

Universidad Nacional del Litoral
Facultad de Ciencias Económicas
Maestría en Administración y Finanzas

Trabajo final

**VALUACIÓN DEL CAPITAL ACCIONARIO DE DEUTSCHE BÖRSE GROUP:
ANÁLISIS FINANCIERO DE UN PROVEEDOR MULTINACIONAL DE
SERVICIOS FINANCIEROS.**

Autor: Boretto, Manuel

Director: Prof. Dr. Martín Dutto

Codirector: Prof. Dr. Christian Armbruster

Santa Fe, Argentina

2026

Índice de contenidos

1. Tema de investigación.....	4
2. Título del trabajo	4
3. Problema de investigación	4
4. Objetivos	4
5. Fundamentación y presentación del tema	5
6. Antecedentes y marco conceptual	7
7. Aspectos metodológicos.....	10
8. Deutsche Börse Group: historia y segmentos de negocio.	11
8.1- Investment Management Solutions	15
8.2- Trading and clearing.....	20
8.3- Fund services.....	25
8.4- Securities services	30
8.5 Política de dividendos.....	35
9. Perspectivas macroeconómicas en la Unión Europea y Alemania	36
10. Análisis de la competitividad de la industria.....	37
11. Análisis financiero de la compañía.....	43
11.1 Observaciones generales.....	43
11.2 Ratios de rentabilidad	47
11.3 Ratios de deuda.....	51
11.4 Conclusión del estado financiero de la compañía al 31/12/2024	53
12. Aspectos metodológicos de la valuación.....	55
13. Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC)	56
14. Proyecciones de variables.....	60
14.1 Proyección de ventas	60
14.2 Proyección de capital de trabajo.....	62
14.3 Proyección de costos	63
14.4 Proyección de depreciación y activos fijos.....	65
14.5 Proyección de dividendos.....	66

14.6 Proyección de impuestos	67
15. Valuación por Flujo de Fondos Descontados (DCF).....	67
15.1 Escenario base	67
15.2 Escenario optimista.....	69
15.3 Escenario pesimista	71
16. Valuación por múltiplos	73
16.1 Price/Sales	74
16.2 Price/Earnings.....	75
16.3 Price/Book Value.....	75
16.4 Enterprise Value/EBIT	76
16.5 Enterprise Value/EBITDA	77
16.6 Conclusión	78
17. Conclusión	79
18. Referencias Bibliográficas.....	82

1. Tema de investigación

Valuación del capital accionario de Deutsche Börse Group como proveedor multinacional de servicios financieros. En este trabajo se buscará valorar la compañía mediante la utilización de diversos métodos para aproximarnos al valor intrínseco de la misma, proporcionando en el camino un análisis detallado de su performance financiera y del rendimiento.

Se propone efectuar un análisis de la valuación del capital accionario de Deutsche Börse Group. Para ello, se tendrán en cuenta los diferentes contextos– tanto nacionales como internacionales–, las visiones del management en cuanto a la proyección de la compañía, el grado de vinculación de ésta a mercados globales, los indicadores financieros más relevantes, la magnitud de los activos bajo custodia, las negociaciones con reguladores, entre otros. Asimismo, se propone comparar dichas consideraciones con aquellas llevadas a cabo en competidores internacionales en situaciones similares (ej: London Stock Exchange Group, Intercontinental Exchange).

Finalmente, se propone analizar si la cotización de la compañía está acorde a los fundamentos financieros y macroeconómicos de la firma, o si se encuentra sub o sobreestimada en su cotización en el mercado de capitales.

2. Título del trabajo

Valuación del Capital Accionario de Deutsche Börse Group: Análisis Financiero de un Proveedor Multinacional de Servicios Financieros.

3. Problema de investigación

¿Cuáles son los principales métodos para valorar el capital accionario de Deutsche Börse Group en el contexto financiero global? ¿Qué se puede inferir de acuerdo a esta investigación respecto a la relación entre valor y precio bursátil de la compañía?

4. Objetivos

Objetivo general

Analizar la valuación del capital accionario de Deutsche Börse Group al 31/12/2024 mediante métodos financieros integrales, conociendo los factores que influyen en su precio de mercado para poder estimar el valor de la compañía, contrastándolo con su precio de

mercado para poder determinar si la misma está correctamente valuada en el mercado bursátil.

Objetivos específicos

- Describir la historia, estructura y segmentos operativos de Deutsche Börse Group, analizando sus indicadores financieros clave.
- Describir e investigar factores macroeconómicos y de la industria que pueden influir en el precio de mercado de Deutsche Börse Group.
- Evaluar financieramente a la empresa tomando escenarios base, optimista y pesimista.

5. Fundamentación y presentación del tema

Deutsche Börse Group es un actor clave para los mercados financieros globales, siendo el tercer mercado bursátil más grande de Europa por capitalización. Su actividad abarca desde la gestión de mercados de valores, derivados y servicios post-negociación, hasta soluciones tecnológicas en digitalización y gestión de activos. La relevancia de su análisis radica en su crecimiento sólido, la innovación constante y la adaptabilidad frente a un entorno regulatorio dinámico y competitivo.

El presente análisis busca realizar una valoración financiera precisa del grupo, atendiendo a su desempeño histórico, estructura financiera y escenarios futuros basados en la implementación de la estrategia “Horizon 2026”, orientada a un crecimiento sostenible y mayor generación de ingresos recurrentes (Deutsche Börse Group, 2025; Deutsche Börse Cash Market, 2025).

El estudio de empresas bursátiles de gran envergadura como Deutsche Börse es fundamental para entender las dinámicas del mercado financiero europeo y global. La valoración financiera de estas entidades impacta decisiones de inversionistas institucionales y particulares, influye en el desarrollo del mercado de capitales y aporta transparencia al sector.

Además, el sector está sujeto a cambios regulatorios significativos, avances tecnológicos y variaciones en la demanda de servicios financieros, factores que condicionan la evaluación del valor intrínseco de la empresa y su estrategia de crecimiento.

Finalmente, mi experiencia de 6 meses como pasante en la empresa me brindó un conocimiento y un crecimiento muy profundo, y facilitó mi entendimiento del negocio en un sentido amplio, gracias al contacto con referentes y profesionales dedicados a la empresa, lo que contribuye a incrementar la calidad de la investigación.

En este trabajo, mediante diversas técnicas de valoración, se buscará determinar el valor intrínseco de la firma, proporcionando un análisis de su rendimiento, con la finalidad de recomendar o desincentivar la compra de sus acciones dependiendo si se encuentran sub o sobrevaluadas.

Para analizar la compañía, que será la primera parte del trabajo, se profundizará en el surgimiento de Deutsche Börse, su historia, sus segmentos de negocios, las empresas que componen el grupo y la evolución de las mismas a lo largo del tiempo, las fusiones y adquisiciones que se han llevado a cabo y también análisis de la competencia.

Posteriormente, en el análisis financiero, se buscará dar un panorama general del rendimiento financiero de la compañía mediante la utilización de ratios de rentabilidad - incluyendo margen bruto, EBIT margen, margen de beneficio neto-, ratios de deuda y solvencia. Adicionalmente, se analizarán múltiplos, y se compararán con los de los competidores, permitiendo tener una imagen amplia del mercado, para luego desarrollar un método de flujo de fondos descontado o DCF, valorado al 31/12/2024, proyectando activos, pasivos, gastos operativos, activos fijos, dividendos y tasas impositivas en 3 escenarios distintos (base, optimista y pesimista).

6. Antecedentes y marco conceptual

La valoración de empresas es un proceso fundamental para la toma de decisiones de inversión y gestión, especialmente en sectores tan complejos y regulados como el financiero y bursátil. En este contexto, se emplean diversos métodos cuyo entendimiento profundo permite obtener valoraciones precisas y confiables, sin dejar de lado las limitaciones que cada una trae consigo.

Métodos de valoración de empresas:

Uno de los métodos más rigurosos y ampliamente utilizados es el modelo de descuento de flujo de caja (DCF), que estima el valor presente neto de los flujos de caja futuros que la empresa podrá generar para sus inversores. Este modelo tiene la ventaja de considerar el valor temporal del dinero y el riesgo asociado, reflejado en la tasa de descuento (costo promedio ponderado de capital, WACC por sus siglas en inglés) (Ross, Westerfield y Jaffe, 2010, pág 292).

Siguiendo a Damodaran (2002), el DCF es especialmente útil para empresas con flujos de caja relativamente estables y predecibles, como es común en grandes bolsas de valores y proveedores de servicios financieros. Sin embargo, su aplicación requiere realizar supuestos cuidadosos sobre el crecimiento futuro, costos operativos y escenarios macroeconómicos, lo que lo hace sensible a la calidad de las proyecciones y a la selección de la tasa de descuento.

Complementariamente, la valoración por múltiplos presenta un enfoque relativo, comparando indicadores financieros clave (como P/E, EV/EBITDA) con otras empresas similares del sector. Esta técnica resulta más sencilla y rápida, permitiendo contrastar la valoración absoluta del DCF con el valor relativo en el mercado y detectar posibles sobrevaloraciones o subvaloraciones (Damodaran, 2002; McKinsey & Company, 1997).

No obstante, la valoración por múltiplos tiene limitaciones derivadas de diferencias en la estructura financiera, estrategias empresariales o condiciones de mercado entre la

empresa analizada y sus pares. Por ello, la selección de comparables debe ser rigurosa para garantizar la relevancia de las conclusiones (Brealey, Myers & Allen, 2009).

Finalmente, el valor de liquidación es un método menos utilizado en empresas en operación, ya que se basa en el valor neto de activos si fueran vendidos hoy, ignorando el valor como negocio en marcha (McKinsey & Company, 1997). Este método puede subestimar empresas con activos intangibles o elevado valor estratégico.

Análisis financiero como base para la valoración:

Siguiendo a Ross et al (2010), el análisis financiero permite estudiar la situación económica y desempeño operativo de la empresa mediante el estudio de sus estados financieros (balance general y estado de resultados) y el cálculo de ratios clave. Esta evaluación es vital para comprender la capacidad de generación de flujos, la solvencia y el riesgo.

Entre dichos parámetros podemos encontrar:

Ratios de rentabilidad: Miden la eficiencia en el uso de activos y en las operaciones para generar beneficios. Ejemplos son el margen bruto, margen operativo y margen neto. Son esenciales para evaluar la sustentabilidad del negocio y comparar desempeño con la industria (Ross et al, 2010).

Ratios de endeudamiento: Indican la estructura de financiamiento y el riesgo financiero, mostrando la proporción de deuda respecto a activos o patrimonio. Un endeudamiento alto puede amplificar retornos, pero también riesgos, afectando la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones y obtener futuros financiamientos (Bodie, Kane & Marcus, 2012).

El correcto análisis e interpretación de estos ratios debe considerar el ciclo de vida de la empresa, las condiciones macroeconómicas, y factores regulatorios propios del sector financiero y mercado bursátil.

Riesgos y aspectos regulatorios en el sector financiero:

Las empresas del sector financiero están sujetas a un entorno regulatorio complejo que impacta directamente en su modelo de negocio, costos y riesgos. Las regulaciones

européas y globales buscan asegurar la estabilidad, proteger inversores y garantizar transparencia, pero también imponen requisitos de capital, límites operativos y reportes que afectan la rentabilidad (Deutsche Börse Group, 2024).

Además, la competencia tecnológica y la innovación en servicios financieros (fintech, digitalización) presentan retos y oportunidades que deben ser considerados en el análisis estratégico y la valoración. La capacidad del grupo para adaptarse y capitalizar estas tendencias es un factor crítico para sus perspectivas futuras (Deutsche Börse Cash Market, 2023).

Este marco conceptual orienta a emplear métodos mixtos de valoración, complementados con un análisis financiero robusto y contextualizado en la regulación y dinámica sectorial. Se prioriza el DCF como base, evaluando su sensibilidad ante diferentes escenarios, y se valida con análisis por múltiplos y mediciones financieras clave, para sintetizar una estimación realista del valor y competitividad de Deutsche Börse Group.

7. Aspectos metodológicos

En los proyectos de investigación pueden utilizarse diversas metodologías, a saber, cuantitativa, cualitativa o mixta. La primera de ellas, en palabras de Hernández Sampieri (2018), representa un conjunto de procesos secuenciales y probatorios, con el objetivo de formular hipótesis y que estas sean contrastadas mediante pruebas basadas en datos empíricos. El segundo tipo, aunque también se guía por temas específicos, pueden desarrollar preguntas antes, durante o después de la recolección y el análisis de los datos. “La acción indagatoria se mueve de manera dinámica en ambos sentidos: entre los hechos y su interpretación, y resulta un proceso más bien “circular” [...]” (Hernández Sampieri, 2018, pág. 7).

La finalidad de este proyecto de investigación es, en primer lugar, describir y analizar el desempeño financiero, la evolución de dichas variables y las expectativas a futuro de Deutsche Börse Group, utilizando para ello una metodología mixta. Para la obtención de información, se relevarán fuentes diversas como los informes anuales del grupo, reportes sectoriales, bases de datos financieras, bibliografía especializada y páginas web del rubro.

Se aplicarán técnicas cuantitativas para el cálculo de ratios y valoración financiera mediante DCF, con la construcción de escenarios que contemplan variables macroeconómicas, costos operativos y evolución de ingresos. Además, se hará un análisis cualitativo estratégico alineado a la estrategia corporativa del grupo.

El trabajo estará estructurado de la siguiente manera: en primer lugar, constará de una introducción y presentación del tema, en segundo lugar, de un marco conceptual de los métodos de análisis y su debida aplicación y la correcta manipulación de los datos. Seguidamente, se hará un racconto de la historia de la empresa, sus inicios, su desarrollo y los procesos que la llevaron a ser la compañía que es hoy, analizado de la mano de información financiera y los diversos sectores que componen al negocio. Adicionalmente, se revisarán tanto el contexto de la industria como los movimientos macroeconómicos que influyen en el desenvolvimiento del negocio y los potenciales impactos. Luego, se realizará un análisis financiero teniendo en cuenta diversos ratios para conocer cuantitativamente el estado de la compañía, para posteriormente pasar al modelo de cálculo de proyecciones,

valuación por flujo descontado de fondos y por múltiplos. Finalmente, como conclusión, se hará un resumen de los hallazgos y las posibles recomendaciones para los inversores.

8. Deutsche Börse Group: historia y segmentos de negocio.

Surgida en 1992, con sede central en Frankfurt am Main, Alemania, Deutsche Börse Group emergió como la proveedora de infraestructura financiera global en la que se ha convertido hoy, con la necesidad de asegurar solidez y calidad operativa de sistemas para procesar, compensar, liquidar, custodiar y registrar enormes flujos de divisas que fluyen diariamente en los mercados de capitales en Europa y el mundo.

Los servicios del grupo son variados e incluyen desde software para manejo de carteras de inversión, soluciones analíticas, desarrollo de índices, servicios para trading, compensación y liquidación de órdenes, servicios de custodia de valores y fondos hasta provisión de liquidez y garantías.

Contrariamente a otras bolsas en el mundo, donde se migró desde las transacciones en físico a plataformas digitales, Deutsche Börse nació con una impronta tecnológica clave. Esta cuestión fue clave ya que le permitió posicionarse rápidamente como innovadora en la automatización de procesos bursátiles, impulsando cambios estructurales que no solo transformaron el mercado alemán, sino que también sirvieron de modelo para la modernización de otras infraestructuras europeas. Desde los inicios en 1993 se proveyó de soporte electrónico al piso de intercambio, pero la introducción de Xetra en 1997, una plataforma electrónica de negociación altamente eficiente, constituyó un evento dinamizador para la época, al ofrecer transparencia, velocidad y accesibilidad sin precedentes en los mercados de renta variable.

A lo largo de más de tres décadas, Deutsche Börse ha crecido desde una bolsa nacional hacia un clúster global de servicios financieros con una cadena de valor altamente integrada. El grupo está presente hoy en segmentos que abarcan desde la negociación de valores, derivados y activos digitales, hasta la compensación y liquidación de operaciones, la provisión de datos de mercado, el desarrollo de índices de referencia, desarrollo de

softwares para carteras de inversión y la oferta de soluciones tecnológicas avanzadas para instituciones financieras. La adquisición de Clearstream en 2002 y el posterior desarrollo de sus servicios de post-trade fortalecieron aún más esta integración, beneficiándose el grupo de una posición estratégica en el ciclo completo de transacciones financieras.

El crecimiento del grupo también estuvo marcado por intentos de fusiones internacionales, como las negociaciones con NYSE Euronext en 2012 y con London Stock Exchange en 2016, que, aunque no se concretaron debido a bloqueos regulatorios, reflejan la visión del grupo de convertirse en un líder global en infraestructura de mercado. Deutsche Börse ha respondido a estos desafíos reorientando su modelo hacia actividades de mayor valor agregado, como la provisión de datos, las soluciones analíticas, los servicios tecnológicos y la digitalización integral de activos, como se ha observado con las adquisiciones y desarrollos claves de los últimos años.

En los últimos años, la compañía viene profundizando su rol de vanguardia tecnológica mediante la adopción escalonada de inteligencia artificial, tecnologías de registración distribuida (DLT), infraestructura digital de activos, computación en la nube y otras herramientas que están redefiniendo el funcionamiento de los mercados globales. La estrategia llamada Horizon 2026, presentada en 2022, establece metas financieras ambiciosas, un marco claro de asignación de capital y una visión integral que combina crecimiento orgánico, adquisiciones estratégicas y liderazgo digital.

Así, Deutsche Börse Group se erige hoy no solo como un operador de mercados, sino como un conglomerado de infraestructura financiera que articula datos, tecnología, procesos de post-trade, servicios de inversión y soluciones digitales de nueva generación. Su historia no puede comprenderse aisladamente del proceso más amplio de modernización financiera que atravesó Europa y el mundo desde la última década del siglo XX. La digitalización de los mercados, la globalización del flujo de capitales, el incremento de la competencia entre bolsas internacionales y los cambios regulatorios derivados de la integración económica europea luego de la caída del muro de Berlín crearon un entorno que exigía una infraestructura más sofisticada, ágil y resiliente, sentando las bases para que el grupo emergiera no solo como una respuesta institucional a los desafíos del momento, sino como un actor que influiría activamente en la dirección futura de los mercados globales.

En su fundación, Deutsche Börse heredó una tradición bursátil centenaria pero dividida. Hasta ese momento, el sistema alemán contaba con diversas bolsas regionales que operaban parcialmente de manera independiente. Sin embargo, la integración financiera internacional y las demandas del mercado exigían una estructura unificada y tecnológicamente avanzada. La fundación de Deutsche Börse supuso ese paso clave: centralizar la administración del mercado de valores alemán bajo una entidad moderna, con capacidad de inversión, cuerpo dirigente profesional y foco tecnológico.

El lanzamiento de Xetra en 1997 como sistema electrónico de negociación, no solo mejoró la operativa doméstica, sino que posicionó a Alemania como uno de los mercados más avanzados de Europa. La plataforma permitió estandarizar los procesos de ejecución, incrementar la transparencia de precios, reducir spreads y eliminar las restricciones geográficas en la participación de inversores gracias al acceso virtual. En poco tiempo, se transformó en el motor central del mercado accionario alemán y en un referente internacional de trading electrónico.

Posteriormente, en cooperación con la bolsa suiza, se lanzó EUREX, el mercado de derivados, completando la primera etapa de expansión. Al convertirse en uno de los mercados de futuros y opciones más importantes del mundo, Deutsche Börse consolidó una presencia estratégica en instrumentos financieros de creciente demanda.

Desde la dirigencia de comienzos de siglo se entendió que para mantener competitividad debía integrar verticalmente toda la cadena de valor del mercado de capitales: negociación (trading), compensación (clearing), liquidación (settlement) y custodia (custody). Esta visión se plasmó con la creación de Clearstream en 2002, debido a la fusión de Cedel International y Deutscher Kassenverein. Gracias a esto, la compañía incorporó el negocio de post-trade, que es piedra angular del correcto funcionamiento de los mercados financieros transfronterizos.

A partir de la década de 2010, Deutsche Börse identificó un área con un gran potencial: la economía de los datos financieros. La creación y expansión de STOXX Ltd., responsable de índices de referencia como Euro STOXX 50, DAX y más recientemente la anexión de Qontigo, permitió al grupo integrarse en la arquitectura informativa utilizada por gestores de activos, ETFs, bancos y aseguradoras de todo el mundo. Esta área de negocios

no solo diversifica ingresos, sino que genera flujos estables basados en licencias, tarifas por benchmarking y derechos de uso en productos estructurados y fondos cotizados.

La última adquisición del grupo fue en 2023, cuando se integró SimCorp, empresa proveedora de soluciones de gestión de inversiones con analítica avanzada, reconocida a escala mundial por su software de gestión de carteras utilizado por grandes gestoras de activos, fondos soberanos, aseguradoras y fondos de pensiones, permitió al grupo aglutinar soluciones de front, middle y back office en una propuesta de valor coherente y completamente digitalizada que fortalece la oferta para clientes institucionales.

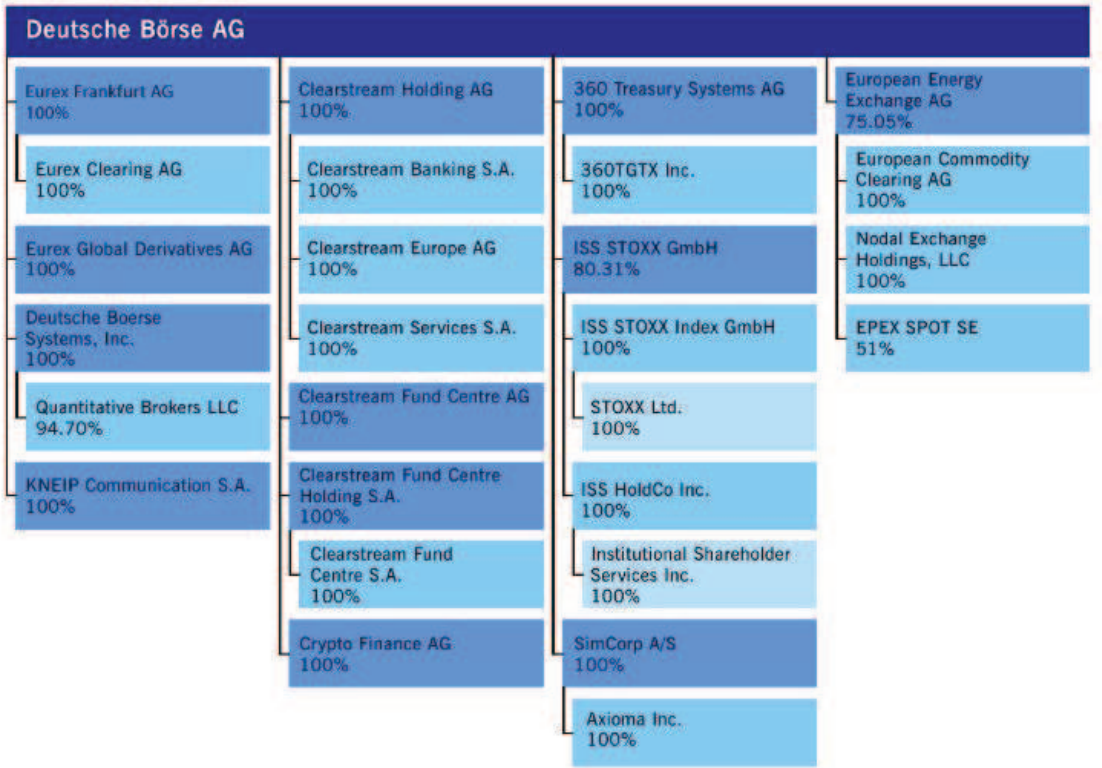
La evolución de Deutsche Börse durante la última década ha estado marcada por una estrategia de expansión que combina crecimiento orgánico con adquisiciones dirigidas, tal como lo pretende el Horizon 2026, lo que ha permitido al grupo convertirse en una entidad altamente diversificada dentro de la industria. Esta diversificación no solo busca adaptarse a un entorno regulatorio y económico cada vez más complejo y a mercados financieros más interconectados, sino que también se plantea como una forma esencial para mitigar riesgos estructurales.

