial. Mentre que per a una empresa industrial el balanç és una fotografia complementària al compte de resultats, en el cas d'una entitat financera el balanç és el cor de l'activitat, recull tota la cartera creditícia i d'inversions (actius), tots els dipòsits i fonts de finançament (passius). El valor dels fons propis d'un banc és, per tant, especialment rellevant (Massari et al., 2014).

A més, els bancs estan subjectes a estrictes requeriments de capital regulatori establerts per la normativa de Basilea III. Concretament, han de mantenir un nivell mínim de capital de màxima qualitat (CET1) en relació als seus actius ponderats per risc (RWA). Aquests requeriments impliquen que una part del capital generat no està disponible per ser distribuïda als accionistes, sinó que ha de romandre retinguda al banc per complir amb les obligacions regulatòries. En conseqüència, allò que l'accionista pot realment capturar com a retorn de la seva inversió no són tots els beneficis generats pel banc, sinó únicament la part que excedeix d'aquell capital mínim exigint per la regulació (Bailey, 2025).

En el DCF convencional, la WACC pondera el cost dels fons propis i el cost del deute financer net. Però en un banc no té sentit distingir entre deute financer i deute operatiu, perquè els

dipòsits dels clients, que són tècnicament “deute” del banc envers els seus dipositants, constitueixen alhora el mecanisme de finançament i el producte central de l’entitat. Calcular un “deute net” per a un banc, de la manera que es fa en la WACC d’una empresa industrial, no és operativament possible ni conceptualment coherent (Damodaran, 2009).

Per tot això, la gran part dels experts en la matèria convergeixen en la conclusió que els mètodes de valoració estàndard, dissenyats per a empreses no financeres, han de ser substituïts o adaptats profundament quan s’apliquen a bancs. En l’àmbit intrínsec de l’enfocament d’ingressos, el mètode més adequat per a les entitats financeres és el *Dividend Discount Model* (DDM), que serà explicat a continuació. En l’àmbit relatiu, els múltiples rellevants són els que fan referència al patrimoni net i al benefici, i no els que impliquen el valor d’empresa (EV), com l’EV/EBITDA, que resulten inadequats per als motius exposats (Massari et al., 2014; Damodaran, 2009).

2.3.3 Mètode DDM (Dividend Discount Model)

Com s’ha argumentat a l’apartat anterior, les especificitats de les entitats financeres fan que el DCF tradicional presenti limitacions en la seva aplicació. El mètode més adequat en l’enfocament d’ingressos per a entitats d’aquest tipus és el *Dividend Discount Model* (DDM), també conegut com a model de descompte de dividends. El DDM es fonamenta en el principi que el valor d’una acció equival al valor actual de tots els dividends futurs esperats, descomptats a la taxa de rendibilitat exigida pels accionistes (K_e). En el cas bancari, aquest mètode no és només més convenient, sinó que és l’enfocament més freqüent en l’àmbit professional, degut que connecta directament la capacitat que té el banc per distribuir capital, afirmació que ha estat confirmada pels experts de l’equip de Valoracions i Modelització de Deloitte Madrid³ (Massari et al., 2014)

La fórmula general del DDM, és la següent:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n [Div_t / (1 + K_e)^t] + [TV_n / (1 + K_e)^n] \quad (11)$$

On P_0 és el valor intrínsec de l’acció avui, Div_t són els dividends esperats a cada període t del període de projecció, K_e és el cost dels fons propis (obtingut mitjançant el CAPM, tal com s’ha

³ Consulta realitzada al Sr. Carlos Betes i Sr. Luís Ranchal, durant el període pràctiques professionals de l’autor d’aquest TFG (gener–juny 2026) que va treballar amb ells. C. Betes (Manager) i L. Ranchal (Analista) formen part de l’equip de *Valuations & Business Modelling* de Deloitte España i han participat directament en projectes de valoració en el sector bancari, incloent operacions recents d’elevada rellevància al mercat espanyol. Ambdós professionals van confirmar que el DDM és el mètode de referència en les valoracions bancàries a la pràctica professional.

explicat en l'apartat del DCF), n és el nombre de períodes projectats i TV és el Valor Terminal (Damodaran, 2009).

Una distinció metodològica clau respecte al DCF és que en el DDM no s'utilitza la WACC com a taxa de descompte, sinó únicament el K_e . Això és coherent amb la naturalesa del mètode, atès que els dividendes són fluxos que van directament als accionistes, la taxa de descompte pertinent ha de ser la rendibilitat exigida per l'accionista, i no la mitjana ponderada del cost de tot el capital (Massari et al., 2014). La fórmula del CAPM per calcular el K_e és la mateixa que s'ha exposat en l'apartat del DCF, però aquí s'utilitza com a única taxa de descompte del model.

- **Projecció dels dividendes distribuïbles**

El pas crític i diferencial del DDM en el context bancari és determinar quins dividendes pot realment distribuir el banc en cada període. Com s'ha assenyalat, els bancs estan subjectes a requeriments de capital regulatoris basats en el ràtio CET1 sobre actius ponderats per risc (RWA). Això significa que no tot el benefici net generat pot ser distribuït com a dividend, és a dir, únicament l'excedent per sobre del capital mínim exigít està disponible per a la distribució (Bailey, 2025).

La lògica de la projecció de dividendes distribuïbles en un model DDM bancari funciona de la següent manera: per a cada any projectat, es calcula el benefici net esperat del banc. A continuació, es determina quin és el capital mínim requerit per la regulació, en funció dels RWA esperats. La diferència entre el capital disponible (el que té el banc un cop inclòs el benefici net) i el capital mínim requerit és l'excedent de capital que pot ser distribuït. Això és el que el model considera com a "dividend distribuïble" per a aquell període (Massari et al., 2014).

Cal tenir en compte també l'excedent de capital inicial. Si al moment de la valoració el banc ja opera amb un capital superior al mínim regulatori exigít, aquest excedent inicial és valor directe per a l'accionista i s'incorpora també al model. En la valoració de bancs és imprescindible tractar el capital excedentari de manera explícita, atès que té un impacte material sobre el valor intrínsec de l'entitat (Massari et al., 2014).

- **Valor Terminal en el DDM**

De manera anàloga al DCF, el DDM incorpora TV per capturar el valor dels dividendes que el banc generarà a partir de l'últim any projectat, fins a perpetuïtat. La fórmula estàndard és la del model de Gordon-Shapiro, aplicada als dividendes:

$$TV_n = Div_{n+1} / (K_e - g) = (Div_n \times (1 + g)) / (K_e - g) \quad (12)$$

On Div_{n+1} és el dividend esperat a l'any següent al darrer període projectat, g és la taxa de creixement a perpetuïtat i K_e és el cost dels fons propis. Igual que en el DCF, la sensibilitat del resultat final a les hipòtesis de g i K_e és molt elevada, i petites variacions en ambdues poden produir canvis significatius en el valor obtingut (Damodaran, 2009). Per això, en la pràctica professional es recomana acompanyar sempre el resultat central d'un anàlisi de sensibilitat sobre aquestes dues variables.

- **Resultat final: el valor per acció**

El resultat del DDM, a diferència del DCF, proporciona directament el EqV i no l'EV. Això té sentit perquè els dividends són un flux exclusivament dels accionistes. Per obtenir el valor per acció, es divideix el valor total dels fons propis obtingut entre el nombre d'accions en circulació:

$$\text{Valor per acció} = \text{EqV} / \text{Nombre d'accions en circulació} \quad (13)$$

2.3.4 Mètode Múltiples borsaris en banca

Un cop justificat per què els mètodes basats en EBITDA o EBIT no són aplicables a la valoració de bancs, cal determinar quins múltiples borsaris sí que són rellevants i adequats per a les entitats financeres. En la valoració d'empreses no financeres s'utilitzen habitualment múltiples d'EV com l'EV/EBITDA, EV/EBIT, entre d'altres. Però en el cas dels bancs, atès que no és possible separar adequadament l'activitat operativa del finançament, l'EV perd el seu significat habitual. Per això, els múltiples bancaris fan referència al valor del capital propi (*equity*), i no al valor total de l'empresa (Massari et al., 2014).

Seguint les recomanacions dels professionals de Valoracions i Modelització de Deloitte Madrid involucrats directament en la valoració de l'OPA del BBVA sobre el Banc Sabadell, i en línia amb la metodologia recollida per Massari et al. (2014), en aquest TFG s'aplicaran els tres múltiples següents: el *Price-to-Book Value* (P/BV), el *Price-to-Tangible Book Value* (P/TBV) i el *Price-to-Earnings* (PER).

- **Múltiple P/BV (*Price-to-Book Value*)**

El múltiple P/BV relaciona la capitalització borsària d'una entitat amb el seu valor comptable dels fons propis (*book value* o patrimoni net):

$$P/BV = \text{Capitalització borsària} / \text{Patrimoni net comptable} \quad (14)$$

La raó per la qual aquest múltiple és especialment rellevant en banca és doble. D'una banda, els requeriments regulatoris de capital exigits als bancs (CET1, Tier 1, etc.) són precisament sobre el patrimoni net. Per tant, el patrimoni net és una variable crítica en la gestió i la viabilitat dels bancs, d'una manera que no té equivalent en les empreses no financeres. De l'altra, el balanç d'un banc recull el gruix de l'activitat generadora de valor (la cartera de crèdits, les inversions financeres), de manera que el valor comptable dels actius i del patrimoni net és un indicador més proper al valor real de l'entitat que en el cas d'una empresa industrial, on els actius intangibles i el capital humà solen tenir molt de pes (Zanetti, 2018).

Un P/BV superior a 1 indica que el mercat valora el banc per sobre del seu patrimoni net comptable, normalment associat a expectatives de rendibilitats futures elevades. Un P/BV inferior a 1 indicaria que el mercat considera que el banc no serà capaç de generar un retorn superior al seu cost de capital (Zanetti, 2018).

- **Múltiple P/TBV (*Price-to-Tangible Book Value*)**

El P/TBV és una variant del P/BV que exclou els actius intangibles (fons de comerç o *goodwill*, marques, drets, etc.) del denominador:

$$P/TBV = \text{Capitalització borsària} / (\text{Patrimoni net} - \text{Actius intangibles}) \quad (15)$$

La justificació per a l'ús d'aquest múltiple en comparatives bancàries rau en el fet que dos bancs poden tenir estratègies de creixement molt diferents, ja que un pot haver crescut principalment de manera orgànica, mentre que un altre pot haver realitzat adquisicions que han generat un *goodwill* significatiu al seu balanç. Com el *goodwill* no és capital computable a efectes de Basilea III (no es considera capital de màxima qualitat per als requeriments regulatoris), incloure'l en el denominador distorsionaria les comparatives entre entitats. L'exclusió dels intangibles fa que el P/TBV sigui un múltiple més homogeni i comparable entre bancs amb historials d'adquisicions molt diferents (Zanetti, 2018).

En la pràctica de mercat, el P/TBV és sovint considerat el múltiple de referència principal en la valoració de bancs cotitzats europeus, atès la seva major comparabilitat i la seva connexió directa amb els requeriments de capital regulatori. La mediana del sector és el paràmetre d'aplicació habitual per evitar la distorsió que provocarien els valors atípics (*outliers*) en el conjunt de comparables (Massari et al., 2014).

- **Múltiple PER (*Price-to-Earnings Ratio*)**

El PER mesura quant paga el mercat per cada unitat de benefici net de l'empresa. En el context bancari, el PER és un dels múltiples més adients perquè, a diferència dels múltiples

d'EV (que requeririen la separació entre deute operatiu i financer), el PER treballa directament sobre el benefici net i la capitalització, que són magnituds ben definides en un banc (Damodaran, 2009):

$$PER = \text{Preu per acció} / \text{Benefici per acció (BPA)} = \text{Capitalització de Mercat} / \text{Benefici Total} \quad (16)$$

El PER reflecteix les expectatives de mercat sobre el potencial de generació de beneficis del banc. Un PER alt indica que els inversors esperen creixements futurs sòlids o que el banc presenta un perfil de risc baix, mentre que un PER baix pot suggerir expectatives de desacceleració o una situació de possible infravaloració relativa. En el cas del sector bancari espanyol, cal tenir present que el PER sectorial sol ser inferior al de sectors de creixement elevat, ja que els bancs són entitats madures amb una política de distribució de dividendes relativament estable (Massari et al., 2014).

