

FEDERICO PATERNINA,S.A.
CONVOCATORIA DE JUNTA GENERAL EXTRAORDINARIA

El Consejo de Administración de FEDERICO PATERNINA,S.A. acordó convocar Junta General Extraordinaria de Accionistas que se celebrará en su domicilio social sito en Haro (La Rioja), Avd. Santo Domingo, núm. 11, el día 9 de septiembre de 2.009, a las 12 horas, en primera convocatoria, y al día siguiente a la misma hora y lugar, en segunda convocatoria, al objeto de deliberar y decidir sobre el siguiente,

ORDEN DEL DIA:

- 1º.- Examen y aprobación, en su caso, de la exclusión de negociación en las Bolsas de Valores de las acciones representativas del capital social de la Sociedad y de la consiguiente Oferta Pública de Adquisición sobre la totalidad de las acciones representativas del capital social de la Sociedad a ser formulada por INVERSORA MER, S.L.
- 2º.- Reversión del sistema de representación de las acciones de anotaciones en cuenta a títulos nominativos y subsiguiente modificación de los artículos 5º y 10º de los Estatutos Sociales.
- 3º.- Delegación de facultades a favor del Consejo de Administración para la interpretación, aplicación, ejecución y desarrollo de los acuerdos adoptados por la Junta General que lo precisen, incluidas las subsanaciones necesarias para dar cumplimiento a cuantos requisitos fueren precisos, bien para su eficacia o para su inscripción registral.
- 4º.- Otorgamiento de facultades para elevar a documento público los acuerdos de la Junta General que lo precisen o hayan de inscribirse en los Registros Públicos, así como para ejecutar dichos acuerdos.

Asistencia: Tienen derecho a asistir a la Junta General, los Accionistas titulares de un mínimo de 50 Acciones, que estén al corriente de los dividendos pasivos, y que se hallen inscritos como tales en los respectivos registros de alguna de las entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, con al menos cinco días de antelación a la celebración de la Junta, y justifiquen tal condición por medio de tarjeta de asistencia o del documento, que conforme a ese derecho, les acredite como tales. Los Estatutos permiten la agrupación de acciones y el otorgamiento de representación a uno de los Accionistas, que obtendrían así el derecho a la asistencia. Dichas Entidades deberán enviar a FEDERICO PATERNINA,S.A., antes de la fecha establecida para la Junta, relación de las tarjetas que hayan expedido a solicitud de sus respectivos clientes.

Derecho a representación: Los accionistas que tengan derecho de asistencia, a partir de esta convocatoria, podrán delegarlo a favor de otro accionista que lo tenga por sí, cumpliendo los requisitos establecidos en el Art. 10 de los Estatutos Sociales, Art. 11 del Reglamento de la Junta General, por la Ley y, en las Normas de Desarrollo acordadas por el Consejo de Administración. Esta representación se podrá otorgar por escrito o por los medios de correspondencia electrónica, al que se deberá incorporar una firma electrónica reconocida y deberá obrar, en poder de la Sociedad, antes de las veinticuatro horas del día y hora previsto, para la celebración de la Junta General.

Voto a distancia : Los accionistas, a partir de esta convocatoria, podrán emitir sus votos, sobre las propuestas comprendidas en el orden del día, por correspondencia postal y electrónica, cumpliendo los requisitos establecidos en el Art. 10 de los

Estatutos Sociales, Art. 19 del Reglamento de la Junta General, por la Ley y por las Normas de Desarrollo acordadas por el Consejo de Administración. Los votos emitidos de esta forma, deberán ser recibidos por la sociedad, al menos, veinticuatro horas antes del día y hora previsto para la celebración de la Junta General.

La información sobre el **derecho de representación y voto a distancia** se encuentra a disposición de los accionistas, en la página web www.paternina.com

Suspensión de los sistemas electrónicos/fallos de interconexión:

La Sociedad se reserva el derecho a modificar, suspender, cancelar o restringir los mecanismos de voto y delegación electrónicos cuando razones técnicas o de seguridad lo requieran o impongan.

La Sociedad no será responsable de los perjuicios que pudieran ocasionarse al Accionista por averías, sobrecargas, caídas de líneas, fallos en la conexión o cualquier otra eventualidad de igual o similar índole, ajenas a la voluntad de la Sociedad, que impidan la utilización de los mecanismos de voto y delegación electrónicos.

Derecho de Información: A partir de la presente convocatoria, cualquier accionista podrá examinar en el domicilio social (Haro (La Rioja), Avd. Santo Domingo, número 11), consultar en la Web www.paternina.com, y obtener de forma inmediata y gratuita, los documentos que han de ser sometidos a la aprobación de la Junta General, así como en su caso, el Informe que formula el Consejo de Administración sobre la propuesta de acuerdo de exclusión de negociación en bolsa de las acciones de la Sociedad, de formulación de una oferta pública de adquisición de acciones y de modificación de los artículos 5º y 10º de los Estatutos Sociales, y el Informe de Valoración de las acciones de la sociedad emitido por Banco Banif,S.A. con fecha 30 de Julio de 2.009.

Hasta el séptimo día anterior al previsto para la celebración de la Junta, los accionistas podrán solicitar de los Administradores, acerca de los puntos comprendidos en el Orden del Día, las informaciones o aclaraciones que estimen precisas, o formular por escrito, las preguntas que estimen pertinentes. Asimismo, y dentro de este plazo, podrán solicitar información o aclaración, o formular preguntas por escrito, acerca de la información accesible al público que se hubiera facilitado por la Sociedad a la Comisión Nacional del Mercado de Valores desde el día 15 de junio de 2.009, fecha de celebración de la última Junta General.

La Secretaria del Consejo de Administración.
En Haro (La Rioja), a 30 de julio de 2.009.

**PROPUESTA DE ACUERDOS A SOMETER A LA JUNTA GENERAL
EXTRAORDINARIA DE ACCIONISTAS DE FEDERICO PATERNINA, S.A.
CONVOCADA PARA EL DÍA 9 DE SEPTIEMBRE DE 2009**

De conformidad con lo acordado por el Consejo de Administración de FEDERICO PATERNINA, S.A. (la **Sociedad**), en su reunión celebrada el 30 de julio de 2009, se propone la adopción de los siguientes acuerdos por la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad, cuya celebración en primera convocatoria está previsto que tenga lugar el 9 de septiembre de 2009.

Primero.- Examen y aprobación, en su caso, de la exclusión de negociación en las Bolsas de Valores de las acciones representativas del capital social de la Sociedad y de la consiguiente Oferta Pública de Adquisición sobre la totalidad de las acciones representativas del capital social de la Sociedad a ser formulada por INVERSORA MER, S.L.