Así, Deutsche Börse Group no se presenta solamente como un operador de mercados, sino también como un sistema integral que enlaza transacciones, tecnología, servicios, infraestructura y datos con una perspectiva a largo plazo. Su trayectoria, caracterizada por la adaptación permanente a cambios en tecnología, regulación y competencia, ilustra cómo las infraestructuras financieras pueden avanzar continuamente hacia arquitecturas digitales sofisticadas sin sacrificar la solvencia, la estabilidad o la confianza.

El modelo de negocios de Deutsche Börse Group está marcado por una integración aguas arriba dentro de la provisión de infraestructura financiera. Como hemos mencionado, esta integración abarca actividades desde la creación y el procesamiento de datos financieros, pasando por la negociación, compensación y liquidación de transacciones, hasta la provisión de servicios de custodia, distribución de fondos, gestión de colaterales y soluciones digitales para la emisión y el mantenimiento de valores. Esta variedad de actividades se refleja en la organización interna de la compañía en cuatro grandes sectores estratégicos que estructuran su propuesta de valor: **Investment Management Solutions, Trading & Clearing, Fund**

Services y Securities Services, cada una con diferentes empresas que las componen, tal como se observa en el siguiente gráfico:

Gráfico 1: Presentación simplificada de las subsidiarias más importantes a septiembre 2025.



Fuente: Deutsche Börse Group.

En la siguiente sección, vamos a analizar en detenimiento los distintos segmentos de negocios que posee la compañía dentro de la provisión de infraestructura financiera, sus motores de crecimiento, su modelo de negocios y sus oportunidades para el futuro.

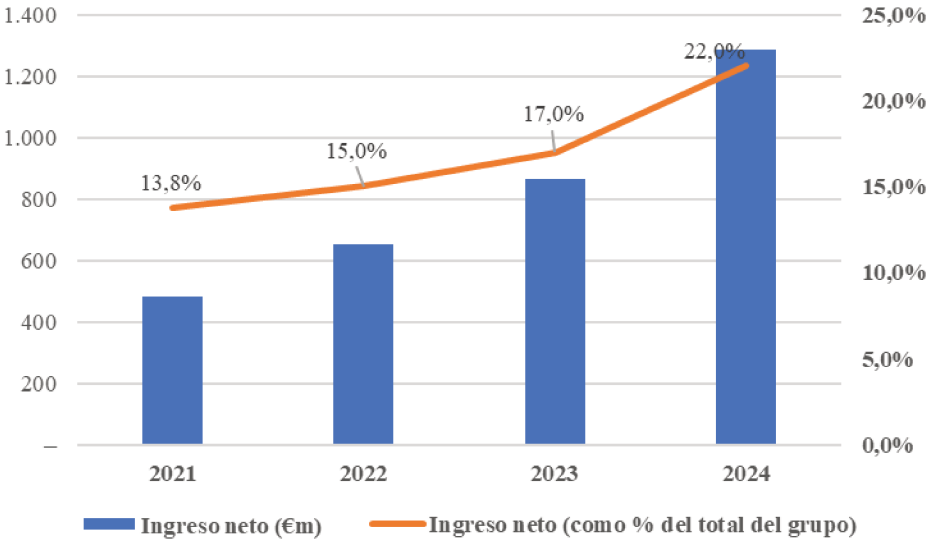
8.1- Investment Management Solutions

El segmento llamado Investment Management Solutions (IMS) es uno de los pilares más importantes en la evolución contemporánea del grupo. Su estructura se orienta a integrar capacidades tecnológicas avanzadas con servicios vinculados a la gestión de inversiones, la provisión de datos y la analítica financiera. Previamente este segmento se denominaba Data & Analytics, transformándose en 2023 por la adquisición de SimCorp. Este fue el punto más importante de este segmento, ya que la última es una de las firmas globales más reconocidas en el desarrollo de sistemas integrados para la administración de inversiones institucionales.

Esta operación amplió la presencia del grupo en un sector caracterizado por la demanda creciente de automatización, eficiencia operativa y procesamiento masivo de información. El objetivo del segmento es la provisión de un ecosistema integral capaz de acompañar a los inversores institucionales en cada etapa de su actividad.

Como se puede ver en el siguiente gráfico, en los últimos 4 años el ingreso neto del sector viene creciendo de manera significativa, y a su vez, comprendiendo porciones crecientes en el ingreso neto del grupo, visualizando un potencial importante de crecimiento.

Gráfico 2: Ingreso neto e ingreso neto como % del total del grupo. Investment Management Solutions. Años 2021-2024.



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

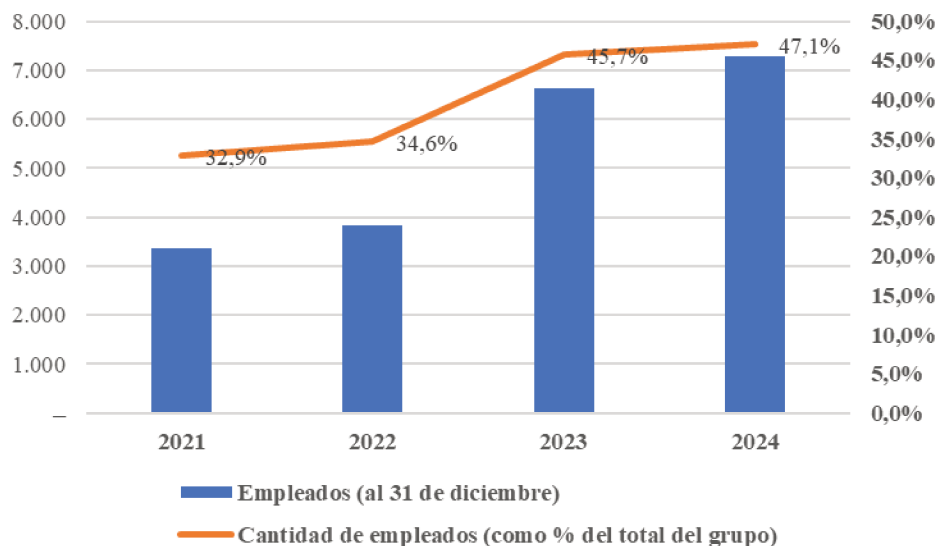
La importancia estratégica de IMS se comprende mejor al ubicarlo dentro de las dinámicas generales del sector de servicios financieros, el cual enfrenta presiones crecientes vinculadas al incremento de los requisitos regulatorios, la necesidad de gestionar volúmenes crecientes de datos y la complejización de los instrumentos financieros disponibles para los inversionistas globales. Deutsche Börse identifica una oportunidad de expansión en segmentos de alto valor añadido, caracterizados por ingresos recurrentes y riesgos operativos relativamente acotados. Así, la incorporación de SimCorp al segmento antes compuesto por ISS STOXX en la generación de índices STOXX y DAX, representa un movimiento estratégico destinado a posicionar al grupo no solo como operador de infraestructura de mercado, sino como proveedor integral de soluciones tecnológicas avanzadas.

El núcleo de IMS descansa en la oferta end-to-end para la gestión de inversiones institucionales. Aquí se busca acompañar de manera integral el ciclo operativo completo de una entidad inversora, desde la captura de datos de mercado y la planificación estratégica del portafolio hasta el procesamiento de transacciones, el cálculo de riesgos, la contabilidad de inversiones y la generación de reportes regulatorios. Este enfoque, con la integración de todos estos procesos dentro de una misma compañía, es un factor de diferenciación en la medida en que reduce la fragmentación de sistemas que históricamente ha caracterizado a la industria financiera. La existencia de múltiples plataformas aisladas generaba redundancias, aumentaba los costos operativos y abría espacio a errores derivados de la falta de integración de datos. IMS se presenta, entonces, como una solución capaz de centralizar procesos críticos, mejorar la eficiencia administrativa y garantizar niveles superiores de control y transparencia.

Uno de los aspectos fundamentales para comprender el funcionamiento del segmento es su estrecha interrelación con los activos históricos de Deutsche Börse en materia de datos financieros e índices de mercado. La división Data & Analytics, junto con la operación de STOXX Ltd., que es responsable del desarrollo y mantenimiento de índices como el DAX y el EURO STOXX 50, los cuales funcionan como referentes para la asignación estratégica de activos, la construcción de portafolios y la evaluación de desempeños como contraposición. La integración de estos flujos de información con las capacidades de SimCorp potencia el valor del dato como recurso económico central, en consonancia con las tendencias globales en la gestión de inversiones donde la calidad, la oportunidad y la granularidad de la información constituyen insumos críticos.

Se puede reconocer, además, como muestra el gráfico 3, que este sector es el más intensivo de mano de obra del grupo, contabilizando más de 7000 empleados para 2024, representando casi la mitad de los activos humanos del total del grupo. Este crecimiento se vio dinamizado con la adquisición de SimCorp en 2023.

Gráfico 3: Cantidad de empleados y cantidad de empleados como % del total del grupo. Investment Management Solutions. Años 2021-2024.



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

La estrategia Horizon 2026 (Deutsche Börse Group, 2024), proyecta que el sector sea el motor principal de crecimiento inorgánico y lo visualiza como un vector sustancial de fortalecimiento de los ingresos recurrentes del grupo. La integración de SimCorp permite proyectar un aumento promedio del crecimiento inorgánico de alrededor de tres por ciento anual hasta 2026. Sin embargo, más relevante que esta cifra es el cambio cualitativo que introduce el segmento, ya que incorpora un modelo de negocio basado en suscripciones a software (SaaS), contratos de largo plazo y servicios de mantenimiento tecnológico, proporcionando así una base de ingresos menos dependiente de la volatilidad propia de los mercados financieros.

La estabilidad de esta línea de negocio contrasta con la naturaleza mayormente transaccional de otros segmentos del grupo, como por ejemplo Trading & Clearing, que muestran una sensibilidad más pronunciada a las oscilaciones macroeconómicas, las crisis financieras y los ciclos del mercado. En IMS, en cambio, la demanda de soluciones tecnológicas tiene un camino más previsible, traccionada por la necesidad de actualización constante y por los efectos acumulativos de la regulación financiera. La obligatoriedad de reportar información con mayor nivel de detalle, la supervisión más estricta de los riesgos y

la expansión de los estándares de transparencia generan un entorno donde las instituciones requieren plataformas robustas, escalables y altamente automatizadas. En adición, en un mundo cada vez más consciente de los impactos ambientales de la actividad económica, el sector permite monitorear inversiones en ESG, facilitando la adopción de prácticas más sustentables y medioambientalmente responsables.

La incorporación de capacidades integradas de investment management convierte al grupo en una entidad que opera “aguas arriba” dentro de la cadena de valor, actuando no sólo como proveedor de mercado, sino como socio tecnológico estratégico para instituciones con responsabilidades fiduciarias significativas.

El impacto de esta transformación también puede analizarse en términos competitivos. El mercado global de soluciones tecnológicas para la gestión de inversiones se encuentra dominado por un conjunto reducido de actores con amplia trayectoria, entre los que se destacan BlackRock, Bloomberg con sus múltiples plataformas financieras y SS&C Technologies con un portafolio variado de soluciones. La entrada de Deutsche Börse a través de SimCorp no se estructura como una competencia directa basada exclusivamente en la funcionalidad del software, sino que aprovecha su ventaja como operador de infraestructura financiera, lo cual le permite ofrecer servicios integrados que combinan datos propios, tecnología de procesamiento, plataformas de negociación y servicios post-trade, actuando en todo el proceso de mercado.

Como potenciales de crecimiento, Deutsche Börse le da preponderancia a la adopción de inteligencia artificial y aprendizaje automático, pudiendo extenderse a múltiples dimensiones del negocio, desde la automatización de procesos operativos hasta la detección temprana de riesgos y la mejora de algoritmos para la asignación óptima de activos. Del mismo modo, el área de desarrollo tecnológico de Deutsche Börse se encuentra trabajando activamente en la integración progresiva de soluciones basadas en computación en la nube, lo cual facilita la escalabilidad y reduce los costos estructurales asociados al mantenimiento de infraestructuras propias.

El avance de IMS también responde a la necesidad creciente de las instituciones financieras de contar con plataformas integradas de reporting regulatorio. La normativa postcrisis financiera (2008 en adelante), tanto a nivel europeo como internacional, ha

incrementado la cantidad de información que los gestores de activos deben proporcionar a las autoridades. Esto incluye datos sobre posiciones, riesgos de contraparte, exposición al mercado, requerimientos de liquidez y trazabilidad de transacciones, lo cual está cubierto por las plataformas de SimCorp. Esta capacidad se convierte en una ventaja competitiva, ya que el cumplimiento normativo constituye un foco importante de costos operativos para la industria.

En conclusión, esta línea de negocios dentro de la matriz organizacional agrupa bajo un mismo paraguas a todas las actividades vinculadas al uso intensivo de datos, la analítica avanzada, la gestión integral de inversiones y el cumplimiento normativo. Esto refleja una visión de largo plazo orientada a la convergencia entre tecnología, datos y servicios financieros para adaptarse a un entorno global en proceso de transformación tecnológica.

En un contexto donde la digitalización redefine la manera en que se gestionan los activos, se procesan las transacciones y se integran los sistemas de información, la estrategia de Deutsche Börse se orienta a consolidar su posición como proveedor integral de soluciones digitales. IMS representa la respuesta más acabada a esa visión, integrando tecnología, datos y servicios bajo una estructura cohesiva que amplía el campo tradicional de acción del grupo.

8.2- Trading and clearing

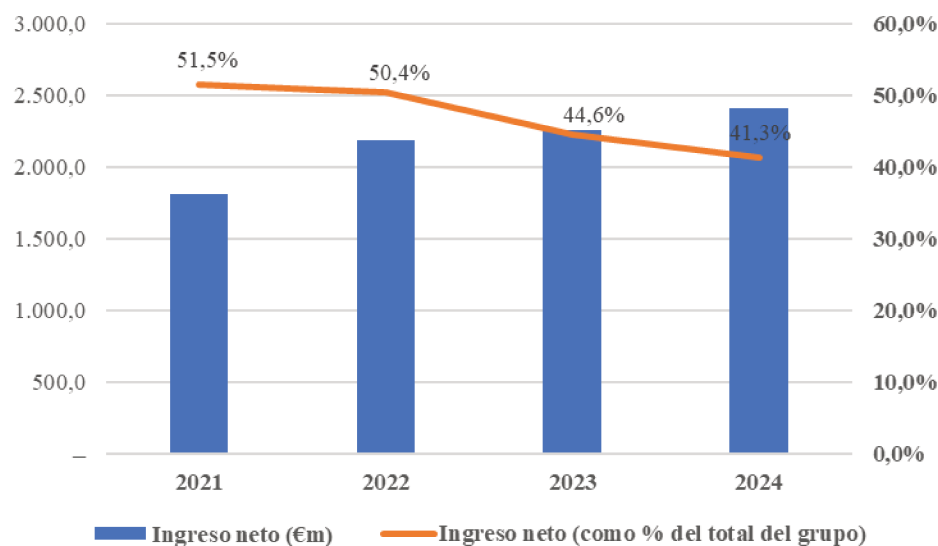
El segmento de *Trading & Clearing* es relevante para Deutsche Börse Group, no solo por su función central en la estructura de mercados financieros europeos, siendo la bolsa alemana una de las de mayor preponderancia del viejo continente, sino también por su rol estratégico en la consolidación de la posición global del grupo como proveedor integral de infraestructura financiera. La evolución del segmento ha acompañado y, en muchos casos, anticipado transformaciones estructurales en los mercados financieros contemporáneos, particularmente aquellas vinculadas con la digitalización, la automatización del trading, la estandarización de derivados, y el creciente rol de la gestión del riesgo centralizado a través de cámaras de compensación.

Históricamente, Deutsche Börse fue una de las instituciones pioneras en la migración hacia plataformas de negociación totalmente electrónicas. La introducción de Xetra en 1997 representó un punto de inflexión no solo para Alemania sino para el Mercado Único Europeo, ya que esta infraestructura de trading permitió reunir, en una misma plataforma digital, a emisores, intermediarios financieros e inversores institucionales. La adopción de Xetra cambió la arquitectura del mercado alemán al proporcionar un sistema caracterizado por la transparencia, la ejecución eficiente de órdenes, el fortalecimiento de la competencia y la expansión de la liquidez disponible. En perspectivas contemporáneas, el segmento de Trading & Clearing es heredero directo de este proceso de digitalización temprana, que consolidó a Deutsche Börse como un referente en innovación y eficiencia tecnológica dentro de la industria financiera. Con el paso del tiempo, la plataforma fue expandida y modernizada, permitiendo que el segmento avance hacia soluciones cada vez más sofisticadas y orientadas a múltiples clases de activos.

El segmento de Trading & Clearing abarca actualmente una amplia gama de productos financieros que incluyen renta variable, instrumentos de renta fija, derivados de índices y de tipos de interés, commodities, productos estructurados, divisas y, en una etapa más reciente, activos digitales. La existencia de múltiples mercados operando bajo un mismo paraguas institucional permite a Deutsche Börse articular un ecosistema con fuertes economías de escala y un elevado nivel de integración operativa. En el ámbito de derivados, Eurex se ha consolidado como una de las principales bolsas de derivados del mundo, posicionada a la par de mercados como CME Group, ICE o LSE Group. Eurex opera con un profundo componente institucional, siendo un espacio de negociación indispensable para gestores de fondos, bancos globales, aseguradoras y otros actores sistémicos que requieren herramientas eficientes para la cobertura de riesgos. En particular, los derivados sobre índices como el DAX, el Euro STOXX 50 y otros subyacentes europeos concentran volúmenes de negociación significativos y constituyen productos estructurales para la gestión de portafolios en la región.

Como podemos ver en el gráfico 4, este sector ha incrementado moderadamente su ingreso neto en los últimos 4 años, pero perdiendo peso en la contribución general del total del grupo gracias al crecimiento de otros actores.

Gráfico 4: Ingreso neto e ingreso neto como % del total del grupo. Trading & Clearing. Años 2021-2024.



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

El proceso de *clearing* operativo en este segmento se realiza principalmente a través de Eurex Clearing, la cámara de compensación del grupo. La presencia de una CCP (central counterparty clearing house) integrada es un elemento importante en el modelo de negocio, permitiendo centralizar y gestionar el riesgo de contraparte derivado de las posiciones abiertas durante el trading. En un contexto regulatorio global fuertemente influenciado por las reformas posteriores a la crisis financiera de 2008, las cámaras de compensación adquirieron una función central como infraestructuras de mercado financiero de interés sistémico. Eurex Clearing ha aprovechado este escenario, posicionándose como una de las 3 CCP más importantes de Europa en términos de volumen neteado, número de participantes y sofisticación de sus mecanismos de gestión del riesgo (Postrade360.com).

La importancia estratégica del clearing se refleja también en las iniciativas recientes orientadas a fortalecer la soberanía financiera europea a través de la relocalización del clearing en euros dentro del territorio de la Unión Europea. Tras el Brexit, gran parte del clearing en euros seguía realizándose en Londres, principalmente a través de LCH. En respuesta, Deutsche Börse impulsó una estrategia para incrementar la participación de

mercado de Eurex Clearing mediante incentivos comerciales, estructuras de membresía cooperativa e innovaciones en márgenes y modelos de riesgo.

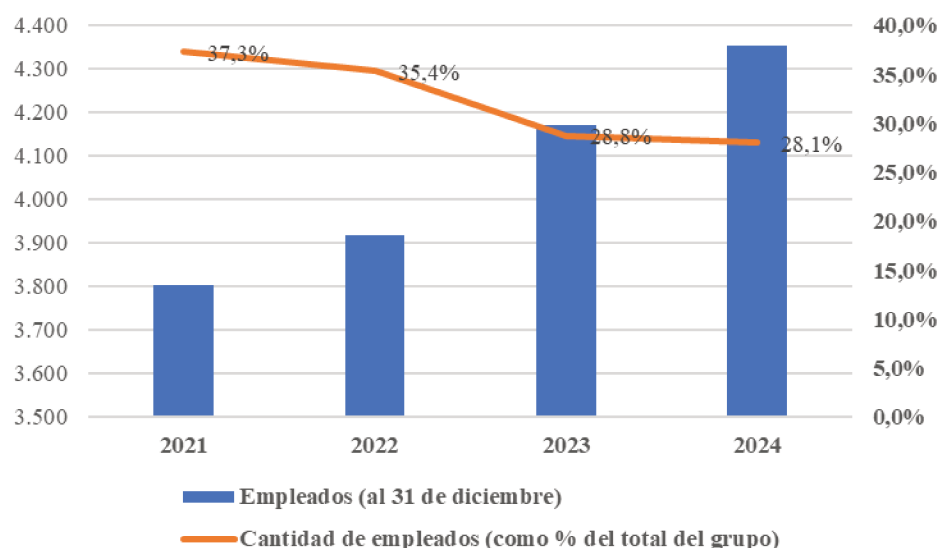
La interacción entre el trading y la compensación genera un ecosistema autocontenido que incrementa los beneficios de red entre participantes. Una mayor participación en el mercado de derivados, por ejemplo, aumenta la eficiencia del sistema de neteo de posiciones, reduciendo requerimientos de colateral y generando economías de escala que mejoran la competitividad frente a otras infraestructuras globales. Esta dinámica virtuosa explica en parte por qué el segmento ha sido tan relevante para la expansión del grupo y por qué ha ocupado un rol central en su estrategia Horizon 2026. Dentro de esta estrategia, Trading & Clearing aparece no solo como una línea de negocio tradicional sino como un ámbito de crecimiento estructural, impulsado por tendencias como el incremento en el uso de derivados para gestión de riesgo, la complejidad regulatoria global y la digitalización de productos financieros.