- **Selecció del conjunt de comparables**

Per aplicar els múltiples anteriors (P/BV, P/TBV i PER) cal seleccionar entitats comparables, és a dir, bancs amb un marc regulatori similar, un model de negoci comparable i un perfil de risc proper al del Banc Sabadell. Atès que el Sabadell té una exposició principalment centrada a Espanya (i que la desinversió de TSB estava anunciada amb tancament previst posteriorment), es prenen com a comparables principals bancs cotitzats espanyols amb activitat predominantment domèstica: CaixaBank, Bankinter i Unicaja.

S'exclouen Santander i BBVA perquè són grups amb elevada diversificació internacional, fet que pot alterar els múltiples per diferències en creixement esperat, risc país i composició d'ingressos, i reduir així la comparabilitat amb el Sabadell. Finalment, per a cada múltiple s'aplicarà la mediana del conjunt de comparables i no la mitjana, per minimitzar la influència de valors extrem (Betes i Ranchal, 2026)⁴.

Síntesi del Marc Teòric

En aquest capítol s'han assentat les bases conceptuals necessàries per abordar la valoració del Banc Sabadell en el context de l'OPA del BBVA. En primer lloc, s'ha contextualitzat què és una OPA, quins tipus existeixen i com afecta el seu anunci al valor de cotització de les empreses implicades. En segon lloc, s'ha explicat el DCF com a mètode de valoració

⁴ Comparables contrastats amb la opinió dels dos professionals els quals confirmaren que els comparables escollits són els correctes.

estàndard per a empreses no financeres, per després justificar per què aquest mètode no és directament aplicable als bancs.

A continuació, s'ha introduït el DDM com a alternativa consistent per a entitats financeres, explicant la seva lògica de dividends distribuïbles sota requeriments de capital regulatori. Finalment, s'han definit i justificat els tres múltiples bancaris que s'aplicaran (P/BV , P/TBV i PER), i s'ha explicat la selecció del conjunt de comparables.

3. Contextualització del sector bancari i l'OPA del BBVA sobre el Banc Sabadell

3.1 Consolidació bancària: el context del sector bancari europeu i espanyol

La consolidació del sector bancari és una tendència estructural de llarg termini a Europa, impulsada per la combinació de diferents factors, que s'han anat superposant al llarg de les darreres dues dècades, com ara la necessitat de guanyar escala operativa per absorbir inversions creixents en digitalització, la pressió regulatòria derivada de Basilea III i les exigències de capital, i l'entorn prolongat de baixa rendibilitat que va caracteritzar el sector durant la dècada de 2010 (Lagarde, 2023).

A partir del 2014 fins el 2022, el Banc Central Europeu (BCE) va mantenir els tipus d'interès de referència en nivells excepcionalment baixos, i fins i tot negatius, com a resposta a la feble recuperació econòmica posterior a la crisi financera de 2008. Aquesta política monetària va comprimir de manera sostinguda els marges d'intermediació de les entitats bancàries europees, erosionant la seva rendibilitat estructural i obligant-les a cercar eficiències a través de la reducció de costos, la diversificació de fonts d'ingressos i, sobretot, la concentració (Lagarde, 2023).

A partir del segon semestre de 2022, el BCE va iniciar el cicle de pujades de tipus d'interès més brusc de les darreres dècades com a resposta a una inflació que s'havia disparat molt per sobre de l'objectiu del 2%, impulsada per la pressió sobre els preus de l'energia i les pertorbacions en les cadenes globals de subministrament agreujades per la guerra a Ucraïna. Tal com recull l'Informe Anual de supervisió del BCE corresponent a l'exercici 2022, el conflicte bèl·lic va accentuar la incertesa macroeconòmica i va motivar el supervisor a exigir als bancs que reforcessin la seva resiliència i la gestió del risc de crèdit (Lagarde, 2023). El resultat d'aquest cicle alcista va ser, paradoxalment, una millora notable dels marges d'intermediació en 2022 i 2023, que van actuar com a principal motor de rendibilitat i van compensar l'estancament dels volums de crèdit. Aquesta recuperació de la rendibilitat va crear un entorn propici per accelerar els processos de consolidació, atès que les entitats disposaven de major capacitat per finançar operacions corporatives (Funcas, 2025).

El BCE, de manera consistent, ha promogut la creació de grans bancs transfronterers europeus capaços de competir amb els gegants nord-americans i asiàtics. Tal com assenyala Troiano (2025), un major volum comporta una millora de la quota de mercat, un perfil de diversificació més robust i una capacitat inversora superior en àmbits com la digitalització, tot

i que cal ponderar-ho amb els costos d'integració a curt termini i els riscos d'execució inherents a qualsevol operació corporativa d'aquest abast.

A Espanya, la consolidació bancària va ser especialment intensa en el període posterior a la crisi de 2008, principalment com a conseqüència de la reestructuració del sistema de caixes d'estalvi, que va reduir dràsticament el nombre d'entitats del sector a través de fusions i absorcions forçades. El procés va culminar l'any 2021 amb la fusió entre CaixaBank i Bankia, llavors tercera i quarta entitats del país per actius, que va donar lloc al primer banc per actius del mercat espanyol. Aquesta operació va ser aprovada per la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) en fase 1 amb compromisos centrats a preservar la competència en banca minorista i el mercat de caixers automàtics (Rivero, 2024). Arran d'aquest antecedent, el sector quedava configurat per un nombre reduït d'entitats de gran envergadura, amb BBVA i Banc Sabadell situats en posicions de mercat complementàries la qual cosa va fer que les converses sobre una possible integració de les dues entitats comencés a sonar.

En aquest marc, cal tenir present que la gran majoria d'ofertes públiques d'adquisició (OPA) a Europa, un 93%, presenten caràcter amistós i compten amb una taxa d'acceptació propera al 90%, mentre que les OPA hostils, que representen únicament el 7% del total, arriben a bon port en aproximadament el 53% dels casos (Amat, 2025). L'operació de BBVA sobre Banc Sabadell s'emmarca, per tant, en el segment estadísticament més arriscat de les operacions corporatives al acabar sent una OPA hostil.

3.2 Motivacions estratègiques de BBVA per adquirir Banc Sabadell

L'OPA de BBVA sobre Banc Sabadell no va sorgir de manera improvisada, sinó que respon a una lògica estratègica construïda al llarg de diversos anys i vinculada a dinàmiques sectorials de llarg termini. A continuació s'exposen les principals motivacions que van portar el grup basc a llançar l'oferta tal i com es reflexa en l'informe que van presentar (BBVA, 2024).

Guany d'escala i posicionament competitiu

La fusió de BBVA i Banc Sabadell hauria creat el segon banc per actius d'Espanya i un dels grans actors del sector financer europeu. En un entorn on la digitalització, la regulació i la competència de plataformes tecnològiques exigeixen inversions creixents, l'escala és un factor determinant per distribuir costos fixos sobre una base de clients més àmplia i obtenir millors condicions de finançament en els mercats de capitals. Tal com va argumentar el propi

BBVA en la documentació reguladora presentada davant la Securities and Exchange Commission (SEC) dels Estats Units, l'objectiu últim de l'operació era construir una entitat més sòlida, competitiva i rendible, amb major capacitat per afrontar els reptes estructurals del sector financer i per fer les inversions necessàries en transformació digital en un sector cada cop més global (BBVA, 2024).

Penetració en el segment de pimes

Un dels actius estratègics més valuosos de Banc Sabadell és la seva posició de lideratge en el segment de petites i mitjanes empreses (pimes) a Espanya, especialment a Catalunya i la Comunitat Valenciana, on l'entitat catalana presenta quotes de mercat superiors al 30% en diversos productes de banca minorista (Rivero, 2024). Per a BBVA, l'adquisició de Sabadell representava una via ràpida per reforçar la seva presència en un segment altament rendible i estratègicament clau per al teixit productiu espanyol, on el banc basc no gaudia d'una posició tan dominant.

Sinergies de costos i creació de valor per als accionistes

BBVA va quantificar les sinergies esperades de la fusió en 850 milions d'euros anuals un cop completada la integració, fruit principalment d'economies d'escala, eliminació de duplicitats operatives i optimització de la xarxa d'oficines. En termes de retorn per als accionistes, el grup basc estimava un increment del benefici per acció (BPA) del 3,5% en tancar la fusió, i un retorn sobre la inversió incremental (ROIC) proper al 20% (Contreras, 2025).

Quant a l'impacte sobre el capital, BBVA preveia una reducció de la ràtio CET1 d'aproximadament 38 punts bàsics en el supòsit d'acceptació del 100% del capital de Sabadell. Tanmateix, un cop completada la venda de la filial britànica TSB de Sabadell i distribuït el dividend extraordinari associat, aquesta reducció es convertiria en un increment net de 40 punts bàsics. Dit d'una altra manera, l'impacte negatiu sobre el capital de BBVA seria temporal i quedaria compensat amb escreix pels recursos que s'alliberen amb la desinversió de TSB (BBVA, 2025a).

Inversió en digitalització i posicionament europeu

Més enllà de les sinergies immediates, BBVA va argumentar que una entitat de major dimensió estaria en millors condicions per afrontar la transformació digital del sector i per enfortir la seva posició davant d'una futura consolidació bancària a escala europea. El Consell d'Administració de BBVA va ser explícit en assenyalar que l'operació responia a la necessitat

de disposar de la massa crítica suficient per invertir de manera eficient en les capacitats digitals que exigeix el sector en l'horitzó de la propera dècada (BBVA, 2024).

3.3 Cronologia i evolució de l'OPA: del primer contacte al fracàs de l'oferta

L'OPA de BBVA sobre Banc Sabadell és, amb diferència, la més llarga de la història corporativa espanyola, superant fins i tot el procés que va viure Endesa arran de l'intent d'adquisició per part de Gas Natural l'any 2005 (Bolinches, 2025). El procés es va perllongar durant gairebé any i mig, des del maig de 2024 fins a l'octubre de 2025, i va combinar maniobres financeres, batalles regulatòries, pressions polítiques i una intensa disputa per guanyar la confiança dels accionistes de Sabadell.

3.3.1 Antecedents: el primer intent de fusió (2020)

Els orígens de l'operació es remunten a la pandèmia de la COVID-19. El novembre de 2020, amb les cotitzacions bancàries baixes i el sector sota pressió regulatòria, BBVA i Banc Sabadell van explorar una possible fusió amistosa. Les negociacions van fracassar per desacord en el preu de l'intercanvi d'accions, i les converses es van interrompre sense arribar a cap acord. Aquell primer desacord va ser el brot d'un conflicte que es reprendrà mesos més tard (Tudares, 2025).

3.3.2 La proposta amistosa i el llançament de l'OPA hostil (abril–maig 2024)

A mitjans d'abril de 2024, el president de BBVA, Carlos Torres Vila, va reprendre el contacte amb el president de Banc Sabadell, Josep Oliu, per explorar una nova integració, partint dels termes negociats el 2020 però amb una oferta econòmica millorada. El 30 d'abril de 2024, BBVA va traslladar per escrit la proposta de fusió al Consell d'Administració de Sabadell, el mateix dia en que una filtració a la cadena britànica Sky News va precipitar els esdeveniments i va fer pública l'operació (Tudares, 2025).

El 6 de maig de 2024, el Consell d'Administració de Banc Sabadell va rebutjar la proposta al·legant que infravalorava significativament el projecte i les seves perspectives de creixement com a entitat independent (Bolinches, 2025). Davant d'aquest rebuig, el 9 de maig de 2024, BBVA va confirmar el llançament d'una OPA hostil dirigida directament als gairebé 200.000 accionistes de Sabadell.