A la vista del Informe formulado por el Consejo de Administración de FEDERICO PATERNINA, S.A. (la **Sociedad**) con fecha 30 de julio de 2009 sobre la propuesta de acuerdo de exclusión de negociación en Bolsa de las acciones de la Sociedad, de formulación de una oferta pública de adquisición de acciones y de modificación de los artículos 5º y 10º de los Estatutos Sociales, que se ha sometido a la aprobación de esta Junta General Extraordinaria de Accionistas, se acuerda lo siguiente:

(a) Exclusión de negociación

Solicitar la exclusión de la totalidad de las acciones representativas del capital social de la Sociedad de la negociación en las Bolsas de Valores de Madrid y Bilbao y, consecuentemente, de contratación en el Sistema de Interconexión Bursátil, con expreso sometimiento a lo dispuesto en el artículo 34 y concordantes de la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores, y el artículo 10 y concordantes del Real Decreto 1066/2007, de 27 de Julio, sobre el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores (el **Real Decreto 1066/2007**).

(b) Oferta Pública de Adquisición

Tomar conocimiento de la voluntad manifestada por la sociedad INVERSORA MER, S.L., con domicilio en Logroño, La Rioja, Calle Cabo Noval, 2 y NIF B- 26112763, inscrita en el Registro Mercantil de La Rioja al tomo 437, hoja número LO 1071 (el **Oferente**), de formular y promover una oferta pública de adquisición conforme a lo previsto en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007 (en adelante, la **OPA de Exclusión**), dirigida a todos los accionistas de la Sociedad para la adquisición de las acciones de las que éstos fueran titulares, y aprobar la formulación de la OPA de Exclusión, con arreglo al precio, términos y condiciones que seguidamente se indican:

- **Oferente:** INVERSORA MER, S.L., con domicilio en Logroño, La Rioja, Calle Cabo Noval, 2 y NIF B- 26112763, inscrita en el Registro Mercantil de La Rioja al tomo 437, hoja número LO 1071.

INVERSORA MER, S.L. es una entidad controlada por D. Marcos Eguizábal Ramírez, siendo titular indirecto a través de ésta y de las entidades ALONSO PROMOCIONES INMOBILIARIAS, S.L. y MER COGEVISA, S.A., de 5.592.778 acciones de la Sociedad, representativas del 91,046% de su capital social.

- Valores a los que se extiende la OPA de Exclusión: La OPA de Exclusión se dirigirá a todos los titulares de las acciones de la Sociedad, salvo a aquéllos que hubieran votado a favor de la exclusión en la presente Junta General y que adicionalmente inmovilicen sus valores hasta que transcurra el plazo de aceptación al que se refiere el artículo 23 del Real Decreto 1066/2007. En este sentido, la sociedad oferente, INVERSORA MER, S.L., y las demás entidades pertenecientes a su mismo grupo, ALONSO PROMOCIONES INMOBILIARIAS, S.L. y MER COGEVISA, S.A., que son titulares en conjunto de 5.592.778 acciones de la Sociedad, representativas del 91,046% del capital social, procederán a inmovilizar dichas acciones hasta la conclusión del plazo de aceptación de la oferta.
- Contraprestación: La OPA de Exclusión se formulará como compraventa, consistiendo en dinero la totalidad de la contraprestación, que será satisfecha al contado en el momento de liquidarse la operación. El precio de la oferta se ha fijado en la cantidad de SIETE EUROS CON SESENTA Y CINCO CÉNTIMOS DE EURO (7,65€) por acción.
- Finalidad: La OPA de Exclusión se formula con ocasión de la exclusión de negociación en Bolsa de Valores de las acciones de la Sociedad, la cual tendrá lugar en la fecha de liquidación de la oferta, en los términos y de conformidad con lo previsto en el artículo 34 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.
- Compraventa forzosa: Es intención del oferente solicitar la aplicación a la OPA de Exclusión del régimen que en relación a las compraventas forzosas se establece en el artículo 47 y siguientes del Real Decreto 1066/2007.

Segundo.- Reversión del sistema de representación de las acciones de anotaciones en cuenta a títulos nominativos y subsiguiente modificación de los artículos 5º y 10º de los Estatutos Sociales.

A la vista del Informe formulado por el Consejo de Administración de la Sociedad con fecha 30 de julio de 2009 sobre la propuesta de acuerdo de exclusión de negociación en Bolsa de las acciones de la Sociedad, de formulación de una oferta pública de adquisición de acciones y de modificación de los artículos 5º y 10º de los Estatutos Sociales, que se ha sometido a la aprobación de esta Junta General Extraordinaria de Accionistas, se acuerda modificar el sistema de representación de las acciones de la Sociedad que pasarán de anotaciones en cuenta a títulos físicos nominativos, en aplicación y de conformidad con lo previsto en el artículo 3 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores mediante anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

La reversión de anotaciones en cuenta a títulos nominativos afectará a la totalidad de las acciones de la Sociedad, esto es, 6.142.786 acciones, de 6,01 euros de valor nominal cada una, pertenecientes a una única clase.

Como consecuencia de lo anterior se acuerda, asimismo, la modificación de los artículos 5º y 10º de los Estatutos Sociales, que en lo sucesivo quedarán redactados como sigue:

*“**Artículo 5º.-** El capital social es de TREINTA Y SEIS MILLONES NOVECIENTOS DIECIOCHO MIL CIENTO CUARENTA Y TRES EUROS Y OCHENTA Y SEIS CENTIMOS DE EURO (36.918.143,86 €), totalmente suscrito y desembolsado, dividido en 6.142.786 acciones, de SEIS EUROS Y UN CENTIMO DE EURO (6,01-€) de valor nominal cada una de ellas, representadas por títulos nominativos, de clase y serie única, numeradas correlativamente del 1 al 6.142.786, ambos inclusive. Todas las acciones gozaran de iguales derechos.”*

*“**Artículo 10º.-** Los accionistas constituidos en Junta General, debidamente convocada, decidirán por mayoría en todos los asuntos propios de su competencia.*

En cuanto a la forma y plazos de su convocatoria, formas de deliberar y tomar acuerdos, en las Juntas Generales de Accionistas, tanto Ordinarias como Extraordinarias se estará a lo dispuesto en la vigente Ley de Sociedades Anónimas.

Solo podrán asistir a las Juntas Generales los Accionistas titulares de un mínimo de 50 Acciones, que estén al corriente de los dividendos pasivos, y que se hallen inscritos como tales en el Libro Registro de Acciones Nominativas de la Sociedad.

Los accionistas de menor participación podrán agruparse y conferir su representación a uno de los Accionistas, que obtendrían así el derecho a la asistencia.

El Reglamento de la Junta General regulará los aspectos de su funcionamiento, constitución, ejercicio de los derechos de los Accionistas y demás aspectos de la Junta General, al que estos Estatutos se remiten para evitar reiteraciones.”

La eficacia del presente acuerdo queda sometida en todo caso a la exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad mencionada en el acuerdo primero anterior y a la correspondiente autorización de la reversión de la forma de representación por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Tercero.- Delegación de facultades a favor del Consejo de Administración para la interpretación, aplicación, ejecución y desarrollo de los acuerdos adoptados por la Junta General que lo precisen, incluidas las subsanaciones necesarias para dar cumplimiento a cuantos requisitos fueren precisos, bien para su eficacia o para su inscripción registral.

