



En Madrid, a 15 de Enero de 2003

Con fecha 22 de noviembre de 2001 la Junta General de Accionistas de Banco Finantia Sofinloc, S.A. (anteriormente Banco Esfinge, S.A.) acordó por unanimidad excluir de negociación en Bolsa las acciones de la sociedad. Asistieron a dicha Junta General accionistas representantes del 96'26% del capital social.

En la reunión del Consejo de Administración de Banco Finantia Sofinloc, S.A. celebrada el 25 de enero de 2002 se acordó a su vez por unanimidad sustituir a favor de cualquiera de los miembros de la Comisión Ejecutiva las facultades conferidas por la Junta General de Accionistas de la sociedad celebrada el 22 de noviembre de 2001 en relación con la exclusión de negociación en Bolsa de las acciones de la sociedad.

Con fecha 23 de noviembre de 2001 se comunicó a la Comisión Nacional del Mercado Valores, como hecho relevante (nº 32191) el acuerdo de la Junta General de Accionistas de excluir las acciones de la sociedad de negociación en Bolsa. Banco Finantia Sofinloc, S.A. no tiene constancia de que ningún accionista haya impugnado el acuerdo social de exclusión o de cualquier otra manera haya manifestado su disconformidad con el mismo.

Con fecha 4 de abril de 2002, se solicitó la exclusión de cotización a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, mediante escrito con nº registro 2002027829. En dicho escrito se adjuntaron como Anexo las certificaciones de los referidos acuerdos sociales de la Junta General de Accionistas y el Consejo de Administración de Banco Finantia Sofinloc, S.A.

En ejecución de los referidos acuerdos, Dña. Marta Eirea, en nombre y representación de Banco Finantia Sofinloc, S.A., por medio de la presente **SOLICITA** de la CNMV la autorización de la exclusión de negociación en Bolsa de la totalidad de las acciones de Banco Finantia Sofinloc, S.A., sin necesidad de promover una oferta pública de adquisición de tales acciones, según lo previsto en el artículo 7 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Expresamente se hace constar que Banco Finantia Sofinloc, S.A. no tiene otros valores, distintos de sus acciones, admitidos a negociación en Bolsa, ni en ningún otro mercado secundario organizado de valores.

Con el fin de proteger los intereses de los titulares de las acciones cuya exclusión de negociación en Bolsa se solicita, Banco Finantia Sofinloc, S.A. ha venido adquiriendo desde la fecha de liquidación de la oferta pública de adquisición de acciones en virtud de la cual Banco Finantia, S.A. adquirió el control de la sociedad (a la que se hará referencia más adelante), sus propias acciones a un precio de 1'66 euros por acción.

Para proceder a la exclusión de la totalidad de las acciones representativas del capital social de Banco Finantia Sofinloc, S.A., esto es 15.538.059, acciones representadas mediante anotaciones en cuenta de 0'95, Euro de valor nominal cada una de ellas, numeradas correlativamente del 1 al 15.538.059, ambas inclusive, pertenecientes a una única clase o serie, y que representan la totalidad del capital social de la entidad. La exclusión se realizaría previo desarrollo del procedimiento alternativo de mantener una orden de compra de acciones por el precio de 1'66 Euro por acción, por un período de un mes, a contar desde la publicación del correspondiente anuncio en el Boletín Oficial de Estado

Asimismo, Banco Finantia Sofinloc, S.A. se compromete desde este momento a adquirir, una vez excluidas de negociación en Bolsa, todas las acciones de Banco Finantia Sofinloc, S.A. que le sean ofrecidas por sus titulares al mismo precio de 1'66 euros por acción durante el mes siguiente al acuerdo de exclusión por la CNMV, compromiso del que únicamente quedarán excluidas las acciones de las que sean titulares los accionistas que votaron a favor de la exclusión de negociación en Bolsa en la referida Junta General de Accionistas de 22 de noviembre de 2001.

El citado precio de 1'66 euros por acción es congruente con las valoraciones que ha recibido Banco Finantia Sofinloc, S.A. del experto independiente expresamente requerido al efecto, Ahorro Corporación Financiera, S.A., S.V.B., y que se adjuntan como Anexo a la presente Solicitud. Dichas valoraciones reflejan tanto el valor de Banco Finantia Sofinloc, S.A. aisladamente considerado, como el resultante de la fusión por absorción de Inverbolsa, S.A., Agencia de Valores y Bolsa por Banco Finantia Sofinloc, S.A. (fusión que ha sido calificada positivamente por el Sr. Registrador del Registro Mercantil de Madrid, con fecha 10 de Enero de 2.003 y consecuentemente ha causado inscripción en el Registro Mercantil de Madrid). Ambas valoraciones han sido realizadas teniendo en cuenta los criterios previstos en el artículo 7.3 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Por otra parte, cabe recordar en relación con la exclusión de negociación en Bolsa de las acciones de Banco Finantia Sofinloc, S.A. cuya autorización se solicita, que dicha exclusión estaba expresamente contemplada en el folleto informativo (apartado IV.A) de la oferta pública de adquisición de acciones de Banco Finantia Sofinloc, S.A. formulada por Banco Finantia, S.A., Sofinloc-Sociedade Financiera de Locação, S.A. y Quarenta mais Quatro, SGPS, Ltda., verificado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 19 de febrero de 2001, para el caso de que los oferentes citados adquirieran una participación superior al 90% del capital social de Banco Finantia Sofinloc, S.A., siendo así que dichos oferentes son titulares en la actualidad del 96'26% del capital social de Banco Finantia Sofinloc, S.A.

OTRO SI, SOLICITO tengan por presentado el presente escrito a los efectos oportunos, indicados anteriormente.

Banco Finantía Sofinloc, S.A.

P.p. Marta Eirea Alvarez

Documentos anexos:

1. Valoraciones

Banco Esfinge (Actualmente Banco Finantia Sofinloc, S.A.)

Informe Valoración



Ahorro Corporación Financiera, S.V., S.A.

Diciembre 2002

ÍNDICE Informe de Valoración

I.	NOTA PREVIA.....	3
II.	RESUMEN EJECUTIVO.....	5
III.	ALCANCE DEL TRABAJO.....	7
IV.	MÉTODOS LEGALES DE VALORACIÓN MÍNIMOS (R.D. 1197/91 ART. 7.3).....	8
V.	MÉTODOS DE VALORACIÓN COMPLEMENTARIOS	13
VI.	IMPACTO DE LA ADQUISICIÓN DE INVERBOLSA, AVB, S.A.....	26
VII.	CONCLUSIONES.....	31
VIII.	ANEXOS: PROYECCIONES Y EVOLUCIÓN 1ER SEMESTRE 2002.....	32

1 BANCO ESFINGE

Nota Previa

Con fecha 23 de enero de 2001, las sociedades Banco Finantia, S.A., Sociedade Financiera de Locação, S.A. y Quarenta Mais Quatro, SGPS, Lda. , en adelante referidas como “Banco Finantia” comunicaron a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”) la intención de formular una Oferta Pública de Adquisición de acciones sobre Banco Esfinge, S.A. (la compañía) de forma mancomunada, al precio de 1,66 euros por acción, con el fin de adquirir la participación hasta el 100% del capital. La OPA fue autorizada por la CNMV, con fecha 19 de febrero de 2001. En el folleto informativo de la citada OPA, se mencionaba que en el caso de que la Oferta alcanzase un mínimo de aceptación del 90% del capital de la compañía, se promovería la exclusión de cotización de las acciones de Banco Esfinge. Con fecha 26 de marzo de 2001 concluyó la OPA formulada por Banco Finantia, acudiendo a la misma el 92,70% del capital social de Banco Esfinge.

La Junta General de Accionistas de Banco Esfinge celebrada el 22 de noviembre de 2001, acordó por unanimidad la exclusión de cotización de las acciones representativas de todo el capital social, que cotiza en las diferentes Bolsas de Valores españolas y en caso necesario formular una OPA de exclusión al precio de 1,66 euros por acción, con sujeción a la previa autorización de la CNMV y con fecha 30 de junio de 2002 las Juntas de Accionistas de Banco Esfinge e Inverbolsa acordaron la fusión de ambas entidades mediante absorción de la segunda por la primera.

Adicionalmente, la compañía, con fecha 25 de junio de 2002, ha adquirido mediante compraventa la propiedad de 9.000 acciones representativas del 100% del capital social de Inverbolsa, S.A. Agencia de Valores y Bolsa (“Inverbolsa”) por un precio total de 2.873.175,78 Euros, sociedad que desarrolla su actividad en la gestión de patrimonios y la intermediación bursátil.

Por otra parte, Banco Esfinge acordó designar al Ahorro Corporación Financiera, S.V., S.A. (ACF) como experto independiente, para emitir un informe de valoración (el Informe de Valoración) respecto a la mencionada exclusión así como el impacto en el valor de Banco Esfinge de la adquisición de Inverbolsa.

Para la elaboración del presente informe de valoración nos hemos basado en la información pública disponible y en la información financiera y otra información y documentos que hemos solicitado a, y que nos han sido proporcionados por, Banco Esfinge e Inverbolsa, y que hemos considerado suficiente para la elaboración del presente Informe de Valoración. Asimismo, nos hemos basado en las manifestaciones que nos ha realizado la compañía en el transcurso de las reuniones que se han mantenido para recabar dicha información. Hemos asumido que dicha información y manifestaciones son veraces, exactas y completas, no habiendo realizado por nuestra parte ninguna investigación ni valoración independiente de tal información, documentación ni manifestaciones. Asimismo, no nos ha sido proporcionado por parte de la compañía, ni hemos recabado, ni supervisado ningún asesoramiento experto acerca de, pero no limitado a, aspectos jurídicos, laborales, contables, medioambientales, sistemas de información o fiscales, y por consiguiente, el presente informe de valoración no contempla las potenciales implicaciones de tal asesoramiento del experto. Hemos asumido que la valoración de activos y pasivos y las previsiones y/o proyecciones del beneficio y cashflow, incluyendo proyecciones de inversiones futuras, realizadas por el equipo directivo de Banco Esfinge e Inverbolsa y que nos ha sido entregada son justas y razonables. No hemos valorado de forma independiente los principales activos y pasivos de Banco Esfinge.