Oferta inicial (maig de 2024): 1 acció nova de BBVA més 0,70 euros en efectiu per cada 4,83 accions de Sabadell. Basant-se en la cotització de BBVA de 10,90 euros el 29 d'abril de 2024 (dia anterior a la filtració), el valor implícit de l'oferta per acció de Sabadell era d'aproximadament **2,4 euros** $[(10,90 \div 4,83) + 0,70 \times (1 \div 4,83) \approx 2,26 + 0,14 = 2,4$ euros en termes estrictes de canje inicial, si bé BBVA va calcular la prima sobre el preu de mercat de Sabadell del 29 d'abril de 2024, que era d'1,59 euros per acció, resultant en una prima d'aproximadament el 50%. La valoració total implícita de Sabadell en aquesta oferta segons el BBVA era de **12.200 milions d'euros** (Bolinches, 2025; BBVA, 2025b).

L'anunci va generar un rebuig immediat per part del Govern espanyol, del Govern de la Generalitat de Catalunya, de sindicats, d'associacions empresarials i d'organitzacions de consumidors, especialment per les preocupacions sobre la concentració bancària al mercat de pimes i el possible tancament d'oficines (3Cat, 2024).

3.3.3 El procés regulatori: CE, BCE i CNMC (juny 2024 – abril 2025)

Durant els mesos posteriors al llançament, l'OPA va travessar un complex procés d'autorització regulatòria a escales europea i nacional. La Comissió Europea va emetre una opinió favorable a l'operació, considerant que no representava una concentració problemàtica a nivell del mercat comú. El Banc Central Europeu (BCE), per la seva banda, també va atorgar el seu vistiplau.

El 12 de novembre de 2024, la CNMC va decidir sotmetre l'operació a una anàlisi en profunditat de Fase 2, en detectar riscos significatius de competència en el segment de pimes, especialment a Catalunya i la Comunitat Valenciana, on la fusió hauria generat quotes de mercat superiors al 30% en diversos productes. Paral·lelament, BBVA va obtenir el vistiplau del BCE i va realitzar els primers ajustos de la contraprestació per reflectir els dividendes abonats per ambdues entitats durant el procés. Aquesta decisió de la CNMC va allargar el procés diversos mesos addicionals (Bolinches, 2025).

El 30 d'abril de 2025, la CNMC va aprovar finalment l'OPA condicionada a un conjunt de compromisos específics destinats a preservar l'accés al crèdit per part de les pimes i a limitar la concentració regional.

3.3.4 La intervenció governamental i les condicions addicionals (juny 2025)

El 6 de maig de 2025, el Ministeri d'Economia va obrir una consulta pública sobre l'OPA per criteris d'interès general, sol·licitant l'opinió de la societat civil abans d'eleva la decisió al Consell de Ministres. El 24 de juny de 2025, el Consell de Ministres va aprovar l'OPA, però

amb una condició especialment restrictiva: les dues entitats haurien de mantenir personalitat jurídica i patrimoni separats durant un mínim de tres anys, prorrogables fins a cinc. Aquesta exigència va reduir de manera significativa les sinergies que BBVA esperava obtenir a curt termini i va restar atractiu econòmic a l'operació (Bolinches, 2025). Malgrat tenir la possibilitat legal de desistir davant d'aquestes noves condicions, el Consell d'Administració de BBVA va decidir continuar endavant amb l'oferta.

3.3.5 La defensa de Banc Sabadell: retorn a Catalunya i venda de TSB

Paral·lelament al procés regulatori, Banc Sabadell va desplegar una estratègia de defensa activa per demostrar la seva fortalesa com a entitat independent i incrementar l'atractiu de l'acció per als seus propis accionistes. El 22 de gener de 2025, el Consell d'Administració de Sabadell va aprovar el trasllat de la seu social des d'Alacant de tornada a Catalunya, en un gest interpretat com un “gest” als accionistes catalans i a les institucions catalanes (Bolinches, 2025).

L'1 de juliol de 2025, Banc Sabadell va anunciar l'acord de venda de la seva filial britànica TSB al Banco Santander per 2.900 milions de lliures esterlines (equivalents a uns 3.400 milions d'euros). L'operació va permetre a Sabadell anunciar un dividend extraordinari de 2.500 milions d'euros als seus accionistes, que es faria efectiu el 2026 un cop fet efectiu el traspàs de TSB (Bolinches, 2025). Aquesta maniobra va reforçar considerablement la confiança dels accionistes en el pla independent de l'entitat i va complicar significativament la posició de BBVA, atès que els accionistes que acceptessin l'OPA no tindrien dret a aquest dividend extraordinari.

3.3.6 La millora de l'oferta i el període d'acceptació (setembre–octubre 2025)

El 5 de setembre de 2025, la CNMV va autoritzar definitivament el follet de l'OPA i va fixar l'inici del període d'acceptació el 8 de setembre de 2025. La contraprestació definitiva, un cop reflectits tots els dividends abonats per ambdues entitats des del llançament, quedava establerta en 1 acció de BBVA més 0,70 euros en efectiu per cada 5,5483 accions de Sabadell (Segre, 2025). Amb la cotització de BBVA al voltant dels 15,60 euros en aquelles dates, el valor implícit de l'oferta per acció de Sabadell s'aproximava als 3,51 euros, un 8,6% per sota de la cotització de mercat de Sabadell, que s'havia revaloritzat de manera substancial al llarg del procés (Prieto, 2025). El Consell d'Administració de Sabadell va recomanar per segona vegada als seus accionistes que rebutgessin l'oferta.

Millora de l'oferta (22 de setembre de 2025): BBVA va anunciar una millora del 10% en l'oferta, eliminant el component en efectiu per fer l'operació fiscalment neutral i ajustant el

canje a **1 acció de BBVA per cada 4,8376 accions de Sabadell**. Amb la cotització de BBVA de 15,81 euros el 4 de setembre de 2025 com a referència, el valor equivalent de la nova oferta pujava a uns **19.500 milions d'euros** en valoració total de Sabadell, un 60% més que en el moment del llançament inicial (BBVA, 2025b; Mora, 2025). Simultàniament, BBVA va anunciar un dividend interí de 0,32 euros per acció, un 10,3% superior al de l'any anterior, en un intent d'incrementar l'atractiu de l'oferta per als accionistes de Sabadell (BBVA, 2025b).

3.3.7 El resultat final: fracàs de l'OPA (octubre 2025)

El 10 d'octubre de 2025 es va tancar el període d'acceptació. El 16 d'octubre de 2025, la CNMV va comunicar el resultat definitiu: únicament el 25,33% del capital social de Banc Sabadell havia acudit a l'oferta de BBVA, molt per sota del llindar mínim del 50% necessari per assolir el control de l'entitat. L'OPA va fracassar, i Banc Sabadell va conservar la seva independència (Bolinches, 2025; Tudares, 2025).

El fracàs de l'operació va tenir un impacte immediat en els mercats. Analistes com Jefferies van destacar que el mercat va rebre el resultat com un gir positiu per a BBVA, en interpretar que el banc recuperava la llibertat per desplegar el seu capital en recompra d'accions i en d'altres operacions corporatives alternatives (Tortajada, 2025). Per a Banc Sabadell, el desenllaç va consolidar la seva narrativa de fortlesa independent i va obrir un nou capítol de creixement orgànic, amb l'objectiu de situar el marge d'interessos en 3.900 milions d'euros el 2027.

4. Metodologia i dades

4.1 Enfocament general i data de valoració

Com ja s'ha comentat, l'objectiu general d'aquest treball és obtenir una valoració del Banc Sabadell que permeti comparar el valor intrínsec estimat amb el preu ofert pel BBVA en la seva OPA. Per assolir-ho, s'apliquen dos mètodes de valoració complementaris: el DDM i la valoració per múltiples de mercat. Tots dos mètodes es calculen a partir d'una única data de valoració, el 31 de desembre de 2025, que coincideix amb el tancament de l'exercici fiscal més recent disponible en el moment d'elaboració d'aquest treball i permet disposar de dades financeres auditades i estimacions d'analistes actualitzades.

4.2 Fonts d'informació

Les fonts utilitzades en l'elaboració del model de valoració són de tres tipus. En primer lloc, les dades financeres reals de 2025 (2025A⁵) (Banc Sabadell, 2025). En segon lloc, les projeccions financeres per als exercicis 2026P⁶, 2027P i 2028P s'han construït a partir del consens de les estimacions que han fet tres bancs d'inversió reconeguts internacionalment, Barclays, BNP Paribas i RBC, obtingudes dels seus informes d'anàlisi del Banc Sabadell a data 06/02/2026⁷. El consens per a cada projecció s'ha calculat com la mediana de les estimacions dels tres analistes inclosos. Cal destacar que s'ha optat per treballar amb el *Net Income Adjusted* reportat pels analistes, ja que és la magnitud que millor reflecteix la capacitat de generació de beneficis recurrent del banc, excloent partides extraordinàries o no recurrents. En tercer lloc, les dades de mercat, cotitzacions, múltiples borsaris i betes, s'han obtingut de Capital IQ i d'Investing.com, tal com es detalla als apartats corresponents. Veure més detall dels informes d'analistes a la Taula A1.1 a l'annex 1.

⁵ La "A" fa referència a "Actual" i indica dades financeres històriques reals.

⁶ La "P" fa referència a "Projected" i indica les dades estimades dels analistes per als anys projectats.

⁷ Els tres informes han estat extrets fent servir l'eina Refinitiv.

4.3 Model de Dividend Discount Model (DDM)

4.3.1 Projectió dels dividends distribuïbles i tractament del capital regulatori

La lògica del model DDM aplicat al Banc Sabadell segueix l'estructura descrita al marc teòric. Per a cada any del període de projectió (2026-2028) i per a l'any de TV normalitzat⁸, es calcula el benefici net ajustat esperat, s'estima el capital mínim requerit per complir amb els requeriments regulatoris de Basilea III, i la diferència entre el capital disponible i el capital mínim requerit determina el flux distribuïble als accionistes. El ràtio de capital mínim exigít s'ha fixat en un 13% sobre actius ponderats per risc (RWA), en línia amb el que el propi Banc Sabadell ha establert com a objectiu de capital en les seves comunicacions als inversors (Sabadell, 2026). El nombre d'accions utilitzat per al càlcul del valor per acció és el que figura en l'informe de resultats del quart trimestre de 2025 del Banc Sabadell, descomptant les accions pròpies en tresoreria, resultant en 4.997,97 milions d'accions (Sabadell, 2025).

4.3.2 Horitzó de projectió i Valor Terminal

La projectió explícita del model abasta el període 2026-2028, és a dir, tres anys de projectió, complementats per un any normalitzat que serveix de base per al càlcul del VT. Aquesta elecció ve determinada per la disponibilitat de les estimacions de consens dels analistes, que en el sector bancari espanyol rarament s'estenen més de tres anys vista. Amb un horitzó de projectió de tres anys, veurem com el VT representa més del 70% del valor total de l'EV, cosa que fa el model especialment sensible als supòsits de taxa de creixement a perpetuïtat (g) i de cost dels fons propis (Ke). Per aquest motiu, els resultats del DDM s'acompanyen d'una taula de sensibilitat de les dues variables on es podrà veure com varia el valor del Banc Sabadell en funció dels paràmetres Ke i taxa g (Damodaran, 2009; Massari et al., 2014).

La taxa g s'ha estimat a partir de les projeccions del Fons Monetari Internacional (FMI, 2025) per a l'economia espanyola, ponderant al 50% el creixement real del PIB esperat i al 50% la inflació mitjana esperada a llarg termini, ambdós valors a 2028. Veure més detall a la Taula A2.1 (Annex 2). El TV s'ha calculat aplicant el model de Gordon-Shapiro als fluxos de l'any normalitzat, tal i com es pot veure a la fórmula 2.

⁸ Normalitzat fa referència a l'any 2028 capitalitzat a la taxa g , i que es fa servir pel càlcul del TV.