En relación con todos los acuerdos previamente adoptados, se acuerda delegar en el Consejo de Administración de la Sociedad para que, con autorización de sustitución en los Consejeros que

libremente designe y en lo términos más amplios que en Derecho se requieran, pueda realizar todas y cada una de las facultades siguientes:

- (i) Realizar cuantos actos o negocios jurídicos sean necesarios o convenientes para la ejecución de los precedentes acuerdos, otorgando cuantos documentos públicos o privados estimaren necesarios o convenientes para la más plena eficacia del mismo.
- (ii) Subsanan, aclarar, interpretar, precisar o completar el precedente acuerdo o los que se recogiesen en cuantas escrituras o documentos se otorguen en ejecución del mismo y de modo particular, cuantas omisiones, defectos o errores de fondo o de forma impidieran la admisión de este acuerdo y de sus consecuencias por la Comisión Nacional del Mercado de Valores o cualesquiera otras instituciones u organismos o su inscripción en el Registro Mercantil.
- (iii) Tomar conocimiento y aceptar en nombre y representación de la Sociedad cuantas modificaciones, mejoras y términos y condiciones adicionales, pudieran plantearse por el Oferente en relación a la OPA de Exclusión referida en el acuerdo precedente, siempre y cuando se ajusten a las previsiones que, a efectos de las ofertas públicas por exclusión de negociación, se establecen en el artículo 34 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y en el artículo 10 y disposiciones concordantes del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores y siempre y cuando el precio de la OPA de Exclusión no sea inferior al aprobado por la Junta General y que resulta del precedente acuerdo.
- (iv) Presentar y tramitar la totalidad de los expedientes y documentación necesaria ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores correspondientes, la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (IBERCLEAR), las Entidades Participantes o encargadas del registro contable de las anotaciones en cuenta u otros organismos públicos o privados cuando fuere necesario.
- (v) Designar, a su discreción, una vez queden excluidas de negociación las acciones de la Sociedad en las Bolsas de Valores, y en tanto las acciones de la Sociedad estén representadas mediante anotaciones en cuenta, una nueva entidad encargada de la llevanza del Registro Contable de las mismas.
- (vi) Solicitar y promover, en su caso, la correspondiente autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con objeto de obtener la reversión en el modo de representación de las acciones de la Sociedad de manera que, previos los trámites que procedan, dejen de estar representadas por medio de anotaciones en cuenta y pasen a estar representadas por medio de títulos físicos nominativos que se entregarán a sus titulares en la forma legalmente prevista, y todo ello previo cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 3 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y

liquidación de operaciones bursátiles, y demás disposiciones concordantes con dicho precepto

- (vii) Representar a la Sociedad ante cualesquiera organismos, oficinas públicas, registros, entidades, públicos o privados, nacionales o extranjeros, ante los que sea necesario llevar a cabo cualesquiera actuaciones relativas a la exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad y, en particular, las citadas en el punto (i) anterior.
- (viii) Comparecer ante los Registros Mercantiles que sean competentes, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (IBERCLEAR) y cualesquiera otras autoridades, organismos o entidades, públicas o privadas, firmando al efecto cuantos documentos, públicos o privados, y realizando y dando cumplimiento a cuantos trámites y actuaciones sean precisos o convenientes para la ejecución y buen fin de los precedentes acuerdos, pudiendo en particular y a título meramente enunciativo y no limitativo, determinar, aclarar, precisar, modificar e interpretar su contenido en todas las condiciones de los mismos en lo no previsto por la Junta General, incluso modificando la redacción y las condiciones en aquellos aspectos que sean precisos al objeto de ajustar su texto y contenidos a cualesquiera modificaciones legislativas o recomendaciones de carácter no vinculante que pudieran producirse desde la fecha de adopción del acuerdo y la de su presentación o inscripción en cualquier registro público, y a las calificaciones que sobre dichos documentos pudieran realizar cualquiera de las autoridades y organismos anteriormente citados o cualesquiera otros competentes, formalizando los documentos complementarios que sean precisos al respecto, así como subsanar cualesquiera defectos, omisiones o errores que fueren apreciados o puestos de manifiesto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y/o el Registro Mercantil.
- (ix) Llevar a cabo cuantos actos, conexos o complementarios, fueren necesarios o convenientes para el buen fin de los precedentes acuerdos.

Cuarto.- Otorgamiento de facultades para elevar a documento público los acuerdos de la Junta General que lo precisen o hayan de inscribirse en los Registros Públicos, así como para ejecutar dichos acuerdos.

Se acuerda facultar a todos los Consejeros para que cualquiera de ellos, indistintamente, pueda ejecutar los acuerdos adoptados en esta Junta, extendiendo a tal fin los documentos públicos o privados que fuesen necesarios, efectuando su inscripción registral.

* * * *

Informe de Valoración de Federico Paternina, S.A.

Presentación al Consejo de Administración de Federico Paternina, S.A.

Madrid, 30 de julio de 2009



Consideraciones previas

- ♦ De acuerdo con lo que nos solicitan y de conformidad con los términos y condiciones del mandato suscrito entre Banco Banif, S.A. (en adelante "BANIF") y Federico Paternina, S.A. (en adelante la "Compañía" o "Paternina"), les remitimos el presente informe de valoración de Paternina, que se emite en el marco de la decisión de la formulación de una Oferta Pública de Adquisición (en adelante, "OPA") por exclusión de cotización sobre el 100% de sus acciones no poseídas por Inversora Mer, S.L.
- ♦ El presente informe ha sido preparado por BANIF, dentro de su actividad de análisis y asesoramiento financiero, en calidad de asesor financiero de Paternina y tiene como finalidad determinar el valor actual real de la Compañía. El ejercicio de valoración realizado está basado en los criterios establecidos en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007 sobre el Régimen de Ofertas Públicas de Adquisición de Valores para el supuesto de exclusión de cotización.
- ♦ Ni BANIF ni ninguno de sus accionistas, administradores y/o empleados garantizan la precisión o exactitud de cualquier dato, manifestación o proyección contenida en el presente informe, quedando exonerados de cualquier tipo de responsabilidad, incluso de la derivada de culpa leve, tanto por la información y/o datos y/o manifestaciones y/o proyecciones que en el mismo se contienen, como por los que hayan podido omitirse, aún cuando los mismos difieran de los que pudiera emitir otro tercero independiente.
- ♦ El presente informe es para beneficio y uso exclusivo de la Compañía y, en consecuencia, no lo distribuirá ni reproducirá en su totalidad o en parte, y hará uso de él tan solo con fines internos. No obstante lo anterior, el presente informe podrá ser hecho público a petición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- ♦ En relación con el trabajo realizado, hacemos notar que el presente informe se ha preparado para cubrir exclusivamente los objetivos indicados al comienzo del documento y, por consiguiente, no nos podemos responsabilizar de las consecuencias que pudieran derivarse de cualquier otra distribución o uso no autorizado que pudiera hacerse del mismo.
- ♦ El Departamento de Corporate & Investment Services de BANIF, se dedica, entre otras actividades de asesoramiento financiero, a la valoración de compañías en relación con operaciones de fusiones y adquisiciones (incluidas ofertas públicas de adquisición de sociedades cotizadas), aseguramientos de ofertas públicas de venta o de suscripción, distribución de valores cotizados en mercados secundarios, colocaciones privadas y valoraciones a efectos societarios, y de otra índole.

Consideraciones previas (Cont.)