Estimamos razonable la información facilitada por Banco Esfinge e Inverbolsa y suficiente para realizar una valoración de Banco Esfinge. No obstante, al no haber verificado la anteriormente citada información, ACF no formula ni deben entenderse formuladas ninguna manifestación o garantía, expresa o tácita, sobre la veracidad, exactitud, suficiencia o corrección de la información proporcionada, y ni ACF ni cualquiera de sus sociedades asociadas, administradores, miembros, directivos, asesores o empleados contraerán ninguna responsabilidad (por negligencia o por cualquier otro motivo) derivada de cualquier pérdida o reclamación que se derive de cualquier uso de este documento o su contenido o que, de otro modo, surja en relación con el mismo. En particular, el presente documento no es ni debe ser considerado como una recomendación, oferta o solicitud para comprar o vender acciones de la compañía.

Hemos estimado razonables los análisis financieros y las proyecciones que nos han sido facilitados por la compañía, los cuales reflejan las mejores estimaciones actuales disponibles y el juicio de los directivos de Banco Esfinge e Inverbolsa acerca de los resultados operativos futuros.

El presente Informe de Valoración contiene los métodos y criterios de valoración (i) establecidos en el Artículo 7.3 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre el régimen de las OPAs, en donde indica que los requisitos mínimos son: a) Valor teórico contable; b) Valor liquidativo; c) Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de solicitud de exclusión; y d) precio de la contraprestación ofrecida en el supuesto de Oferta Pública de Adquisición lanzada en el último año de la fecha de acuerdo de solicitud de exclusión (los *Métodos Legales de Valoración mínimos*); y, (ii) métodos adicionales comúnmente aplicados y que hemos estimado oportuno incluir, esto es: a) Descuento de Flujos de Caja; y, b) Múltiplos de compañías comparables cotizadas y de transacciones comparables en su caso (los *Métodos de Valoración Complementarios*).

El presente documento es de uso exclusivo para Banco Esfinge, que acuerda será utilizado solamente en relación con el acuerdo de exclusión. En relación con este supuesto, la compañía podrá incluir asimismo referencias al presente Informe de Valoración, a ACF y a su relación contractual con Banco Esfinge, así como hacer público, todo o en parte, el presente informe de valoración, si Banco Esfinge lo considera oportuno. En cualquier otro caso distinto del contemplado en el presente apartado, ni el presente informe de valoración ni cualquier otra opinión o juicio (escrito u oral) emitido por ACF podrán ser en ningún caso utilizadas, reproducidas, divulgadas, citadas ni podrá hacerse alusión a las mismas, en cualquier forma o para cualquier fin, ni se realizarán referencias públicas a ACF, sin el previo consentimiento por escrito de ACF que no será denegado sin causa razonable.

Banco Esfinge podrá revelar cualquier información relativa al presente Informe de Valoración si así fuera requerido por Ley, autoridades competentes o cualquier autoridad reguladora o Bolsa de Valores. Por el presente, ACF autoriza y consiente tal revelación y autoriza a Banco Esfinge a cooperar con y/o informar a tales autoridades, previa comunicación a ACF de este hecho. Asimismo, ACF asume que las obligaciones de la compañía con ACF no limitarán la libertad de Banco Esfinge para seguir todos los pasos que considere necesarios para cumplir con la legislación vigente y otras regulaciones o normas aplicables.

2 Resumen Ejecutivo

ACF ha preparado el presente Informe de Valoración actuando como experto independiente en relación con la exclusión de cotización de Banco Esfinge aprobada en la Junta General Ordinaria celebrada el día 22 de noviembre de 2001.

El presente informe de valoración está basado en los Métodos Legales de Valoración mínimos y en Métodos de Valoración Complementarios.

Los *Métodos Legales de Valoración* mínimos aparecen regulados en el artículo 7.3 del R.D. 1197/1991, y son los siguientes:

- ▶ Valor teórico contable.
- ▶ Valor liquidativo.
- ▶ Cotización media durante el semestre inmediatamente anterior al acuerdo de solicitud de exclusión.
- ▶ Precio de contraprestación ofrecido en el supuesto de oferta pública de adquisición lanzada en el último año de la fecha de acuerdo de solicitud de exclusión.

Los Métodos de Valoración Complementarios que han sido utilizados son los siguientes:

- ▶ Valor de mercado bursátil, con base en distintos periodos de tiempo anteriores a la solicitud de exclusión.
- ▶ Valoración por múltiplos: compañías cotizadas comparables.
- ▶ Valoración por descuento de flujos de caja (DCF)

Para la determinación del impacto en el valor de Banco Esfinge de la operación de adquisición del 100% de las acciones de Inverbolsa, se ha realizado un análisis complementario basado en:

- ▶ Valoración por descuento de flujos de caja (DCF).

Los distintos métodos de valoración antes señalados han sido calculados en las fechas que se indican en los apartados tres y cuatro de este informe.

A la vista de la evolución económica financiera de Banco Esfinge y del entorno macroeconómico y bursátil las conclusiones de valoración de este informe se mantienen actualmente.

Conclusión Valoración

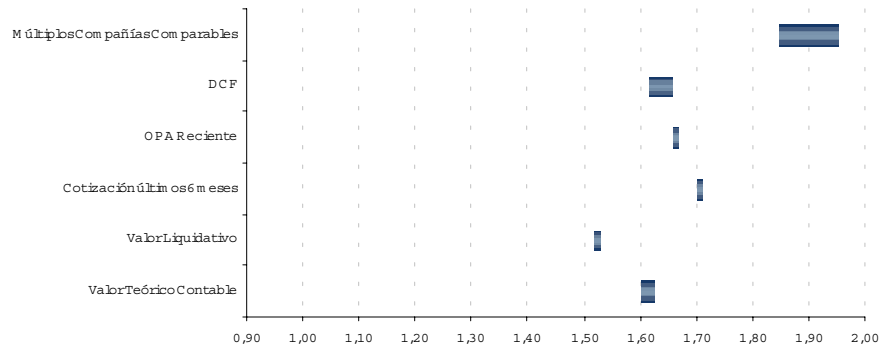
La siguiente tabla presenta el resumen de la valoración con base en las metodologías de valoración empleadas.

En nuestra opinión, consideramos que el método que mejor se aproxima al valor de Banco Esfinge es el que se obtiene a través del Descuento de Flujos de Caja, que ofrece una valoración entre 1,62 euros por acción y los 1,66 euros por acción.

Del resto de métodos de valoración, consideramos que el Valor Liquidativo (1,53 euros por acción) en nuestra opinión, marca un valor mínimo (dado que valores inferiores situarían la alternativa de liquidación como la más racional) y que el precio de la OPA que formuló Banco Finantia sobre el 100% del capital de Banco Esfinge (Febrero 2001) a un precio de 1,66 euros por acción es una referencia a tener en cuenta.

Consideramos que el valor de Banco Esfinge se sitúa en torno a **1,66 Euros por acción** que coincide con el máximo del rango de valoración obtenido por Descuento de Flujos de Caja.

Resumen Valoraciones (Euros / Acción)



Fuente: *Elaboración Propia*

Impacto de la adquisición de Inverbolsa

La compañía, con fecha 25 de junio de 2002, ha adquirido mediante compraventa la propiedad de 9.000 acciones representativas del 100% del capital social de Inverbolsa, S.A. Agencia de Valores y Bolsa, por un precio total de 2.873.175,78 Euros.

Se ha procedido a valorar dicha compañía a través del empleo del Descuento de Flujos de Caja (DCF) para analizar el impacto, que esta operación tiene en el valor de Banco Esfinge.

El valor que se desprende de dicho análisis para el 100% de las acciones de Inverbolsa asciende a 2.900 miles de euros. Dada la inmaterialidad de la diferencia con el valor pagado, concluimos que la adquisición del cien por cien del capital de Inverbolsa por parte de Banco Esfinge por 2.873 miles de euros no aporta ni detrae valor a Banco Esfinge.

En Madrid, a 16 de Diciembre 2002

Fdo.: D. Victoriano López-Pinto

3 Alcance del trabajo

El informe de valoración

Para el desarrollo de su análisis, ACF ha contado con la siguiente información:

- ▶ La información financiera y otra información pública disponible acerca de Banco Esfinge e Inverbolsa y los mercados en los que cotizan las acciones de la compañía (si aplica), incluyendo pero no limitado a las Memorias Anuales, los Estados Financieros Auditados de 2001 (sin salvedades), Estados Financieros a 30 de junio de 2002, análisis del sector bancario y de intermediarios bursátiles en España y noticias aparecidas en prensa.
- ▶ La documentación de la OPA depositada en la CNMV.
- ▶ Otras informaciones, estudios y análisis internos relevantes, incluyendo proyecciones preparadas por el equipo directivo de la compañía y que nos ha sido facilitada para el desempeño de nuestra labor.

El Informe de Valoración contiene los siguientes métodos o criterios de valoración:

- ▶ Métodos Legales de Valoración Mínimos
 - ▶▶ Valor teórico contable
 - ▶▶ Valor liquidativo
 - ▶▶ Cotización media durante el semestre inmediatamente anterior al acuerdo de solicitud de exclusión
 - ▶▶ Precio de contraprestación ofrecido en el supuesto de oferta pública de adquisición lanzada en el último año de la fecha de acuerdo de solicitud de exclusión
- ▶ Métodos de Valoración Complementarios
 - ▶▶ Descuento de Flujos de Caja
 - ▶▶ Múltiplos de compañías comparables cotizadas

4 Métodos Legales de Valoración Mínimos (R.D. 1197/91 Art. 7.3)

De conformidad con lo establecido en el Artículo 7.3 del R.D. 1197/1991, para el cálculo de la valoración de Banco Esfinge hemos aplicado los siguientes Métodos Legales mínimos:

Valor teórico contable: Consiste en determinar el valor neto patrimonial de la compañía. Se trata de un método de escasa aplicabilidad al tratarse de un método estático de valoración.

Valor liquidativo: Determina el valor de una compañía en el caso de que se proceda a su liquidación, es decir que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. La utilidad de este método se restringe a la situación particular de liquidación de la Sociedad. Generalmente, representa el valor mínimo de una sociedad, dado que el valor de una empresa suponiendo la continuidad de sus actividades es superior a su valor liquidativo.