4.3.3 Estimació del cost dels fons propis (K_e)

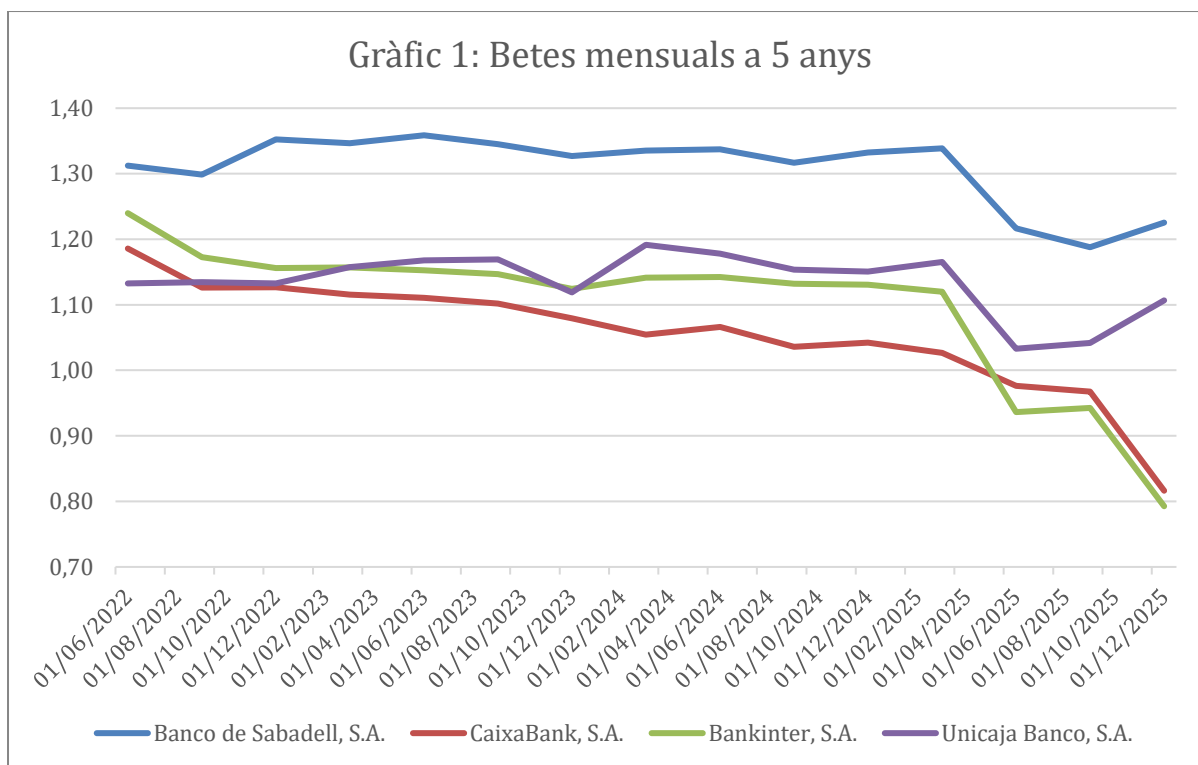
El cost dels fons propis s'ha calculat mitjançant el model CAPM, seguint l'enfocament de *Local CAPM* descrit al marc teòric. En conseqüència, s'utilitza el rendiment del bo espanyol a 10 anys com a R_f , obtingut d'Investing.com a data 31/12/2025, i el ERP corresponent a Espanya extreta de les taules de Damodaran (Damodaran, 2026). Atès que el risc país queda ja incorporat implícitament en la taxa base espanyola, no s'afegeix cap CRP addicional.

- **Estimació de la beta**

Les betes s'han calculat a partir de les cotitzacions mensuals dels darrers cinc anys (60 observacions) de cada entitat comparable (Caixabank, Bankinter i Unicaja) i de l'IBEX 35, obtingudes d'Investing.com. El procés de càlcul ha consistit a calcular els rendiments logarítmics mensuals de cada acció i de l'índex, per a posteriorment estimar la beta de cada entitat seguint la fórmula 5, prenent sempre una finestra de 60 observacions. Sobre les betes resultants, s'ha aplicat l'ajust de Blume (1975), que corregeix la tendència de les betes a convergir cap a la unitat al llarg del temps, ponderant la beta observada en dos terços i la beta del mercat (1) en un terç (fórmula 8).

Atès que es tracta d'entitats financeres, no s'ha realitzat cap procés d'*unleveraging* ni *relevering* de la beta, ja que, tal com s'ha justificat al marc teòric, en el cas dels bancs no és possible separar el deute financer del deute operatiu de manera significativa, les estructures de finançament són molt semblants entre els diferents bancs, i el K_e és l'única taxa de descompte rellevant en el DDM (Massari et al., 2014; Damodaran, 2009).

Al gràfic 1, on s'observa l'evolució temporal de les betes dels quatre comparables, es mostra com el Banc Sabadell presenta sistemàticament una beta superior a la resta d'entitats al llarg del període analitzat, indicant un perfil de risc sistemàtic més elevat. Seguint la recomanació de Betes i Ranchal i pels resultats obtinguts al gràfic 1, on observem com el mercat fa uns anys que considera que el Banc Sabadell té un risc intrínsec superior al dels seus comparables, s'ha optat per utilitzar únicament la beta del propi Banc Sabadell com a base del càlcul del K_e , en lloc d'una beta de sector. Per reflectir la incertesa inherent a l'estimació de la beta, el K_e s'aplica amb un rang de $\pm 0,25$ punts percentuals al voltant del valor central, rang el qual es habitual en la pràctica professional.



(Gràfic 1. *Betes mensuals del Sabadell i dels comparables, calculades amb 60 observacions.*
Elaboració pròpia amb dades d'Investing.com)

4.4 Valoració per múltiples de mercat

4.4.1 Selecció dels múltiples i dels comparables

Els múltiples aplicats són el P/BV, el P/TBV i el PER, tal com s'ha justificat al marc teòric. Per als comparables (CaixaBank, Bankinter i Unicaja) i Banc Sabadell, els múltiples s'han obtingut de Capital IQ a data 31/12/2025, amb l'excepció d'Unicaja, per a la qual Capital IQ no oferia dades disponibles a aquesta data. En aquest cas, els múltiples s'han calculat directament a partir de les dades financeres reportades per Unicaja als seus accionistes en el quart trimestre de 2025, seguint la metodologia de càlcul implícit⁹ (Unicaja, 2025). La coherència d'aquest procediment s'ha verificat replicant el càlcul per al Banc Sabadell, obtenint resultats idèntics als proporcionats per Capital IQ, cosa que confirma que no existeix diferència metodològica entre ambdues fonts per a dades històriques.

⁹ El càlcul implícit consisteix en calcular el múltiple a partir de les dades financeres públiques reportades per l'empresa. Per exemple, en el cas del P/BV, es divideix la capitalització borsària pel valor comptable dels fons propis (BV).

4.4.2 Aplicació dels múltiples

Per a cada múltiple, s'aplica la mediana dels valors dels tres comparables als corresponents indicadors financers del Banc Sabadell a 31/12/2025 (*Book Value*, *Tangible Book Value* i *benefici net*), obtenint un rang de valoració per a cada mètode. S'utilitza la mediana i no la mitjana per minimitzar la influència de valors extrems, en línia amb la pràctica professional recomanada per Massari et al. (2014). El rang de valoració final de cada múltiple es defineix entre el primer i el tercer quartil dels comparables, proporcionant així un interval que reflecteix la dispersió observada en el mercat.

5. Resultats de la valoració

En aquest apartat es presenten els resultats de la valoració independent del Banc Sabadell realitzada a 31 de desembre de 2025, data que coincideix amb el tancament de l'exercici fiscal més recent disponible en el moment d'elaboració d'aquest treball, en què s'han aplicat els dos mètodes explicats: el DDM i la valoració per múltiples de mercat.

Cada mètode opera des d'una perspectiva diferent, el primer parteix dels fluxos futurs esperats i els actualitza a la data de valoració, mentre que el segon agafa el valor de les ràtios a les quals cotitzen entitats comparables en el moment present. La convergència o divergència entre tots dos permet extreure conclusions més robustes sobre el valor intrínsec del banc que les que proporcionaria cap dels dos mètodes de manera aïllada.

5.1 Hipòtesis principals de la valoració

Les projeccions financeres del model cobreixen el període 2026-2028 i s'han construït a partir del consens de les estimacions de Barclays, BNP Paribas i RBC Capital Markets, calculat com la mediana de les tres estimacions per a cada partida. En tots els casos s'ha treballat amb el *Net Income Adjusted* reportat pels analistes, que elimina les partides extraordinàries i no recurrents per reflectir la capacitat de generació de beneficis recurrent del banc.

Taula 1. Mediana de les estimacions dels analistes pel Banc Sabadell.

Mediana d'Analistes				
Partida	2025A	2026P	2027P	2028P
Marge d'interessos	4837	3954,5	3832	3972,5
Marge brut	6284	5438	5359	5561
Despeses d'explotació	-3100	-2449,5	-2425	-2480
Resultat abans de provisions	3184	2941,5	2956,5	3066,5
Dotació per insolvències	-546	-536,5	-549,5	-563,5
Resultat net	1775	1948,5	1583,5	1634
Resultat net ajustat	1642	1462,5	1469,5	1520
Actius Ponderats per Risc (RWAs)	80455	69047,5	71532,5	74054,5
CET1 capital	10546	9114	9394	9685
CET1 ratio %	13,1%	13,1%	13,1%	13,0%

Font: Elaboració pròpia.

Observem a la Taula 1 un benefici net ajustat de 1.462,5 milions d'euros el 2026, 1.469,5 milions el 2027 i 1.520 milions el 2028. La caiguda respecte al 2025A (1.697 milions d'euros) s'explica per l'exclusió de TSB del perímetre consolidat a partir de 2026, de manera que les xifres no es poden comparar directament sense tenir en compte aquest efecte estructural. De manera anàloga, els actius ponderats per risc (RWA) es redueixen des dels 80.455 milions de 2025A fins a 69.047,5 milions el 2026, reflectint també la sortida de TSB, i reprenen posteriorment un creixement moderat fins als 74.054,5 milions el 2028, en línia amb les previsions d'expansió del crèdit de l'entitat.

Pel que fa als paràmetres de valoració centrals, que podem observar a la Taula 2, el K_e resultant del model CAPM és del 10,38%, calculat a partir d'un R_f de 3,292% (bo sobirà espanyol a deu anys a 31/12/2025) i un ERP per a Espanya del 5,78% (Damodaran, 2026), aplicant la beta ajustada del propi Banc Sabadell d'1,2255. Per reflectir la incertesa inherent a l'estimació d'aquesta variable, el model considera un rang de $\pm 0,25$ punts percentuals, és a dir, entre el 10,13% i el 10,63%.

Taula 2. Desglossament del K_e del DDM.

Components K_e	Valor (M€)
R_f	3,292%
ERP	5,78%
Beta	1,2255
K_e	10,38%
Rang K_e	10,13% - 10,63%

Font: Elaboració pròpia.

La g s'ha fixat en el 1,8%, obtinguda com la mitjana ponderada (50% cada paràmetre) entre el creixement real del PIB d'Espanya i la inflació esperada a llarg termini d'acord amb les projeccions del Fons Monetari Internacional (FMI, 2025a; FMI, 2025b). Les dades de l'FMI per als anys 2026-2030 situen el creixement real del PIB espanyol en l'1,6% i la inflació en el 2,0%. Aplicant la ponderació equitativa, la g resultant és del 1,8%¹⁰, valor que té sentit ja que la g d'una entitat madura no hauria de superar de manera indefinida el creixement nominal de l'economia on opera principalment, i que, normalment, sol tenir un valor entre el 0% i el 2% (Realp, 2009).

¹⁰ Anar a l'annex 2 per més detall del càlcul de la g .

Finalment, el ràtio CET1 real del Banc Sabadell a tancament de 2025 se situa en el 13,11% sobre uns RWA de 80.455 milions d'euros, la qual cosa implica un capital regulatori real de 10.546 milions d'euros enfront d'un capital objectiu del 13% de 10.459 milions, generant un excedent inicial de 87 milions d'euros. El nombre d'accions en circulació (descomptades les accions pròpies en tresoreria) és de 4.997,97 milions, d'acord amb l'informe de resultats del quart trimestre de 2025 del Banc Sabadell (Sabadell, 2025).