- ♦ La valoración de la Compañía está basada, en parte, en estimaciones a futuro sobre los estados financieros de Paternina, preparadas por Paternina y por BANIF conforme a las hipótesis determinadas y proporcionadas por la dirección de la Compañía y/o sus asesores y que recogen su mejor estimación acerca de los resultados futuros y de los cambios estimados en la posición financiera, basándose en las presentes circunstancias y en su esperado desarrollo. En base a la información proporcionada por la Compañía, BANIF considera que estas estimaciones pueden reflejar un escenario razonable de evolución futura de Paternina. Dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, alguna de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se ha definido y podrían ocurrir acontecimientos no previstos. Por tanto, los resultados y la posición financiera estimados podrían no resultar en el futuro tal y como se han definido. Nuestra recomendación está basada exclusivamente en los criterios, manifestaciones y exposiciones expresados en este documento.
- ♦ BANIF considera que ha dispuesto de toda la información necesaria para realizar el presente informe de valoración de Paternina. Para la realización de nuestro trabajo nos hemos basado en información contable y financiera (auditada y no auditada) que nos ha sido facilitada por Paternina. Toda la información proporcionada a BANIF se ha asumido como cierta y proporcionada de buena fe. No hemos realizado auditoría o verificación de experto independiente sobre esta información, y nuestra utilización de la misma para la realización del trabajo no puede considerarse como una expresión de nuestra opinión respecto a ésta.
- ♦ BANIF no responderá, en ningún caso, por la pérdida, daño o perjuicio que pudiera surgir de cualquier acto fraudulento, inexactitud, falta de veracidad o cualquier otro error cometido en relación con la información que se nos ha facilitado y con cualquier otra relevante para nuestra valoración, por las sociedades consideradas, por su personal directivo, empleados o asesores.
- ♦ Nuestro asesoramiento y la opinión aquí expresada se facilitan para informar y asistir al órgano competente de la Compañía en relación con la evaluación de la transacción contemplada.
- ♦ BANIF está interviniendo en la prestación de financiación a Inversora Mer, S.L. en su condición de oferente en la proyectada oferta pública de adquisición de los valores de Paternina, para su posterior exclusión de negociación bursátil. Asimismo, BANIF ha intervenido en su condición de asesor financiero de Paternina a los efectos de la emisión de su informe sobre la propuesta de exclusión y precio ofrecido de conformidad con lo previsto en el artículo 34.5 de la ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- ♦ En relación con lo anterior, se deja constancia de que BANIF ha asumido y continuará asumiendo expresamente la obligación de establecer las medidas necesarias para impedir el flujo de información privilegiada entre sus distintas áreas de actividad, de forma que se garantice que cada una de éstas tome de manera autónoma sus decisiones referentes al ámbito de los mercados de valores, evitando la existencia de conflictos de interés.

Banco Banif, S.A.

Índice

I. Introducción

- II. Valoración de Federico Paternina, S.A. por los métodos establecidos en el R.D. 1066/2007
 - A. Valor teórico contable
 - B. Valor liquidativo
 - C. Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
 - D. Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año
 - E. Otros métodos de valoración aceptados comúnmente por la comunidad financiera
 - 1. Descuento de flujos de caja
 - 2. Múltiplos de compañías cotizadas comparables
 - 3. Múltiplos de transacciones comparables
- III. Resumen y conclusiones

Anexo

- A. Detalle de las proyecciones financieras de Federico Paternina, S.A.

Introducción

Información utilizada

Para realizar la valoración de Federico Paternina, hemos utilizado tanto información pública como estimaciones internas de la Compañía reflejadas en su Plan de Negocio 2009-2013

- ♦ Información financiera y otra información pública disponible acerca de Federico Paternina, S.A. y los mercados en los que cotizan sus acciones, incluyendo las Cuentas Anuales Auditadas de los ejercicios 2006, 2007 y 2008, los resultados de los tres primeros meses de 2009, el Plan de Negocio para el periodo 2009-2013, informes de analistas del sector y noticias aparecidas en prensa
- ♦ Otras informaciones, estudios y análisis internos relevantes, incluyendo el cálculo de las proyecciones financieras posteriores al periodo comprendido en el Plan de Negocio 2009-2013 consensuado con el equipo directivo de Federico Paternina, S.A., al igual que el resto de hipótesis utilizadas en el ejercicio de valoración

Introducción

Enfoque de la valoración

Para poder realizar nuestra valoración, hemos tenido en cuenta un total de siete criterios y metodologías diferentes

- ♦ Se ha considerado oportuno tener en cuenta los siguientes criterios de valoración:

Métodos de valoración establecidos por el R.D. 1066/2007 para OPAs de exclusión

1. Valor teórico contable
2. Valor liquidativo
3. Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
4. Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año
5. Otros métodos de valoración aceptados comúnmente por la comunidad financiera
 - A. Descuento de flujos de caja
 - B. Múltiplos de compañías cotizadas comparables
 - C. Múltiplos de transacciones comparables

- ♦ El precio de la OPA de exclusión no podrá ser inferior al mayor que resulte entre el precio equitativo al que se refieren el artículo 9 del R.D. 1066/2007 y el que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos de valoración establecidos en el apartado 5 del artículo 10 del R.D. 1066/2007

Introducción

Análisis de la aplicabilidad de los métodos de valoración

Consideramos que la única referencia válida de valoración entre las siete metodologías establecidas por el R.D. 1066/2007 es el descuento de flujos de caja

Métodos	Descripción	Aplicabilidad
Valor Teórico Contable	<ul style="list-style-type: none">◆ Consiste en la determinación del valor neto patrimonial de la Compañía	<ul style="list-style-type: none">◆ No es una referencia como tal, pues no refleja el valor de mercado de la Compañía, ya que no tiene en cuenta el factor temporal y su incidencia en el valor de los activos y pasivos◆ Poco relevante en el caso de Paternina al reflejar la evolución histórica de pérdidas pasadas de la Compañía sin considerar su evolución futura
Valor Liquidativo	<ul style="list-style-type: none">◆ Determinación del valor de la Compañía en el caso de que se proceda a su liquidación, es decir, que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas	<ul style="list-style-type: none">◆ La utilidad de este método se restringe a la situación teórica de liquidación de la Compañía◆ No es aplicable a la actividad vitivinícola, al no contar con referencias válidas que permitan conocer el valor de venta de los activos◆ La dificultad de colocación de los activos fuera del marco de empresa en funcionamiento, su historia de resultados negativos y los abundantes pasivos a los que habría que hacer frente daría como resultado un valor de liquidación significativamente inferior a los obtenidos a partir de los demás métodos
Cotización Media Últimos 6 Meses	<ul style="list-style-type: none">◆ Consiste en una referencia del valor de mercado de la compañía en un plazo de seis meses anteriores al anuncio del acuerdo para la exclusión por parte del Consejo de Administración	<ul style="list-style-type: none">◆ Como consecuencia de su reducida capitalización bursátil, el escaso free-float (9,93%)⁽¹⁾ y el bajo volumen diario de negociación, la aplicabilidad de este método está limitada y, por ello, consideramos que no es un criterio adecuado para determinar el valor razonable de Paternina◆ No obstante, en la medida que refleja las expectativas de los inversores sobre la evolución futura del precio de la acción y que indica el precio al que se vienen realizando las operaciones recientemente en el mercado bursátil, consideramos que se trata de un método de contraste

(1) De acuerdo con información procedente de Federico Paternina, S.A.