Cotización media últimos 6 meses: Consiste en una referencia del valor de mercado de la compañía en un plazo determinado. Esta metodología de valoración de mercado, tiene también una utilidad limitada, dado que el precio puede estar afectado por el porcentaje de free-float y el volumen de contratación. Generalmente, estas dos variables son de reducido valor en sociedades afectadas por una OPA.

Valor OPA último año: Consiste en el precio de una Oferta Pública de Adquisición reciente. Dada la (i) proximidad en el tiempo y (ii) el grado de aceptación de la OPA de Banco Finantia.

Valor Teórico Contable

Para la determinación del Valor teórico contable, se ha utilizado los estados financieros cerrados y auditados más cercanos a la presentación de la exclusión de cotización, 31 de diciembre de 2001, y los estados financieros a 30 de junio de 2002. Aplicando este método, el Valor teórico contable de Banco Esfinge sería:

Valor Contable a 31 de diciembre de 2001	
<i>(Miles de Euros)</i>	
Capital Social Suscrito	14.761
Primas de Emisión	0
Reservas	9.579
Pérdidas y Ganancias - Beneficio	528
Autocartera	-112
Valor Contable	24.756
Número de acciones netas de autocartera	15.470.579
Valor Teórico Contable por Acción	1,60

Fuente: Cuentas Anuales Auditadas 2001

Valor Contable a 30 de junio de 2002	
<i>(Miles de Euros)</i>	
Capital Social Suscrito	14.761
Primas de Emisión	0
Reservas	10.107
Pérdidas y Ganancias - Beneficio	408
Autocartera	-283
Valor Contable	24.993
Número de acciones netas de autocartera	15.367.794
Valor Teórico Contable por Acción	1,63

Fuente: Estados Financieros a 30 de junio de 2002

Valor Liquidativo

La estimación del valor de liquidación se efectúa de acuerdo con el siguiente proceso:

- + Valor de realización de los activos
- Valor de los Pasivos
- Costes de Cierre
- = **Valor Liquidativo**

Donde:

Valor de realización de los activos: Es el valor de mercado de los activos. Supone aflorar cualesquiera plusvalías o minusvalías tácitas no reconocidas contablemente. En el caso de plusvalías o minusvalías, deben aplicarse netas de impuestos.

Valor de los pasivos: Deben reflejarse todas las contingencias previsibles en las que la sociedad pudiera incurrir y que no hayan sido reflejadas contablemente.

Costes de cierre: Entre otros deben de ser considerados:

- Pasivo Laboral: Indemnizaciones al personal obligatorias o negociadas, pérdidas producidas por conflictos laborales, etc.
- Minutas de asesores
- Pérdida de valor de mercado de los activos si la liquidación es forzada
- Tendencia de clientes y deudores a no pagar sus deudas por falta de continuidad de la empresa
- Pérdidas adicionales por gastos de explotación de gestión de una empresa improductiva durante el periodo de liquidación.

Por este motivos, el valor de liquidación es difícil de calcular.

En el presente análisis, se ha considerado una liquidación teórica, esto es, sin que exista una necesidad imperiosa de llevar a cabo una liquidación de la empresa y que en consecuencia, ésta se podría realizar de manera ordenada y empleando el tiempo necesario para obtener un precio de mercado en la realización de los activos.

Para la determinación del Valor Liquidativo, se ha utilizado los estados financieros cerrados y auditados más cercanos a la presentación de la solicitud de exclusión, 31 de diciembre de 2001. Asimismo, algunos conceptos que intervienen en la determinación del Valor Liquidativo han sido actualizados a valor de mercado actual.

Valor de realización de los activos: Las principales partidas que componen el inmovilizado son los créditos sobre clientes (35.329 miles de Euros) y las entidades de crédito (19.461 Miles de Euros provenientes de la titulización realizada en octubre de 2001). Asimismo, dado que la opinión de los auditores acerca de las Cuentas Anuales al 31 de diciembre de 2001, PricewaterhouseCoopers, está limpia de salvedades, consideramos que el valor contable en balance refleja su valor de realización.

Dada su escasa importancia relativa, se ha considerado el valor contable del inmovilizado material como la aproximación más ajustada a su valor de realización, asumiendo que no existen plusvalías.

Asimismo, en el marco de una venta ordenada, se ha considerado como realizable el 100% del valor contable de "Otros Activos" cuyo valor en libros asciende a 484 miles de euros.

No se han considerado como activos realizables el inmovilizado inmaterial, las acciones propias ni ajustes por periodificación.

Valor de los pasivos: La opinión de los auditores de Banco Esfinge a 31 de diciembre de 2001, PricewaterhouseCoopers, está limpia de salvedades, lo que a nuestro entender implica que el auditor valida la no-existencia de contingencias susceptibles de ser contabilizadas.

Costes de cierre: Los costes estimados en caso de un cierre por liquidación serían los siguientes:

Indemnizaciones de Personal	
<i>(Miles de Euros)</i>	
Plantilla a 31 de diciembre de 2001	30
Sueldo medio	35,73
Antigüedad media de la plantilla	12,0
Años de indemnización (45 días)	1,48
Total Indemnizaciones	1.588

Fuente: Banco Esfinge

Costes Liquidación	
<i>(Miles de Euros)</i>	
Valor Liquidativo	23.662
% Sobre valor liquidativo	1,00%
Total Costes de Asesores y otros	237

Fuente: Estimación propia

El valor liquidativo, a 31 de diciembre de 2001 asciende a 1,53 Euros por acción y a 30 de junio de 2002 a 1,52 Euros por acción.

Valor Liquidativo a 31 de diciembre de 2001	
<i>(Miles de Euros)</i>	
Valor de realización de los activos	
Inmov. Material Neto	2.243
Entidades de Crédito y Valores	19.461
Créditos sobre clientes	35.329
Caja y depósitos en Bancos Centrales	622
Otros Activos	484
Total	58.139
Valor de los Pasivos	
Entidades de Crédito	155
Débitos a Clientes	31.357
Otros Pasivos	1.140
Total	32.652
Costes de Cierre (*)	
Indemnizaciones por despido	1.588
Asesores y Otros costes de liquidación	237
Total	1.825
VALOR LIQUIDATIVO	23.662
Número de acciones netas de autocartera	15.470.579
Valor liquidativo por acción	1,53

(*) Estimación propia

Fuente: Cuentas Anuales Auditadas 2001

Valor Liquidativo a 30 de junio de 2002	
<i>(Miles de Euros)</i>	
Valor de realización de los activos	
Inmov. Material Neto	2.376
Entidades de Crédito y Valores	12.919
Créditos sobre clientes	35.969
Caja y depósitos en Bancos Centrales	534
Otros Activos	1.335
Total	53.133
Valor de los Pasivos	
Entidades de Crédito	639
Débitos a Clientes	26.320
Otros Pasivos	1.018
Total	27.977
Costes de Cierre (*)	
Indemnizaciones por despido	1.588
Asesores y Otros costes de liquidación	233
Total	1.822
VALOR LIQUIDATIVO	23.334
Número de acciones netas de autocartera	15.367.794
Valor liquidativo por acción	1,52

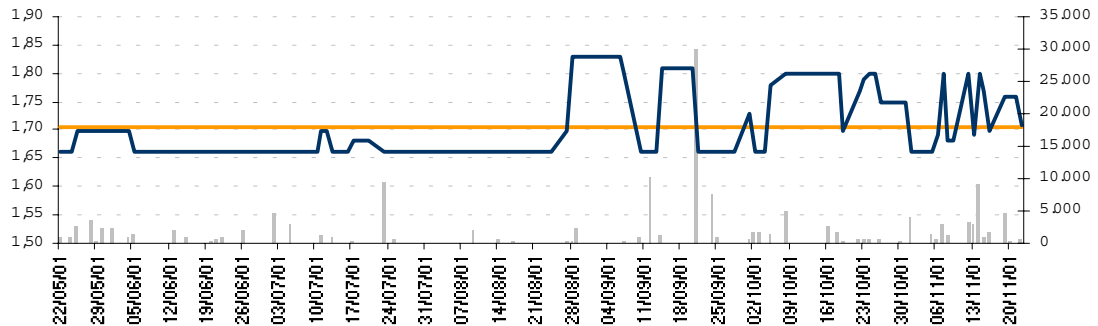
(*) Estimación propia

Fuente: Estados Financieros a 30 de junio de 2002

Cotización Media de las acciones durante el semestre inmediatamente anterior al acuerdo de exclusión

Durante los seis meses previos a la comunicación realizada a la CNMV, 23 de noviembre de 2001, la cotización de Banco Esfinge se ha comportado de forma muy estable.

Evolución de la Cotización de Banco Esfinge ESF.MC (Euros)



Fuente: Bloomberg

El Artículo 7.3 del R.D. 1197/1991 sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores se refiere a “la cotización media de los títulos durante el semestre inmediatamente anterior al del acuerdo de solicitud de exclusión, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado”. Dado que el acuerdo de solicitud de exclusión fue tomado por el 22 de noviembre de 2001, el periodo considerado comprenderá desde el 22 de mayo de 2001 hasta el 22 de noviembre de 2001.

El valor resultante de la acción, obtenido como la media simple de las cotizaciones de cierre de cada una de las sesiones hábiles en el periodo considerado, asciende a 1,71 euros por acción. Si tomamos la media ponderada por el volumen de contratación diario dentro del periodo considerado, el precio medio ponderado asciende a 1,70 euros por acción.

Desde la fecha de presentación de la OPA, el 23 de enero de 2001, la acción se ha movido entre los 1,34 euros por acción y 1,83 euros por acción. Sin embargo, a esos precios el volumen realizado ha sido muy poco significativo.

Dada la escasa difusión accionarial de la sociedad, que su free-float según las informaciones de la sociedad es inferior al 3% y el reducido volumen de contratación, consideramos que esta metodología tiene un valor limitado.

Precio de Contraprestación ofrecida con anterioridad.

El Artículo 7.3 del R.D. 1197/91 establece como método de valoración legal, el precio de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el último año, a contar de la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.

El pasado 23 de enero de 2001, Banco Finantia comunicó a la CNMV, la intención de formular una Oferta Pública de Adquisición sobre Banco Esfinge con el fin de adquirir una participación hasta el 100% del capital a un precio de **1,66 euros por acción**.