5.2 Resultats del model DDM

- **Fluxos distribuïbles del període de projecció**

Per a cada any del període de projecció, el flux distribuïble als accionistes (*Cash Flow to Shareholders*) es determina sumant al benefici net ajustat l'excés o dèficit de capital respecte al ràtio CET1 objectiu del 13% sobre els RWA. Quan el capital disponible supera el mínim exigít, l'excedent es considera distribuïble als accionistes, però quan en canvi és insuficient, cal retenir beneficis addicionals fins a assolir el nivell regulatori, reduint el flux distribuïble d'aquell exercici. Aquesta mecànica és el nucli operatiu del DDM aplicat a entitats financeres, ja que no tot el benefici generat pot ser distribuït lliurement. La regulació de capital actua com una restricció vinculant sobre la política de dividends.

Tal i com observem a la Taula A3.1 a l'annex 3, l'any 2026 presenta el flux distribuïble més elevat de tot el període de projecció, amb 2.945 milions d'euros. Aquest resultat no deriva únicament del benefici net ajustat de 1.462,5 milions, sinó que, tal com s'ha explicat anteriorment, incorpora un alliberament de capital regulatori de 1.483 milions d'euros generat per la sortida de TSB del balanç. En desaparèixer els RWA associats a TSB, el capital mínim exigít (calculat al 13% sobre els nous RWA de 69.047,5 milions) es redueix fins a 8.976 milions, per sota del capital disponible al principi de l'exercici (10.459 milions), i tot l'excedent resultant passa a ser distribuïble. Excloent aquest efecte puntual, el flux recurrent als accionistes cau als 1.147 milions el 2027 i als 1.192 milions el 2028. En aquests dos exercicis el creixement dels RWA (de 69.047,5 fins a 71.532,5 el 2027 i fins a 74.054,5 el 2028) obliga a retenir una part del benefici net ajustat per mantenir el CET1 en el nivell objectiu del 13%, reduint el flux efectivament distribuïble.

A banda dels fluxos del període de projecció explícit, el model incorpora l'excedent inicial de capital de 87 milions d'euros existent a 31/12/2025, que representa el diferencial entre el CET1 real del 13,11% i l'objectiu del 13%, i que és distribuïble de manera immediata sense que el banc hagi de comprometre la seva posició de solvència.

- **Valor Terminal**

El TV captura el valor de tots els fluxos que el banc generarà a partir del quart any de projecció fins a perpetuïtat. Es calcula aplicant la fórmula de Gordon-Shapiro (fórmula 2) sobre el flux normalitzat de l'any TV, que ascendeix a 1.374 milions d'euros. Aquest flux normalitzat es construeix projetant el benefici net ajustat de 2028 a la taxa g del 1,8% (resultant en 1.547 milions) i restant-hi la retenció de capital necessària per sostenir el creixement dels RWA a la mateixa taxa. Amb un K_e del 10,38% i una g del 1,8%, el TV resultant és de 16.023 milions d'euros, una xifra que representa el 72,2%¹¹ del valor total de l'equity value. Aquest pes elevat del TV és una característica estructural dels models DDM aplicats a bancs amb horitzons de projecció breus: la major part del valor es concentra en el creixement esperat a llarg termini i no en els fluxos explícitament modelitzats. Precisament per aquest motiu, petites variacions en el K_e o en la g poden tenir un impacte material sobre el resultat final, fet que justifica l'anàlisi de sensibilitat que es presenta a continuació. Veure Taula A3.1 a l'annex 3.

- **Resultat central**

La Taula 3 desglossa els components de l'EqV total obtingut en el cas central del model DDM:

Taula 3. Desglossament de l'EV del DDM.

Component	Valor (M€)	% s/total
Valor Actual Fluxos 2026–2028	4.724	27,2%
Valor Actual TV	12.519	72,3%
Excedent inicial CET1	87	0,5%
EqV total	17.329	100%

Font: Elaboració pròpia.

L'EqV central obtingut és de 17.329 milions d'euros, equivalent a 3,47 euros per acció. Aquesta xifra representa el valor fonamental intrínsec del Banc Sabadell a 31 de desembre de 2025, construït a partir dels fluxos de caixa distribuïbles esperats i actualitzats al cost dels fons propis.

- **Anàlisi de sensibilitat**

Atesa l'elevada sensibilitat del resultat als supòsits de K_e i g , s'ha elaborat una matriu de sensibilitat (observar Taula 4) que recull l'EqV del Banc Sabadell per a cinc nivells de K_e (entre el 9,88% i el 10,88%, en increments de 0,25 punts percentuals) i cinc nivells de g (entre l'1,6%

¹¹ Aquest percentatge s'ha obtingut dividint el Valor Present del TV (12.519 M€) i pel valor total de l'EqV (17.329 M€). El detall dels valors figura a la Taula A3.1 a l'annex 3.

i el 2,0%, en increments de 0,1 punts percentuals). El valor central ($K_e = 10,38\%$, $g = 1,8\%$) apareix destacat:

Taula 4. Anàlisi de sensibilitat de l'equity value (M€) en funció del K_e i la g .

$g \setminus K_e$	9,88%	10,13%	10,38%	10,63%	10,88%
2,0%	18.459	17.953	17.477	17.029	16.606
1,9%	18.368	17.871	17.402	16.961	16.544
1,8%	18.280	17.790	17.329	16.894	16.483
1,7%	18.194	17.712	17.258	16.829	16.424
1,6%	18.110	17.636	17.188	16.766	16.366

Font: Elaboració pròpia.

El rang de valoració DDM se situa entre 16.366 milions d'euros (escenari de K_e màxim del 10,88% i g mínima de l'1,6%) i 18.459 milions d'euros (escenari de K_e mínim del 9,88% i g màxima del 2,0%). El rang central, considerant únicament la variació del K_e en $\pm 0,25$ punts percentuals al voltant del cas base i mantenint $g = 1,8\%$, se situa entre 16.894 i 17.790 milions d'euros. Tota la matriu de sensibilitat mostra un interval de valoració coherent i sense discontinuïtats, cosa que reforça la robustesa del resultat central de 17.329 milions d'euros.

5.3 Resultats del mètode de múltiples comparables

La valoració per múltiples parteix dels múltiples de cotització observats a 31/12/2025 per al grup comparable format per CaixaBank, Bankinter i Unicaja, i els aplica als indicadors financers del Banc Sabadell a la mateixa data. La Taula 5 recull els múltiples individuals de cada comparable, els múltiples del propi Banc Sabadell, i els estadístics del grup (mediana, primer i tercer quartil) que es fan servir per construir el rang de valoració:

Taula 5. Múltiples de cotització a 31/12/2025.

Múltiple	Bankinter	CaixaBank	Unicaja	Sabadell	Mediana	Q1 – Q3
P/BV	2,05x	1,91x	1,12x	1,19x	1,55x	1,14x – 2,01x
P/TBV	2,17x	2,20x	1,15x	1,46x	1,81x	1,23x – 2,19x
P/E	12,75x	12,96x	11,31x	9,26x	12,03x	9,47x – 12,91x

Fonts Capital IQ i elaboració pròpia (Unicaja).

Els múltiples del Banc Sabadell (P/BV d'1,19x, P/TBV d'1,46x i P/E de 9,26x) s'inclouen al grup comparable i, per tant, entren en el càlcul del Q1 i el Q3 que delimiten el rang de valoració. La seva inclusió és rellevant perquè permet observar que els múltiples del Sabadell se situen per sota de la mediana del grup en tots tres casos, cosa que és consistent amb l'existència d'un descompte de valoració de mercat sobre l'entitat en el moment de la valoració. El mètode de múltiples precisament intenta capturar el valor que li correspondria al Banc Sabadell si cotitzés en línia amb la mediana del grup comparable, en lloc de fer-ho amb el descompte que el mercat li aplica.

A la Taula 6 observem s'aplica la mediana i primer i tercer quartil de cada múltiple als indicadors financers del Banc Sabadell a 31/12/2025 (Sabadell, 2025), en aquest cas un benefici net 2025A de 1.775 milions d'euros, un *Book Value* de 14.081 milions i un *Tangible Book Value* de 11.988 milions.

Taula 6. Valoració resultant per múltiple (M€) del Banc Sabadell a 31/12/2025.

Múltiple	Base Sabadell	EqV central	EqV Q1	EqV Q3
P/BV	14.081 M€ (BV)	21.847	16.017	28.352
P/TBV	11.988 M€ (TBV)	21.732	14.691	26.289
P/E	1.775 M€ (BN 2025A)	21.356	16.807	22.920

Font: Elaboració pròpia.

El múltiple P/BV, la mediana d'1,55x sobre un BV de 14.081 milions situa la valoració central en 21.847 milions d'euros, amb un rang que oscil·la entre 16.017 i 28.352 milions. Pel que fa el P/TBV, amb una mediana d'1,81x aplicada a un TBV de 11.988 milions, dona lloc a un valor central de 21.732 milions d'euros, amb un interval comprès entre 14.691 i 26.289 milions. Finalment, el múltiple P/E, amb una mediana de 12,03x aplicada a un benefici net de 1.775 milions d'euros, implica un EqV central de 21.356 milions d'euros, dins d'un rang interquartílic d'entre 16.807 i 22.920 milions.

Els tres mètodes relatius convergeixen en valors centrals molt propers entre si, en un interval d'entre 21.356 i 21.847 milions d'euros, que representa una prima d'entre el 23,2% i el 26,1% respecte al valor central del DDM (17.329 milions). Aquesta prima té l'explicació en que els múltiples de mercat reflecteixen les expectatives dels inversors sobre el conjunt del sector en el moment de la valoració, que en l'entorn de finals de 2025 (tipus d'interès encara elevats, rendibilitats bancàries en màxims des de la crisi) tendien a incorporar un optimisme sobre la

generació de beneficis futura, cosa que el DDM, basat en el consens d'analistes després de l'exclusió de TSB, recull de manera més conservadora.

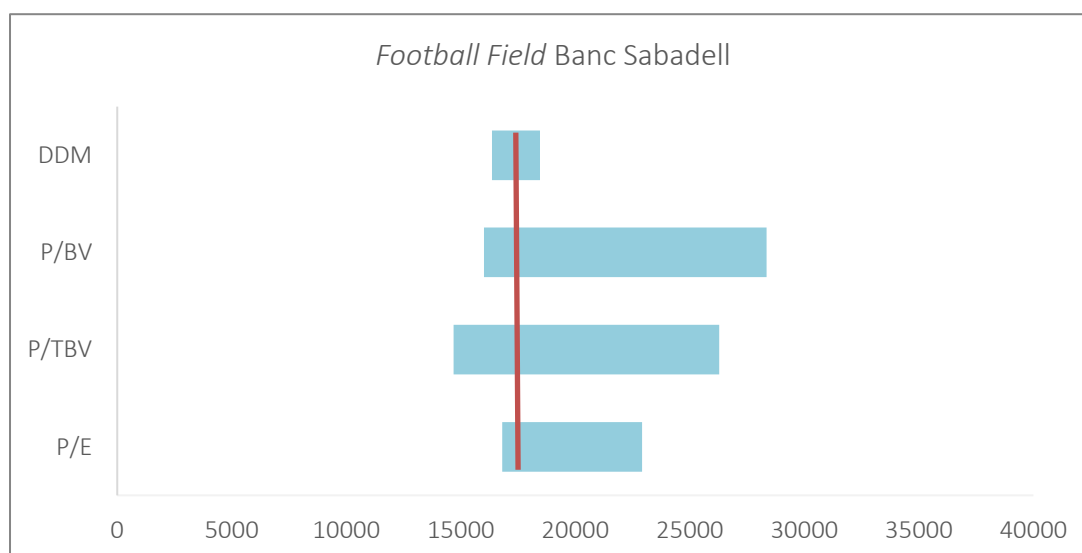
- **Validació creuada: el Football Field**

El gràfic 2 (*Football Field*) sintetitza visualment els rangs de valoració de cadascun dels quatre mètodes aplicats, permetent comparar de manera directa l'amplitud i la posició de cada interval.

La conclusió principal que s'extreu és que l'EqV central (línia vermella) del DDM (17.329 milions d'euros) cau dins del rang interquartílic dels tres mètodes de múltiples. Concretament, els límits del rang DDM (de 16.366 a 18.459 milions en l'escenari de sensibilitat complet) queden compresos dins dels rangs del P/BV (16.017-28.352 M€), del P/TBV (14.691-26.289 M€) i del P/E (16.807-22.920 M€), amb una clara superposició en tots tres casos.