La estructura tecnológica del segmento también ha evolucionado de forma paralela a las exigencias contemporáneas del mercado. La latencia, el tiempo de ejecución y la disponibilidad de infraestructura son factores determinantes para los participantes, especialmente aquellos vinculados al *high-frequency trading* o estrategias algorítmicas basadas en microestructuras de mercado. Deutsche Börse ha invertido de forma sostenida en centros de datos, conectividad de baja latencia y motores de negociación de alto rendimiento que permiten procesar millones de mensajes por segundo.

Además de la infraestructura central, el segmento se apoya en servicios asociados aguas arriba y aguas abajo. La integración vertical de estos componentes favorece un modelo de negocio altamente diversificado, con una proporción significativa de ingresos recurrentes —un aspecto clave en la sostenibilidad financiera del grupo. A diferencia de modelos exclusivamente transaccionales, en los que los ingresos dependen de la volatilidad y los volúmenes de negociación, el modelo híbrido desplegado por Deutsche Börse en Trading & Clearing fortalece su perfil defensivo y reduce la exposición a ciclos económicos o financieros adversos. La combinación de trading, clearing, datos, tecnología y servicios auxiliares permite construir un ecosistema robusto que genera retornos consistentes incluso en entornos de baja volatilidad.

En el gráfico 5, se puede ver la poca utilización relativa de mano de obra comparado con su peso en el net revenue, en contraposición al gráfico 4. Si bien la cantidad de empleados ha crecido de manera constante, su proporción en el total se ha estabilizado cerca del 28% en los últimos 2 años.

Gráfico 5: Cantidad de empleados y cantidad de empleados como % del total del grupo. Trading & Clearing. Años 2021-2024.



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

En los últimos años, Deutsche Börse ha avanzado hacia la integración de activos digitales y servicios basados en *distributed ledger technology* (DLT), mediante la adquisición de FundsDLT en 2023. Aunque estos mercados aún representan una proporción menor del volumen total, su inclusión señala la intención de la compañía de mantenerse como líder tecnológico y de capturar nuevas oportunidades asociadas con la tokenización de activos, el trading digital y los instrumentos financieros basados en blockchain. La expansión hacia activos digitales también contribuye a reforzar la competitividad del grupo.

En términos económicos, el segmento se beneficia de la volatilidad, pero no depende exclusivamente de ella. En momentos de estrés financiero o incertidumbre macroeconómica, la demanda de derivados aumenta, lo cual se traduce en mayores volúmenes de negociación y un incremento en los ingresos transaccionales. No obstante, incluso en períodos de calma

relativa, el clearing continúa generando ingresos recurrentes a través del mantenimiento de posiciones abiertas, tarifas asociadas a colateral, comisiones por servicios de membresía y otros elementos del modelo operativo. Esta combinación convierte a Trading & Clearing en una unidad resiliente.

En síntesis, el segmento de Trading & Clearing representa un complejo entramado de infraestructura, tecnología, regulación, gestión del riesgo y dinamismo de mercado, cuyo rol va más allá la simple función de intermediación. Su relevancia es central tanto para Deutsche Börse Group como para los mercados financieros europeos, articulando un espacio de interacción entre emisores, inversores, intermediarios y reguladores.

8.3- Fund services

El segmento de Fund Services dentro de Deutsche Börse Group constituye una de las áreas estratégicas más relevantes, y con mayores potenciales de crecimiento. A diferencia de otros segmentos del grupo cuya identidad está directamente asociada a funciones tradicionales de mercado, como Trading & Clearing, Fund Services es una suma de empresas y servicios que combina capacidades tecnológicas avanzadas, servicios fiduciarios y soluciones basadas en datos, buscando satisfacer las necesidades de un sector en crecimiento: la industria global de fondos de inversión. Ofrece infraestructura y servicios para el procesamiento de fondos, incluido el enrutamiento de órdenes, la liquidación, la custodia y el soporte en cuanto a distribución para fondos de inversión. Las subsidiarias más importantes son Clearstream Fund Center y Kneip.

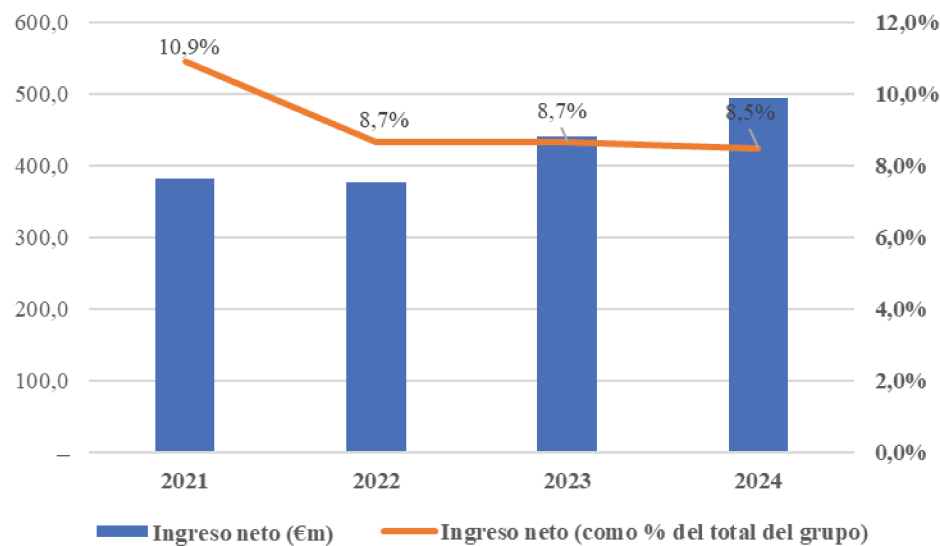
La evolución reciente del sector de servicios para fondos ha estado marcada por cambios regulatorios significativos en la Unión Europea, la adopción de la ESG, como se mencionó anteriormente, la subcontratación de las etapas de procesamiento y distribución de los fondos y la ampliación en la oferta de activos.

Estas normativas han complejizado los requisitos en materia de transparencia, divulgación, control fiduciario y reporting, creando un entorno donde los administradores de fondos requieren una infraestructura de soporte cada vez más sólida. Deutsche Börse Group

ha interpretado este fenómeno no como una carga regulatoria, sino como una oportunidad para expandir su presencia en segmentos intensivos en servicios, en los que el valor no solo reside en la eficiencia operativa, sino en la capacidad de integrar información, gestionar riesgos complejos y garantizar estándares regulatorios de alta exigencia.

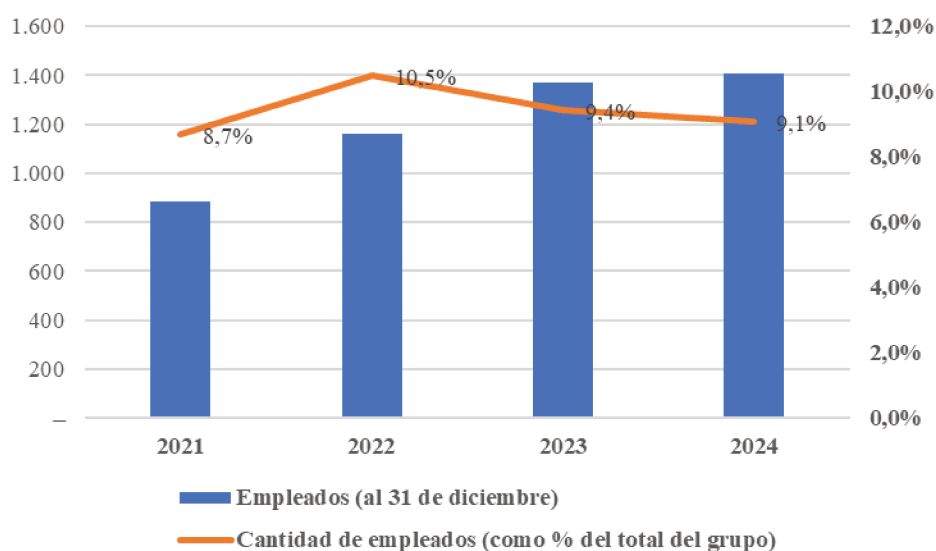
Como se puede ver en el gráfico 6, el ingreso neto de este sector en los últimos 4 años ha crecido moderadamente, estabilizándose su participación en el total de ingresos netos en un 8,5%. De la misma manera, la proporción de empleados en el total de la compañía (gráfico 7) se ha mantenido estable en los últimos 4 años.

Gráfico 6: Ingreso neto e ingreso neto como % del total del grupo. Funds Services. Años 2021-2024.



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

Gráfico 7: Cantidad de empleados y cantidad de empleados como % del total del grupo. Funds Services.
Años 2021-2024.



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

El valor central de esta línea de negocios es la provisión de una plataforma integral que combina conocimiento especializado del negocio de fondos con un soporte tecnológico centralizado y escalable. La función fundamental de este segmento es proporcionar a gestores de activos, sociedades de inversión, bancos depositarios y proveedores institucionales de servicios financieros las herramientas necesarias para garantizar la correcta administración, supervisión, valoración y distribución de fondos que operan bajo diversas estructuras jurídicas y en múltiples jurisdicciones. Los ingresos netos de este segmento dependen en gran medida del volumen y el valor de los fondos bajo custodia, así como del número de órdenes y liquidaciones procesadas.

Históricamente, Deutsche Börse ingresó en el ámbito de Fund Services como una extensión natural de sus negocios de infraestructura post-negociación y de custodia centralizada. La integración temprana de Clearstream permitió al grupo desarrollar capacidades orgánicas en áreas como liquidación, custodia y administración fiduciaria. Con el paso del tiempo, esta base operativa evolucionó hacia soluciones más complejas, centradas

en la administración integral del ciclo de vida de los fondos, como lo hace Clearstream Funds Services. Esta ampliación correspondió a la estrategia deliberada de integrar verticalmente actividades complementarias dentro de la cadena de valor de la gestión de activos, capturando márgenes adicionales y creando sinergias entre segmentos.

Una característica definitoria del segmento Fund Services es su rol en la articulación entre datos y procesos regulatorios. Los gestores de fondos, como otros inversores, enfrentan hoy la necesidad de reportar información de manera estandarizada y con frecuencia creciente. Deutsche Börse, al controlar plataformas de datos como STOXX y Qontigo, ha logrado integrar soluciones de datos con mecanismos de reporting, generando un ecosistema donde la información fluye con menor fricción entre distintos procesos operativos. Esta relación profunda entre servicios de datos y servicios de administración convierte a Fund Services en una plataforma fundamental para el desarrollo de estrategias basadas en analítica avanzada, particularmente en el ámbito ESG, donde las exigencias de reporting se intensificaron de manera notable en los últimos años.

El crecimiento del segmento también ha sido impulsado por cambios estructurales en la industria global de fondos. La expansión de los fondos cotizados (ETFs), el creciente protagonismo de los fondos alternativos y el aumento de vehículos híbridos de inversión han generado un entorno de mayor complejidad operativa. En este panorama, la capacidad de Deutsche Börse para ofrecer soporte en la creación, mantenimiento y operación de fondos complejos representa una ventaja diferencial. Los clientes no solo buscan eficiencia operacional, sino también un socio estratégico capaz de acompañar procesos de innovación financiera y de adaptación a formas de inversión emergentes.

Desde una perspectiva tecnológica, Fund Services ha incorporado herramientas de automatización, inteligencia artificial y procesamiento de datos de nueva generación para optimizar procesos como el cálculo del valor liquidativo (NAV), la conciliación de posiciones, la validación de transacciones y la supervisión de riesgos operativos. El uso de algoritmos de machine learning permite detectar inconsistencias, anticipar riesgos y mejorar la integridad de los datos utilizados para la valoración de carteras. Asimismo, la transición hacia arquitecturas basadas en la nube ha generado un incremento significativo en la escalabilidad y resiliencia de sistemas. Este alineamiento tecnológico no solo mejora la

eficiencia operativa, sino que también reduce costos estructurales, consolida la infraestructura de servicios y habilita la entrada del segmento en nuevos mercados con menores barreras técnicas.

La importancia estratégica de Fund Services también se manifiesta en su rol dentro del programa corporativo Horizon 2026. En este marco, Deutsche Börse ha explicitado su objetivo de elevar la proporción de ingresos recurrentes como parte de la estructura general del grupo. Fund Services encaja plenamente en esta aspiración, dado que su modelo de negocio está basado en relaciones contractuales de largo plazo que generan un flujo de ingresos altamente estable. Esta estabilidad contrasta con segmentos más expuestos a fluctuaciones de volumen, como Trading & Clearing, y contribuye a una estructura financiera equilibrada y diversificada. Además, la complementariedad entre Fund Services e Investment Management Solutions —potenciada tras la adquisición de SimCorp— crea un ecosistema integrado que cubre todo el espectro del ciclo de inversión institucional: desde la gestión y modelización de carteras hasta la administración fiduciaria y el soporte regulatorio.

Por otra parte, la creciente relevancia de criterios ambientales, sociales y de gobernanza en la gestión de fondos ha intensificado la demanda de servicios especializados capaces de respaldar procesos de clasificación ESG, verificación de datos y reporting sostenible. Deutsche Börse ha aprovechado su doble posición como proveedor de datos e infraestructura operativa para desarrollar herramientas ESG que permiten a los administradores evaluar su exposición temática, gestionar riesgos ambientales y cumplir requisitos de divulgación; convirtiéndose así en un canal estratégico para la distribución de soluciones ESG integradas, generando sinergias con otros segmentos del grupo y reforzando la posición del conglomerado en el creciente mercado de inversiones sostenibles.

En términos competitivos, el mercado global de servicios de fondos se caracteriza por la presencia de grandes actores internacionales que operan bajo modelos de negocio similares, como State Street, BNY Mellon, Northern Trust, BNP Paribas Securities Services y Apex Group. La diferenciación en este mercado tiende a basarse en la capacidad tecnológica, la calidad del servicio, la integración de datos de alto valor agregado y la amplitud de la plataforma de soluciones. Deutsche Börse ha buscado consolidarse mediante

una propuesta de valor basada en tecnología, escalabilidad y profundidad funcional, destacándose especialmente en áreas como servicios de post-trade, datos de mercado y soluciones reguladas para la industria de fondos europeos.

Como oportunidades de crecimiento, la digitalización de activos, incluida la emisión, administración y liquidación de valores nativos digitales, presenta chances para redefinir la forma en que se administran los fondos. Tecnologías como blockchain podrían reducir costos, mejorar la transparencia y acelerar procesos que tradicionalmente han sido intensivos en trabajo manual, estando el grupo en buenas condiciones para competir en este ámbito.

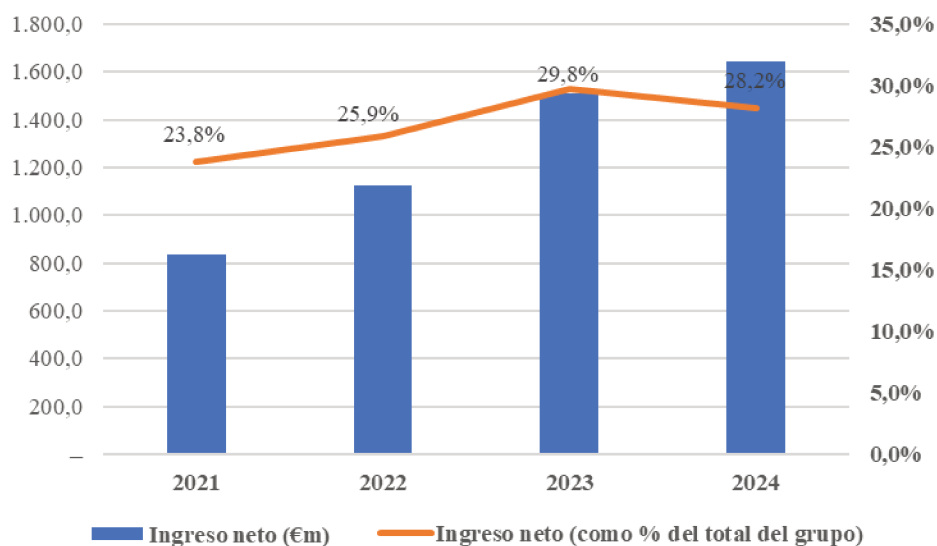
La capacidad del segmento para articular soluciones tecnológicas, productos de datos y servicios fiduciarios genera una plataforma altamente competitiva en un mercado donde la eficiencia, la transparencia y la resiliencia regulatoria se han convertido en requisitos estructurales. En un entorno en que la industria de fondos continúa expandiéndose y diversificándose, Fund Services se convierte en uno de los pilares del crecimiento sostenible del grupo.

8.4- Securities services

El segmento de Securities Services dentro de Deutsche Börse Group constituye el segundo generador de net revenue en orden de escala, y el tercero en cuanto a proporción de empleados, tal como se puede observar en los gráficos 8 y 9. Su relevancia no reside únicamente en la prestación de servicios de compensación, liquidación y custodia (por fuera de los negocios de fondos), sino en la función estructural que cumple como infraestructura crítica que garantiza el funcionamiento seguro, ordenado y eficiente de los mercados de capitales. A través de Clearstream, la entidad responsable del grueso de las actividades de este segmento, Deutsche Börse ha consolidado una posición dominante en el ámbito del post-trade, integrando capacidades tecnológicas avanzadas, un marco regulatorio robusto y un enfoque orientado a la estandarización y la digitalización creciente de procesos financieros altamente complejos. Las principales subsidiarias de esta línea son los depositarios centrales de valores Clearstream Banking AG, Clearstream Banking S.A. y LuxCSD S.A.

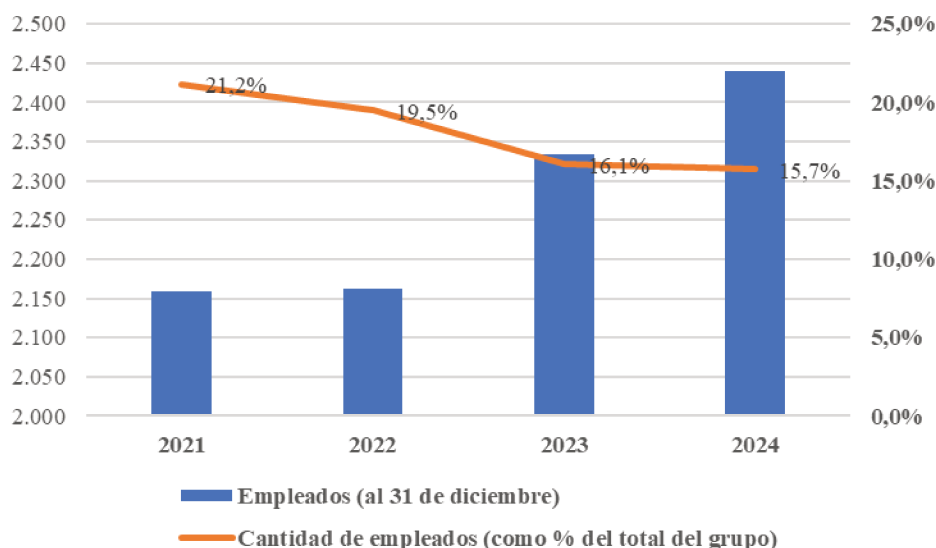
Este segmento se caracteriza por su estabilidad estructural, por la recurrencia de sus ingresos: gracias a la expansión geográfica y a la mayor variedad de activos financieros, la amplitud en el alcance de servicios de préstamos y colaterales, la escalabilidad en las oportunidades mediante la poposición de “plataformas como servicio”, crecimiento en las comisiones y la alianza estratégica con Google Cloud es que el sector encuentra sus fundamentos de crecimiento sostenido.

Gráfico 8: Ingreso neto e ingreso neto como % del total del grupo. Securities Services. Años 2021-2024.



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

Gráfico 9: Cantidad de empleados y cantidad de empleados como % del total del grupo. Securities Services. Años 2021-2024.



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

El desarrollo histórico de Securities Services refleja una transición escalonada desde la custodia física tradicional, hacia una infraestructura de liquidación digital y altamente automatizada. Clearstream, creada en 2002 mediante la fusión de Cedel International y Deutsche Börse Clearing, surgió como respuesta a las demandas de una economía cada vez más interconectada y dependiente de mecanismos estandarizados de transferencia de activos. El establecimiento de esta entidad consolidó una estructura transfronteriza de carácter europeo, al tiempo que otorgó al Grupo un rol central en la circulación de valores, teniendo un peso importante en el mercado de los Eurobonds; en la gestión del riesgo sistémico y en la facilitación de la arquitectura operativa que respalda los flujos internacionales de capital.

La importante función de este segmento puede comprenderse mejor al analizar como es el ciclo de vida de un activo financiero: desde la ejecución de una operación en los mercados primarios o secundarios hasta su registro definitivo en las cuentas de los inversores, existe una serie de procesos intermediarios que aseguran que la transferencia de propiedad se realice de forma exacta, oportuna y conforme a los estándares regulatorios. La infraestructura administrada por Clearstream habilita esta secuencia mediante sistemas sólidos de liquidación, plataformas que aseguran la entrega contra pago, esquemas de

custodia segregada y mecanismos diversificados de financiamiento y colateralización. La eficiencia de estos procesos no solo favorece al inversor individual o institucional, sino que sostiene la estabilidad sistémica al reducir riesgos operativos, de contraparte y de liquidez.

A lo largo de las últimas décadas, la creciente complejidad de los mercados financieros ha impulsado una ampliación significativa de las actividades de custodia y administración de valores. La globalización del trading, el aumento de los volúmenes transfronterizos y la sofisticación de los instrumentos financieros han derivado en un ecosistema donde los servicios tradicionales de registro se complementan con soluciones integrales de gestión de activos y colateral. En este sentido, Clearstream se ha posicionado como un proveedor de referencia en la administración de activos para fondos de inversión, instituciones financieras, bancos centrales y grandes corporaciones multinacionales. Su plataforma opera como una infraestructura de confianza para procesos relacionados con la gestión de eventos corporativos, el procesamiento de dividendos, la administración de derechos de suscripción y el mantenimiento del registro actualizado de tenedores de valores.

La digitalización ha desempeñado un rol central en la evolución reciente del segmento. La iniciativa D7, concebida como una infraestructura digital global para la emisión, transferencia y custodia de instrumentos financieros, ha marcado un punto de inflexión dentro del ecosistema post-trade. Esta plataforma permite la emisión de activos nativamente digitales dentro del marco regulatorio europeo, garantizando su compatibilidad con los estándares legales y tecnológicos vigentes. El cambio hacia valores totalmente digitalizados no solo representa una innovación técnica, sino una transformación estructural que redefine los costos operativos, la velocidad de liquidación y la transparencia de los mercados. Los activos emitidos en D7 pueden circular dentro de un entorno interoperable y automatizado, reduciendo cargas administrativas, minimizando errores y habilitando nuevos modelos de negocio con niveles de eficiencia radicalmente superiores a los tradicionales.