Posteriormente, con fecha 28 de marzo de 2001, la CNMV comunicó los resultados de la Oferta Pública de Adquisición de acciones de Banco Esfinge, habiendo sido aceptada por 800 accionistas aproximadamente de Banco Esfinge titulares de 14.403.943 acciones, que representan el 92,70% del capital social.

Dado el nivel de aceptación de la oferta consideramos que este método ha de tenerse en cuenta.

5 Métodos de Valoración Complementarios

Para la estimación de valor de Banco Esfinge a través de métodos complementarios de valoración se han seguido tres métodos de valoración:

- ▶ Descuento de flujos de caja y agregación.
- ▶ Valoración por múltiplos
 - ▶▶ Compañías cotizadas comparables
- ▶ Análisis de la evolución de las cotizaciones

Análisis de las diferentes metodologías

Descuento de flujos de caja

La valoración por descuento de flujos de caja se basa en la consideración, generalmente aceptada, del valor de un activo como el valor de los flujos de caja futuros que puede proporcionar a su propietario. Es el método de valoración conceptualmente más sólido y por ello el habitualmente empleado como método de referencia cuando su aplicación es posible.

Aunque es de una complejidad técnica importante y se basa en una serie de hipótesis de dudoso cumplimiento, la aplicación de simplificaciones en su utilización y la reducción del nivel de exigencia en el cumplimiento de las hipótesis básicas proporcionan una herramienta de gran utilidad en la valoración de activos, negocios o compañías, siempre que se tengan presentes las limitaciones que su fuerte entramado teórico implica.

Para la estimación del valor de una compañía a través del descuento de flujos de caja es necesario estimar los flujos de caja que en el futuro generará dicho negocio. Estos flujos de caja se actualizan mediante el descuento de los mismos a una tasa que refleja el riesgo asociado.

Dentro del método general de descuento de flujos de caja existen diferentes alternativas a la hora de calcular el flujo de caja a descontar y, por tanto, la tasa de descuento a emplear. Por un lado se encuentran las metodologías que valoran directamente los fondos propios de la compañía (valor para los accionistas), y por otro las que lo hacen de forma indirecta.

- ▶ **Dividend discount** / Descuento del flujo de caja libre para los accionistas: es el método más común de valoración directa de los fondos propios de la compañía. Se basa en estimar el flujo de caja que queda disponible para remunerar a los accionistas de la empresa después de hacer frente a todas las necesidades operativas y financieras frente a terceros, este flujo de caja es el que teóricamente se podría repartir en forma de dividendos. La tasa de descuento empleada en este método de valoración es la que refleja el riesgo asociado a los dividendos de la compañía

con su estructura financiera sostenible a largo plazo. Es un método especialmente útil al valorar compañías que operan el sector financiero.

- ▶ **Free cash flow/** Descuento del flujo de caja libre: es el método más empleado para la estimación indirecta del valor de los fondos propios de la compañía. Se obtiene el flujo de caja después de todas las necesidades operativas de la compañía, es decir, el flujo de caja que queda disponible para remunerar a las fuentes de financiación, tanto propia como ajena, y se descuenta a la tasa de los activos de la compañía (WACC), que incluye la tasa para la deuda y la tasa para los fondos propios. Este método proporciona el valor del negocio o los activos considerados, y es necesario restarle el valor de mercado de la deuda para obtener el valor de los fondos propios. La gran ventaja asociada a este método es que aísla el valor de la compañía de las operaciones de índole puramente financiera que se realicen.
- ▶ **APV/** Valor presente ajustado: método de valoración indirecto especialmente útil en aquellas situaciones en que la estructura financiera es muy cambiante y predecible (infraestructuras, proyectos,...). Se valoran por un lado los fondos propios de la compañía igual que en el DFC pero suponiendo una situación de apalancamiento cero; por otro lado se estima el valor que aporta el ahorro fiscal que se produce por el endeudamiento de la compañía. El valor obtenido al sumar los dos anteriores da el valor de los activos de la compañía, al que hay que restar el valor de mercado de la deuda actual para obtener el de los fondos propios de la compañía.

Los tres métodos descritos, así como otros derivados (como el *Capital Free Cash Flow*) deben arrojar el mismo resultado. Para este estudio se ha utilizado el **Dividend Discount**.

Dividend Discount

Tasa de descuento: para obtener el valor actual neto (VAN) del flujo de caja destinado a remunerar a los poseedores del capital de la compañía, es necesario descontar dichos flujos a una tasa de descuento que refleje el riesgo asociado a los mismos. Esta tasa de descuento se compone de dos elementos fundamentales:

Tasa libre de riesgo: para el entorno económico en que se desarrollan las actividades de la compañía. Refleja el valor temporal del dinero y es igual para cualquier compañía operando en el mismo entorno económico.

Prima de riesgo: junto con la tasa libre de riesgo, refleja el riesgo no diversificable (que no se puede reducir a través de una diversificación adecuada) de una determinada compañía. Es la expresión del retorno exigido a un valor o cartera sobre el del tipo libre de riesgo.

Flujo de caja: para hallar el flujo de caja anual destinado a remunerar al capital se parte del beneficio neto de la compañía. Este beneficio se ajusta por las cuentas que no suponen flujo de caja (provisiones, amortizaciones¹) y posteriormente se incorporan al cálculo las variaciones en activos de la compañía (se restan las inversiones o aumentos en activos y las devoluciones de financiación ajena

¹ La compañía dota provisiones que suponen en algunos casos más del 2% del crédito medio sobre clientes. En nuestra opinión estos importes son excesivos por lo que a la hora de valorar la compañía se ha procedido a realizar un ajuste asumiendo unas provisiones iguales al 1,0% del crédito medio sobre clientes (Ver "Valoración por DCF")

y se suman las desinversiones u obtenciones de financiación ajena). El resultante, complementado con las ampliaciones de capital, da el flujo de caja de los accionistas de la compañía. El beneficio neto de partida debe ser el beneficio atribuible a los accionistas de la sociedad o grupo a valorar, es decir, sin incluir los minoritarios de las filiales.

Es práctica habitual en la valoración de Entidades Financieras asumir que el Cash Flow generado para el accionista es el Beneficio Neto. Esta asunción implica que las inversiones necesarias para la continuidad del negocio son iguales a las amortizaciones y que las provisiones que dota la compañía sobre los créditos a clientes se ajustan, en el largo plazo, a la morosidad real.

En la presente valoración se ha asumido como Flujo de Caja para el accionista, el Beneficio Neto ajustado por el exceso de provisiones, que a nuestro juicio dota la compañía (Ver apartado específico en “Valoración por DCF”). Consideramos que esta aproximación ofrece una imagen más acorde con la realidad que la que se deriva de las propias proyecciones de la compañía.

Valor terminal: generalmente se proyecta de forma explícita un periodo determinado (en este caso 3 años), considerándose a partir de ese momento que el flujo de caja se mantiene constante o crece a una tasa también constante. El escaso valor relativo (por el efecto de la tasa de descuento) de cada flujo a partir de un determinado momento y la dificultad para realizar proyecciones a muy largo plazo aconsejan esta aproximación. En el caso que nos ocupa, y teniendo en cuenta las posibilidades de mejora de la estructura financiera de Banco Esfinge², para el cálculo del valor terminal, se ha considerado aquel flujo de caja que la compañía es capaz de generar con una estructura de capital óptima. Esta mejora le permitirá obtener una ROE anual en torno al 11,4 %, rentabilidad que se ha considerado a la hora de proyectar el Valor Terminal (Ver apartado específico en “Valoración por DCF”).

Compañías cotizadas comparables

La metodología de valoración por comparación con compañías similares cotizadas en mercados organizados es una de las más extendidas a la hora de valorar compañías, activos o negocios. Su éxito, debido fundamentalmente a su simplicidad, no oculta las graves deficiencias de tipo conceptual de que adolece este tipo de valoraciones.

Para efectuar una valoración por este método se toman los múltiplos de cotización de compañías similares que operen en los mercados de valores y se aplican a las respectivas magnitudes del negocio a valorar. Se obtiene así una valoración “de mercado” o “de sector”, es decir, la visión (pocas veces homogénea entre inversores) que el mercado tiene de la situación de un sector en particular. Esta valoración estará fuertemente condicionada por las condiciones específicas de las compañías escogidas para la comparación y es difícil de ajustar a las condiciones propias del objeto del estudio.

Los múltiplos de una compañía cotizada reflejan el potencial de crecimiento que “el mercado” aprecia en la misma.

² Actualmente la compañía presenta un ratio de apalancamiento (Fondos Propios sobre ATM) en torno al 40% para las magnitudes históricas y en torno al 33% para las magnitudes proyectadas, consideramos que existen posibilidades de mejora de este ratio que permitirán incrementar el ROE.

Los múltiplos más empleados para la valoración de compañías del sector financiero se dividen en múltiplos basados en flujos (de caja u otros) y basados en masas patrimoniales. Los basados en flujos financieros son los siguientes:

PER: relación entre el valor de mercado de los fondos propios de la compañía y su beneficio neto. Es el *ratio* más empleado, si bien se ve fuertemente distorsionado por diferentes sistemas y coyunturas fiscales, contables y de ciclos de inversión que pueden camuflar la verdadera situación operativa de la compañía.

Precio / BAI: similar al anterior pero tomando como variable de referencia el beneficio antes de impuestos, con lo que elimina las distorsiones debidas a diferencias en regímenes o situaciones fiscales.

Precio / margen de explotación: refleja de manera más adecuada que los anteriores la situación operativa de la institución valorada, al no estar sometida a distorsiones derivadas de la fiscalidad, resultados extraordinarios... La exclusión de la provisión por insolvencias dotada supone obviar una cuestión importante como es la calidad del riesgo asumido.

Precio / margen ordinario: similar al anterior pero sin incluir los costes de explotación y las amortizaciones. Es de especial utilidad en la valoración de compañías que se encuentran en una situación operativa especial (procesos de reestructuración o cambio de estrategia).