Aquesta convergència és metodològicament rellevant, ja que el DDM i els múltiples parteixen de lògiques de valoració completament diferents. El primer basat en els fluxos futurs actualitzats i els segons en ràtios de cotització de mercat dels comparables, però arriben a resultats que es reforcen mútuament.

El *Football Field* permet constatar, per tant, que el valor central obtingut del DDM de 17.329 milions no és un resultat aïllat, sinó que es troba sòlidament recolzat per l'evidència de mercat que proporcionen els múltiples comparables. Alhora, el fet que els valors centrals dels tres mètodes de múltiples (entre 21.356 i 21.847 milions) se situïn sistemàticament per sobre del central del DDM suggereix que el mercat, a finals de 2025, atribuïa al Banc Sabadell un potencial de generació de valor que anava més enllà del que recull el consens d'analistes sobre el qual s'ha construït el model intrínsec.



(Gràfic 2. *Football Field* de la valoració del Banc Sabadell a 31/12/2025. Elaboració pròpia.)

5.4 Comparació amb el preu ofert per BBVA i avaluació de la decisió dels accionistes

5.4.1 Justificació de la data de valoració

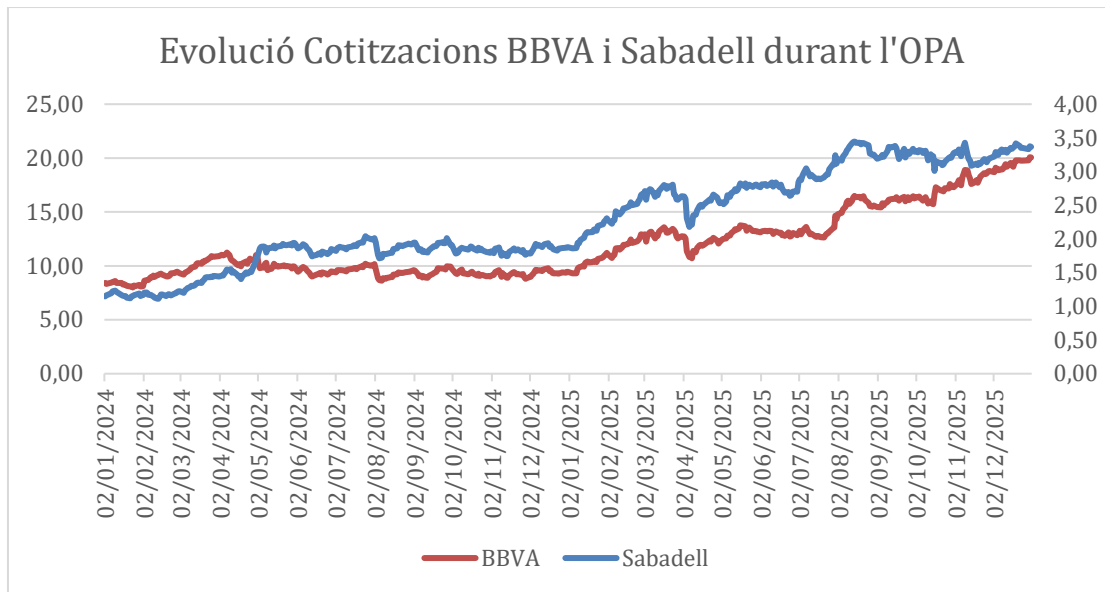
Abans de comparar els resultats obtinguts amb les ofertes formulades per BBVA, cal justificar la data de valoració escollida. La valoració es realitza a 31 de desembre de 2025, és a dir, amb posterioritat al fracàs de l'OPA el 16 d'octubre de 2025. Aquesta elecció ha sigut així ja que es tracta de la data de tancament de l'exercici fiscal més recent disponible en el moment d'elaboració d'aquest treball, i permet construir una valoració fonamentada en les dades financeres auditades més actuals del Banc Sabadell, incloent-hi l'impacte real de la venda de TSB, els resultats del conjunt de l'exercici 2025 i les previsions més actualitzades dels diferents analistes financers.

L'objectiu no és, per tant, valorar el Banc Sabadell en el moment exacte de cada oferta, sinó respondre, des d'una perspectiva retrospectiva amb la informació disponible actualment, a la pregunta d'investigació d'aquest TFG: el preu que va oferir el BBVA reflectia el valor raonable de l'entitat? Aquesta perspectiva és la més adequada per avaluar la decisió dels accionistes, ja que permet contrastar les ofertes rebudes amb una valoració independent i actualitzada, en lloc de fer-ho amb les estimacions provisionals que es podien fer durant el procés de l'OPA.

5.4.2 Evolució borsària durant el període de l'OPA

Per contextualitzar adequadament la comparació, és útil entendre com van evolucionar les cotitzacions de les dues entitats durant el període de l'OPA, ja que l'oferta del BBVA consistia principalment en accions i el seu valor implícit variava en funció del preu de mercat del BBVA en cada moment.

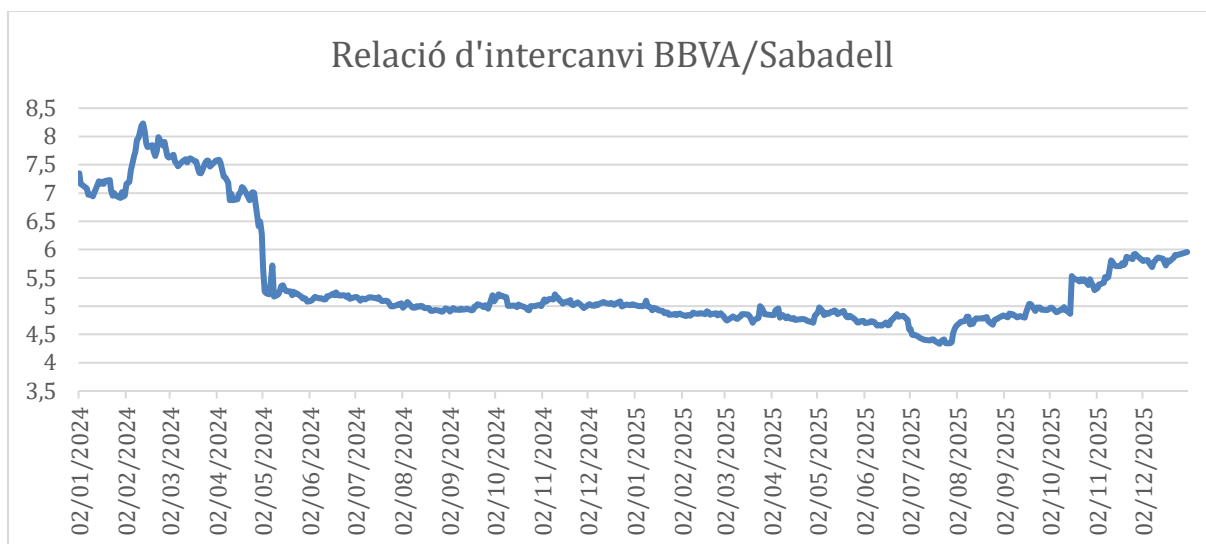
El gràfic 3 mostra l'evolució de la cotització del Banc Sabadell i del BBVA entre gener de 2024 i desembre de 2025. Tots dos bancs van experimentar una revalorització molt significativa al llarg del període, impulsada per l'entorn de tipus d'interès elevats i per la millora generalitzada de la rendibilitat del sector bancari espanyol. Aquesta evolució és rellevant perquè explica per què el valor implícit de l'oferta de BBVA va augmentar de manera tan considerable entre el llançament inicial i la millora de setembre de 2025, en part degut a una millora dels termes de l'intercanvi de manera substantiva, però principalment perquè la cotització del propi BBVA havia augmentat significativament.



(Gràfic 3. Evolució de les cotitzacions del BBVA i del Banc Sabadell durant el període de l'OPA. Elaboració pròpia amb dades d'Investing.com)

El gràfic 4 recull la relació d'intercanvi implícita entre les dues accions al llarg de tot el període. Malgrat les fluctuacions del mercat, aquesta relació es va mantenir notablement estable durant la major part de l'OPA, oscil·lant prop de les 5 accions de Sabadell per cada acció de BBVA. Aquesta estabilitat reflecteix que el mercat va incorporar de manera consistent els termes de l'OPA en el preu de les dues accions, de manera que la cotització del Sabadell va tendir a moure's en paral·lel a la del BBVA, seguint el valor implícit de l'oferta. El pic proper a les 8 accions de Sabadell per cada acció de BBVA al febrer de 2024 correspon al període anterior al llançament formal de l'OPA, quan la relació entre les dues cotitzacions responia exclusivament als fonamentals de cada entitat de manera independent, sense la distorsió de l'arbitratge de l'OPA.

Observem també com la relació s'incrementa un cop finalitzada l'OPA, fet que ens deixa entreveure que la relació natural entre les dues accions és més elevada de la que van tenir durant la OPA. Entenent aquest concepte, podríem dir que, basant-nos estrictament en la relació d'intercanvi, el BBVA ja estava oferint una relació favorable als accionistes del Sabadell, ja que intercanviant menys accions del Sabadell durant la OPA, podies adquirir una del BBVA.



(Gràfic 4. Relació d'intercanvi BBVA/Sabadell durant el període de l'OPA. Elaboració pròpia amb dades d'Investing.com)

5.4.3 Comparació de les ofertes del BBVA amb la valoració fonamental

Al llarg del procés, el BBVA va formular dues ofertes diferenciades. Per fer-les comparables amb la valoració obtinguda en aquest TFG, degut a que el nombre d'accions en circulació va variar durant la OPA, s'expressen totes les xifres en termes d'EqV total del Banc Sabadell, tal com recull la Taula 7:

Taula 7. Comparativa entre ofertes del BBVA i la valoració fonamental del Banc Sabadell.

	EqV (M€)	Diferencial vs. DDM
Oferta inicial BBVA (maig 2024)	12.200	-29,6%
Oferta millorada BBVA (setembre 2025)	19.500	+12,5%
DDM central (31/12/2025)	17.329	–

Font: Elaboració pròpia.

L'oferta inicial de 12.200 milions d'euros quedava molt per sota del valor fonamental obtingut pel DDM (17.329 milions), amb un diferencial negatiu del 29,6%. Des d'aquesta perspectiva, la decisió del Consell d'Administració del Banc Sabadell de rebutjar l'oferta inicial i recomanar als accionistes que no hi acudissin era plenament racional i estava fonamentada. El preu ofert per BBVA en el moment del llançament de l'OPA no reflectia el valor intrínsec de l'entitat.

La situació canvia de manera substantiva amb l'oferta millorada de setembre de 2025. Amb un EqV implícit de 19.500 milions d'euros, l'oferta millorada superava el valor central del DDM en aproximadament un 12,5%. Aquesta és el fet més rellevant des del punt de vista de la valoració fonamental, ja que si el valor intrínsec del Banc Sabadell és de 17.329 milions d'euros i BBVA ofería 19.500 milions, l'oferta final compensava els accionistes per sobre del valor fonamental de l'entitat.

Cal matisar que la comparació no és perfectament simètrica en el temps. La valoració del DDM és a 31/12/2025 i l'oferta millorada es va formular el setembre de 2025, tres mesos abans. En qualsevol cas, el sentit de la conclusió no varia, ja que les dades del quart trimestre de 2025 no alteren de manera significativa el valor fonamental del banc.

5.4.4 Avaluació de la decisió dels accionistes

Integrant totes les evidències anteriors, és possible formular una resposta a la pregunta d'investigació d'aquest treball.

Pel que fa a l'oferta inicial de 12.200 milions, la conclusió és clara. El fet que els accionistes la rebutgessin va ser la decisió correcta, ja que BBVA ofería un preu un 29,6% inferior al valor fonamental de l'entitat calculat en aquest treball, de manera que acceptar aquella oferta hauria implicat vendre les accions per un preu que no compensava el valor intrínsec del banc.