El segmento de Securities Services también ha reforzado su rol dentro de la arquitectura internacional del sistema financiero a través de su estrecha relación con bancos centrales y autoridades de supervisión. Clearstream es un actor habitual en la provisión de servicios críticos para la gestión de liquidez de bancos centrales, incluida la custodia de activos utilizados como colateral en operaciones de política monetaria.

La expansión internacional del segmento constituye otro componente central de su desarrollo estratégico. Clearstream ha extendido su red de correspondencias y acuerdos operativos con entidades de custodia locales y globales, conectando mercados de Europa, América, Asia y Medio Oriente. Esta capilaridad global no solo fortalece la oferta de servicios de post-trade, sino que posiciona al Grupo como un intermediario esencial en el flujo internacional de capitales. La capacidad de ofrecer soluciones integradas para inversionistas que operan en múltiples jurisdicciones se ha convertido en una ventaja competitiva difícil de replicar, especialmente en un entorno donde las regulaciones nacionales exigen altos niveles de cumplimiento normativo y reportabilidad. Clearstream ha sabido adaptarse a esta complejidad mediante inversiones continuas en tecnologías de automatización de compliance, soluciones de KYC digitalizadas y marcos de prevención del lavado de activos ajustados a los estándares globales.

En las oportunidades de crecimiento, aparece el proceso de transformación digital con la incorporación de inteligencia artificial y aprendizaje automático para mejorar la precisión en los procesos operativos. La automatización del tratamiento de eventos corporativos, la detección temprana de incongruencias en los registros de custodia y el análisis de patrones para prevenir errores de reconciliación son ejemplos de cómo estas herramientas están redefiniendo el estándar operativo del segmento. Este enfoque se alinea plenamente con la estrategia general del Grupo orientada a la digitalización y al aprovechamiento de tecnologías exponenciales como parte del plan Horizon 2026.

El futuro del segmento se proyecta sobre una convergencia cada vez mayor entre infraestructura financiera tradicional y soluciones basadas en tecnología. La interoperabilidad entre activos digitalizados, plataformas de liquidación instantánea y ecosistemas blockchain promete una redefinición del modelo operativo del post-trade. Deutsche Börse, consciente de esta transición, ha adoptado una estrategia proactiva por la cual se posiciona como facilitador de un ambiente híbrido capaz de integrar activos tradicionales y digitales de manera homogénea.

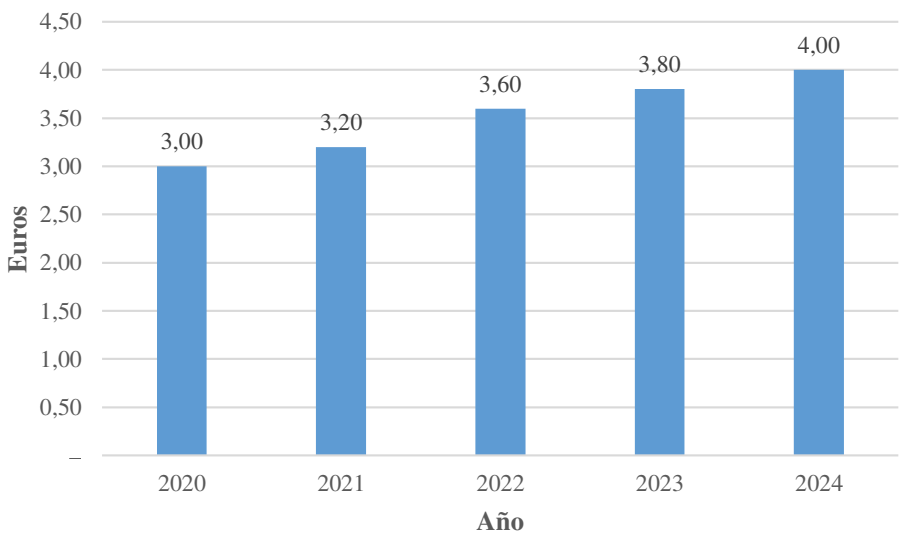
En suma, el segmento de Securities Services se configura como un elemento fundamental dentro de Deutsche Börse Group, no solo por su aporte económico, sino por el rol sistémico que desempeña en la estabilidad y eficiencia de los mercados globales. Su

desarrollo combina elementos históricos de consolidación institucional, inversiones en infraestructura, liderazgo tecnológico y adaptación regulatoria, configurando una estructura compleja y altamente estratégica.

8.5 Política de dividendos

En los últimos 5 años, el grupo exhibió una trayectoria de crecimiento sostenido en sus dividendos por acción, visualizando tanto el desempeño financiero favorable del grupo como la continuidad de su estrategia de expansión orgánica e inorgánica. Como se puede observar en el Gráfico 10, el dividendo por acción pasó de 3,00 euros en 2020 a 4,00 euros en 2024.

Gráfico 10: Dividendos por acción. Años 2020-2024.



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

Siguiendo lo expuesto en el balance, Deutsche Börse group busca distribuir entre el 30 y el 40% del beneficio neto del período, y reinvertir los fondos restantes disponibles en el

desarrollo del negocio, y en caso de no poder realizar esto último, se plantearía la recompra de acciones como otro potencial uso de estos fondos.

9. Perspectivas macroeconómicas en la Unión Europea y Alemania

El punto de partida macroeconómico condiciona de manera directa el volumen y la composición de la actividad financiera, en un entorno tan transfronterizo como en el que opera Deutsche Börse. En la eurozona, siguiendo al European Economic Forecast (2025), el proceso de normalización monetaria iniciado en 2024-2025 para contener presiones inflacionarias ha entrado en una fase en la que la inflación subyacente converge gradualmente hacia objetivos de aproximadamente 2% anual, con el pronóstico de mantenerse en esta senda en los próximos años, no sin estar exentos de repuntes puntuales a causa de problemas en el suministro de energía o tensiones de oferta. En cuanto al crecimiento, las proyecciones lo mantienen moderado y dispar entre países, con un crecimiento anual promedio en torno a 1–1,5% en un horizonte de dos a tres años, que, aun así, será suficiente para permitir cierta normalización de la demanda interna.

En términos fiscales y de políticas de estado, la Unión Europea y los países de manera individual enfrentan una doble presión: por un lado, la necesidad de financiar inversiones estratégicas como defensa, infraestructuras energéticas, digitalización y transición verde y, por el otro, el objetivo de mantener sostenibilidad presupuestaria para no generar presiones inflacionarias. El pronóstico de la Comisión proyecta aumentos del gasto en defensa y presión sobre los déficits y la deuda pública de algunos estados miembros, lo que puede alentar mayores emisiones de deuda soberana en mercados europeos, en un contexto de tensión internacional. Esta situación influye sobre la curva de rendimientos soberanos, volatilidad y demanda por instrumentos de renta fija, lo que a su vez repercute en volúmenes de negociación, necesidad de soluciones de repo y en la actividad de compensación y custodia.

Adicionalmente, es importante señalar que el ambiente macroeconómico europeo estará marcado por dos fuerzas de fondo: la transición energética y la disrupción tecnológica.

La primera conlleva una reconfiguración de los precios relativos de energía, costes de inversión en infraestructuras y mayor volatilidad en mercados de commodities energéticos a causa de la implementación de nuevas tecnologías; y la segunda implica el incremento de la productividad en múltiples sectores, incluyendo servicios financieros, la irrupción de la inteligencia artificial y los potenciales impactos en la productividad de las empresas. Ambos factores podrían actuar como impulsores de demanda de nuevos productos y servicios de infraestructura financiera, pero también como fuentes de riesgo operativo y de mercado.

Alemania particularmente, transita una recuperación lenta después de un periodo de debilidad en el frente industrial a causa de las tensiones energéticas derivadas de la guerra entre Rusia y Ucrania, la falta de infraestructura pública y la desaceleración en la demanda de productos de exportación alemanes por parte de China, entre otros factores. Las proyecciones recientes del Bundesbank (2025), indican una recuperación gradual de la actividad, con crecimiento anual cercano a la unidad porcentual en 2025–2026 y una moderación de la inflación hacia niveles cercanos al 2% en 2026. Al mismo tiempo, el Bundesbank advierte sobre riesgos asociados con la incertidumbre de la demanda externa y la evolución del comercio internacional, teniendo en cuenta los impactos causados por las tarifas aplicadas por Estados Unidos, como así también sobre efectos estructurales en la inversión privada que requieren tiempo para normalizarse, iniciados por el nuevo gobierno alemán en el año 2025. En suma, el escenario base para Alemania en los próximos años es de crecimiento modesto, recuperaciones asimétricas y una inflación que se aproxima al objetivo, condicionando así la demanda de productos financieros y la actividad de trading y custodia.

10. Análisis de la competitividad de la industria

La industria de infraestructura de mercados financieros es un sector que tiene muchas características, particularidades y regulaciones que dificultan en parte la competencia. Dichas características incluyen elevadas economías de escala y de alcance, fuertes barreras regulatorias y de confianza asociadas a la custodia y al clearing, dependencia tecnológica creciente y una estructura de ingresos mixtos donde convergen modelos transaccionales y de

suscripción, como se ha mencionado al describir a Deutsche Börse Group y sus sectores. De esta forma, al estar el grupo integrado verticalmente en toda la cadena de trading, compete en diversos sectores, enfrentando rivales globales que, si bien difieren en estrategia, comparten recursos y capacidades que los colocan en competencia directa en diferentes segmentos.

Desde la perspectiva teórica, la dinámica competitiva puede entenderse mediante una combinación de los enfoques de la competencia por la cadena de valor. Las economías de escala favorecen a actores que centralizan volúmenes de negociación y clearing; como así también en la calidad y en la “masa crítica” en la provisión de datos; la regulación (especialmente en post-trade) actúa tanto como barrera de entrada como fuerza estratégica, debido a que cambios regulatorios pueden redistribuir cuotas de mercado entre participantes y, por último, la irrupción de tecnologías de vanguardia genera oportunidades de mejoras de eficiencia, reducciones de costos y de innovación de productos y servicios, pero introduce también riesgos competitivos frente a nuevos potenciales entrantes.

La competencia por segmentos es heterogénea y conviene analizarla diferenciada por sector: (i) Investment Management Solutions, con soluciones para gestión de inversiones, datos e índices, (ii) Trading & Clearing, con mercados y derivados, (iii) Fund Services, ofreciendo servicios para fondos de inversión y (iv) Securities Services, con servicios post-trade y custodia. En cada uno de estos frentes los rivales y la forma de competir cambia, por lo que la estrategia corporativa de especialización y transversalidad permite generar sinergias.

(i) En la línea de IMS, la competencia se presenta de manera mixta entre proveedores tradicionales de datos financieros, desarrolladores de software, servicios de inteligencia ESG y desarrollo de índices, generando así un entramado complejo que brinda herramientas para la gestión de activos para fondos institucionales y aseguradoras principalmente.

Se presenta entonces un entorno innovador respecto a la tecnología, en transición hacia inversiones sostenibles y fuerte énfasis en la automatización basada en datos.

Uno de los competidores más importantes del sector de software de inversión es Aladdin, de BlackRock (<https://www.blackrock.com/aladdin>), que combina gestión de riesgos, análisis de portafolios y herramientas de acción soportadas en la nube, permitiendo

adopción internacional y escalabilidad. Su punto fuerte es la interconexión con datos operativos y herramientas de análisis propias de BlackRock,

Por su parte, Bloomberg es el competidor más importante en materia de data financiera y analítica, con sus famosas terminales (<https://www.bloomberg.com/professional/products/bloomberg-terminal/>). La fortaleza competitiva de Bloomberg es su ecosistema cerrado altamente integrado, que genera dependencia del cliente. El desafío para Deutsche Börse se encuentra en la necesidad de ofrecer datos alternativos, regulatorios y ESG de igual o mayor calidad.

En cuanto a índices, MSCI es uno de los líderes, sumando además análisis cuantitativo y datos ESG, compitiendo de directamente con STOXX y Axioma. Su ventaja competitiva es la profundidad metodológica de sus índices globales y el elevado uso institucional de sus ratings ESG. Para Deutsche Börse, la estrategia competitiva se basa en consolidar la influencia del DAX, ampliar la adopción del STOXX Europe 600 y aprovechar la sinergia entre índices y datos ESG provenientes de ISS.

En resumen, la competencia en este sector está influido por diversos factores, a saber: la integración de datos y sistemas, las economías de escala de datos, las barreras de cambio entre plataformas, entre otras. Esto genera que Deutsche Börse, al estar integrada verticalmente y poder proveer diversas soluciones desde una misma plataforma, o diversas que trabajan en conjunto, pueda competir de buena manera.

(ii) La competitividad en el sector de Trading & Clearing está marcada por factores como liquidez, coste transaccional, latencia tecnológica, capacidad de clearing, robustez regulatoria y conectividad internacional.

El mercado de infraestructuras de negociación es muy concentrado, con un reducido número de actores globales, lo cual aumenta el nivel de competencia estratégica entre ellos.

Los dos mercados estadounidenses que representan los mayores hubs de liquidez global son NYSE y Nasdaq, especialmente en renta variable y derivados tecnológicos. Nasdaq, además, compite con Deutsche Börse en servicios tecnológicos para mercados y en infraestructura de trading para terceros países. Su principal ventaja estratégica es la enorme concentración de empresas tecnológicas norteamericanas, que impulsan flujos de capital a

nivel internacional. Estos son competidores “indirectos” ya que tienen el mismo modelo de negocios, pero actúan en un mercado distinto.

Por otro lado, el London Stock Exchange Group (LSEG), es también un proveedor de infraestructura y datos, siendo el rival más completo de Deutsche Börse en Europa. Compite simultáneamente en datos, índices (FTSE Russell), servicios post-trading y derivados. Su ventaja competitiva radica en su presencia global en datos y en su influencia en mercados anglosajones.

Siguiendo a FOW (2024), el líder mundial en derivados es CME Group. Aunque Eurex es más fuerte en derivados europeos (especialmente en tasas de interés europeas y renta variable europea), CME domina derivados de tasas estadounidenses, commodities y forex. Su escala global genera barreras competitivas prácticamente infranqueables.

Un competidor europeo directo con presencia en múltiples países y una estrategia agresiva de expansión es Euronext, que compite particularmente en renta variable, índices y post-trading, aunque su infraestructura tecnológica global es menos profunda que la de Xetra y Eurex.

En este segmento Deutsche Börse tiene una posición dominante, siendo Xetra dominante en Europa concentrando volúmenes en derivados. Además, posee una ventaja competitiva en clearing debido al respaldo regulatorio europeo que favorece la centralización de compensación de derivados en infraestructuras locales. Sin embargo, la competencia con LSEG se intensifica por el Brexit y la búsqueda de instituciones europeas de relocalizar servicios de clearing nuevamente en países de la unión, actividad actualmente llevada a cabo en Londres.

(iii) En cuanto a los servicios para fondos de inversión, Clearstream Fund Services, y la plataforma Vestima, como se mencionó en la descripción del sector, son los pilares de Deutsche Börse.

Respecto a los principales competidores en la industria, podemos encontrar a Euroclear, con su servicio FundsPlace y FundSettle (<https://www.euroclear.com/about/en/business.html>), que ofrecen acceso a fondos, automatización de órdenes y conectividad para instituciones globales, integrado también con

el servicio de settlement, que es el fuerte de la compañía (y competidor en la siguiente sección).

Luego, tenemos bancos con fuerte presencia en Europa, como BNP Paribas Securities Services, con presencia en fondos UCITS y AIF, teniendo una gran escala y red de subcustodia; y empresas como State Street, BNY Mellon, Northern Trust, entre las más importantes, que son custodios estadounidenses compitiendo en el segmento, con soluciones de administración de fondos, reporting y contabilidad de manera integrada, pero con menor presencia en el viejo continente.

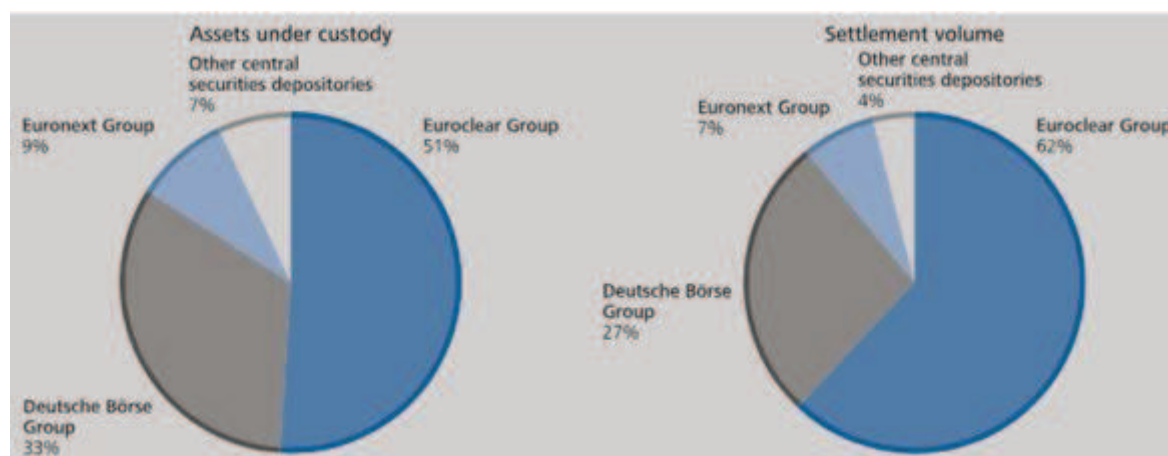
En este sector, el grupo mantiene una competitividad alta debido a su profundo alineamiento con las normas regulatorias europeas, su presencia en Luxemburgo y su integración con los demás servicios del grupo.

(iv) Finalmente, el sector de Securities Services es un pilar estructural de la infraestructura financiera ya que aquí se llevan a cabo la liquidación y custodia de valores, como así la gestión de colaterales y los servicios de financiación de títulos. Por costos de entrada y economías de escala solo hay dos grandes jugadores en el mercado europeo que concentran la mayor actividad de activos, uno de ellos siendo Clearstream y otro Euroclear, actuando como Depositorio Central de Valores Internacional.

Euroclear Bank compite con Clearstream a nivel global en el negocio internacional de liquidación de bonos internacionales, eurobonos y operaciones transfronterizas. Posee una red más amplia en algunos mercados emergentes. En cuanto al mercado estadounidense, aparece DTCC como referencia en eficiencia y escalabilidad.

Como se puede ver en el siguiente gráfico del Bundesbank, para 2023 Euroclear concentraba el 51% de los activos bajo custodia, mientras que Clearstream un 33%; por el lado del volumen de liquidación, la presencia de Euroclear se hace más notoria, con un 62%, y Deutsche Börse con un 27%.

Gráfico 11: Activos bajo custodia y volumen de liquidación. Año 2023.



Fuente: Deutsche Bundesbank

En el sector de la custodia, hay instituciones que compiten, como BNY Mellon, JP Morgan y Citi, por su escala operativa.

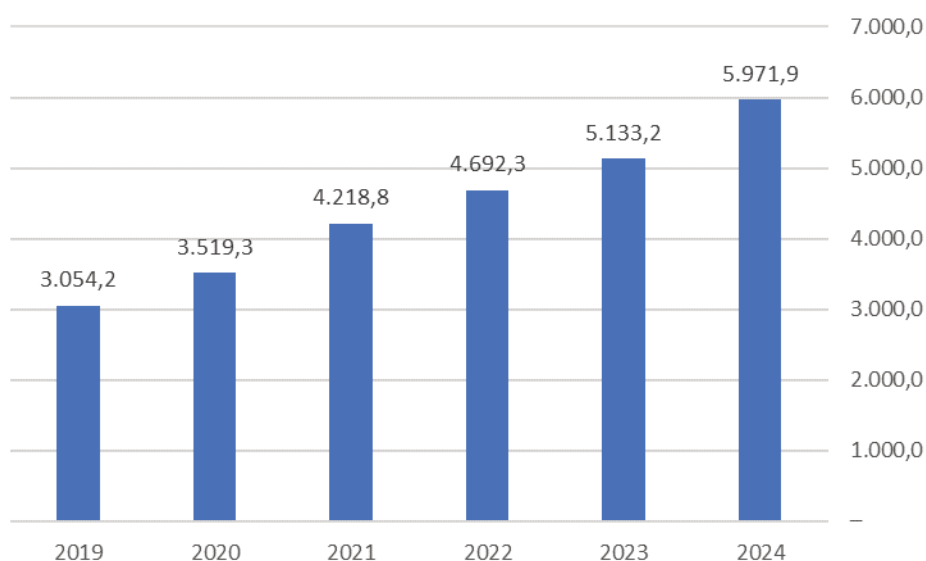
En este sector la competencia con Euroclear es estructural y permanente, especialmente en el ámbito de bonos internacionales y en servicios de financiación de valores.

11. Análisis financiero de la compañía

11.1 Observaciones generales

Comenzando por los ingresos por ventas, en el core de la compañía, podemos ver una evolución sólida, con un importante crecimiento a lo largo de los años comprendidos por el estudio, con un crecimiento anual compuesto de 11,82% por año, siendo todos los años crecientes.

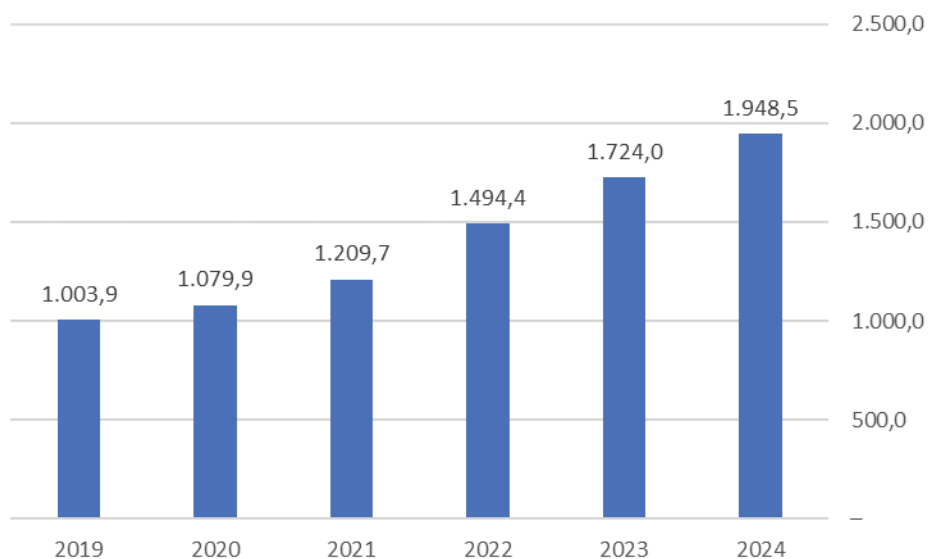
Gráfico 12: Ingresos por ventas en millones de euros. Años 2019-2024.