Los múltiplos basados en masas de activo o pasivo son de utilidad mucho más limitada en condiciones normales, ya que la relación de estas magnitudes con la situación operativa y el potencial de crecimiento de la compañía es muy débil. Los más empleados en la valoración de empresas financieras son:

Precio / valor contable (PVC): relación entre el precio y los fondos propios de la compañía. Muy manipulable (política de dividendos, de coeficiente de solvencia) y débilmente relacionado con la capacidad de generación de flujo de caja de la compañía.

Precio / inversión crediticia: al aplicar este múltiplo se asume homogeneidad entre la compañía a valorar y sus comparables en el rendimiento que se obtiene a la inversión crediticia, en su potencial de crecimiento, en la calidad de la inversión crediticia, en la eficiencia operativa y en el apalancamiento en fondos propios.

Para obtener una valoración por múltiplos que se acerque al rango de valor real de una determinada compañía es necesario elegir unas compañías comparables cuya situación coincida lo más posible con la sociedad a valorar.

Además, cualquier valoración de este tipo debe tener en cuenta los distintos factores que afectan al valor de una compañía y que es difícil recoger en los múltiplos, como es el caso de las primas de control o liquidez.

Comparación y utilidad de los distintos métodos de valoración

El método generalmente más aceptado en la valoración de activos, compañías o negocios es el descuento de flujos de caja. Esta consideración se debe a su sólido fundamento conceptual en comparación con otras metodologías. Las valoraciones por comparables tienen la gran ventaja de su

simplicidad. El método basado en múltiplos de transacciones comparables no ha sido utilizado debido a la ausencia de información relevante fiable.

El DCF es el método de referencia principal empleado en este informe, quedando la valoración por comparables como método de contraste del valor obtenido por el método principal.

Descuento de Flujos de Caja	
<p>VENTAJAS</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ Conceptualmente sólido ▶ Aísla la valoración de factores exógenos no necesariamente relacionados con la evolución de la compañía ▶ Aporta la visión de los gestores combinada con el criterio y experiencia del valorador ▶ Permite una visión profunda del negocio y las distintas interrelaciones que se establecen en el mismo ▶ Incluye el riesgo específico de la compañía como elemento fundamental de la valoración y lo combina con el del entorno ▶ Generalmente más estable en el tiempo ▶ Aporta base de análisis para la aplicación de otros métodos 	<p>INCONVENIENTES</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ Necesidad de información muy profunda ▶ Dificil comprensión y explicación ▶ Basado en hipótesis de difícil cumplimiento ▶ Necesidad de realizar gran cantidad de hipótesis de futuro ▶ Aplicación complicada

Múltiplos de Compañías cotizadas	
<p>VENTAJAS</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ Conceptualmente sólido ▶ Gran sencillez de aplicación ▶ Datos generalmente disponibles ▶ Aporta una visión "de mercado" ▶ De fácil comprensión ▶ Los inputs son, en su mayoría, absolutamente objetivos ▶ Método muy extendido 	<p>INCONVENIENTES</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ Depende fundamentalmente de variables ajenas a la misma: situación mercado de valores/sector ▶ Resultados muy volátiles ▶ Dificil aplicación a compañías en situaciones especiales ▶ Aporta poca información sobre la capacidad de generación de flujo de caja en el futuro ▶ Distorsiones de difícil corrección por diferencias fiscales, contables... ▶ Evaluación de primas de control y liquidez que pueden alcanzar magnitudes hasta del 30% del valor

Valoración por Descuento de Flujos de Caja (DCF)

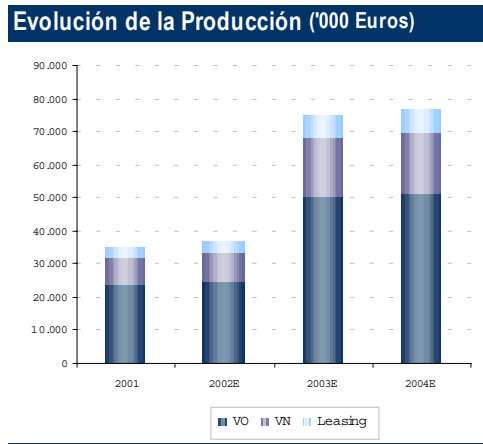
Principales Hipótesis

Evolución del negocio

En la valoración contenida en este informe se proyecta una evolución de Banco Esfinge en los próximos tres años basada fundamentalmente en la evolución reciente de la compañía y en las intenciones de desarrollo expresadas por la dirección de Banco Esfinge. Adicionalmente, la compañía, con fecha 25 de junio de 2002, ha adquirido el 100% del capital social de Inverbolsa. En el punto 4 se ha analizado el impacto de dicha adquisición asumiendo un funcionamiento independiente de la entidad.

Políticas de Activo: Durante el año 2001 Banco Esfinge ha realizado una operación de titulización de activos, aprobado por el Consejo de Administración de fecha 20 de junio de 2001, a través de la cual vendió, a la par, a una tercera entidad, sin recurso, créditos por importe de 35.374 miles de euros. Dicha operación tiene un periodo de “revolving” de dos años, durante el cual los montantes de los créditos amortizados pueden ser sustituidos con la venta de nuevos créditos. La compañía prevé titularizar 20 millones de euros al año para los ejercicios 2002 y 2003.

La disponibilidad de recursos derivados de esta titulización, va a permitir incrementar la producción (“Créditos sobre clientes”) durante los próximos años. La compañía prevé incrementos anuales de un 4% para el ejercicio 2002, un 104% para el 2003 (Durante el ejercicio 2002 el Consejo de Administración de Banco Esfinge ha solicitado una línea de crédito a la matriz con límite de 50 millones de euros con el fin de invertir los recursos obtenidos en valores de renta fija. A partir de 2003 se estima que se deshace la posición en valores de renta fija y se reinvierten los recursos obtenidos en la captación de clientes de activo) y un 2% para el ejercicio 2004. (VO: Vehículo de Ocasión // VN: Vehículo Nuevo).

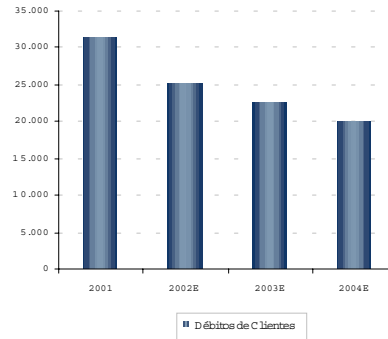


Fuente: La Compañía

Políticas de Pasivo: Desde junio de 2001 la compañía no está haciendo una política comercial orientada a la captación de pasivo. En este sentido, se espera una progresiva reducción de los débitos de clientes del 20% para el año 2002, un 10% en el año 2003 y un 11% para el ejercicio 2004. Los

incrementos en el volumen de créditos concedidos quedarán cubiertos mediante fuentes alternativas de financiación.

Evolución Débitos de Clientes ('000 Euros)

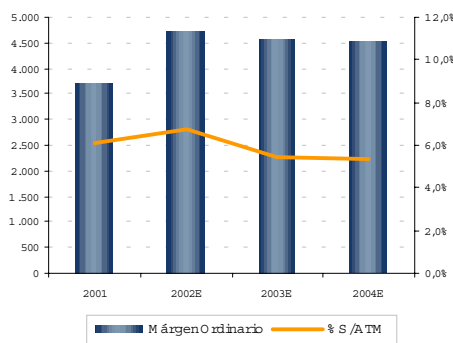


Fuente: La Compañía

Evolución de los márgenes: Se presenta de forma resumida la evolución de los principales márgenes de la compañía.

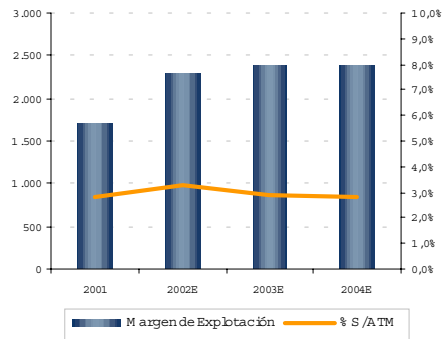
Margen Ordinario: La compañía espera un incremento en el Margen Ordinario para el periodo 2001-2004 de un 22%. Este incremento viene relacionado con el incremento en la producción. En relación a los Activos Totales Medios (ATM's) se mantiene en torno al 5,5% con un ligero descenso derivado del incremento de la composición de la cartera de productos con menos rentabilidad, como son los créditos para la adquisición de Vehículos. En 2002 el margen mejora puntualmente como consecuencia de los beneficios realizados en operaciones financieras.

Margen Ordinario ('000 Euros)



Fuente: La Compañía

Margen de Explotación: El incremento en la producción lleva asociado un incremento en las comisiones que reducirían el margen en el ejercicio 2002 de no existir los beneficios por operaciones financieras. Posteriormente su comportamiento se estabiliza en torno al 3% sobre los ATM's.

Margen de Explotación ('000 Euros)

Fuente: La Compañía

Provisiones

La dotación a la provisión por insolvencias de la compañía es elevada en comparación con las cifras históricas y del sector:

NOTA SOBRE LAS PROVISIONES	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Créditos a Clientes (medios)	52.759	55.194	46.995	36.091	55.966	75.825
Provisiones	405	470	1.049	866	895	758
% s/ Créditos a Clientes (medios)	0,8%	0,9%	2,2%	2,4%	1,6%	1,0%
Provisión Teórica (@ 1%)	1,00%	528	552	470	361	560
Exceso de Provisión		-123	-82	579	505	336

La compañía dota provisiones en algunos casos que suponen más del 2% del crédito medio sobre clientes. En nuestra opinión, basada en estadísticas del sector, estos importes son excesivos por lo que a la hora de valorar la compañía se ha procedido a realizar un ajuste asumiendo unas provisiones iguales al 1,0% del crédito medio sobre clientes, cantidad que a nuestro entender y dadas las características de Banco Esfinge (préstamo al consumo) debe de ser acorde con la morosidad del Banco.

Tasa de descuento

La tasa de descuento o el coste exigido al capital viene determinado por los siguientes elementos:

- **Tasa libre de riesgo:** Corresponde a la rentabilidad que ofrecen en mercado actualmente los activos sin riesgo. Se ha cogido la rentabilidad del Bono Español a 10 años, que a septiembre de 2002 asciende al **4,62%**.
- **Coefficiente Beta:** Mide el riesgo de la inversión frente al riesgo medio del mercado. De esta forma, una Beta igual a 1 significa que nuestra inversión tiene exactamente el mismo nivel de riesgo que el promedio del mercado. En nuestro caso se ha seleccionado la Beta promedio de todos los Bancos de Europa occidental, con un valor del coeficiente Beta de **1,09**.
- **Prima de Mercado:** Es la diferencia de rentabilidad esperada del mercado y el rendimiento esperado sin riesgo. Actualmente su valor se sitúa en torno al **5,0%**.