Pel que fa a l'oferta millorada de 19.500 milions, la valoració fonamental porta a una conclusió diferent, atès que l'oferta final del BBVA superava el valor central del DDM, i per tant, des d'una perspectiva estrictament fonamental, els accionistes haurien hagut d'acceptar-la. BBVA ofería 2.170 milions d'euros per sobre del valor intrínsec calculat, cosa que representa una prima del 12,5% sobre el valor fonamental de l'entitat. En aquest sentit, el 74,67% d'accionistes que van rebutjar l'oferta final van deixar sobre la taula una prima significativa respecte al valor que, d'acord amb els resultats d'aquest treball, el banc és capaç de generar per si sol.

Ara bé, és important reconèixer les limitacions que incorpora aquesta anàlisi retrospectiva. En primer lloc, el DDM és conservador per construcció, on les projeccions dels analistes es van elaborar un cop Sabadell ja havia anunciat la venda de TSB i, per tant, reflecteixen un banc de perímetre més reduït, sense la contribució de la filial britànica al benefici ni als RWA. Això implica que tant els beneficis de l'entitat parteixen d'una base més modesta que la que tindria el Banc Sabadell mantenint TSB al seu balanç, la qual cosa tendeix a subestimar el valor intrínsec del banc respecte a un escenari sense la desinversió. Un model amb supòsits lleugerament menys conservadors hauria pogut situar el valor central per sobre dels 19.500 milions oferts, i la conclusió hauria estat diferent.

En segon lloc, cal tenir present que els accionistes que van rebutjar l'oferta ho van fer en un context d'incertesa significativa. No disposaven de les dades de tancament de l'exercici 2025, no podien saber amb certesa com evolucionaria el benefici recurrent del banc sense TSB, i el dividend extraordinari de 2.500 milions anunciat per la venda de TSB era una perspectiva futura. Prenent la decisió en aquell context informatiu, el rebuig tenia arguments propis que en el moment de la decisió no podien ser descartats.

En tot cas, i a partir dels resultats obtinguts en aquest TFG, la resposta a la pregunta d'investigació seria que mentre que el rebuig de l'oferta inicial estava plenament justificat per la valoració fonamental, el rebuig de l'oferta millorada de 19.500 milions no troba suport en els resultats del DDM. L'oferta final de BBVA superava el valor intrínsec del Banc Sabadell calculat a 31 de desembre de 2025, i des d'un punt de vista estrictament financer, hauria d'haver estat acceptada.

6. Conclusions

Tal i com s'ha anat explicant al llarg del TFG, l'objectiu principal era esbrinar si els accionistes del Banc Sabadell van prendre la decisió correcta en rebutjar l'OPA hostil formulada pel BBVA. Per respondre aquest objectiu, s'ha construït una valoració independent (pròpia) del Banc Sabadell a 31 de desembre de 2025, combinant el *Dividend Discount Model* (DDM) amb una validació per múltiples comparables de mercat, obtenint un valor intrínsec central del Banc Sabadell de 17.329 milions d'euros.

La comparació d'aquest valor amb les dues ofertes del BBVA permet formular una resposta diferenciada en funció del moment de l'OPA. L'oferta inicial de 12.200 milions de maig de 2024 representava un descompte del 29,6% respecte al valor fonamental obtingut, cosa que fa que el rebuig d'aquella oferta inicial fos, des d'un punt de vista estrictament financer, una decisió correcta i ben fonamentada. L'oferta millorada de setembre de 2025, en canvi, valorava el Banc Sabadell en 19.500 milions d'euros, una xifra que superava el valor intrínsec de 17.329 milions d'euros en un 12,5%. La conclusió financera és, per tant, que l'oferta final del BBVA compensava els accionistes per sobre del valor fonamental del banc i que, des d'aquesta perspectiva, hauria d'haver estat acceptada.

Ara bé, la resposta financera, tot i ser clara, presenta limitacions i no explica completament el resultat de l'operació. El fracàs d'una OPA hostil rarament respon a una sola variable, i aquest cas no és una excepció. Durant els divuit mesos que va durar el procés, els accionistes del Banc Sabadell van ser sotmesos a una pressió d'informació intensa de part de diferents actors com ara el Consell d'Administració del propi banc, el Govern espanyol, la Generalitat de Catalunya, sindicats i analistes independents van emetre repetidament missatges recomanant el rebuig de l'oferta i argumentant que el banc valia més com a entitat independent. Aquest fenomen és intrínsec a les OPAs hostils, ja que l'empresa objectiu sempre defensarà que l'oferta no és suficient, independentment del seu valor real, perquè els seus gestors tenen incentius propis per preservar la independència de l'entitat. En aquest context, és raonable pensar que una part dels accionistes que van rebutjar l'oferta final ho van fer influenciats per aquesta narrativa, i no necessàriament perquè haguessin calculat que 19.500 milions eren insuficients.

El Banc Sabadell és una entitat amb més de 140 anys d'història, amb una base d'accionistes molt vinculada al teixit empresarial català i amb un fort component de fidelitat institucional. Per a molts accionistes individuals i inversors institucionals amb arrels a Catalunya, la pregunta no era únicament si 19.500 milions eren suficients, sinó si confiaven en un banc de nova creació fruit d'una fusió hostil, quina relació mantindrien amb una entitat de dimensions

molt superiors, i quin futur tindria la marca Sabadell en un grup dominat per BBVA. Aquests elements, difícilment quantificables però molt reals en la presa de decisions col·lectives, van tenir un pes indiscutible en el resultat final de l'OPA.

La conclusió principal d'aquest TFG és, doncs, doble. Des del punt de vista de la valoració fonamental, l'oferta final de BBVA era financerament justa per als accionistes del Banc Sabadell i hauria d'haver estat acceptada. Des d'un punt de vista més ampli, el resultat de l'OPA posa de manifest que en les decisions col·lectives dels accionistes, especialment en contextos d'OPA hostil, la racionalitat financera coexisteix amb factors de confiança, identitat i pressió informativa que poden ser determinants en el desenllaç final, i que una anàlisi purament financera, per rigorosa que sigui, no captura en la seva totalitat.

Més enllà de les conclusions específiques sobre el cas BBVA-Sabadell, aquest treball il·lustra la utilitat que té la valoració fonamental independent en el context d'una OPA. Per a un directiu financer o un inversor institucional que s'enfronti a una oferta d'adquisició, disposar d'una metodologia estructurada combinant el DDM amb la validació per múltiples comparables, permet objectivar una decisió que, en absència d'una referència de valor pròpia, quedaria excessivament condicionada per la narrativa de les parts interessades. En aquest sentit, el marc metodològic aplicat en aquest TFG és directament extrapolable a qualsevol situació en què calgui avaluar si el preu ofert en una operació corporativa reflecteix el valor fonamental d'una entitat. Des de la perspectiva de l'empresa objectiu, serviria per valorar si l'oferta és suficient, des de la perspectiva de l'adquirent, per determinar el preu màxim que es pot pagar sense destruir valor, i des de la perspectiva d'un inversor, per decidir si acceptar o mantenir la seva posició. La capacitat d'emetre un judici financer independent, basat en hipòtesis explícites i contrastables, és precisament el valor afegit que aporten tècniques com les aplicades en aquest treball.

Finalment, aquest TFG obre diverses línies d'investigació que podrien aprofundir en les qüestions que han quedat fora del seu abast. En primer lloc, seria d'interès analitzar quin impacte real ha tingut la venda de TSB sobre el valor fonamental del Banc Sabadell, ja que si el model DDM s'hagués construït sobre un perímetre que inclogués TSB, el valor central hauria estat superior, i la conclusió sobre l'oferta millorada podria haver canviat. Quantificar aquest diferencial permetria avaluar si la decisió de vendre TSB com a mesura defensiva va afavorir o perjudicar els accionistes del banc a llarg termini. En segon lloc, els factors no financers que van influir en el rebuig de l'oferta, com ara la confiança dels accionistes en el projecte independent, el pes de la identitat corporativa o l'efecte de la pressió informativa del Consell d'Administració, constitueixen un camp d'estudi per si mateixos. En tercer lloc, seria valuós contrastar si existeixen patrons comuns en el rebuig d'OPAs hostils en el sector bancari

europeu, si altres operacions similars han seguit una dinàmica paral·lela, amb ofertes inicialment infravalorades, millores substancials i rebuig final malgrat superar el valor fonamental, això suggeriria que el fenomen observat en el cas BBVA-Sabadell no és idiosincràtic, sinó una característica estructural d'aquest tipus d'operacions.

7. Referències bibliogràfiques

Alcover, S. (Ed.). (2009). Metodologia del descompte de fluxos de caixa (DCF). Aplicació a una empresa de distribució minorista. *Revista de Comptabilitat i Direcció*, 8. Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció.

Alvarez & Marsal. (2025). *The Pulse of Spanish Banking Sector*. Recuperat de <https://www.alvarezandmarsal.com/thought-leadership/the-spanish-banking-pulse-q4-2025>

Amat, O. (2025, 22 d'octubre). Lliçons del cas BBVA-Sabadell: estratègies perquè una OPA tingui èxit. *Via Empresa*. https://www.viaempresa.cat/empresa/lecciones-bbva-sabadell-estrategies-opa-exit_2221011_102.html

Asociación Española de Banca. (2025). *Memoria AEB 2024: Actividad y resultados de los bancos de la AEB en 2024*. Recuperat de <https://s1.aebanca.es/wp-content/uploads/2025/04/memoria-aeb-2024.pdf>

ASUFIN (2022). Mapa concentración bancaria en España (1990 – 2022) – De 109 a 8 entidades. Recuperat de <https://www.asufin.com/wp-content/uploads/2022/09/concentracion-bancaria.pdf>

Bailey, K. (2025, 30 de gener). Bank valuation: Why traditional methods don't work (and what does). *Corporate Finance Institute*. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/how-bank-valuation-works/>

Banco de España. (2025). *Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2025*. Recuperat de <https://www.bde.es/wbe/es/publicaciones/estabilidad-financiera-politica-macroprudencial/informe-estabilidad-financiera/informe-de-estabilidad-financiera-primavera-2025.html>

Bank for International Settlements. (2023). *Resumen de las reformas de Basilea III*. Recuperat de https://www.bis.org/bcbs/publ/d424_es.pdf

BBVA. (2024). *Form 425: Frequently asked questions on the offer to Banc Sabadell shareholders*. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0000842180/000119312524241398/d840523d425.htm>

BBVA. (2025a). *Oferta a los accionistas de Banco Sabadell: presentación 5 de septiembre de 2025*. BBVA Accionistas e Inversores. https://accionistaseinversores.bbva.com/wp-content/uploads/2025/09/20250905-Presentacion-OPA-SAB_esp.pdf

BBVA. (2025b). BBVA increases offer to Banc Sabadell shareholders by 10% and improves the tax treatment of the transaction. *BBVA Newsroom*. <https://www.bbva.com/en/bbva-offer-sabadell/bbva-increases-offer-to-banco-sabadell-shareholders-by-10-and-improves-the-tax-treatment-of-the-transaction/>

Blume, M. E. (1975). Betas and their regression tendencies. *The Journal of Finance*, 30(3), 785–795. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1975.tb01850.x>

Boletín Oficial del Estado. (2007). *Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores* (BOE-A-2007-14483). <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-14483>

Bolinches, G. (2025, 16 d'octubre). Cronología de una OPA fracasada: la historia del intento frustrado de BBVA por hacerse con Sabadell. *El Diario*. https://www.eldiario.es/economia/cronologia-opa-fracasada-historia-frustrado-bbva-hacerse-sabadell_1_12686810.html

Cai, Y., i Shefrin, H. (2021). Risk and the Market's Reaction to M&A Announcements. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(7), 334. <https://doi.org/10.3390/jrfm14070334>

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2024). *Ofertas públicas de adquisición: qué son y cómo actuar*. Recuperat de https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/FOLLETO_OPA.PDF

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2025, 5 de setembre). *Luz verde a la OPA de BBVA sobre Sabadell, que durará 30 días* [Comunicat de premsa, recollit a Segre]. https://www.segre.com/es/economia/250905/luz-verde-opa-bbva-sobre-sabadell-durara-30-dias_942146.html

Contreras, E. (2025, 9 d'agost). La disyuntiva de BBVA: ¿renta más la opa sin sinergias por fusión o recomprar acciones? *El Economista*. <https://www.eleconomista.es/banca-finanzas/noticias/13498499/08/25/la-disyuntiva-de-bbva-renta-mas-la-opa-sin-sinergias-por-fusion-o-recomprar-acciones.html>