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

En cuanto a la ganancia neta, se puede observar un patrón similar al de los ingresos por ventas, con un crecimiento estable en los años analizados, y consolidándose en 2024 en la franja cercana a los 2000 millones de euros.

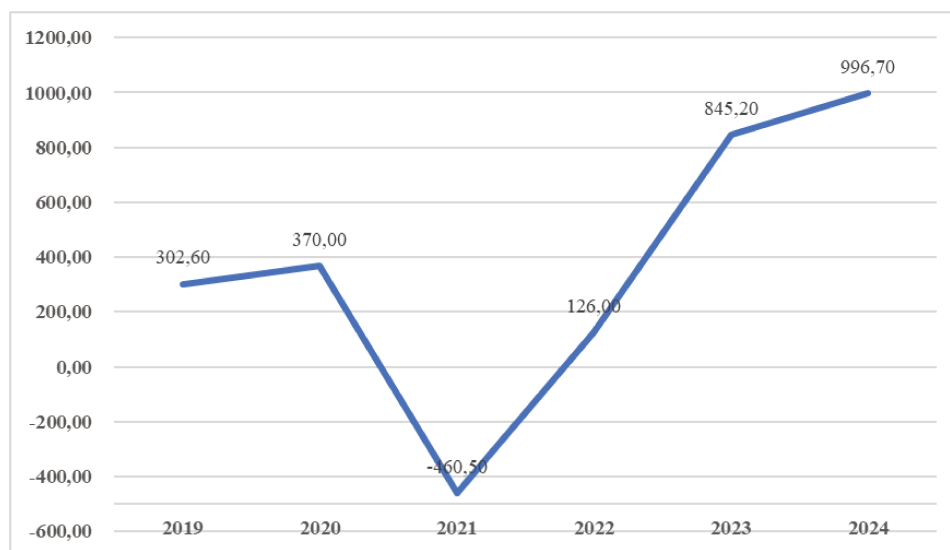
Gráfico 13: Ganancia neta en millones de euros. Años 2019-2024.



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

Respecto a el cambio neto en efectivo y equivalentes de la compañía, tal como sucedió con el ingreso por ventas y el ingreso neto, se percibe una evolución positiva en esta variable, siendo todos los años positivos, a excepción del 2021, donde la posición por inversiones fue altamente negativa por la adquisición de ISS Data Discovery and Crypto Finance, generando este saldo negativo para dicho período. Esta solida evolución del efectivo le permite al grupo contar con liquidez en caso de la aparición de un caso que requiera intervención, manteniendo altos estándares en cuanto a control del riesgo.

Gráfico 14: Cambio neto en efectivo y equivalentes de efectivo. Años 2019-2024. Cifras en millones de euros



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

A continuación, se presenta el balance simplificado de la compañía:

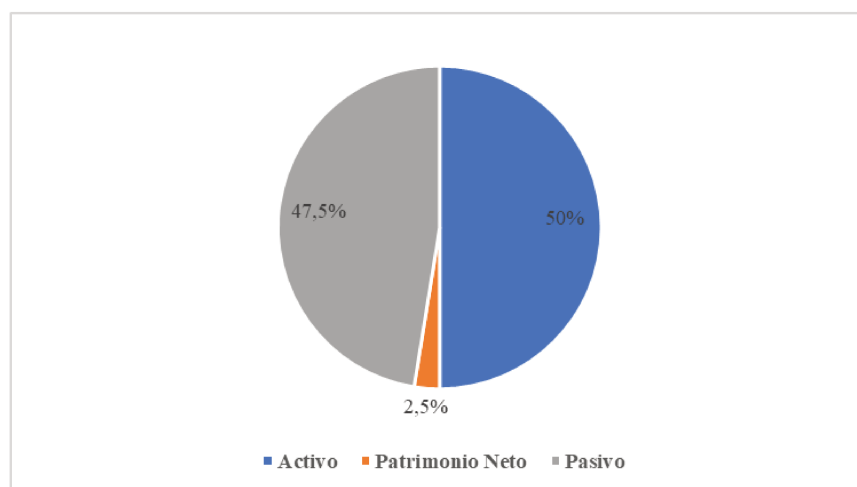
Gráfico 15: Balance simplificado de Deutsche Börse Group. Años 2019-2024.

Balance consolidado en millones de €		31 Dec 2019	31 Dec 2020	31 Dec 2021	31 Dec 2022	31 Dec 2023	31 Dec 2024
Activos no corrientes		11.706,90 €	14.596,80 €	20.462,50 €	20.758,40 €	23.427,60 €	22.334,90 €
	Bienes intangibles	5.008,40 €	5.723,20 €	8.162,90 €	8.610,00 €	12.478,60 €	12.642,70 €
	Propiedades, planta y equipos	498,00 €	530,40 €	593,70 €	631,20 €	605,60 €	685,10 €
	Activos financieros	6.027,60 €	8.086,00 €	11.460,40 €	11.322,80 €	9.870,40 €	8.506,70 €
	Otros activos no corrientes	172,90 €	257,20 €	245,50 €	194,40 €	473,00 €	500,40 €
Activos corrientes		125.458,40 €	138.170,60 €	202.456,80 €	248.350,40 €	214.299,30 €	199.776,90 €
	Activos financieros valuados a costo amortizado	46.705,70 €	56.729,10 €	96.340,60 €	115.979,20 €	75.202,90 €	71.006,80 €
	Instrumentos financieros mantenidos por cámaras de compensación	78.303,30 €	80.783,90 €	103.311,70 €	129.948,60 €	137.936,80 €	127.085,50 €
	Activos por impuestos sobre la renta	108,50 €	109,50 €	115,50 €	79,30 €	105,20 €	225,90 €
	Otros activos corrientes	340,90 €	548,10 €	2.689,00 €	2.343,30 €	1.054,40 €	1.458,70 €
Total activos		137.165 €	152.767 €	222.919 €	269.109 €	237.727 €	222.112 €
Patrimonio neto		6.110,60 €	6.556,10 €	7.742,40 €	9.060,90 €	10.100,20 €	11.259,30 €
Pasivos no corrientes		8.610,40 €	11.031,60 €	13.622,90 €	14.183,80 €	16.206,70 €	14.561,40 €
	Provisiones para pensiones	418,70 €	390,40 €	276,20 €	134,70 €	199,20 €	177,00 €
	Pasivos financieros valuados a costo amortizado	2.627,20 €	3.474,40 €	3.539,90 €	4.535,00 €	7.484,00 €	6.748,20 €
	Pasivos financieros medidos a FVPL	5.318,50 €	6.936,20 €	9.450,80 €	9.111,30 €	7.718,70 €	6.863,70 €
	Otros pasivos no corrientes	19,70 €	13,90 €	17,50 €	14,60 €	15,60 €	15,40 €
	Pasivos de impuestos diferidos	226,30 €	216,70 €	338,50 €	388,20 €	789,20 €	757,10 €
Pasivos corrientes		122.444,30 €	135.180,20 €	201.554,00 €	245.864,00 €	211.420,10 €	196.291,10 €
	Pasivos de impuesto a la renta	231,80 €	267,10 €	244,60 €	335,40 €	439,20 €	518,90 €
	Pasivos de sueldos corrientes	- 54,80 €	172,70 €	- 112,70 €	86,40 €	341,30 €	363,10 €
	Otras provisiones de corto plazo	250,70 €	313,70 €	335,30 €	389,20 €	123,80 €	119,80 €
	Pasivos financieros a costo amortizado	44.187,90 €	53.207,40 €	94.911,20 €	112.995,90 €	72.093,10 €	67.882,90 €
	Instrumentos financieros mantenidos por cámaras de compensación	77.495,80 €	80.674,60 €	103.387,00 €	129.601,70 €	137.357,90 €	126.047,20 €
	Otros pasivos corrientes	332,90 €	544,70 €	2.788,60 €	2.455,40 €	1.064,80 €	1.359,20 €
Total pasivo		131.054,70 €	146.211,80 €	215.176,90 €	260.047,80 €	227.626,80 €	210.852,50 €
Total pasivo y patrimonio neto		137.165 €	152.768 €	222.919 €	269.109 €	237.727 €	222.112 €

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

Como se puede observar, la estructura de la compañía se caracteriza por tener un muy bajo porcentaje de capital propio (2,5%), financiando la mayor parte de sus activos mediante pasivos, siendo esto un resultado lógico del modelo de negocio, a causa de elevados pasivos técnicos como márgenes, colaterales y depósitos, que no representan “deuda” económica ni implican riesgo, pero que incrementan el tamaño contable del balance.

Gráfico 16: Estructura del capital de Deutsche Börse Group. Al 31/12/2024.



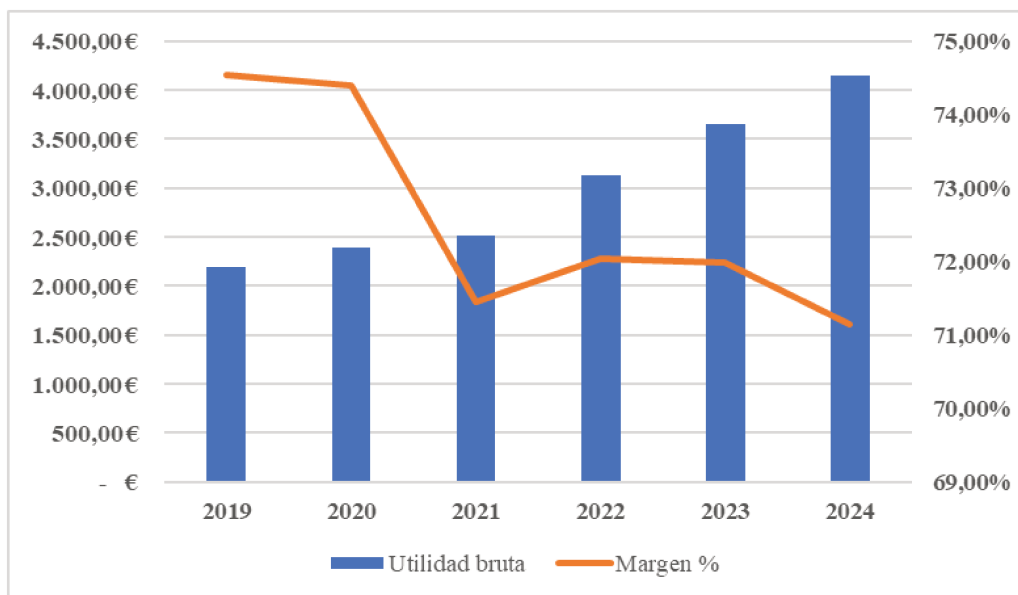
Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

11.2 Ratios de rentabilidad

Comenzando con esta sección, analizaremos la Utilidad Bruta y Margen %, lo cual permite evaluar la capacidad del grupo para generar valor a partir de su negocio, aislando el efecto de los costos operativos. Entre 2019 y 2024, como se puede observar en el siguiente gráfico, los datos reflejan una tendencia creciente tanto en la utilidad bruta, y variaciones en el margen en un rango entre 70% y 75%, tendiendo en los últimos períodos a estabilizarse más cerca del rango inferior.

En conjunto, la trayectoria observada en este gráfico es coherente con un modelo de negocio de alta eficiencia operativa, baja intensidad de capital y elevado apalancamiento tecnológico, lo que constituye uno de los pilares de la solidez financiera de Deutsche Börse, gracias a las economías de escala generadas con la adopción de nuevas tecnologías y adquisiciones estratégicas.

Gráfico 17: Utilidad bruta y Margen %. Años 2019-2024. Cifras en millones de euros.

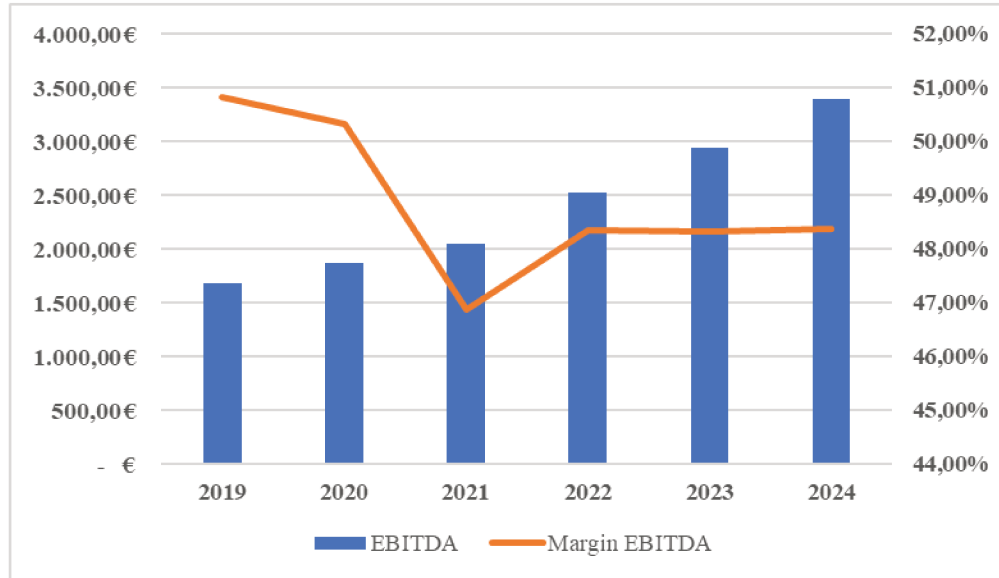


Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

Seguidamente, analizamos la evolución del EBITDA y su margen, que son indicadores críticos para comprender el desempeño operativo autónomo de Deutsche Börse, excluyendo los efectos de amortizaciones y depreciaciones, así como de variaciones financieras y fiscales. El gráfico evidencia, nuevamente, un crecimiento sistemático del EBITDA en el período 2019–2024, acompañado de un margen estable en poco más del 48%, siendo relativamente alto para el sector.

Este comportamiento puede responder a dos fuerzas principales. Por un lado, la mayor escalabilidad del negocio, derivada del crecimiento del volumen de transacciones y del aumento en la demanda de datos financieros y servicios tecnológicos; y por otro, la incorporación de nuevas unidades de negocio de alta rentabilidad como se mencionó en apartados anteriores.

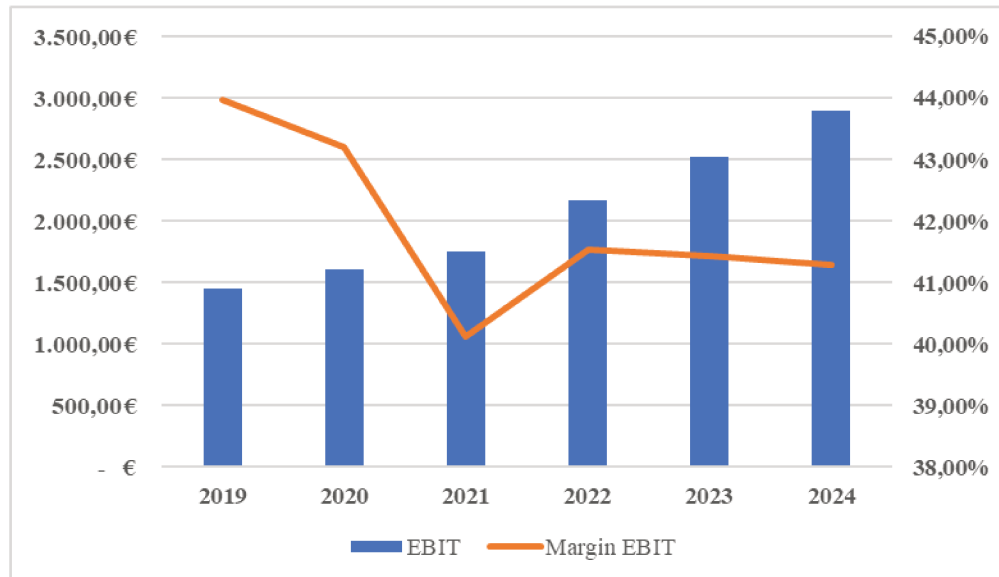
Gráfico 18: EBITDA y Margen EBITDA. Años 2019-2024. Cifras en millones de euros.



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

En lo que respecta al EBIT, naturalmente se observa una tendencia similar a la analizada en el gráfico anterior, demostrando la estabilidad en la expansión del grupo.

Gráfico 19: EBIT y Margen EBIT. Años 2019-2024. Cifras en millones de euros.

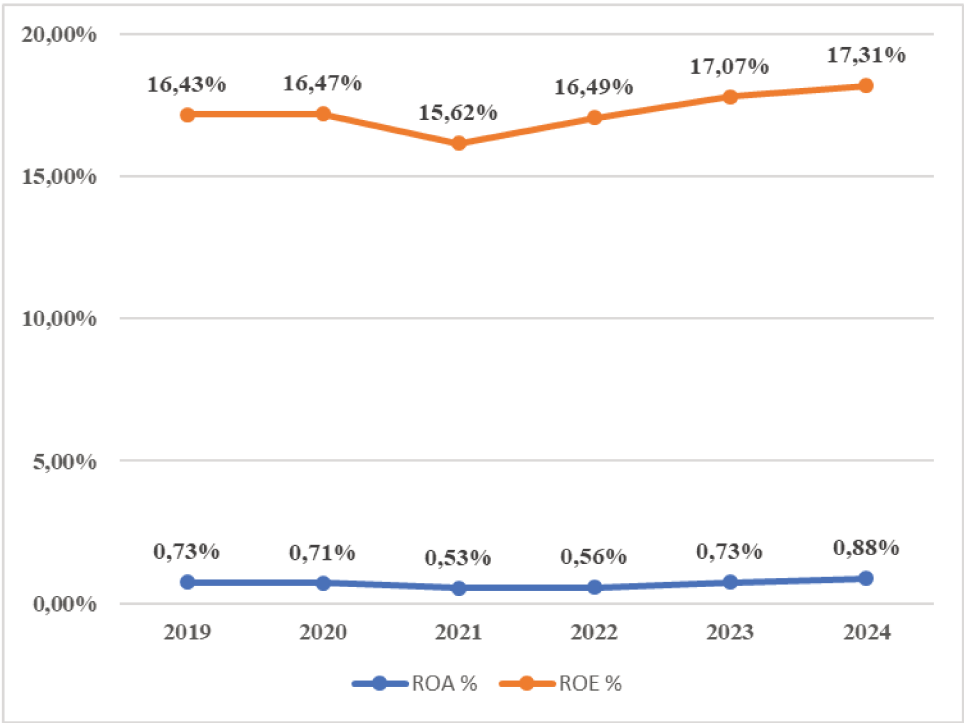


Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

Continuando, analizamos en el Gráfico 20 la eficiencia con la que la firma utiliza sus activos y su capital propio: El ROA muestra valores moderados, lo cual es típico en infraestructuras de mercado debido al gran tamaño del balance, que incluye pasivos técnicos como colaterales, márgenes y depósitos custodiados para operaciones de clearing. Estos pasivos “inflan” el tamaño total del activo sin generar ingresos adicionales directos, lo que naturalmente modera el ROA.

En contraposición, se observa un ROE significativamente más elevado, debido a un modelo donde el patrimonio neto representa una porción pequeña del total de la estructura, estando el balance más marcado por la presencia del pasivo, como vimos en secciones anteriores. La tendencia ligeramente creciente del ROE en el período analizado se puede asociar a una mayor rentabilidad operativa, un incremento sostenido del beneficio neto y una política de dividendos que limita la acumulación de patrimonio, manteniendo elevada la eficiencia del capital propio.

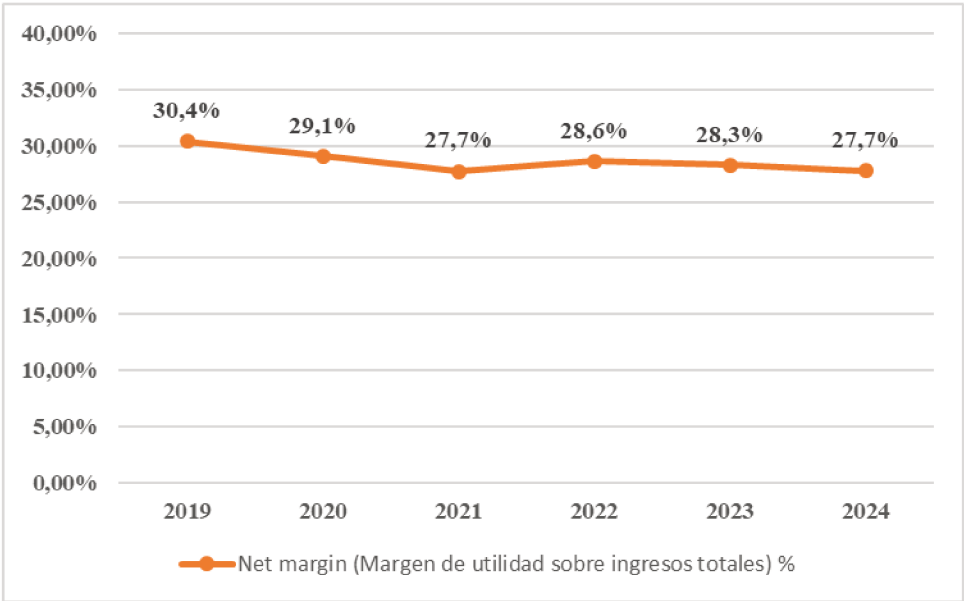
Gráfico 20: Retorno sobre Activos (ROA) y Retorno sobre Capital (ROE). Años 2019-2024.



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

El margen neto es un indicador de la capacidad de la compañía de convertir ingresos en utilidades. Se puede observar una tendencia relativamente estable entre 2019 y 2024.

Gráfico 21: Margen de utilidad sobre ingresos totales. Años 2019-2024.