Aplicando los valores mencionados a través de la fórmula del CAPM, donde la tasa de descuento (K_e) se define como:

$$K_e = R_f + B * (\text{Premium})$$

Se obtiene una tasa de descuento del **10,07%**.

COSTE EXIGIDO			
Rf (TIR Bono 10)	4,62%	Beta e	1,09
Prima Mercado	5,00%	Ke	10,07%
		g	2,00%

Fuente: ACF

Valor Residual

En el cálculo del valor residual debe descontarse aquel Flujo de Caja que la compañía puede generar de forma recurrente, la fórmula mediante la cual se calcula el Valor Residual es la siguiente:

$$VR = BDT * (1 - (g/ROE)) / (K_e - g)$$

Donde:

BDT, es el beneficio neto después de impuestos

g, es la tasa de crecimiento

ROE, es la rentabilidad sostenible, medida como $BDT / \text{Recursos Propios}$

y K_e es el coste exigido a los recursos propios.

Esta fórmula, estima el valor actual de una renta perpetua (BDT) y que crece a una tasa constante (g), considerando mediante el multiplicador $(1 - (g/ROE))$, la cantidad de recursos que son necesarios reinvertir en el negocio para alcanzar la tasa de crecimiento g . La tasa de actualización es el coste de los recursos propios (K_e).

En el caso que nos ocupa, los resultados de 2004 están especialmente castigados, a nuestro entender, ya que la compañía tiene un exceso de recursos en relación a los Activos Totales Medios (ATM), lo cual incide negativamente en el cálculo de la ROE .

Se ha procedido por lo tanto a calcular aquel nivel de Recursos Propios óptimo, considerando un ratio "BIS" (Recursos Propios sobre ATM's) del 10%, en línea con lo que es habitual del sector, si bien cabe considerar que un Banco de estas dimensiones tendría dificultades para obtener un grado tan elevado de apalancamiento.

OPTIMIZACION FONDOS PROPIOS	1999	2000	2001	2002	2003	2004
BIS ⁽²⁾	45,5%	41,2%	40,9%	36,8%	32,5%	33,3%
FFPP BIS 10%	5.276	5.907	6.082	7.048	8.332	8.507
Euribor 3 meses	3,3%	4,9%	3,3%	3,5%	3,5%	3,5%

(2) NOTA sobre el Ratio BIS:

Se ha realizado una aproximación conservadora al Ratio BIS calculada de la siguiente forma: Fondos Propios sobre Activos Totales Medios, si bien para el correcto cálculo del ratio deberían ponderarse los activos por riesgo, siendo dicho Activo Total, inferior al aquí contemplado.

El ratio BIS debe ser superior al 8%, aquí se ha contemplado un Ratio BIS del 10%.

Como puede observarse, el Ratio BIS de la compañía está en niveles en torno al 40% para las magnitudes históricas y en torno al 33% para las magnitudes proyectadas. La línea FFPP BIS 10%, indica los Fondos Propios necesarios asumiendo un Ratio BIS del 10%.

Posteriormente se ha procedido a calcular el ROE sin ajustar, que se sitúa en niveles del 4,5% en el ejercicio 2004 y el ROE ajustado por los efectos anteriormente comentados, asciende en el ejercicio 2003 al 11,4%.

ANALISIS ROE	1999	2000	2001	2002	2003	2004
ROE SIN AJUSTAR						
BDT	1.456	1.244	528	1.045	1.160	1.264
Fondos Propios	24.001	24.340	24.868	25.913	27.073	28.337
ROE	6,1%	5,1%	2,1%	4,0%	4,3%	4,5%
ROE AJUSTADO						
BDT	1.456	1.244	528	1.045	1.160	1.264
Créditos a Clientes (medios)		55.194	46.995	36.091	55.966	75.825
Provisiones (como 1,0% s/créditos medios)	1,00%	552	470	361	560	758
Excedente de provisiones		-82	579	505	336	0
BDT Ajustado ¹		1.191	904	1.373	1.378	1.264
Fondos Propios (Adj. BIS 10%)	10%	5.907	6.082	7.048	8.332	8.507
Menos BDT por ajuste FFPP ²		582	402	429	426	451
ROE Ajustado		10,3%	8,3%	13,4%	11,4%	9,6%

¹ Ajustado por Provisiones netas de impacto impositivo @ 35%.

² Ajustado por necesidad de nuevos recursos @ Euribor a 3 meses

Para el cálculo del valor residual, se ha considerado una ROE igual a la ROE ajustada del ejercicio 2003 (11,4%) que se obtendría con unos Fondos Propios ajustados (2004) de 8.507 miles de euros, lo que permitiría abonar un dividendo extraordinario de 19.831 miles de Euros (Diferencia entre Fondos Propios a 31/12/2004 y Fondos Propios ajustados). El Valor Residual así calculado, asciende a 29.763 miles de euros.

VR (Miles de Euros)	
Fondos Propios 2004	28.337
Fondos Propios (@ BIS XX%)	8.507
ROE Ajustado ¹	11,4%
BDT Ajustado	972
VR ²	9.932
+ Excedente FFPP	19.831
TOTAL	29.763

¹ ROE año 2003

² $VR = BDT * (1 - (g/ROE)) / (Ke - g)$

Tasa de crecimiento

A partir del ejercicio 2004, se ha considerado un crecimiento igual del (2,0%), suponiendo que la compañía mantiene la cuota de mercado alcanzada en el 2004 y no existe un incremento en los precios reales.

Conclusiones DCF

Presentamos a continuación la evolución del “Cash Flow Libre” para el accionista.

EOAF ('000 Euros)	2002E	2003E	2004E	VR
BDT	1.045	1.160	1.264	
Ajuste Exceso de Provisiones (ajustado por impuestos)	328	218	0	
Cash Flow Libre	1.373	1.378	1.264	29.763
Coef de descuento	1,10	1,21	1,33	1,33
FCF actualizados	1.248	1.137	948	22.319

La valoración que se obtiene aplicando el DCF asciende a **1,66 Euros por acción**.

VALORACION	
Valor Coyuntural	3.333
Valor Perpetuidad	22.319
Equity Value (Negocio)	25.652
Número de acciones neto	15.470.579
Valor por acción	1,66

Análisis Sensibilidad

Realizando un análisis de sensibilidad al coste exigido y a la tasa de crecimiento, observamos que la cotización de la acción se mueve entre 1,62 Euros por acción y 1,66 Euros por acción.

g/Ke	9,80%	10,07%	10,50%	11,00%
1,00%	1,68	1,65	1,61	1,57
1,50%	1,68	1,65	1,61	1,57
2,00%	1,69	1,66	1,62	1,57
2,50%	1,69	1,66	1,62	1,57

El análisis de sensibilidad a la tasa de crecimiento y el ROE ofrece un precio por acción entre los 1,66 Euros por acción y 1,67 Euros por acción.















g/ROE	11,20%	11,40%	11,60%	11,80%
1,00%	1,64	1,65	1,66	1,67
1,50%	1,64	1,65	1,66	1,67
2,00%	1,65	1,66	1,67	1,68
2,50%	1,65	1,66	1,67	1,68

Valoración por múltiplos

Compañías Cotizadas

La siguiente tabla muestra los principales múltiplos de una selección de los bancos europeos más significativos.

Valoración de los bancos europeos

		Cotización		PER				P/V				P/Mg. Explotación			
		15-jul-02	29-dic-01	2000	2001	2002e	2003e	2000	2001	2002e	2003e	2000	2001	2002e	2003e
	SCH	7,85	9,41	16,2	14,7	13,3	11,6	2,0	1,9	1,7	1,6	10,6	8,2	6,9	6,1
	BBVA	10,85	13,90	15,5	14,7	13,4	11,8	2,6	2,6	2,4	2,2	10,3	7,9	8,1	7,2
	Deutsche Bank	67,40	79,40	4,1	131,7	15,1	11,7	1,3	1,2	1,0	n.d.	6,0	20,0	9,0	6,9
	HypoVereinsbank	29,81	34,32	14,8	17,0	16,6	12,5	0,8	0,8	0,8	0,8	5,7	5,2	5,0	4,0
	ABN Amro	16,07	18,09	10,2	7,8	10,6	8,5	2,1	2,3	2,2	1,9	5,3	5,3	4,9	4,4
	BNP Paribas	47,50	50,25	10,0	11,1	9,8	8,9	1,9	1,8	1,7	n.d.	9,4	8,5	6,6	6,0
	Société Générale	57,40	62,85	9,8	11,8	10,1	8,8	1,7	1,6	1,6	n.d.	7,2	9,0	5,7	5,0
	San Paolo Imi	8,61	12,04	18,6	13,8	12,2	10,2	3,4	2,2	2,1	n.d.	7,3	10,8	4,6	4,0
	Unicredito Italiano	4,19	4,49	19,9	15,6	13,2	11,1	3,3	2,4	2,1	n.d.	8,6	8,1	5,7	4,6
TOTAL BANCOS EUROS TOXX 50 Mediana				14,8	14,7	13,2	11,1	2,0	1,9	1,7	1,8	7,3	8,2	5,7	5,0
	Banco Popular	41,35	36,88	18,3	15,9	14,2	13,0	4,4	3,9	3,4	3,0	9,6	8,4	7,6	7,0
	Bankinter	28,91	32,86	24,5	22,1	18,2	15,6	2,9	2,8	2,5	2,3	12,1	10,5	9,0	7,9
	Banco Sabadell	15,23	14,90	15,6	13,0	13,3	11,7	1,5	1,2	1,3	n.d.	12,9	9,7	n.d.	n.d.
	Banco Pastor	18,25	15,10	10,3	9,9	11,6	11,4	1,5	1,3	1,6	n.d.	11,8	12,9	12,5	11,1
	Banco de Valencia	11,90	10,00	19,9	14,8	16,7	15,3	3,0	2,3	2,8	n.d.	14,0	13,6	4,9	7,3
	Banco Zaragozano	9,90	9,15	16,2	36,2	17,8	16,9	2,4	2,4	2,7	n.d.	33,7	19,8	12,7	11,3
TOTAL BANCOS ESPAÑA Mediana				17,3	15,3	15,5	14,1	2,7	2,4	2,6	2,7	12,5	11,7	9,0	7,9
TOTAL BANCOS Mediana				15,6	14,7	13,3	11,7	2,1	2,2	2,1	2,0	9,6	9,0	6,7	6,5

Para la aplicación de los múltiplos, se han seleccionado de la tabla anterior aquellos bancos que se asemejen más al tamaño y estructura de Banco Esfinge. En este sentido, se han seleccionado los bancos medianos españoles, incluidos en la segunda parte de la tabla.