Introducción

Análisis de la aplicabilidad de los métodos de valoración

Consideramos que la única referencia válida de valoración entre las siete metodologías establecidas por el R.D. 1066/2007 es el descuento de flujos de caja

Métodos	Descripción	Aplicabilidad
Valor OPA en el último año	<ul style="list-style-type: none">◆ Consiste en el precio de una Oferta Pública de Adquisición reciente	<ul style="list-style-type: none">◆ Este método de valoración no es aplicable porque no han existido Ofertas Públicas de Adquisición anteriores
Descuento de flujos de caja	<ul style="list-style-type: none">◆ Valor sobre la base de la capacidad de generación de flujos de caja libres futuros y descontados a valor presente	<ul style="list-style-type: none">◆ Metodología de valoración más aplicable y que recoge el valor intrínseco de Paternina por disponerse de suficiente información procedente del Plan de Negocio de la Compañía◆ Permite incorporar sensibilidades diversas en las proyecciones financieras y determinar el impacto en la valoración de diferentes escenarios de negocio◆ Solidez metodológica
Múltiplos de compañías comparables	<ul style="list-style-type: none">◆ Determinación de la valoración aplicando a las magnitudes de la Compañía los múltiplos a los que cotizan las compañías del sector comparables a la misma	<ul style="list-style-type: none">◆ Supone una referencia de valoración directa e inmediata, comúnmente empleada por la comunidad financiera◆ No es válido para el caso de Paternina, por no existir un universo razonable de compañías comparables cotizadas, suficientemente líquidas y altamente visibles por brokers e inversores y por la actual rentabilidad negativa del negocio de la Compañía comparado con las compañías cotizadas similares, que sí presentan rentabilidades positivas
Múltiplos de transacciones comparables	<ul style="list-style-type: none">◆ Aplicación a las magnitudes de Paternina de los múltiplos implícitos en operaciones de compraventa / fusiones con características similares a la Compañía	<ul style="list-style-type: none">◆ No resulta aplicable por no existir un número adecuado de operaciones similares y no disponer de suficiente información sobre las mismas, pero además por la actual rentabilidad negativa del negocio de la Compañía que genera una valoración negativa◆ Es necesario tener en cuenta que los múltiplos implícitos en transacciones incluyen generalmente una prima de control muy significativa que en el caso de Paternina no existe◆ Este método presenta el problema de la limitada similitud entre la OPA de exclusión de Paternina y las transacciones acontecidas en los últimos años

Índice

- I. Introducción
- II. Valoración de Federico Paternina, S.A. por los métodos establecidos en el R.D. 1066/2007

A. Valor teórico contable

- B. Valor liquidativo
- C. Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
- D. Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año
- E. Otros métodos de valoración aceptados comúnmente por la comunidad financiera
 - 1. Descuento de flujos de caja
 - 2. Múltiplos de compañías cotizadas comparables
 - 3. Múltiplos de transacciones comparables

- III. Resumen y conclusiones

Anexo

- A. Detalle de las proyecciones financieras de Federico Paternina, S.A.

Criterios contemplados por el R.D. 1066/2007

Valor teórico contable: Introducción

La principal ventaja del método del valor teórico contable es su simplicidad y rapidez y la disponibilidad de la información financiera necesaria para su aplicación en la mayoría de las empresas

- ♦ Según el método del valor teórico contable, se considera que el activo contable minorado por el pasivo exigible representa el valor del patrimonio de una empresa, es decir, el valor de los bienes “atribuibles” a los accionistas en un momento dado como resultado de la gestión de la empresa desde su creación
- ♦ El método se apoya en la información contenida en el balance de situación de la compañía:

$$\text{PN} = \text{AC} - \text{IM} - \text{PE} - \text{AP} + \text{SUB} \text{ ó}$$
$$\text{PN} = \text{FP} - \text{AP} + \text{SUB}$$

- ♦ Donde:

PN: Patrimonio Neto
AC: Activo Contable
IM: Intereses Minoritarios
PE: Pasivo Exigible
AP: Acciones Propias
FP: Fondos Propios
SUB: Subvenciones

- ♦ El patrimonio neto dividido por el número de acciones en circulación, si todas tienen un mismo valor nominal, da lugar al valor teórico contable de la acción
- ♦ La principal ventaja de este método de valoración es su simplicidad y rapidez. Además, la mayor parte de las empresas disponen de la información financiera necesaria para su aplicación
- ♦ En la aplicación de este método hemos partido del Balance de Situación auditado de Paternina a 31 de diciembre de 2008 y del Balance de Situación cerrado a 31 de marzo de 2009 sin auditar

Criterios contemplados por el R.D. 1066/2007

Valor teórico contable: Cálculo del valor teórico contable por acción

Cifras en miles €

Según el método del valor teórico contable, el valor de Federico Paternina se sitúa en un rango entre **4,07 €/acción** y **4,14 €/acción**

Valor teórico contable de Federico Paternina	31-dic-2008	31-mar-2009
Capital	36.918	36.918
Reservas	465	465
Resultados Negativos Ej. Ant.	-27.630	-31.101
Préstamo Participativo ⁽¹⁾	19.075	19.075
Resultado del Ejercicio	-3.471	-450
Subvenciones	116	105
<hr/>	<hr/>	<hr/>
Total Fondos Propios ⁽²⁾	25.473	25.012
Nº de acciones	6.142.786	6.142.786
Valor teórico contable	25.473	25.012
Valor teórico contable por acción (€/acción)	4,14	4,07

(1) El préstamo participativo otorgado a Paternina por el accionista mayoritario, Inversora Mer, S.L., ha sido considerado, neto del efecto fiscal, como aportaciones de los socios con el objetivo de ser coherente en la aplicación de este método de valoración contable con el Informe de Auditoría del ejercicio 2008. Sin embargo, para la aplicación de los métodos de valoración comúnmente aceptados por la comunidad financiera el préstamo participativo debe considerarse como deuda financiera, pues la norma que regula los préstamos participativos (R.D. Ley 7/1996) les reconoce la consideración de patrimonio neto, pero exclusivamente a los efectos de las obligaciones de reducción de capital y de disolución de sociedades previstos en la legislación societaria.

(2) No existía autocartera ni a 31 de diciembre de 2008 ni a 31 de marzo 2009.

Fuente: Cuentas anuales auditadas de Federico Paternina a 31 de diciembre de 2008 y estados financieros trimestrales a 31 de marzo de 2009 sin auditar.

Índice

- I. Introducción
 - II. Valoración de Federico Paternina, S.A. por los métodos establecidos en el R.D. 1066/2007
 - A. Valor teórico contable
 - B. Valor liquidativo**
 - C. Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
 - D. Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año
 - E. Otros métodos de valoración aceptados comúnmente por la comunidad financiera
 - 1. Descuento de flujos de caja
 - 2. Múltiplos de compañías cotizadas comparables
 - 3. Múltiplos de transacciones comparables
 - III. Resumen y conclusiones
- Anexo
- A. Detalle de las proyecciones financieras de Federico Paternina, S.A.