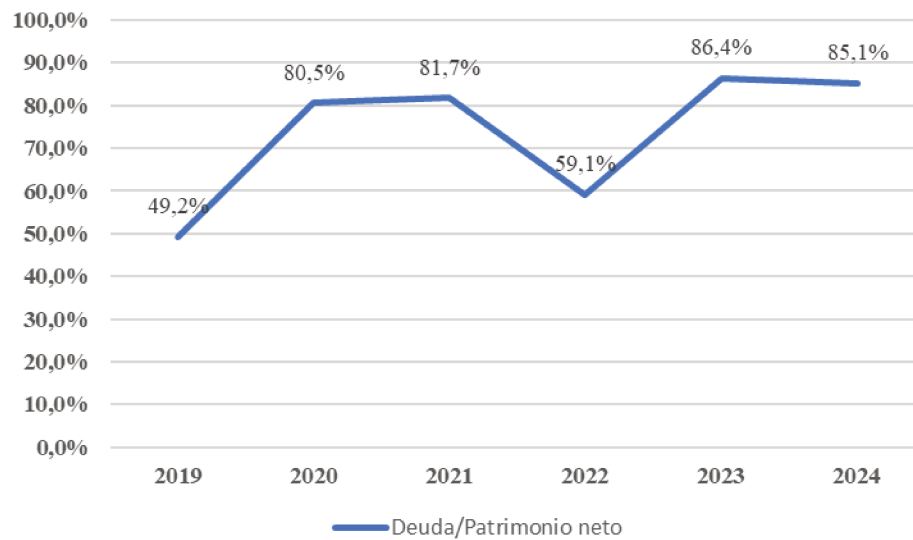
Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

11.3 Ratios de deuda

La relación deuda/patrimonio neto en Deutsche Börse suele exhibir valores muy elevados debido a la estructura particular de su balance. El incremento observado entre 2019 y 2024 no implica mayor riesgo financiero, ya que gran parte de la “deuda” reconocida contablemente corresponde a pasivos operativos y no a financiamiento con costo.

De esta manera, este ratio refleja la naturaleza operativa del negocio más que una política corporativa “agresiva” de endeudamiento.

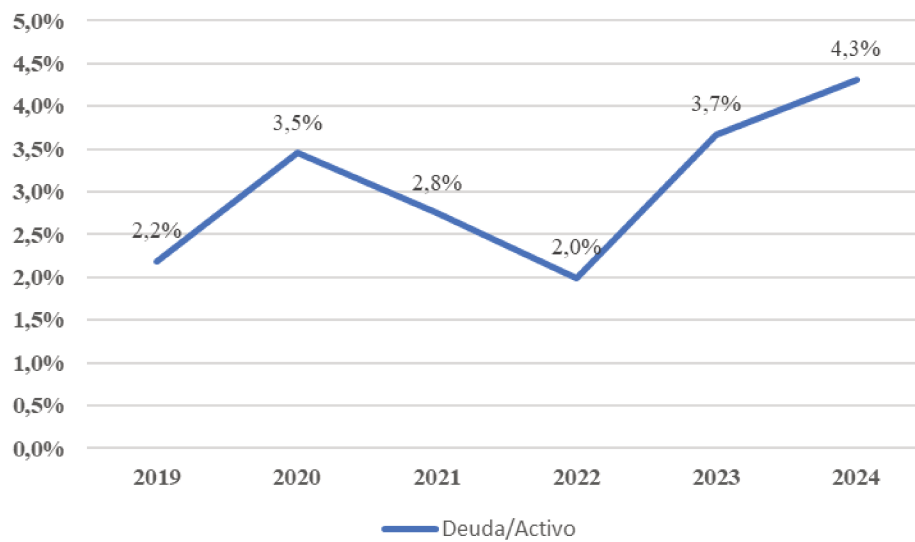
Gráfico 22: Deuda/Patrimonio neto. Años 2019-2024.



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

El indicador de Deuda/Activos muestra que la mayor parte de los activos de Deutsche Börse se financian con pasivos operativos.

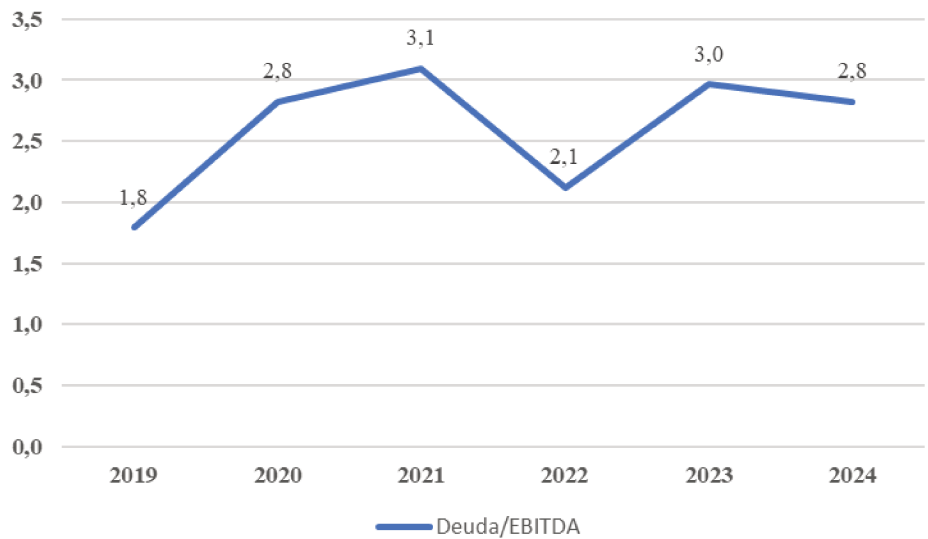
Gráfico 23: Deuda/Activos. Años 2019-2024.



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

Seguidamente, el indicador de Deuda/EBITDA nos indica una baja proporción de endeudamiento de la compañía, evidenciando una sólida capacidad financiera real por parte de la firma para atender sus obligaciones.

Gráfico 24: Deuda/EBITDA. Años 2019-2024.



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

11.4 Conclusión del estado financiero de la compañía al 31/12/2024

Como cierre, se puede mencionar que la evolución financiera de la firma entre 2019 y 2024 muestra una posición económica robusta, con un crecimiento sostenido en sus principales variables de rentabilidad, un balance propio para este tipo de compañías de infraestructura financiera y una capacidad sobrada para generar liquidez y valor a lo largo del período analizado.

En primer lugar, el crecimiento compuesto de los ingresos por ventas (11,82% anual) refleja una expansión dinámica del negocio, impulsada tanto por el incremento del volumen de operaciones como por la diversificación hacia segmentos de alto margen como datos financieros, servicios tecnológicos y soluciones de gestión de inversiones. Esta tendencia se ve acompañada por una sólida evolución del beneficio neto, que converge hacia los 2.000

millones de euros en 2024, evidenciando una elevada eficiencia operativa y un control efectivo de los costos.

Los indicadores de flujo de efectivo complementan estas observaciones, generando consistentemente caja, a excepción de 2021, permitiendo al grupo financiar sus operaciones y sostener inversiones. Esto constituye un elemento crítico en empresas del sector, donde la estabilidad operativa y la resiliencia ante shocks son condiciones esenciales.

Por su parte, el balance muestra una estructura altamente apalancada, con un patrimonio neto representando apenas un 2,5% del total del activo. Sin embargo, esto no debe ser considerado de alto riesgo, ya que la mayor parte del pasivo corresponde a pasivos técnicos derivados de actividades de clearing, márgenes, colaterales y depósitos de clientes, que incrementan el tamaño del balance sin que esto constituya “deuda” financiera propiamente dicha (lo mismo sucede en el lado del activo).

Los indicadores de rentabilidad confirman la eficiencia del grupo, mostrando márgenes elevados de utilidad bruta, y con trayectorias crecientes de EBIT y EBITDA. En relación con los retornos, la coexistencia de un ROA moderado con un ROE elevado es coherente con la estructura de balance mencionada. Dado que el total del activo se ve ampliado artificialmente por la presencia de pasivos técnicos sin efecto directo en generación de ingresos, el ROA resulta moderado. El ROE, en contraste, se ve amplificado por el bajo volumen relativo de patrimonio neto, lo cual maximiza la eficiencia del capital propio y refuerza la rentabilidad para los accionistas.

Finalmente, los indicadores de endeudamiento ajustados —particularmente Deuda/EBITDA— muestran niveles holgadamente sostenibles, reflejando que la exposición real a deuda financiera es reducida.

Todo lo anteriormente mencionado, constituye un fundamento estratégico clave para la consolidación de sus planes de expansión y digitalización en el marco de su estrategia Horizon 2026, que viene respetando de buena manera.

12. Aspectos metodológicos de la valuación

Para este estudio, se ha decidido utilizar el enfoque basado en el Modelo de Flujos de Caja Descontados (DCF, por sus siglas en inglés) para valorar la compañía. Este método consiste en descontar los flujos de efectivo futuros esperados, es decir, los ingresos que generará la empresa para todos sus inversionistas, ya sean accionistas o acreedores, aplicando una tasa de descuento llamada “Costo Promedio Ponderado de Capital” (WACC, por sus siglas en inglés). La fórmula general para calcular el Valor de la Empresa (EV), siguiendo a Damodaran (2002) es:

$$EV = \sum \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^t}$$

donde el valor terminal (TV) se calcula como:

$$TV = \frac{FCFF_{t+1}}{(WACC - g)} = \frac{FCFF_t * (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Este enfoque, siguiendo los lineamientos de Damodaran, ofrece varias ventajas frente a otros métodos de valoración, especialmente cuando se evalúan empresas con flujos de caja futuros relativamente predecibles. Una de sus cualidades principales es que resulta especialmente útil para compañías que cotizan en bolsa, ya que permite aprovechar la información financiera disponible para estimar esos flujos futuros de manera integral. Como se mencionó anteriormente, la tasa de descuento que se utilizará en este trabajo será el WACC, que representa el costo promedio ponderado del capital. En cuanto a las proyecciones del modelo, se realizarán estimaciones para un periodo de 5 años, abarcando hasta el año 2029. Se incluirá un valor terminal al finalizar este horizonte, considerando la historia financiera y el comportamiento histórico de los flujos de la empresa. Es importante destacar que se proyectarán flujos libres de caja descontados en euros al momento de la valoración (FCFF). La fórmula para calcular el Flujo de Caja Libre es la siguiente:

$$FCFF = EBIT + \text{Depreciaciones \& Amortizaciones} - \text{Impuestos} - \text{Inversiones de Capital (CAPEX)} - \text{Incremento de Capital de Trabajo}$$

Con esta metodología se busca reflejar un análisis riguroso y fundamentado para la valoración de la empresa, considerando un horizonte temporal adecuado y las variables financieras más relevantes.

La realización de este ejercicio entonces cuenta con dos etapas: En primer lugar, se establece un periodo de proyección para los flujos de caja libres que se ajusta a la idea de que la empresa ha alcanzado un estado maduro en su desarrollo. Luego, se define el último año del periodo como el “Valor Terminal”. Para calcular este valor, se toma el flujo de caja libre del año 2029 y se aplica una fórmula basada en un parámetro de tasa de crecimiento constante.

En dicha fórmula, el parámetro “g” representa la tasa de crecimiento y, para este trabajo, se ha seleccionado un valor del 1.6%, basado en las estimaciones proporcionadas por el Fondo Monetario Internacional en su informe de 2025 para las economías europeas (Fondo Monetario Internacional, 2025) y al Banco Central Europeo, de igual manera que el anterior.

La segunda etapa consistirá en la comparación entre el valor obtenido a través de este método y el valor resultante de una valoración múltiple. Este análisis comparativo tiene como objetivo identificar posibles desviaciones y obtener una visión más completa y robusta de la valoración.

13. Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC)

Como se explicó anteriormente, la tasa de descuento que se utilizará para traer a valor presente los flujos de caja libres es el Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC).

La fórmula para calcular el WACC es la siguiente:

$$WACC = \frac{E}{E + D} * K_e + \frac{D}{E + D} * K_d * (1 - t)$$

Donde:

- K_e es el costo del capital accionario, que se estima mediante la metodología del CAPM (Modelo de Valoración de Activos de Capital).
- K_d es el costo de la deuda.
- E representa el valor del capital propio (equity).

- D representa el valor de la deuda.
- t es la tasa impositiva aplicable.

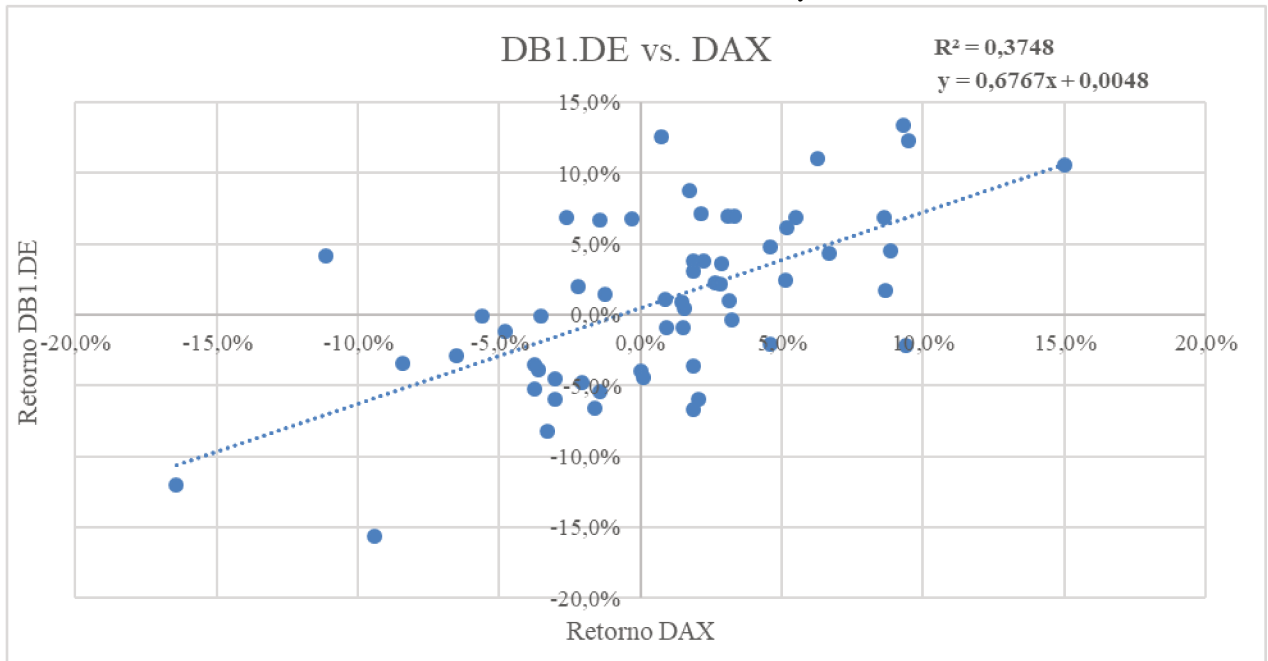
Para calcular K_e se utiliza la siguiente fórmula del CAPM:

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

Donde:

- R_f es la tasa libre de riesgo, determinada con base en los bonos a 10 años del Gobierno Alemán tomando como referencia la tasa al 31 de diciembre de 2024, que fue del 2.36%.
- R_m es el rendimiento esperado del mercado, calculado a partir de un análisis histórico que considera el rendimiento del índice DAX desde 1970 hasta 2024, ubicándose en el valor de 6.94%.
- β mide la sensibilidad del retorno del activo frente a las variaciones del mercado, donde, como puede verse en el siguiente gráfico, se realizó una comparación de los retornos mensuales de la acción de Deutsche Börse Group y el índice DAX de Alemania desde 2020 hasta 2024, observándose un beta de 0.6768 para DB1.DE.

Gráfico 25: Correlación mensual del retorno de DB1.DE y DAX. 2020-2024.



Fuente: Elaboración propia en base a series históricas de Yahoo Finance.

Esta metodología permite estimar una tasa de descuento que refleje el riesgo y la estructura financiera de la empresa, proporcionando una base sólida para la valoración mediante el método de flujos de caja descontados. El siguiente cuadro resume la información antes descrita:

Variables	Valor
Rf	2,36%
Beta	0,6768
Rm	6,94%
Prima de riesgo de mercado (Rm-Rf)	4,58%
Ke	5,46%

En cuanto al valor de E (equity) se lo calcula de la siguiente forma:

Variables	Valor
Equity (En miles de euros) según balance	11.259,30 €
Precio de la accion a 31/12/24	224,10 €
Cantidad de acciones en circulación	183.778.379,00
Valor de mercado del capital accionario (e)	41.184.734.733,90 €
Valor de mercado del capital accionario € (En miles de euros)	41.184,73 €

El costo de la deuda se lo calculó teniendo en cuenta las emisiones de deuda de la compañía en base a la información presentada en el balance de 2024, siendo esta la información más reciente y que refleja más fehacientemente dicho valor:

Debt instruments issued by Deutsche Börse Group (outstanding as at 31 December 2024)

Type	Issue volume	Issuer	ISIN	Term to maturity	Maturity	Coupon (p.a.)	Listing
Fixed-rate bearer bond	€500 m	Deutsche Börse AG	DE000A1684V3	10 years	October 2035	1.625%	Luxembourg/Frankfurt
Fixed-rate bearer bond	€350 m	Clearstream Banking AG	X32264712436	5 years	December 2025	0.000%	Luxembourg/Frankfurt
Fixed-rate bearer bond	€500 m	Deutsche Börse AG	DE000A3H2457	5 years	February 2026	0.000%	Luxembourg/Frankfurt
Fixed-rate bearer bond	€1.000 m	Deutsche Börse AG	DE000A3512R6	5 years	September 2026	3.875%	Luxembourg/Frankfurt
Fixed-rate bearer bond	€600 m	Deutsche Börse AG	DE000A2LQJ75	10 years	March 2028	1.125%	Luxembourg/Frankfurt
Fixed-rate bearer bond	€700 m	Deutsche Börse AG	DE000A3512S6	6 years	September 2029	3.750%	Luxembourg/Frankfurt
Fixed-rate bearer bond	€500 m	Deutsche Börse AG	DE000A3H2465	10 years	February 2031	0.00125%	Luxembourg/Frankfurt
Fixed-rate bearer bond	€600 m	Deutsche Börse AG	DE000A3MQXZ2	10 years	April 2032	0.015%	Luxembourg/Frankfurt
Fixed-rate bearer bond	€1.200 m	Deutsche Börse AG	DE000A3512T4	10 years	September 2033	3.88%	Luxembourg/Frankfurt
Fixed-rate bearer bond (hybrid bond)	€600 m	Deutsche Börse AG	DE000A289N78	Call date 7 years/final maturity in 27 years	June 2027/ June 2047	1.250% (until call date)	Luxembourg/Frankfurt
Fixed-rate bearer bond (hybrid bond)	€500 m	Deutsche Börse AG	DE000A3MQQV5	Call date 6.25 years/final maturity in 26.25 years	June 2028/ June 2048	2.000% (until call date)	Luxembourg/Frankfurt

Fuente: Deutsche Börse Group.

Variables	Valor
Kd	2,07%

La deuda neta de la compañía es la mencionada en sus estados contables, y para calcular la tasa impositiva se realizó un promedio de los años abarcados en este estudio, por lo tanto:

Variables	Valor
Deuda neta	6.775,40 €
Tasa impositiva	26%

Dadas todas estas variables, se arriba a un valor del WACC de 4.90%.

14. Proyecciones de variables

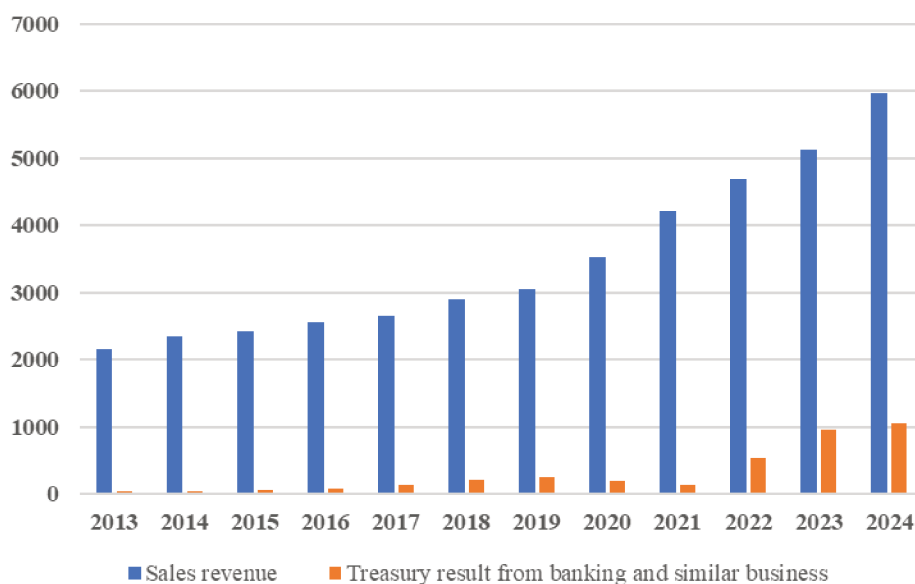
Aquí veremos las estimaciones a futuro de las principales variables a analizar para la construcción de los escenarios base, optimista y pesimista, los criterios utilizados para ello y su justificación:

14.1 Proyección de ventas

Para la proyección de ventas se considera la evolución histórica de la compañía, como así también las tendencias en el mercado y la industria. Esta sección es particularmente importante, ya que se utiliza indirectamente para otros cálculos que se verán más adelante.

En los últimos años, como se ve en el siguiente gráfico, se observa un crecimiento sostenido del ingreso por ventas de la compañía.

Gráfico 26: Evolución de ingreso por ventas y resultados económicos por negocios bancarios. Años 2013-2024. En millones de Euros.



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de Deutsche Börse Group.

En su propia hoja de ruta, el Horizon 2026, la compañía proyecta un crecimiento orgánico entre 6-10% anual para el ingreso por ventas. Para el caso base, considerando estabilidad macroeconómica y ejecución “normal” de dicho horizonte, se toma un punto de equilibrio de crecimiento de ventas de un 7% anual, con una reducción progresiva de 5% anual en resultado de tesorería (suponiendo en escenarios macroeconómicos normales bajas

de los tipos de interés en los principales mercados que opera la firma) generado por menor rendimiento sobre colateral y efectivo en tenencia de la compañía.