Se ha seleccionado los ratios que por la naturaleza del negocio se han considerado más adecuados:

- ▶ PER
- ▶ P/Mg. Explotación
- ▶ P/V

De entre los tres múltiplos analizados, el más significativo es el P/Margen de explotación dado que refleja la capacidad de generación de recursos de la compañía, así como el PER.

Sin embargo, el Precio/Valor Contable no lo consideramos completamente adecuado ya que presupone unas estructuras de financiación similares entre las compañías analizadas y Banco Esfinge. Seleccionar este múltiplo, supondría asumir que la compañía puede incrementar notablemente los

depósitos de clientes, situación improbable dada su escasa red de oficinas. Por este motivo, su influencia en la definición del valor promedio de Banco Esfinge ha sido de un 20%.

Dadas las grandes diferencias entre las entidades arriba analizadas, para la valoración de Banco Esfinge, se han seleccionado las medianas de los múltiplos estimados correspondientes a los años 2002 y 2003 recogidos en el cuadro anterior para **los bancos medianos españoles** (“Valoración de los bancos europeos”).

Múltiplos de Bancos medianos españoles

	2002E	2003E
P / Mg Explotación	9,0	7,9
PER	15,5	14,1
P / VC	3,0	2,7

Nota: El múltiplo de P / VC para el año 2002 se ha calculado en base a los múltiplos de Banco Popular y Bankinter exclusivamente.

A continuación se muestran las magnitudes financieras estimadas para los años 2002 y 2003 de Banco Esfinge y que se emplearán para la estimación del valor del banco.

Magnitudes financieras Banco Esfinge

('000 Euros)	2002E	2003E
Mg Explotación	2.300	2.389
BDT	1.045	1.160
VC	25.913	27.073

Finalmente, el siguiente cuadro recoge el valor estimado para Banco Esfinge por múltiplos de compañías cotizadas comparables. En primer lugar, se estima un valor de Banco Esfinge por cada magnitud financiera escogida (en este caso el margen de explotación, el beneficio neto y el valor contable) y por cada uno de los años de proyección utilizados para el cálculo del valor. De este modo, multiplicando cada múltiplo por su magnitud correspondiente se obtienen las distintas estimaciones de valor. En segundo lugar, una vez obtenidas dichas estimaciones de valor, se ponderan éstas según lo explicado anteriormente, es decir, en función de la relevancia que se estima que tiene cada múltiplo empleado en el cálculo. Finalmente, la suma de los valores ponderados devuelve el valor total estimado de Banco Esfinge para los ejercicios 2002 y 2003.

Valor total ('000 Euros)	2002E	2003E	
P / Mg Explotación	20.587	18.782	
PER	16.176	16.399	
P / VC	77.498	72.549	
Valor ponderado ('000 Euros)	2002E	2003E	% Pond.
P / Mg Explotación	8.235	7.513	40,0%
PER	6.471	6.559	40,0%
P / VC	15.500	14.510	20,0%
Valor total final ('000 Euros)	2002E	2003E	
Valor total final (suma valores ponderados)	30.205	28.582	
Valor total final por acción	1,95	1,85	

Fuente: ACF

El valor que se deriva de aplicar a los diferentes múltiplos se sitúa entre los **1,85 Euros** por acción y **1,95 Euros** por acción.

6 Impacto de la adquisición de Inverbolsa, AVB, S.A.

La compañía, con fecha 25 de junio de 2002, ha adquirido mediante compraventa la propiedad de 9.000 acciones representativas del 100% del capital social de Inverbolsa, S.A. Agencia de Valores y Bolsa, por un precio total de 2.873.175,78 Euros. Al objeto de determinar el impacto de dicha adquisición en el valor de Banco Esfinge, se ha procedido a realizar una valoración de Inverbolsa a través del Descuento de Flujos de Caja. Esta adquisición ha sido financiada mediante recursos propios de Banco Esfinge.

Para la elaboración de las proyecciones se han tenido en cuenta:

- ▶ Las expectativas del negocio de Inverbolsa, a partir de los cierres históricos de los ejercicios 1998, 1999, 2000 y 2001.
- ▶ El presupuesto realizado por el equipo directivo de la compañía para el ejercicio 2002.
- ▶ Conversaciones con el equipo directivo a fin de determinar la proyección del negocio para el ejercicio 2003 y 2004.
- ▶ Aquella información pública financiera, estudios, criterios y análisis internos de índole económica, comercial y financiera que guardan relación con los negocios de Inverbolsa y que se han considerado como relevantes.

Principales Hipótesis

Evolución del negocio

Comisiones Percibidas: El crecimiento anual medio compuesto estimado para los próximos años de las comisiones percibidas es del 14%. Entre otros, este crecimiento viene explicado por lo siguiente:

- ▶ El crecimiento en las comisiones percibidas vendrá impulsado principalmente por la evolución que tengan las comisiones procedentes de la intermediación, que representan más del 50% del total de comisiones percibidas. Dichas comisiones de intermediación vienen a representar en media cerca de un 0,14% del volumen total intermediado por Inverbolsa. Se ha estimado un incremento en las comisiones de intermediación (CAGR 3 años 15%), basada en una recuperación de los mercados financieros y acuerdos firmados con algunas Agencias de Valores para canalizar sus negocios a través de Inverbolsa.
- ▶ Asimismo, las comisiones percibidas incluyen las comisiones cobradas por Inverbolsa por la colocación de fondos de inversión de terceros, por cuyo negocio le es retrocedida parte de la comisión de gestión de la gestora de dichos fondos de inversión. La comisión final media se encuentra entorno a un 1,75%. Se ha considerado un incremento en las colocaciones de fondos de inversión potenciado gracias al incremento del esfuerzo comercial. (CAGR 3 años del 26%).

- De la misma manera, las comisiones percibidas incluyen las comisiones devengadas por Inverbolsa por la actividad de gestión de carteras. Durante los últimos años el volumen de carteras gestionada ha venido incrementándose entorno a un 6%, por lo que se estima este crecimiento anual en los años proyectados en lo que a volumen gestionado en carteras se refiere. En cuanto a la comisión estimada para los próximos ejercicios se estima igual a la comisión media devengada en el pasado ejercicio 2001 que fue del 0,71%.

ESTIMACION DE LA EVOLUCION DE LAS COMISIONES PERCIBIDAS							
(Miles de euros)	1998	1999	2000	2001	2002E	2003E	2004E
Comisiones percibidas	2.257	1.741	1.956	1.428	1.658	1.874	2.093

Fuente: Elaboración propia

Comisiones Satisfechas: Se ha estimado un mantenimiento de las comisiones satisfechas en torno al 15% sobre las percibidas.

ESTIMACION DE LA EVOLUCION DE LOS CORRETAJES Y COMISIONES SATISFECHOS							
(Miles de euros)	1998	1999	2000	2001	2002E	2003E	2004E
Correajes y comisiones satisfechos	220	205	269	245	256	289	323

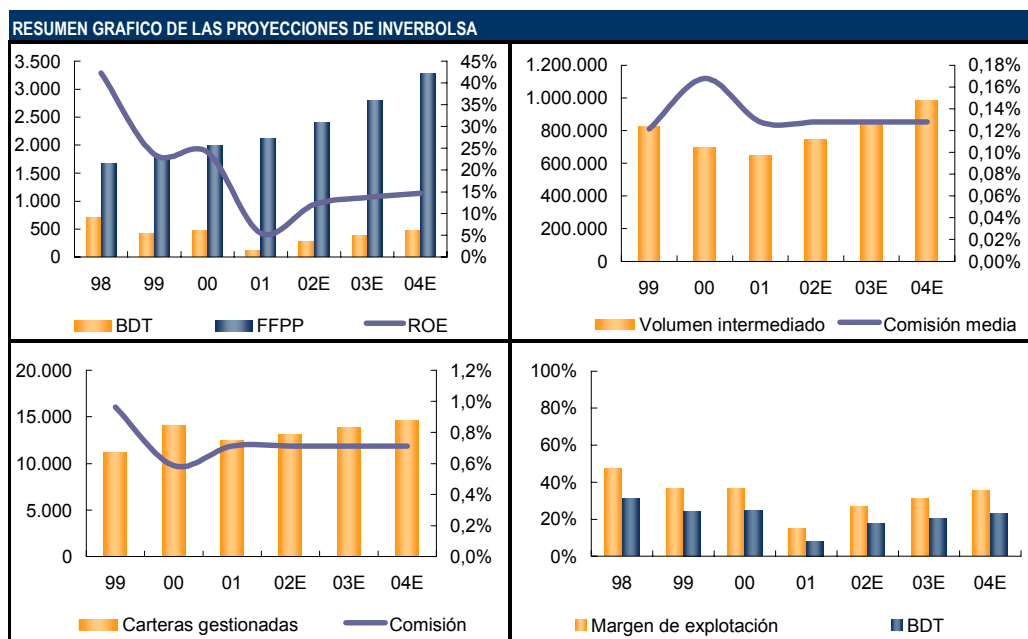
Fuente: Elaboración propia

Gastos de Personal: Los gastos de personal fijos se han incrementado en el IPC (2,5%) y la parte variable se ha estimado en el 8% del Beneficio neto del ejercicio.