Damodaran, A. (1999). *Estimating risk parameters*. Stern School of Business, New York University. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/beta.pdf>

Damodaran, A. (2003). *Measuring company exposure to country risk: Theory and practice*. Stern School of Business, New York University. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/CountryRisk.pdf>

Damodaran, A. (2008). *What is the riskfree rate? A search for the basic building block*. Stern School of Business, New York University. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/riskfreerate.pdf>

Damodaran, A. (2009). *Valuing financial service firms*. Stern School of Business, New York University. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/finfirm09.pdf>

Damodaran, A. (2026, gener). *Country default spreads and risk premiums*. Stern School of Business, New York University. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

De las Heras, I. (2024, 28 d'octubre). España se consolida como el gran país del euro con más concentración bancaria. *La Vanguardia*. <https://www.lavanguardia.com/economia/20241028/10055231/espana-consolida-gran-pais-euro-mas-concentracion-bancaria.html>

Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. IESE Business School, Universidad de Navarra. <https://www.iese.edu/es/wp-content/uploads/sites/2/2021/11/Metodos-valoracion-empresas-Pablo-Fernandez-IESE-DI-0771.pdf>

Fernández, P. (2011). *WACC: Definición, interpretaciones equivocadas y errores*. IESE Business School, Universidad de Navarra. <https://www.iese.edu/media/research/pdfs/DI-0914.pdf>

Funcas. (2025). Tipos de interés: perspectivas a medio plazo para la política del BCE. *Funcas*. <https://www.funcas.es/articulos/tipos-de-interes-perspectivas-a-medio-plazo-para-la-politica-del-bce/>

Hamada, R. S. (1972). The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks. *The Journal of Finance*, 27(2), 435–452. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1972.tb00971.x>

International Monetary Fund. (2025a, diciembre). *Inflation rate, average consumer prices: Spain*. IMF Data Mapper. <https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/ESP>

International Monetary Fund. (2025b, desembre). *Real GDP growth: Spain*. IMF Data Mapper. https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/ESP

Jensen, M. C., i Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1–4), 5–50. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90004-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90004-1)

Lagarde, C. (2023). *Informe anual sobre les activitats de supervisió del BCE, 2023*. Banc Central Europeu. <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/other-publications/annual-report/html/ssm.ar2023~2def923d71.es.html>

Massari, M., Gianfrate, G., i Zanetti, L. (2014). *The valuation of financial companies: Tools and techniques to measure the value of banks, insurance companies, and other financial institutions*. John Wiley & Sons.

Maudos, J. (2016). La concentración regional del mercado bancario español. *Cuadernos de Información Económica*, 251. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/251art07.pdf

Mora, V. (2025, 22 de setembre). BBVA mejora su oferta por Sabadell: las nuevas claves de la opa. *Bolsamania*. <https://www.bolsamania.com/noticias/mercados/bbva-mejora-oferta-sabadell-nuevas-claves-opa--20925526.html>

Prieto, A. (2025, 8 de setembre). L'OPA «ofensiva» del BBVA queda en mans dels accionistes del Sabadell. *El Mon*. <https://elmon.cat/moneconomia/es/empresas/lopa-ofensiva-del-bbva-queda-en-manos-de-los-accionistas-del-sabadell-108798/>

Realp, J. M. (Ed.). (2009). El mètode del descompte de fluxos de caixa i la determinació del valor de l'empresa. *Revista de Comptabilitat i Direcció*, 9. Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció. https://accid.org/wp-content/uploads/2020/08/ilovepdfcom_split_8_pp_191-206.pdf

Rivero, D. (2024). BBVA-Sabadell: les implicacions de la concentració bancària per a la competència i el benestar. *Agenda Pública*. <https://agendapublica.es/noticia/19528/bbva-sabadell-implicacions-concentracion-bancaria-competencia-bienestar>

Sabadell. (2026, 6 de febrer). *Presentación Resultados 2025: Sólido impulso comercial y foco en retribución al accionista (PDF)*. Grup Banc Sabadell. <https://www.grupbancsabadell.com/corp/es/accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera.html>

Sabadell. (2025). *Principales magnitudes 2025: Datos financieros 4T 2025*. Grup Banc Sabadell. <https://www.grupbancsabadell.com/corp/es/accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera.html>

Salonen, A. (2023). Three approaches to apply CAPM. *PwC Valuations Blog*. <https://www.pwc.fi/en/services/deals/valuations/blog-three-approaches-to-apply-capm.html>

3Cat. (2024, 9 de maig). El BBVA llança una opa hostil per absorbir el Banc Sabadell. *3Cat Notícies*. <https://www.3cat.cat/324/elbbva-anuncia-una-opa-per-absorbir-el-bancsabadell/noticia/3291698/>

Tortajada, M. (2025, 18 d'octubre). Fracaso de la OPA de BBVA sobre Sabadell: por qué el mercado premia al banco vasco y qué puede pasar ahora. *Tiempo de Inversión*. <https://tiempodeinversion.com/analisis/fracaso-de-la-opa-de-bbva-sobre-sabadell-por-que-el-mercado-premia-al-banco-vasco-y-que-puede-pasar-ahora/>

Troiano, M. (2025). La OPA fallida de BBVA sobre Sabadell: el sector bancario español ya tuvo un proceso de consolidación en la última década. *Consenso del Mercado*. <https://consensodelmercado.com/es/gestores/la-opa-fallida-del-bbva-sobre-el-sabadell-el-sector-bancario-espanol-ya-ha-vivido-un-proceso-de-consolidacion-significativo-en-la-ultima-decada>

Tudares, A. (2025, 17 d'octubre). La opa que no fue: cómo el Banc Sabadell resistió al gigante BBVA tras 17 meses de pulso financiero. *Mundiario*. <https://www.mundiario.com/articulo/economia/opa-que-fue-como-banco-sabadell-resistio-gigante-bbva-17-meses-pulso-financiero/20251017101450359547.html>

Unicaja. (2025). *Informes Financieros: Cuarto Trimestre 2025*. Unicaja Banco. <https://www.unicajabanco.com/es/inversores-y-accionistas/informacion-economico-financiera/informes-financieros>

Zanetti, L., Difonzo, C., Gianfrate, G., i Massari, M. (2018). Bank valuation using multiples in US and Europe: An historical perspective. *Fondazione OIV*. <https://www.fondazioneoiv.it/wp-content/uploads/2018/06/bank-valuation-using-multiples-in-us-and-europe.pdf>

Zuñiga (2019). Oferta pública de adquisición (OPA): ¿qué es y cómo impacta en las acciones? <https://www.ig.com/es/estrategias-de-trading/oferta-publica-de-adquisicion--opa----que-es-y-como-impacta-en-l-190308>

Alberto Page Gallart

Valoració del Banc Sabadell en el context de l'OPA del BBVA

TREBALL DE FI DE GRAU

ANNEXOS

Àrea temàtica: Valoració d'Actius Financers

Doble grau ADE + FIC



FACULTAT D'ECONOMIA i EMPRESA
Universitat Rovira i Virgili

Reus
Curs 2025-26

ÍNDEX

Annexos	3
Annex 1. Informes d'analistes.....	3
Taula A1.1 Mediana de les estimacions de Barclays, BNP i RBC.....	3
Annex 2. Taxa g.....	4
Taula A2.1 Càlcul de la taxa g.	4
Annex 3. DDM.....	5
Taula A3.1 Model DDM.	5

Annexos

Annex 1. Informes d'analistes

Taula A1.1 Mediana de les estimacions de Barclays, BNP i RBC.

Barclays				
Partida	2025A	2026P	2027P	2028P
Marge d'interessos	4837	4241	3778	3932
Marge brut	6284	5712	5298	5514
Despeses d'explotació	-3100	-2774	-2445	-2562
Resultat abans de provisions	3184	2938	2853	2952
Dotació per insolvències	-481	-477	-464	-484
Resultat net	1775	1989	1527	1577
Resultat net ajustat	1655	1460	1378	1427
Actius Ponderats per Risc (RWAs)	80455	69270	71695	74204
CET1 capital	10546	9113	9467	9791
CET1 ratio %	13,1%	13,2%	13,2%	13,2%

BNP				
Partida	2025A	2026P	2027P	2028P
Marge d'interessos	4837	3994	3865	3977
Marge brut	6284	5460	5391	5572
Despeses d'explotació	-3100	-2515	-2406	-2516
Resultat abans de provisions	3184	2945	2985	3056
Dotació per insolvències	-546	-533	-540	-577
Resultat net	1775	1908	1596	1612
Resultat net ajustat	1629	1465	1483	1499
Actius Ponderats per Risc (RWAs)	80455	66696	68432	71506
CET1 capital	10546	8664	8920	9219
CET1 ratio %	13,1%	13,0%	13,0%	12,9%

RBC				
Partida	2025A	2026P	2027P	2028P
Marge d'interessos	4837	3915	3911	4096
Marge brut	6284	5416	5413	5664
Despeses d'explotació	-3100	-2384	-2444	-2444
Resultat abans de provisions	3184	3033	3029	3223
Dotació per insolvències	-546	-543	-565	-550
Resultat net	1775	2023	1667	1785
Resultat net ajustat	1807	1638	1667	1785
Actius Ponderats per Risc (RWAs)	80455	68825	71370	73905
CET1 capital	10546	9115	9321	9579
CET1 ratio %	13,1%	13,2%	13,1%	13,0%

Font: Elaboració pròpia amb dades de Refinitiv.

Annex 2. Taxa g

Taula A2.1 Càlcul de la taxa g.

%PIB	50%
%Inflació	50%
Taxa g	1,8%

País	Creixement Real del PIB (Percentatge anual de variació)			
	2025	2026	2027	2028
Espanya	2,9%	2,0%	1,7%	1,6%

©IMF, 2025

País	Inflació esperada, mitjana preus consumidors (Percentatge anual de variació)			
	2025	2026	2027	2028
Espanya	2,4%	2,0%	2,5%	2,0%

©IMF, 2025

Font: Elaboració pròpia amb dades del IMF.

Annex 3. DDM

Taula A3.1 Model DDM.

Pla de negoci					
M€	2025A	2026P	2027P	2028P	TV
Marge d'interessos	4837,0	3954,5	3832,0	3972,5	4044,0
Marge brut	6284,0	5438,0	5359,0	5561,0	5661,1
Despeses d'explotació	-3100,0	-2449,5	-2425,0	-2480,0	-2524,6
Resultat abans de provisions	3184,0	2941,5	2956,5	3066,5	3121,7
Dotació per insolvències	-546,0	-536,5	-549,5	-563,5	-573,6
Resultat net	1775,0	1948,5	1583,5	1634,0	1663,4
Resultat net ajustat	1642,0	1462,5	1469,5	1520,0	1547,4
Excés/dèficit de capital	87	1.483	(323)	(328)	(173)
Flux distribuïble als accionistes	1.729	2.945	1.146	1.192	1.374
TV					16.023
Període parcial		1,00	1,00	1,00	1,00
Període mitjà		0,50	1,50	2,50	2,50
Factor de descompte		0,95	0,86	0,78	0,78
Valor present dels Fluxos als accionistes		2.804	989	931	12.519
Resum de Valoració					
Període projectat	4.724				
TV	12.519				
Excés/dèficit de capital inicial	87				
Equity Value	17.329				
Accions en circulació (descomptant tresoreria)	4.998				
Preu per acció	3,47 €				

Capital					
M€	2025A	2026P	2027P	2028P	TV
Total RWA	80.455	69.048	71.533	74.055	75387,5
RWA % Var.	n.d.	-14,2%	3,6%	3,5%	1,8%

Core Capital:					
CET1 Corregido	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Objectiu Core Capital	10.459	8.976	9.299	9.627	9.800
Core Capital ajustat	(87)	(1.483)	323	328	173
Core Capital BoP	10.546	10.459	8.976	9.299	9.627
Increment (+)	-	-	323	328	173
Reducció (-)	(87)	(1.483)	-	-	-
Core Capital EoP	10.459	8.976	9.299	9.627	9.800

Font: Elaboració Pròpia