De este modo, el escenario base quedaría de la siguiente manera:

	2025	2026	2027	2028	2029
Sales revenue (7% de crecimiento anual)	6.389,93 €	6.837,23 €	7.315,83 €	7.827,94 €	8.375,90 €
Treasury result from banking and similar business (5% de decrecimiento anual)	997,50 €	947,63 €	900,24 €	855,23 €	812,47 €

En el escenario optimista, por un lado, se considera un crecimiento de ventas del 10% interanual, donde hay una plena ejecución de adquisiciones estratégicas, expansión internacional y aplicación de estrategias de digitalización, combinado con un mayor volumen general de transacciones. A su vez, se plantea un escenario de “higher-for-longer” en el plano de tasas de interés internacionales, generando una estabilidad en el resultado de treasury y una mejora en la gestión de liquidez de la compañía, generando una estabilidad en este concepto a lo largo de los años:

	2025	2026	2027	2028	2029
Sales revenue	6.569,09 €	7.226,00 €	7.948,60 €	8.743,46 €	9.617,80 €
Treasury result from banking and similar business	1.050,00 €	1.050,00 €	1.050,00 €	1.050,00 €	1.050,00 €

Por último, en el escenario pesimista se refleja una desaceleración general en la economía europea, menor actividad en el mercado de capitales y retrasos en

implementaciones tecnológicas que mejoren la eficiencia y satisfacción de los clientes. También contempla presión regulatoria o competencia más agresiva. Refleja recortes agresivos de tasas por parte del BCE, menor actividad de clearing, y caída en spreads. También contempla menor uso de colateral por parte de clientes institucionales. En conclusión, se plantea un crecimiento de tan solo 3% interanual en ventas, y una caída interanual de 15% en treasury, dando como resultado lo siguiente:

	2025	2026	2027	2028	2029
Sales revenue	6.151,06 €	6.335,59 €	6.525,66 €	6.721,43 €	6.923,07 €
Treasury result from banking and similar business	892,50 €	758,63 €	644,83 €	548,11 €	465,89 €

14.2 Proyección de capital de trabajo

En el análisis de esta variable, se vislumbra para los últimos 3 años de estudio, donde el escenario económico global se había normalizado (es decir, sin influencia de eventos como la crisis del COVID), una estabilidad del capital de trabajo a la zona de 55% sobre el total de ventas, por lo que en el escenario base se toma este valor como aproximación, aumentando a 60 en el pesimista y bajando a 50 en el optimista

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Activo corriente	125.458,40 €	138.171,00 €	202.457,00 €	248.350,50 €	214.299,20 €	199.776,90 €
Pasivo corriente	122.444,30 €	135.180,20 €	201.554,00 €	245.864,00 €	211.420,00 €	196.291,10 €
Capital de trabajo	3.014,10 €	2.990,80 €	903,00 €	2.486,50 €	2.879,20 €	3.485,80 €
Ventas	3054,2	3519,3	4218,8	4692,3	5133,2	5971,9
Capital de trabajo/ ventas	98,7%	85,0%	21,4%	53,0%	56,1%	58,4%
Aumento capital de trabajo	-	-	23,30 €	-	2.087,80 €	1.583,50 €
					392,70 €	606,60 €

Por lo tanto, en el escenario base (55.7% de k de trabajo/ ventas) la situación se vería así:

	2025	2026	2027	2028	2029
Activo corriente/venta:	213.743,26 €	228.705,29 €	244.714,66 €	261.844,68 €	280.173,81 €
Pasivo corriente/venta:	210.184,07 €	224.896,95 €	240.639,74 €	257.484,52 €	275.508,44 €
K de trabajo	3.559,19 €	3.808,34 €	4.074,92 €	4.360,16 €	4.665,38 €
Aumento K de trabajo	73,39 €	249,14 €	266,58 €	285,24 €	305,21 €

En el escenario optimista, con un 50% de capital de trabajo/ventas:

	2025	2026	2027	2028	2029
Activo corriente/venta:	219.736,06 €	241.709,67 €	265.880,63 €	292.468,70 €	321.715,57 €
Pasivo corriente/venta:	216.451,52 €	238.096,67 €	261.906,33 €	288.096,97 €	316.906,66 €
K de trabajo	3.284,55 €	3.613,00 €	3.974,30 €	4.371,73 €	4.808,90 €
Aumento K de trabajo -	201,25 €	328,45 €	361,30 €	397,43 €	437,17 €

Y en el pesimista, suponiendo 60% sobre ventas:

	2025	2026	2027	2028	2029
Activo corriente/venta:	205.752,86 €	211.925,44 €	218.283,21 €	224.831,70 €	231.576,65 €
Pasivo corriente/venta:	202.062,22 €	208.124,09 €	214.367,81 €	220.798,85 €	227.422,81 €
K de trabajo	3.690,63 €	3.801,35 €	3.915,39 €	4.032,86 €	4.153,84 €
Aumento K de trabajo	204,83 €	110,72 €	114,04 €	117,46 €	120,99 €

14.3 Proyección de costos

La proyección de costos se desagrega en costos operativos y costos relacionados al volumen, siguiendo la estructura histórica de Deutsche Börse Group. Los costos relacionados al volumen se modelan como proporción de las ventas, reflejando su naturaleza variable. Los costos operativos se proyectan como porcentaje fijo o creciente, según el escenario, para capturar el comportamiento estructural. Esta separación permite evaluar con mayor precisión el apalancamiento operativo y la sensibilidad del margen EBIT ante cambios en la actividad. En base a la evolución del período analizado, se observa cierta estabilidad de estas variables.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Volume related costs	379,40 €	542,60 €	937,10 €	995,60 €	1.057,90 €	1.219,10 €
Operating costs	1.264,40 €	1.368,70 €	1.551,60 €	1.822,20 €	2.118,30 €	2.469,20 €
Sales revenue	3.054,20 €	3.519,30 €	4.218,80 €	4.692,30 €	5.133,20 €	5.971,90 €
Volume related costs/s:	12%	15%	22%	21%	21%	20%
Operating costs/Sales r	41%	39%	37%	39%	41%	41%

Para el caso base, se trabaja con la hipótesis de mantener constantes estos valores en sus promedios de los últimos períodos, por lo tanto, Volume related costs/sales = 21% constante, y los costos operativos/ventas se considera un valor del 40%:

	2025	2026	2027	2028	2029
Volume related costs/Sales	21%	21%	21%	21%	21%
Operating costs/Sales	40%	40%	40%	40%	40%

Para el caso optimista, se plantea una mejora progresiva de los volume related costs/sales, reduciendo su proporción 0.5 puntos porcentuales por año, y costos operativos/ ventas en un valor del 37% (mínimo de la serie histórica):

	2025	2026	2027	2028	2029
Volume related costs/Sales	20,5%	20,0%	19,5%	19,0%	18,5%
Operating costs/Sales	37%	37%	37%	37%	37%

Finalmente, para la versión pesimista, se plantea un caso contrario al anterior, con un incremento progresivo de los volume related costs/sales de 0.5 puntos porcentuales, y un valor de 42% para los costos operativos/ventas:

	2025	2026	2027	2028	2029
Volume related costs/Sales	21,5%	22,0%	22,5%	23,0%	23,5%
Operating costs/Sales	42%	42%	42%	42%	42%

14.4 Proyección de depreciación y activos fijos

Respecto a estas variables, se vislumbra relativa estabilidad a lo largo del período analizado, promediando un 3.74% para el ratio de depreciaciones/activos fijos desde 2019 hasta 2024, y algo similar sucede con la razón de Capex/ventas, promediando un valor de 5.75% para el mismo período, como se puede observar en la siguiente tabla:

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Activos fijos (intangibles y físicos)	5.506,40 €	6.253,60 €	8.756,60 €	9.241,20 €	13.084,20 €	13.327,80 €
Depreciaciones	226,20 €	264,30 €	293,70 €	355,60 €	418,40 €	495,80 €
Depreciaciones/Act fijos	4,1%	4,2%	3,4%	3,8%	3,2%	3,7%
Capex	184,70 €	195,40 €	206,40 €	323,50 €	264,00 €	360,60 €
Sales revenue	3.054,20 €	3.519,30 €	4.218,80 €	4.692,30 €	5.133,20 €	5.971,90 €
Capex/Sales	6,05%	5,55%	4,89%	6,89%	5,14%	6,04%

Es por este motivo que para los tres casos se mantienen estos promedios a lo largo de los años, proyectando las siguientes cifras para el caso base:

	2025	2026	2027	2028	2029
Activo Fijo	13.695,86 €	14.089,68 €	14.511,08 €	14.961,97 €	15.444,42 €
Capex	368,06 €	393,82 €	421,39 €	450,89 €	482,45 €
Tasa de depreciación	3,74%	3,74%	3,74%	3,74%	3,74%
Depreciación	512,55 €	527,29 €	543,06 €	559,93 €	577,99 €

En el caso optimista:

	2025	2026	2027	2028	2029
Activo Fijo	13.706,18 €	14.122,40 €	14.580,24 €	15.083,86 €	15.637,85 €
Capex	378,38 €	416,22 €	457,84 €	503,62 €	553,99 €
Tasa de depreciación	3,74%	3,74%	3,74%	3,74%	3,74%
Depreciación	512,93 €	528,51 €	545,64 €	564,49 €	585,22 €

Y por último, el caso pesimista:

	2025	2026	2027	2028	2029
Activo Fijo	13.682,10 €	14.047,03 €	14.422,91 €	14.810,06 €	15.208,83 €
Capex	354,30 €	364,93 €	375,88 €	387,15 €	398,77 €
Tasa de depreciación	3,74%	3,74%	3,74%	3,74%	3,74%
Depreciación	512,03 €	525,69 €	539,76 €	554,25 €	569,17 €

14.5 Proyección de dividendos

Al igual que en la sección anterior, se analiza el comportamiento histórico del pago de dividendos para el período analizado y se utiliza el promedio para la construcción del caso base:

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Dividendos	495,00 €	531,90 €	550,60 €	587,60 €	661,50 €	697,80 €
Variación anual		7,5%	3,5%	6,7%	12,6%	5,5%

Por lo tanto, para el caso general se utiliza un crecimiento de 7.2% anual, proyectando los siguientes valores:

	2025	2026	2027	2028	2029
Dividendos	748,04 €	801,90 €	859,64 €	921,53 €	987,88 €

Para el caso optimista, se plantea un crecimiento anual de 9.2% anual:

	2025	2026	2027	2028	2029
Dividendos	762,00 €	832,10 €	908,65 €	992,25 €	1.083,54 €

Por último, para el escenario pesimista, se plantea un crecimiento moderado de 5.2% anual:

	2025	2026	2027	2028	2029
Dividendos	734,09 €	772,26 €	812,42 €	854,66 €	899,10 €

14.6 Proyección de impuestos

Respecto a la tasa impositiva efectiva, se decidió aplicar un promedio de la tasa cobrada en los últimos 6 períodos, llegando a un valor del 26%, la cual será aplicada en los 3 escenarios planteados.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EBT	1398,4	1528,2	1709,3	2106,489	2451,8	2745,2
Tax	362,6	402,6	444,4	543,3	654,9	698,9
Tasa impositiva efectiva	25,9%	26,3%	26,0%	25,8%	26,7%	25,5%
Promedio	26,0 %					

15. Valuación por Flujo de Fondos Descontados (DCF)

En esta sección se muestran los resultados de cada escenario, brindado los detalles de los estados financieros en cada uno de ellos y la evaluación de cada caso. Todos los valores presentados para esta sección son en millones de euros

15.1 Escenario base

Aquí se presentarán los resultados de las proyecciones para el escenario base, con los diversos estados financieros:

15.1.1 Estado de resultados del escenario base

Año	2025	2026	2027	2028	2029
Ingresos por Ventas	6.389,93 €	6.837,23 €	7.315,83 €	7.827,94 €	8.375,90 €
Ingresos por actividad bancaria y negocios similares	997,50 €	947,63 €	900,24 €	855,23 €	812,47 €
(Costos relacionados al volumen)	1.341,89 €	1.435,82 €	1.536,33 €	1.643,87 €	1.758,94 €
(Costos operativos)	2.555,97 €	2.734,89 €	2.926,33 €	3.131,18 €	3.350,36 €
(Depreciación)	512,55 €	527,29 €	543,06 €	559,93 €	577,99 €
Utilidad antes de impuestos	2.977,03 €	3.086,86 €	3.210,36 €	3.348,20 €	3.501,09 €
Impuestos	775,19 €	803,79 €	835,95 €	871,84 €	911,65 €
Utilidad después de impuestos	2.201,83 €	2.283,07 €	2.374,41 €	2.476,36 €	2.589,43 €
Dividendos	748,04 €	801,90 €	859,64 €	921,53 €	987,88 €
Ganancias retenidas	1.453,79 €	1.481,17 €	1.514,77 €	1.554,82 €	1.601,55 €

15.1.2 Balance del escenario base

		31 Dec 2024	31 Dec 2025	31 Dec 2026	31 Dec 2027	31 Dec 2028	31 Dec 2029
Activos no corrientes		22.334,90 €	22.702,96 €	23.096,78 €	23.518,18 €	23.969,07 €	24.451,52 €
	Activos fijos	13.327,80 €	13.695,86 €	14.089,68 €	14.511,08 €	14.961,97 €	15.444,42 €
	Otros activos no corrientes	9.007,10 €	9.007,10 €	9.007,10 €	9.007,10 €	9.007,10 €	9.007,10 €
Activos corrientes		199.776,90 €	213.743,26 €	228.705,29 €	244.714,66 €	261.844,68 €	280.173,81 €
Total activos		222.111,80 €	236.446,22 €	251.802,07 €	268.232,83 €	285.813,75 €	304.625,33 €
Patrimonio neto		11.259,30 €	11.700,75 €	12.343,72 €	13.031,70 €	13.767,83 €	14.555,49 €
Pasivos no corrientes		14.561,40 €	14.561,40 €	14.561,40 €	14.561,40 €	14.561,40 €	14.561,40 €
Pasivos corrientes		196.291,10 €	210.184,07 €	224.896,95 €	240.639,74 €	257.484,52 €	275.508,44 €
Total pasivo		210.852,50 €	224.745,47 €	239.458,35 €	255.201,14 €	272.045,92 €	290.069,84 €
Total pasivo y patrimonio neto		222.111,80 €	236.446,22 €	251.802,07 €	268.232,83 €	285.813,75 €	304.625,33 €

15.1.3 Proyección del Free Cash Flow escenario base

	2025	2026	2027	2028	2029
Utilidad después de impuestos	2.201,83 €	2.283,07 €	2.374,41 €	2.476,36 €	2.589,43 €
(+) depreciación	512,55 €	527,29 €	543,06 €	559,93 €	577,99 €
(-) aumento capital de trabajo	73,39 €	249,14 €	266,58 €	285,24 €	305,21 €
(-) CAPEX	368,06 €	393,82 €	421,39 €	450,89 €	482,45 €
Free cash flow	2.272,93 €	2.167,38 €	2.229,49 €	2.300,15 €	2.379,75 €

	2025	2026	2027	2028	2029
Free cash flow	2.272,93 €	2.167,38 €	2.229,49 €	2.300,15 €	2.379,75 €
Valor terminal					72.010,69 €
Factor de descuento	0,95325	0,90868	0,86619	0,82570	0,78709
Valor descontado	2.166,66 €	1.969,45 €	1.931,17 €	1.899,22 €	1.873,08 €
Valor descontado VT					56.678,94 €

Enterprise value	66.518,54 €
(+) Caja al inicio	3.923,50 €
Valor del activo	70.442,04 €
(-)Deuda al inicio	7.671,20 €
Equity Value	62.770,84 €
Acciones en circulación	183.778.379,00
Valor de la accion según DCF al 31/12/2024	341,56 €
Valor real de la acción al 31/12/2024	224,10 €
Diferencia FCF/Real	52,4%

Como se observa en el recuadro anterior, por el método de flujo de fondos descontado, obtenemos un valor de 341,56 euros, precio 52,4% superior al observado en el mercado alemán para el 31/12/2024.

15.2 Escenario optimista

Aquí se presentarán los resultados de las proyecciones para el escenario optimista, con sus diversos estados financieros:

15.2.1 Estado de resultados del escenario optimista

Año	2025	2026	2027	2028	2029
Ingresos por Ventas	6.569,09 €	7.226,00 €	7.948,60 €	8.743,46 €	9.617,80 €
Ingresos por actividad bancaria y negocios similares	1.050,00 €	1.050,00 €	1.050,00 €	1.050,00 €	1.050,00 €
(Costos relacionados al volumen)	1.346,66 €	1.445,20 €	1.549,98 €	1.661,26 €	1.779,29 €
(Costos operativos)	2.430,56 €	2.673,62 €	2.940,98 €	3.235,08 €	3.558,59 €
(Depreciación)	512,93 €	528,51 €	545,64 €	564,49 €	585,22 €
Utilidad antes de impuestos	3.328,93 €	3.628,67 €	3.962,00 €	4.332,63 €	4.744,70 €
Impuestos	866,83 €	944,88 €	1.031,67 €	1.128,18 €	1.235,48 €
Utilidad después de impuestos	2.462,10 €	2.683,79 €	2.930,33 €	3.204,45 €	3.509,22 €
Dividendos	762,00 €	832,10 €	908,65 €	992,25 €	1.083,54 €
Ganancias retenidas	1.700,11 €	1.851,69 €	2.021,67 €	2.212,20 €	2.425,68 €

15.2.2 Balance del escenario optimista

		31 Dec 2024	31 Dec 2025	31 Dec 2026	31 Dec 2027	31 Dec 2028	31 Dec 2029
Activos no corrientes		22.334,90 €	22.713,28 €	23.129,50 €	23.587,34 €	24.090,96 €	24.644,95 €
	Activos fijos	13.327,80 €	13.706,18 €	14.122,40 €	14.580,24 €	15.083,86 €	15.637,85 €
	Otros activos no corrientes	9.007,10 €	9.007,10 €	9.007,10 €	9.007,10 €	9.007,10 €	9.007,10 €
Activos corrientes		199.776,90 €	219.736,06 €	241.709,67 €	265.880,63 €	292.468,70 €	321.715,57 €
Total activos		222.111,80 €	242.449,34 €	264.839,16 €	289.467,97 €	316.559,66 €	346.360,51 €
Patrimonio neto		11.259,30 €	11.436,42 €	12.181,10 €	13.000,24 €	13.901,29 €	14.892,45 €
Pasivos no corrientes		14.561,40 €	14.561,40 €	14.561,40 €	14.561,40 €	14.561,40 €	14.561,40 €
Pasivos corrientes		196.291,10 €	216.451,52 €	238.096,67 €	261.906,33 €	288.096,97 €	316.906,66 €
Total pasivo		210.852,50 €	231.012,92 €	252.658,07 €	276.467,73 €	302.658,37 €	331.468,06 €
Total pasivo y patrimonio neto		222.111,80 €	242.449,34 €	264.839,16 €	289.467,97 €	316.559,66 €	346.360,51 €

15.2.3 Proyección del Free Cash Flow escenario optimista

Proyeccion de free cash flow	2025	2026	2027	2028	2029
Utilidad después de impuestos	2.462,10 €	2.683,79 €	2.930,33 €	3.204,45 €	3.509,22 €
(+) depreciación	512,93 €	528,51 €	545,64 €	564,49 €	585,22 €
(-)variación capital de trabajo -	201,25 €	328,45 €	361,30 €	397,43 €	437,17 €
(-) CAPEX	378,38 €	416,22 €	457,84 €	503,62 €	553,99 €
Free cash flow	2.797,91 €	2.467,63 €	2.656,83 €	2.867,89 €	3.103,28 €

	2025	2026	2027	2028	2029
Free cash flow	2.797,91 €	2.467,63 €	2.656,83 €	2.867,89 €	3.103,28 €
Valor terminal					93.904,53 €
Factor de descuento	0,95325	0,90868	0,86619	0,82570	0,78709
Valor descontado	2.667,10 €	2.242,28 €	2.301,33 €	2.368,00 €	2.442,57 €
Valor descontado VT					73.911,38 €

Enterprise value	85.932,66 €
(+) Caja al inicio	3.923,50 €
Valor del activo	89.856,16 €
(-)Deuda al inicio	7.671,20 €
Equity Value	82.184,96 €
Acciones en circulación	183.778.379,00
Valor de la accion según DCF	
al 31/12/2024	447,20 €
Valor real de la acción al	
31/12/2024	224,10 €
Diferencia FCF/Real	99,6 %

Como se puede vislumbrar en el recuadro anterior, por el método de flujo de fondos descontado en el caso optimista obtenemos un valor de 447,2 euros, ubicándose un 99,6% por encima del precio observado en el mercado alemán para el 31/12/2024.

15.3 Escenario pesimista

Aquí se presentarán los resultados de las proyecciones para el escenario pesimista, con sus diversos estados financieros:

15.3.1 Estado de resultados del escenario pesimista

Año	2025	2026	2027	2028	2029
Ingresos por Ventas	6.151,06 €	6.335,59 €	6.525,66 €	6.721,43 €	6.923,07 €
Ingresos por actividad bancaria y negocios similares	892,50 €	758,63 €	644,83 €	548,11 €	465,89 €
(Costos relacionados al volumen)	1.322,48 €	1.393,83 €	1.468,27 €	1.545,93 €	1.626,92 €
(Costos operativos)	2.583,44 €	2.660,95 €	2.740,78 €	2.823,00 €	2.907,69 €
(Depreciación)	512,03 €	525,69 €	539,76 €	554,25 €	569,17 €
Utilidad antes de impuestos	2.625,60 €	2.513,75 €	2.421,68 €	2.346,36 €	2.285,18 €
Impuestos	683,69 €	654,56 €	630,59 €	610,97 €	595,04 €
Utilidad después de impuestos	1.941,92 €	1.859,19 €	1.791,10 €	1.735,39 €	1.690,14 €
Dividendos	734,09 €	772,26 €	812,42 €	854,66 €	899,10 €
Ganancias retenidas	1.207,83 €	1.086,93 €	978,68 €	880,73 €	791,04 €

15.3.2 Balance del escenario pesimista

		31 Dec 2024	31 Dec 2025	31 Dec 2026	31 Dec 2027	31 Dec 2028	31 Dec 2029
Activos no corrientes		22.334,90 €	22.689,20 €	23.054,13 €	23.430,01 €	23.817,16 €	24.215,93 €
	Activos fijos	13.327,80 €	13.682,10 €	14.047,03 €	14.422,91 €	14.810,06 €	15.208,83 €
	Otros activos no corrientes	9.007,10 €	9.007,10 €	9.007,10 €	9.007,10 €	9.007,10 €	9.007,10 €
Activos corrientes		199.776,90 €	205.752,86 €	211.925,44 €	218.283,21 €	224.831,70 €	231.576,65 €
Total activos		222.111,80 €	228.442,06 €	234.979,57 €	241.713,21 €	248.648,86 €	255.792,58 €
Patrimonio neto		11.259,30 €	11.818,44 €	12.294,08 €	12.784,00 €	13.288,62 €	13.808,37 €
Pasivos no corrientes		14.561,40 €	14.561,40 €	14.561,40 €	14.561,40 €	14.561,40 €	14.561,40 €
Pasivos corrientes		196.291,10 €	202.062,22 €	208.124,09 €	214.367,81 €	220.798,85 €	227.422,81 €
Total pasivo		210.852,50 €	216.623,62 €	222.685,49 €	228.929,21 €	235.360,25 €	241.984,21 €
Total pasivo y patrimonio neto		222.111,80 €	228.442,06 €	234.979,57 €	241.713,21 €	248.648,86 €	255.792,58 €

15.3.3 Proyección del Free Cash Flow escenario pesimista

Proyeccion de free cash flow	2025	2026	2027	2028	2029
Utilidad después de impuestos	1.941,92 €	1.859,19 €	1.791,10 €	1.735,39 €	1.690,14 €
(+) depreciación	512,03 €	525,69 €	539,76 €	554,25 €	569,17 €
(-)variación capital de trabajo	204,83 €	110,72 €	114,04 €	117,46 €	120,99 €
(-) CAPEX	354,30 €	364,93 €	375,88 €	387,15 €	398,77 €
Free cash flow	1.894,82 €	1.909,23 €	1.840,93 €	1.785,02 €	1.739,55 €

	2025	2026	2027	2028	2029
Free cash flow	1.894,82 €	1.909,23 €	1.840,93 €	1.785,02 €	1.739,55 €
Valor terminal					52.638,39 €
Factor de descuento	0,95325	0,90868	0,86619	0,82570	0,78709
Valor descontado	1.806,23 €	1.734,87 €	1.594,61 €	1.473,88 €	1.369,19 €
Valor descontado VT					41.431,19 €

Enterprise value	49.409,96 €
(+) Caja al inicio	3.923,50 €
Valor del activo	53.333,46 €
(-)Deuda al inicio	7.671,20 €
Equity Value	45.662,26 €
Acciones en circulación	183.778.379,00
Valor de la accion según DCF al 31/12/2024	248,46 €
Valor real de la acción al 31/12/2024	224,10 €
Diferencia FCF/Real	10,9%

Como se puede observar en el recuadro anterior, por el método de flujo de fondos descontado en el escenario pesimista obtenemos un valor de 248,46 euros, ubicándose un 10,9% por encima del precio observado en el mercado alemán para el 31/12/2024.