ESTIMACION DE LA EVOLUCION DE LOS GASTOS DE PERSONAL							
(Miles de euros)	1998	1999	2000	2001	2002E	2003E	2004E
Gastos de Personal	569	593	632	597	626	649	672

Fuente: Elaboración propia

Se presenta a continuación la evolución prevista de las principales magnitudes:



Fuente: Inverbolsa y elaboración propia

Otras Hipótesis

Tasa de descuento

La tasa de descuento o el coste exigido al capital viene determinado por los siguientes elementos (desarrollados anteriormente):

HIPOTESIS - Ke	
Rf	4,62%
β	1,02
Pr	5,00%
Ke	9,70%

Fuente: *Elaboración propia*

Tasa de crecimiento

A partir del ejercicio 2004, se ha considerado un crecimiento igual a la inflación (2%). Es decir un crecimiento igual a 0 en términos reales.

Valor Residual

Para el cálculo del valor residual se ha considerado que la compañía genera una renta perpetua con un crecimiento anual del 2%.

Evolución de los Estados Financieros

CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS							
<i>(Miles de euros)</i>	1998	1999	2000	2001	2002E	2003E	2004E
Comisiones percibidas	2.257	1.741	1.956	1.428	1.658	1.874	2.093
Corretajes y comisiones satisfechos	220	205	269	245	256	289	323
Comisiones netas	2.037	1.536	1.687	1.183	1.402	1.584	1.769
Intereses y dividendos	178	178	157	106	162	155	155
Margen Ordinario	2.215	1.714	1.844	1.289	1.563	1.739	1.924
Gastos de Personal	569	593	632	597	626	649	672
Gastos Generales	563	461	464	446	457	469	480
Amortizaciones y Otros	13	23	32	32	32	32	32
Margen de Explotación	1.070	637	716	214	448	590	740
Otros ingresos y gastos	6	0	11	-55	0	0	0
BAI	1.076	637	727	159	448	590	740
Impuesto de Sociedades	372	214	245	43	157	206	259
BDT	704	423	482	116	291	383	481

Fuente: Inverbolsa y elaboración propia

BALANCE							
<i>(Miles de euros)</i>	1998	1999	2000	2001	2002E	2003E	2004E
Inmovilizado	50	55	79	73	73	73	73
Cartera de acciones permanente	96	96	96	98	98	98	98
Cuentas diversas	53	94	113	156	157	162	170
Crédito a particulares	39	31	33	35	35	35	35
Cartera de negociación	851	897	1.455	1.904	1.958	2.390	2.731
Intermediarios financieros	5.682	9.731	4.665	2.880	2.860	2.574	2.495
TOTAL ACTIVO	6.771	10.904	6.441	5.146	5.182	5.332	5.602
Fondos propios	1.665	1.791	2.003	2.119	2.410	2.793	3.275
Financiaciones de la clientela	4.444	8.874	4.128	2.895	2.634	2.397	2.182
Cuentas diversas	662	239	310	132	137	141	146
TOTAL PASIVO	6.771	10.904	6.441	5.146	5.182	5.332	5.602

Fuente: Inverbolsa y elaboración propia

Conclusiones de Valoración.

Presentamos a continuación la evolución del “Cash Flow Libre” para el accionista.

DETERMINACION DE LOS FLUJOS DE CAJA PARA EL ACCIONISTA				
CFac ('000 Euros)	2002E	2003E	2004E	VR
Mg Explotación	448	590	740	
Impuestos @35%	(157)	(206)	(259)	
NOPLAT	291	383	481	
Amortizaciones	32	32	32	
CAPEX	(32)	(32)	(32)	
NOF	(257)	(238)	(220)	
Flujo de caja para el accionista	35	146	261	3.393
	2002E	2003E	2004E	VR
Ke	9,70%	9,70%	9,70%	9,70%
Coef de descuento	1,10	1,20	1,32	1,32
CFac actualizados	32	121	198	2.570

Fuente: Elaboración propia

La valoración que se obtiene aplicando el DCF asciende a 2.900 miles de euros.

En base al trabajo realizado anteriormente, del que se desprende un valor para el 100% de las acciones de Inverbolsa de 2.900 miles de Euros, y dado que los negocios que el negocio que desarrolla Inverbolsa no presenta sinergias evidentes con el negocio desarrollado por Banco Esfinge, puede concluirse que la adquisición de 9.000 acciones representativas del 100% del capital de Inverbolsa, por parte de Banco Esfinge, no es generadora de valor. Asimismo, dado que el precio pagado por la compañía se ajusta a su valor (2.900 miles de Euros), se concluye que la operación no detrae valor a Banco Esfinge.

7 Conclusiones

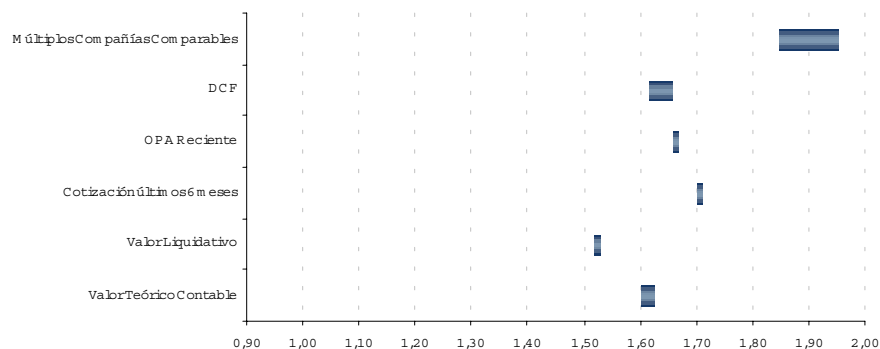
La siguiente tabla presenta el resumen de la valoración con base en las metodologías de valoración empleadas.

En nuestra opinión, consideramos que el método que mejor se aproxima al valor de Banco Esfinge es el que se obtiene a través del Descuento de Flujos de Caja, que ofrece una valoración entre 1,62 euros por acción y los 1,66 euros por acción.

Del resto de métodos de valoración, consideramos que el Valor Liquidativo (1,53 euros por acción) en nuestra opinión marca un valor mínimo (dado que valores inferiores situarían la alternativa de liquidación como la más racional) y que el precio de la OPA que formuló Banco Finantia sobre el 100% del capital de Banco Esfinge (Febrero 2001) a un precio de 1,66 euros por acción, es una referencia a tener en cuenta.

Consideramos que el valor de Banco Esfinge se sitúa en torno a **1,66 Euros por acción** que coincide con el máximo del rango de valoración por Descuento de Flujos de Caja.

Resumen Valoraciones (Euros / Acción)



Fuente: *Elaboración Propia*

Asimismo, se concluye que la adquisición de Inverbolsa por 2.873 miles de Euros no aporta ni detrae valor a Banco Esfinge.

8 ANEXOS: Proyecciones y Evolución 1er Semestre 2002

El análisis contenido en este informe parte de los Estados Financieros históricos auditados y las previsiones preparadas por el equipo directivo de la compañía que mostramos a continuación:

Proyección Estados Financieros 1998-2004

PyG	1998	1999	2000	2001	2002E	2003E	2004E
Ingreso por intereses	5.367	5.324	5.603	6.025	6.034	7.486	6.787
Gasto por intereses	1.432	1.407	1.865	2.510	2.046	3.147	2.515
Margen de Intermediación	3.935	3.917	3.738	3.515	3.988	4.339	4.272
% S/ATM		7,4%	6,3%	5,8%	5,7%	5,2%	5,0%
Comisiones Netas	188	194	230	215	363	218	263
Resultados Op. Financieras	0	210	0	0	375	0	0
Margen Ordinario	4.123	4.321	3.967	3.730	4.726	4.557	4.535
% S/ATM		8,2%	6,7%	6,1%	6,7%	5,5%	5,3%
Gastos de Personal	1.386	1.089	1.014	1.072	1.345	2.045	2.083
Gastos Generales	655	770	728	792	932	0	0
Amortizaciones y Otros	202	112	121	146	150	124	68
Margen de Explotación	1.881	2.350	2.105	1.719	2.300	2.389	2.384
% S/ATM		4,5%	3,6%	2,8%	3,3%	2,9%	2,8%
Provisión de Insolvencias	236	405	470	1.049	866	895	758
Resultados Extraordinarios	1.054	295	276	115	174	291	319
BAI	2.699	2.240	1.911	786	1.608	1.784	1.945
Impuesto de Sociedades	892	784	666	258	563	625	681
BDT	1.808	1.456	1.244	528	1.045	1.160	1.264
Tax	33,0%	35,0%	34,9%	32,8%	35,0%	35,0%	35,0%
BALANCE	1998	1999	2000	2001	2002E	2003E	2004E
Tesorería	316	323	444	622	590	560	530
Entidades de Crédito	268	144	642	19.461	5.600	5.320	5.586
Valores de RF	0	0	0	0	36.039	0	0
Crédito sobre clientes	46.994	51.726	58.661	35.329	36.853	75.078	76.572
Activo Fijo	2.559	2.395	2.300	2.354	2.244	2.116	2.045
Acciones Propias	0	100	544	112	302	302	302
Otro Activo	126	165	280	484	560	586	615
Periodificación	202	199	219	178	223	274	247
TOTAL ACTIVO	50.466	55.052	63.090	58.540	82.411	84.236	85.897
Recursos Propios	23.633	24.001	24.340	24.868	25.913	27.073	28.337
Entidades de Crédito	7.526	8.535	8.401	155	29.516	32.538	35.183
Débitos a Clientes	16.370	20.156	28.042	31.357	25.102	22.500	19.960
Otros Pasivos	1.702	1.195	1.529	1.140	817	980	1.176
Provisiones para Riesgos	687	629	165	165	165	165	172
Cuentas de Periodificación	548	536	613	855	898	980	1.069
TOTAL PASIVO	50.466	55.052	63.090	58.540	82.411	84.236	85.897
ATM		52.759	59.071	60.815	70.476	83.324	85.067

Estas proyecciones son las que se han empleado para efectuar la aproximación al valor del Banco Esfinge por los métodos de descuento de flujos de caja y de la aplicación de múltiplos de compañías cotizadas comparables, ambos explicados anteriormente.

activos totales medios. A diciembre de 2001 el margen de explotación se situó en 1.719 miles de euros, es decir un 2,8% de los activos totales medios a la misma fecha. En la caída del margen han intervenido tanto el incremento que se produce en los gastos de personal como el acontecido en los gastos generales.