Criterios contemplados por el R.D. 1066/2007

Valor liquidativo

- ♦ En este caso, de la aplicación de este método resultarían valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, por lo que no es preciso su cálculo

Índice

- I. Introducción
- II. Valoración de Federico Paternina, S.A. por los métodos establecidos en el R.D. 1066/2007
 - A. Valor teórico contable
 - B. Valor liquidativo
 - C. Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión**
 - D. Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año
 - E. Otros métodos de valoración aceptados comúnmente por la comunidad financiera
 - 1. Descuento de flujos de caja
 - 2. Múltiplos de compañías cotizadas comparables
 - 3. Múltiplos de transacciones comparables
- III. Resumen y conclusiones

Anexo

- A. Detalle de las proyecciones financieras de Federico Paternina, S.A.

Criterios contemplados por el R.D. 1066/2007

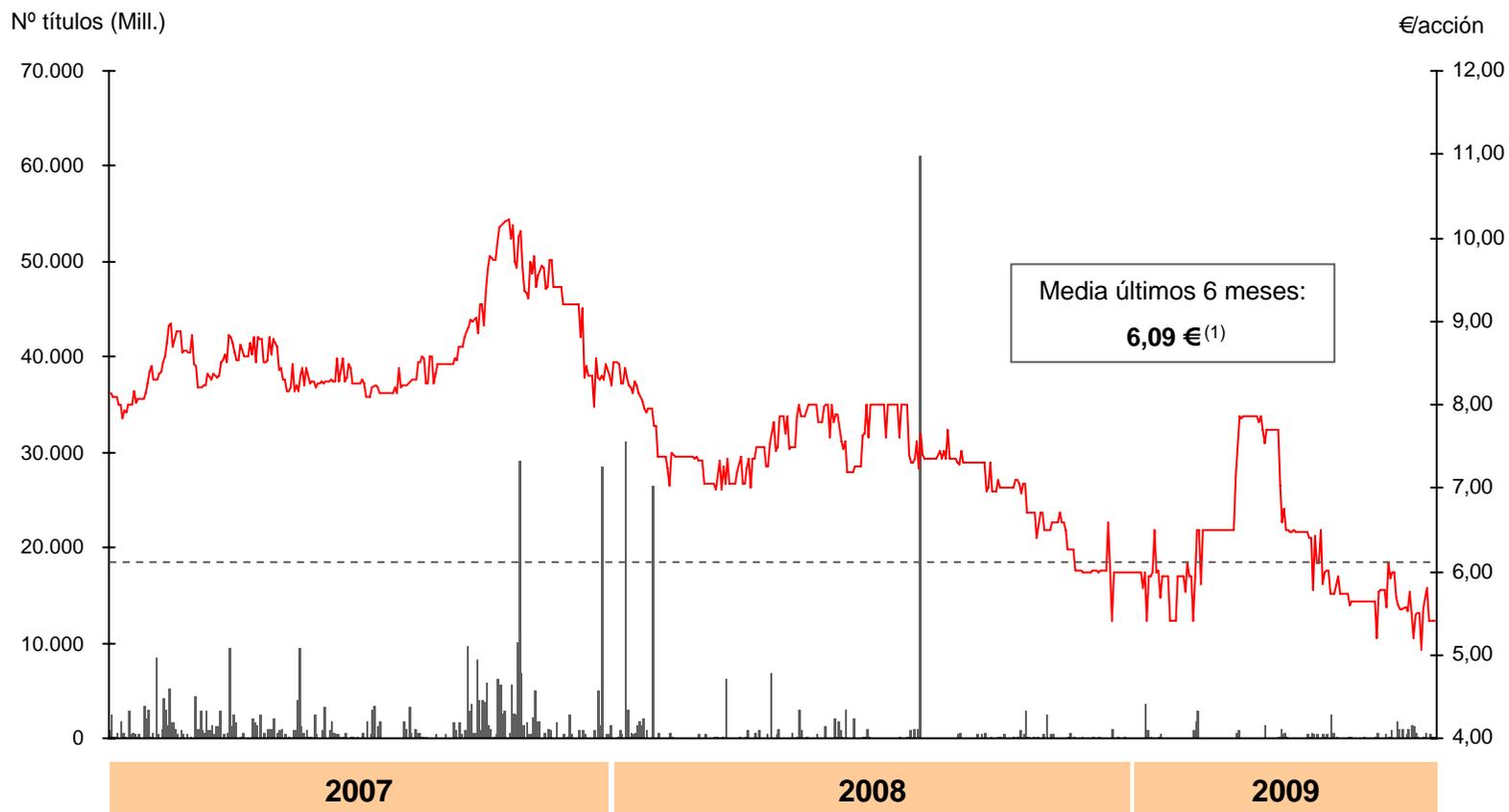
Cotización media durante el semestre anterior: Introducción

- ♦ El valor de cotización media de las acciones de Federico Paternina durante el semestre inmediatamente anterior a la comunicación a la CNMV del hecho relevante por el cual el Consejo de Administración de la Sociedad acuerda la solicitud de la exclusión de cotización mediante el lanzamiento de una Oferta Pública de Adquisición es otro de los criterios establecidos en el artículo 10 del R.D. 1066/2007
- ♦ En el presente documento, realizamos esta valoración con fecha de corte de **29 de julio de 2009**, asumiendo que dicho precio fluctuará hasta que se pueda realizar el cálculo definitivo una vez que se haya acordado pedir la exclusión por parte del Consejo de Administración de Federico Paternina
- ♦ De la aplicación de dicho método resulta la siguiente valoración del precio por acción de Federico Paternina:
6,09 €/acción ⁽¹⁾

Criterios contemplados por el R.D. 1066/2007

Cotización media durante el semestre anterior

Evolución de la cotización de Paternina desde 1 de enero de 2007



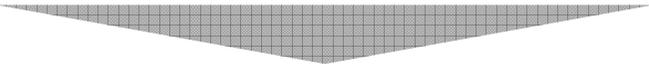
Fuente: Bolsa de Madrid.

Criterios contemplados por el R.D. 1066/2007

Cotización media durante el semestre anterior: Cotización media de Paternina

Según este criterio, el valor por acción de Federico Paternina es de **6,09 €/acción**

Precios medios ⁽¹⁾	
<u>Periodo considerado</u>	<u>Media</u>
Último mes	5,49
Últimos tres meses	5,68
Últimos seis meses	6,09
Últimos doce meses	6,31



6,09 €/acción

(1) Media aritmética simple de los precios medios diarios ponderados por volumen de las sesiones en que ha habido negociación de títulos desde 30/1/09 a 29/7/09 (Fuente: Bolsa de Madrid).

Índice

- I. Introducción
 - II. Valoración de Federico Paternina, S.A. por los métodos establecidos en el R.D. 1066/2007
 - A. Valor teórico contable
 - B. Valor liquidativo
 - C. Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
 - D. Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año**
 - E. Otros métodos de valoración aceptados comúnmente por la comunidad financiera
 - 1. Descuento de flujos de caja
 - 2. Múltiplos de compañías cotizadas comparables
 - 3. Múltiplos de transacciones comparables
 - III. Resumen y conclusiones
- Anexo
- A. Detalle de las proyecciones financieras de Federico Paternina, S.A.