16. Valuación por múltiplos

La valuación relativa con múltiplos constituye uno de los pilares para el análisis fundamental de compañías. La idea principal consiste en que, en condiciones normales, empresas comparables en términos de sector, perfil de riesgo y perspectivas de crecimiento deberían cotizar a niveles similares. En el análisis comparamos los valores de Deutsche Börse Group (DB1.DE) con los de London Stock Exchange Group (LSEG), CME Group Inc. (CME) e Intercontinental Exchange Inc. (ICE). A continuación, se examina cada múltiplo, su significado económico y la posición relativa de Deutsche Börse frente a sus pares.

Compañía	Ticker	Mercado donde cotiza	Enterprise value	Price/Sales	Price/Earnings	Price/Book value	Enterprise value/EBIT	Enterprise value/EBITDA
Deutsche Börse Group	DB1.DE	Alemania	294.90	5.95	22.17	4.06	106.01	90.06
London Stock Exchange Group	LSEG	Reino Unido	69.27	7.13	-	2.62	50.08	19.09
CME Group Inc	CME	Estados Unidos	84.68	13.83	24.42	2.96	18.37	17.11
Intercontinental Exchange Inc	ICE	Estados Unidos	106.36	7.52	35.39	3.14	26.26	19.07

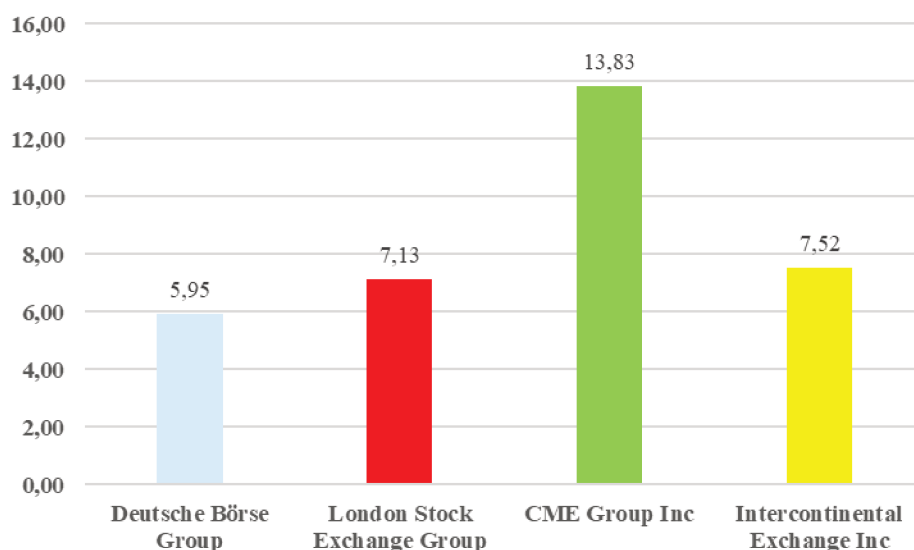
Mínimo	7,13	24,42	2,62	18,37	17,11
Máximo	13,83	35,39	3,14	50,08	19,09
Promedio	9,49	29,91	2,91	31,57	18,42

16.1 Price/Sales

Este ratio relaciona la capitalización bursátil de una empresa con sus ingresos totales. Indica cuántos euros (o dólares) está dispuesto a pagar el mercado por cada unidad monetaria de ventas generada. Es especialmente útil cuando las utilidades son volátiles o cuando se comparan empresas con distintas estructuras de costes, pues los ingresos son una magnitud más estable y difícil de manipular contablemente.

Deutsche Börse presenta un Price/Sales de 5.95x, siendo la empresa más barata del grupo en esta métrica. LSEG cotiza a 7.13x, ICE a 7.52x y, de forma notable, CME Group a 13.83x. El elevado múltiplo de CME refleja los márgenes excepcionalmente altos que caracterizan a ese operador de derivados, así como una prima de crecimiento que el mercado le reconoce. El nivel más bajo de Deutsche Börse podría interpretarse, en términos de valoración relativa, como una oportunidad de entrada o bien como un reflejo de expectativas de crecimiento orgánico más moderadas comparadas con sus competidores.

Gráfico 27: Price/sales para distintas empresas. Valores para 2024.



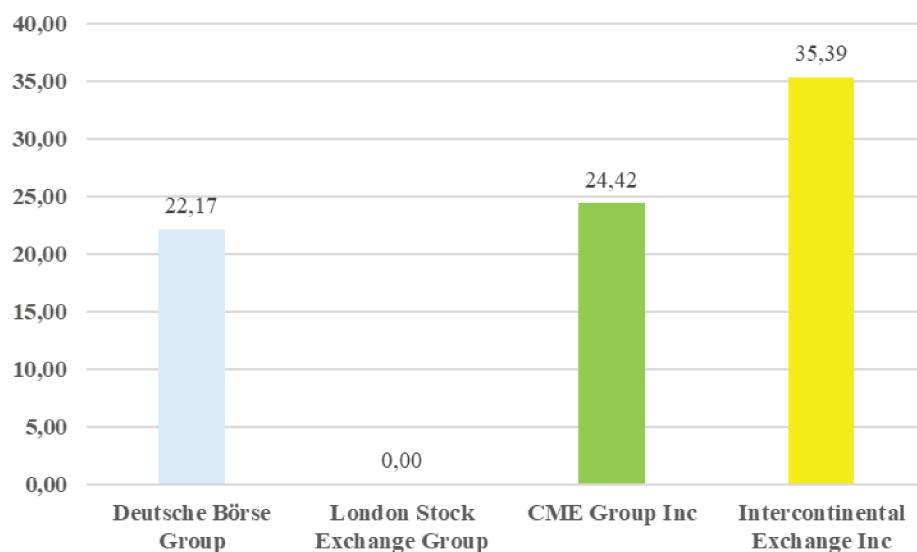
Fuente: Elaboración propia en base a Morningstar.com

16.2 Price/Earnings

Este ratio expresa el número de años de beneficio neto que un inversor está dispuesto a pagar por adquirir una acción al precio de mercado actual. Un PER elevado puede indicar altas expectativas de crecimiento futuro o bien sobrevaluación; un PER reducido puede señalar atractivo de valoración o deterioro estructural del negocio.

Deutsche Börse cotiza a 22.17x, en línea con CME Group (24.42x), mientras que ICE presenta el PER más elevado del grupo (35.39x), lo que podría reflejar una prima de crecimiento más agresiva o márgenes de expansión esperados en sus segmentos de datos y tecnología. La posición de Deutsche Börse resulta, en este contexto, la más conservadora y quizás la más alineada con su madurez operativa dentro del sector.

Gráfico 28: Price/Earnings para distintas empresas. Valores para 2024.



Fuente: Elaboración propia en base a Morningstar.com

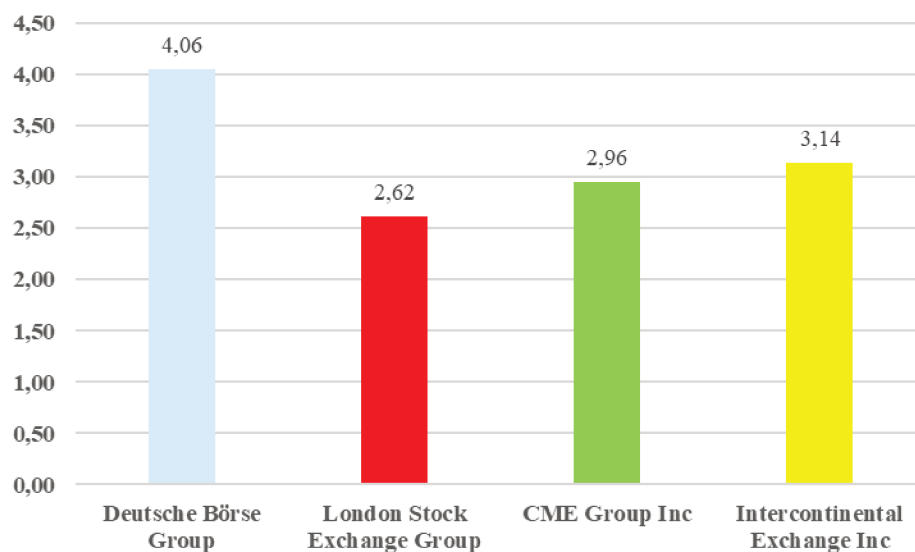
16.3 Price/Book Value

Este múltiplo compara el precio de mercado de una acción con su valor contable neto (activos menos pasivos por acción). Un ratio superior a 1x implica que el mercado valora la

empresa por encima de sus activos netos registrados, lo que típicamente refleja, por ejemplo, el valor de intangibles no contabilizados.

Dado que, en esta industria, los activos más valiosos son las licencias de operación, los sistemas tecnológicos propietarios y las redes de liquidez —todos ellos intangibles difícilmente reflejados en el balance—, no es llamativo que todos los comparables coticen con primas sustanciales sobre su valor en libros. Deutsche Börse encabeza el grupo con un ratio de 4.06x, seguido de ICE (3.14x), CME (2.96x) y LSEG (2.62x). Este liderazgo de Deutsche Börse podría interpretarse como un reconocimiento del mercado a la fortaleza de su posición competitiva

Gráfico 29: Price/Book Value para distintas empresas. Valores para 2024.



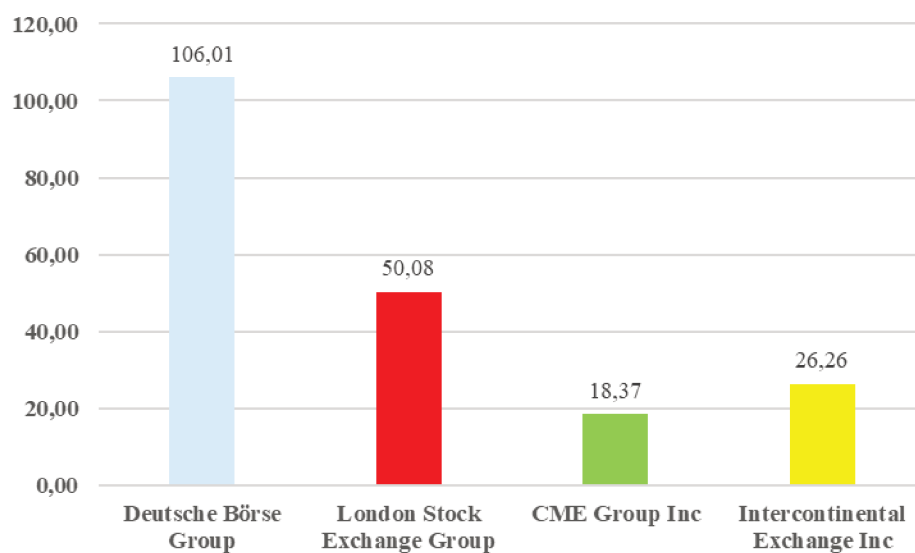
Fuente: Elaboración propia en base a Morningstar.com

16.4 Enterprise Value/EBIT

El Enterprise Value (EV) representa el coste teórico de adquirir la totalidad de una empresa, incluyendo tanto la capitalización de mercado como la deuda neta. El EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) es el beneficio operativo antes de intereses e impuestos, una medida de la generación de valor operativo independiente de la estructura financiera. El ratio EV/EBIT ofrece una visión de cuántas veces el valor total de la empresa equivale a su resultado operativo recurrente.

Aquí se observa una de las divergencias más llamativas del análisis. Deutsche Börse presenta un EV/EBIT de 106.01x, radicalmente superior al de sus comparables: LSEG (50.08x), ICE (26.26x) y CME (18.37x). Esta situación podría darse debido a un EBIT que no acompañó el crecimiento del Enterprise Value en los últimos años para el grupo alemán

Gráfico 30: Enterprise Value/EBIT para distintas empresas. Valores para 2024.



Fuente: Elaboración propia en base a Morningstar.com

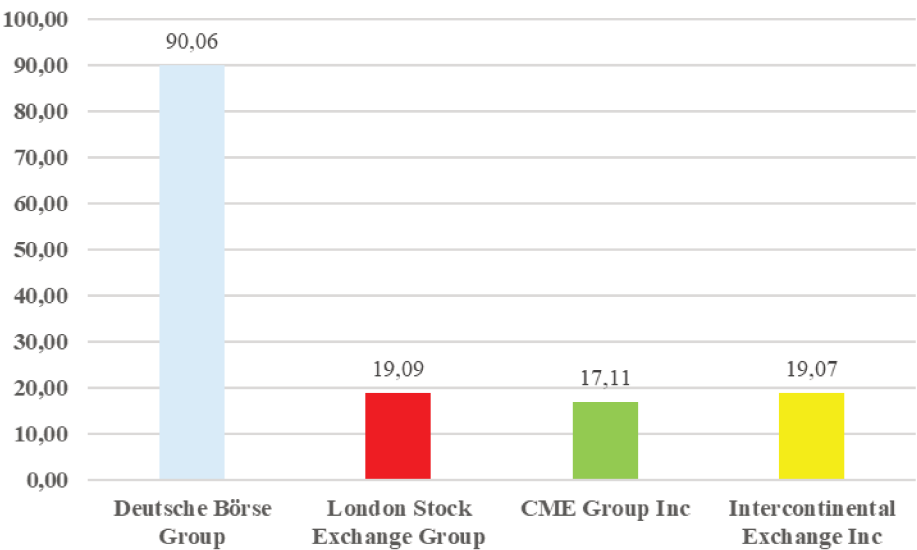
16.5 Enterprise Value/EBITDA

El EBITDA añade al EBIT las amortizaciones y depreciaciones, aproximando mejor el flujo de caja operativo de la empresa. Es el múltiplo de referencia en operaciones de fusión y adquisición, ya que permite comparar empresas con distintas políticas de amortización y niveles de inversión en activos fijos.

El EV/EBITDA de Deutsche Börse (90.06x) es, de nuevo, notablemente superior al de sus pares: LSEG (19.09x), ICE (19.07x) y CME (17.11x). La brecha entre sus ratios EV/EBIT (106.01x) y EV/EBITDA (90.06x) sugiere que las amortizaciones representan un componente relevante en la cuenta de resultados de Deutsche Börse, lo que puede estar vinculado a la amortización de activos intangibles procedentes de adquisiciones estratégicas.

Esta situación es coherente con el modelo de crecimiento inorgánico que Deutsche Börse ha seguido en la última década para expandir su segmento de datos e índices.

Gráfico 31: Enterprise Value/EBITDA para distintas empresas. Valores para 2024.



Fuente: Elaboración propia en base a Morningstar.com

16.6 Conclusión

Como cierre, en cuanto a los múltiplos de valoración, analizar conjuntamente los múltiplos de valuación permite identificar un perfil financiero que, lejos de resultar contradictorio, resulta muy acorde con la naturaleza y momento estratégico en el que se encuentra Deutsche Börse Group como operador de infraestructura financiera de referencia en Europa continental.

Respecto a las valoraciones de Deutsche Börse siguiendo a los múltiplos, serían las siguientes:

	Price/Sales	Price/Earnings	Price/Book value	Enterprise value/EBIT	Enterprise value/EBITDA
Mínimo	226,13	258,91	160,52	289,86	316,13
Máximo	438,62	375,22	192,37	790,20	352,72
Promedio	301,08	317,07	178,08	498,14	340,40

Donde podemos observar en líneas generales una subvaluación de la empresa, recordando que el valor de mercado observado para el 31/12/2024 fue de 224,1, en todos los múltiplos a excepción de Price/Book Value, que como se explicó anteriormente, es resultado natural del tipo de negocio, estando estos resultados en línea con los obtenidos en el ejercicio de DCF.

17. Conclusión

El presente trabajo tuvo como objetivo principal aproximarse al valor intrínseco del capital accionario de Deutsche Börse Group al 31 de diciembre de 2024, utilizando para ello una metodología de valoración integral que combinó el análisis fundamental de la compañía, el contexto macroeconómico y de la industria, el método de flujos de caja descontados bajo tres escenarios y la valoración relativa por múltiplos comparables. Los resultados obtenidos permiten formular conclusiones tanto sobre la situación financiera del grupo como sobre la relación entre su valor estimado y su precio de mercado.

El análisis financiero del período 2019–2024 muestra una compañía en expansión sostenida, con un crecimiento anual compuesto de ingresos del 11,82%, márgenes operativos elevados y una generación de caja consistente. Los indicadores de rentabilidad confirman un modelo de negocio caracterizado por la buena eficiencia operativa, el apalancamiento tecnológico y las economías de escala. Los ratios de endeudamiento reflejan una posición sostenible. En conjunto, el grupo muestra una solidez financiera estructural que constituye una base firme para la proyección de flujos futuros.

La estrategia de crecimiento conocida como Horizon 2026 marca una hoja de ruta coherente con las tendencias estructurales del sector: diversificación hacia segmentos de ingresos recurrentes, digitalización integral de la cadena de valor, expansión inorgánica selectiva y consolidación del liderazgo en datos e índices. La adquisición de SimCorp en 2023 representa el movimiento estratégico más significativo del período analizado, transformando al segmento de Investment Management Solutions en un pilar de crecimiento de largo plazo. El análisis competitivo confirma que Deutsche Börse Group opera en un mercado altamente concentrado, con elevadas barreras de entrada, efectos de red

pronunciados y una integración vertical que difícilmente puede replicarse en el corto plazo en el mercado europeo.

La aplicación del modelo DCF bajo los tres escenarios planteados arroja resultados consistentemente superiores al precio de mercado observado al 31 de diciembre de 2024. El escenario base arroja un valor de **€341,56 por acción**, representando una subvaluación del 52,4% respecto al precio de mercado. El escenario optimista eleva el valor estimado a **€447,20 por acción**, un 99,6% por encima del precio bursátil. Incluso el escenario pesimista arroja un valor de **€248,46 por acción**, un 10,9% superior al precio de mercado. En base a esto, se considera que la acción estaba subvaluada.

Adicionalmente, el análisis de múltiplos comparables frente a LSEG, CME Group e ICE refuerza las conclusiones del DCF. Aplicando los múltiplos promedio de los comparables sobre las métricas financieras de Deutsche Börse al cierre de 2024, cuatro de los cinco métodos arrojan valores superiores al precio de mercado. Los métodos basados en ingresos (Price/Sales: €301,08), beneficios (Price/Earnings: €317,07) y flujo operativo (EV/EBITDA: €340,40) convergen en un rango estimado de €300–€320 por acción, consistente con los resultados del escenario base del DCF. El método EV/EBIT (€498,14) presenta el mayor potencial teórico. La única excepción es el Price/Book (€178,08), que arroja un valor inferior al de mercado.

La convergencia de ambas metodologías de valoración en la dirección de una subvaluación de Deutsche Börse Group al 31 de diciembre de 2024 permite responder de manera fundada el problema de investigación planteado: el precio de mercado observado en esa fecha no reflejaba plenamente el valor intrínseco de la compañía según los fundamentos financieros y estratégicos analizados.

En consecuencia, desde la perspectiva de un inversor con horizonte de mediano plazo, los resultados de este trabajo sugieren que Deutsche Börse Group presentaba, al cierre de 2024, una oportunidad de inversión con un atractivo perfil riesgo-retorno, sustentado en la solidez de su modelo de negocio, la visibilidad de sus flujos futuros, el potencial de normalización de sus márgenes operativos y el reconocido liderazgo de la compañía en la infraestructura de mercados financieros europeos. La validación empírica de esta tesis puede

observarse en la trayectoria posterior de la acción, que alcanzó su máximo histórico en mayo de 2025, alineándose con los rangos de valoración derivados en este trabajo.

18. Referencias Bibliográficas

- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2012). Fundamentos de inversiones. McGraw-Hill.
- Damodaran, A. (2002). Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. John Wiley & Sons.
- Hernández-Sampieri, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucio, P. (2018). *Metodología de la investigación* (Vol. 4, pp. 310-386). México: McGraw-Hill Interamericana.
- McKinsey & Company. (1997). Valuation: Measuring and managing the value of companies.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (2010). Corporate finance. McGraw-Hill.
- https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_12_94
- <https://posttrade360.com/news/infrastructure/heres-our-ranking-of-europes-ccps-by-size/>
- https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-forecast-and-surveys/economic-forecasts/autumn-2025-economic-forecast-shows-continued-growth-despite-challenging-environment_en
- <https://www.bundesbank.de/en/press/press-releases/the-bundesbank-s-forecast-for-germany-economic-recovery-slowly-getting-started-959308>
- <https://www.fow.com/insights/3701317-eurex-tops-estr-market-by-volume-cme-by-open-interest>
- <https://www.euroclear.com/about/en/business.html>
- Central securities depositories in Europe: sound foundations for the capital markets union. Retrieved from:

<https://publikationen.bundesbank.de/publikationen-en/reports-studies/monthly-reports/monthly-report-march-2025-952320?article=central-securities-depositories-in-europe-sound-foundations-for-the-capital-markets-union-952334>

- https://www.ecb.europa.eu/press/projections/html/ecb.projections202509_ecbstaff~c0da697d54.en.html#toc4
- <https://www.imf.org/es/publications/reo/eu/issues/2025/10/17/regional-economic-outlook-europe-october-2025#Projections>
- <https://datosmacro.expansion.com/bono/alemania?dr=2024-12>
- <https://finance.yahoo.com/>
- <https://www.morningstar.com/>