Criterios contemplados por el R.D. 1066/2007

Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año

- ♦ En este caso, no es de aplicación por la inexistencia de este tipo de referencias durante el último año

Índice

- I. Introducción
- II. Valoración de Federico Paternina, S.A. por los métodos establecidos en el R.D. 1066/2007
 - A. Valor teórico contable
 - B. Valor liquidativo
 - C. Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
 - D. Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año
 - E. Otros métodos de valoración aceptados comúnmente por la comunidad financiera
 - 1. Descuento de flujos de caja**
 - 2. Múltiplos de compañías cotizadas comparables
 - 3. Múltiplos de transacciones comparables
- III. Resumen y conclusiones

Anexo

- A. Detalle de las proyecciones financieras de Federico Paternina, S.A.

Valoración por descuento de flujos de caja

Metodología y bases de información (I)

Para la aplicación de la metodología del Descuento de Flujos de Caja nos hemos basado en información entregada por la Compañía y en otra información del sector de índole pública

- ♦ Este método pretende determinar el valor de Federico Paternina sobre la base de su capacidad de generación de flujos de caja libres futuros. El valor de la Compañía es, siguiendo esta metodología, el valor actual de los flujos de caja libres futuros después de impuestos, descontados al coste de capital medio ponderado ("CCMP") de sus recursos propios y ajenos, detrayendo, por último, el valor de la deuda financiera neta
 - El flujo de caja libre se define como el flujo de caja neto que generaría el negocio si no estuviera endeudado. Se calcula como el beneficio antes de intereses e impuestos ("BAII" o "EBIT") menos los impuestos correspondientes sobre el EBIT, más las amortizaciones del periodo, menos las inversiones (más desinversiones) en inmovilizado y menos los incrementos (más disminuciones) del capital circulante
 - El coste del capital medio ponderado ("CCMP") representa la media ponderada después de impuestos de los costes de las diversas fuentes de financiación (recursos de los accionistas y deuda) de las que la Compañía dispone
- ♦ La valoración se ha realizado a fecha 31 de diciembre de 2008 considerando la Cuenta de Resultados y el Balance de Situación de la Compañía auditados a dicha fecha

Valoración por descuento de flujos de caja

Metodología y bases de información (II)

Para la aplicación de la metodología del Descuento de Flujos de Caja nos hemos basado en información entregada por la Compañía y en otra información del sector de índole pública

- ♦ La información en la que se ha basado nuestro trabajo ha sido facilitada por Federico Paternina, S.A. y ha consistido en información pública e información elaborada por la propia Compañía. Dicha información ha sido la siguiente:
 - ❶ Cuentas anuales auditadas de la Compañía correspondientes a los ejercicios 2006, 2007 y 2008
 - ❷ Plan de negocio de la Compañía para el periodo 2009–2013
 - ❸ Deuda financiera neta a 31 de diciembre de 2008
 - ❹ Otra información pública (informes de análisis bursátil y otras comunicaciones e informaciones públicas)

- ♦ Partiendo del plan de negocio para el periodo 2009–2013 elaborado por la Compañía, BANIF ha proyectado los ejercicios 2014–2029. Dichas proyecciones, una vez preparadas, han sido revisadas y contrastadas con la Dirección de Federico Paternina

- ♦ Dichas proyecciones se han establecido de acuerdo a unas hipótesis, que no pretenden reflejar la evolución exacta de las diferentes partidas sino proporcionar un escenario razonable de proyección, así como a estimaciones determinadas por la Dirección de Federico Paternina que reflejan su mejor estimación y juicio actual sobre las condiciones previsibles esperadas

- ♦ BANIF considera que las proyecciones en este Informe reflejan razonablemente la previsible evolución futura de la Compañía. Sin embargo, estas proyecciones están sujetas a incertidumbres, cambios en las circunstancias y acontecimientos no previstos, por lo que la evolución financiera futura de la Compañía podría resultar materialmente distinta a las proyecciones presentadas

Valoración por descuento de flujos de caja

Estimación de los flujos de caja libres futuros

La valoración por descuento de flujos de caja se ha realizado en base al Plan de Negocio 2009-2013 elaborado por la Compañía

BANIF ha ampliado el periodo de proyección de los flujos de caja hasta el periodo 2029 para incorporar los créditos fiscales derivados de las pérdidas de los últimos ejercicios

- ♦ Para la preparación de los flujos libres de caja futuros, BANIF, en base a las hipótesis, opiniones y estimaciones proporcionadas por la Dirección de Federico Paternina en el Plan de Negocio 2009-2013 e información pública, ha preparado una proyección de los flujos de caja libres para el periodo 2014–2029
- ♦ Las estimaciones de Federico Paternina prevén un crecimiento anual acumulado de las ventas del 5,1% para el período 2008–2013 y el regreso a los márgenes EBITDA y EBIT positivos a partir de los ejercicios 2009 y 2010, respectivamente

Cifras en Miles €	Principales magnitudes					
	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Ingresos	21.756	24.366	25.723	26.432	27.163	27.913
EBITDA	-2.297	993	2.924	3.570	3.870	4.090
Margen EBITDA	-10,6%	4,1%	11,4%	13,5%	14,3%	14,7%
EBIT	-3.693	-523	1.416	1.932	2.181	2.344
Margen EBIT	-17,0%	-2,2%	5,5%	7,3%	8,0%	8,4%

- ♦ En base a la información pública y la proporcionada por la Dirección de Federico Paternina, BANIF considera que estas estimaciones pueden reflejar un escenario razonable de la evolución futura de la Compañía que considera:
 - La madurez de los mercados en los que opera Federico Paternina
 - Una mejora operativa razonable

Valoración por descuento de flujos de caja

Hipótesis de las proyecciones financieras

Ventas de vino embotellado Rioja

- ♦ La evolución del vino embotellado de Rioja ha terminado el año 2008 con un declive en sus ventas en litros, disminuyendo un 16% respecto a 2007, debido a la fuerte caída del consumo en el último trimestre de 2008. El presupuesto de Paternina para 2009 pretende recuperar las ventas de 2007 basándose en la aplicación de un nuevo plan comercial que permita volver a cifras por encima de las 300.000 cajas en el mercado interior, en cambio, se prevé un ligero descenso en el mercado de exportación. Esto permitirá que la venta de vino embotellado de Rioja alcance en 2009 la cifra de 4,9 millones de litros
- ♦ A partir de 2011 la Compañía espera crecer el 1% en volumen de ventas que, en ausencia de planes específicos que conlleven cambios fuertes estratégicos, presupone un crecimiento vegetativo en coherencia con los supuestos de evolución de costes y del mercado global
- ♦ Después del estancamiento en los precios de venta experimentado en 2008, Paternina espera que los precios se recuperen un 8% en 2009 para posteriormente estabilizarse en un crecimiento del 2% a partir de 2011, pues dada la actual coyuntura económica general se adoptan unos supuestos que presuponen una estrategia defensiva en la política de precios

	Ventas de vino embotellado Rioja									
	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Litros vendidos	5,2	5,3	4,4	4,9	5,2	5,2	5,3	5,3	5,4	5,4
% Crec. Litros	n.d.	0,6%	-16,3%	12,4%	4,4%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Precio (€/botella)	2,41	2,51	2,52	2,72	2,78	2,84	2,89	2,95	3,01	3,07
% Crec. Precio	n.d.	4,4%	0,1%	8,0%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Ventas (Miles €)	16.775	17.625	14.768	17.920	19.147	19.726	20.321	20.935	21.567	22.219
% Crec. Ventas	n.d.	5,1%	-16,2%	21,3%	6,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

Valoración por descuento de flujos de caja

Hipótesis de las proyecciones financieras

Ventas de graneles

- ♦ Durante los últimos años hasta 2008, las ventas de graneles han supuesto una parte importante de la facturación (algún ejercicio han llegado a ser el 50% de las ventas) debido al exceso de existencias que, al no poder venderse como embotellado, se iban liquidando a granel
- ♦ Esta situación prácticamente está equilibrada físicamente en 2008 y queda solo la venta recurrente a la bodega vinculada Franco Españolas para la que se elabora toda la uva blanca y parte importante de sus crianzas en el parque de barricas de Paternina. Por ello, se prevé que la venta de graneles se estabilice, a partir de 2009, en torno a los 3 millones de litros, que supone exclusivamente la cifra anual de suministros a Franco Españolas, ya que Paternina va a reorientar su actividad comercial derivando su actividad de graneles hacia vinos embotellados y, dentro de los embotellados, a vinos de mayor calidad
- ♦ La bajada del precio medio del granel de 2008 a 2009 se debe a la distinta composición del granel que se estima vender en 2009, con más peso de vino blanco, ya que Paternina elabora todo el vino blanco que comercializa Franco Españolas, y baja la proporción de vinos tintos, más caros que el blanco. La subida del 2% en los precios de venta de graneles para los próximos años es una hipótesis básica del Plan de Negocio de Paternina para el periodo 2009-2013 derivado del crecimiento de costes de producción

	Ventas de graneles									
	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Mill. Litros vendidos	5,7	2,8	3,3	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
% Crec. Mill. Litros	n.d.	-50,9%	18,3%	-8,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Precio medio (€/Lit.)	1,44	1,63	1,62	1,42	1,44	1,47	1,50	1,53	1,56	1,59
% Crec. Precio	n.d.	13,7%	-0,7%	-12,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Ventas (Miles €)	8.156	4.550	5.348	4.290	4.376	4.463	4.553	4.644	4.737	4.831
% Crec. Ventas	n.d.	-44,2%	17,5%	-19,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Valoración por descuento de flujos de caja

Hipótesis de las proyecciones financieras

Ventas de vino embotellado Ribera, Jerez y otros

- ♦ Del mismo modo que en las ventas de Rioja, el presupuesto de ventas de vino embotellado de las denominaciones de Ribera del Duero y Jerez y otros vinos y licores para 2009 pretende recuperar las ventas de 2007 basándose en la aplicación de un nuevo plan comercial que permita volver a cifras por encima de las 75.000 cajas
- ♦ La evolución de las ventas de vino embotellado en volumen de otras denominaciones (Ribera, Jerez y otros) se mantendrá constante a partir del año 2010, pues no existe un plan concreto de expansión para estas denominaciones
- ♦ Se espera que los precios puedan incrementarse un 2% anual a lo largo de todo el periodo de proyección, siendo una hipótesis básica del Plan de Negocio de Paternina para el periodo 2009-2013 derivado del crecimiento de costes de producción

	Ventas de vino embotellado Ribera, Jerez y otros									
	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Miles de Cajas	95	75	65	77	77	77	77	77	77	77
% Crec. Cajas	n.d.	-21,2%	-13,1%	18,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Precio medio (€/Lit.)	1,99	1,88	2,10	2,33	2,38	2,43	2,48	2,53	2,58	2,63
% Crec. Precio	n.d.	-5,6%	12,1%	11,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Ventas (Miles €)	2.262	1.684	1.640	2.156	2.199	2.243	2.288	2.334	2.380	2.428
% Crec. Ventas	n.d.	-25,6%	-2,6%	31,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Valoración por descuento de flujos de caja

Hipótesis de las proyecciones financieras

Coste de las materias primas y auxiliares

- ♦ La Compañía estima una disminución en el precio de compra de la uva y del vino en los próximos 3 años hasta 2012, como consecuencia de la evolución negativa de las ventas de Rioja, cuyo ciclo de descenso comenzó en 2008 y que persiste en la actualidad, y de unas previsiones de cosechas importantes en cantidad para el ejercicio 2009
- ♦ Asimismo, Paternina prevé una duración de la crisis del consumo de dos o tres años, siendo razonable pensar que va a haber una sobreoferta de uva al menos hasta la cosecha de 2011. En Rioja, cuando esto ocurre, se activa un mecanismo regulador que consiste en que el exceso de uva que no necesitan las bodegas “de marca” es absorbido por otro tipo de bodegas cuya venta se basa en precios muy competitivos -bajo el “label” de calidad Rioja- generalmente para “discounters” europeos. Esto genera un aumento de las ventas de exportación que nivela el mercado y generalmente produce un “efecto rebote” que hace pensar que es razonable la evolución al alza de la uva a partir de 2012 y hasta 2014, contando también con la superación de la crisis para esas fechas, y estabilizándose el crecimiento del precio de la uva y del vino a partir de 2015 en el entorno del 2%
- ♦ Para el coste de los materiales auxiliares, debido la actual situación de cuasi-monopolio en el suministro de botellas y cápsulas, la Compañía estima que se incrementarán un 4% anual hasta 2013, pero con la reciente entrada de nuevas bodegas de otras denominaciones en Rioja se espera que a largo plazo se incremente la presión sobre los suministradores de materiales auxiliares y que el incremento del coste de los materiales auxiliares se pueda estabilizar en el 2% a partir de 2014

	Precios de compra de uva, vino y materiales auxiliares							
	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Uva tinta (€/Kg.)	0,75	0,75	0,72	0,75	0,80	0,85	0,90	0,92
Uva blanca (€/Kg.)	0,60	0,60	0,60	0,57	0,57	0,57	0,60	0,61
Vino tinto (€/Litro)	1,20	1,20	1,10	1,10	1,28	1,36	1,44	1,47
Vino blanco (€/Litro)	0,90	0,90	0,90	0,80	0,86	0,86	0,90	0,92
Mat. Aux. (€/botella)	0,48	0,50	0,52	0,54	0,56	0,58	0,60	0,61

Valoración por descuento de flujos de caja

Hipótesis de las proyecciones financieras

Costes de productos consumidos Rioja

- ♦ El coste de ventas está compuesto por el coste del vino consumido en las ventas del año y por los costes de los materiales que igualmente han sido consumidos en ese mismo periodo. El coste del vino aplicado en un año en la cuenta de resultados no es un reflejo del coste del vino adquirido en ese año, sino que en función de la categoría que tiene (Gran Reserva, Reserva, Crianza o Joven) refleja el coste del vino y de la uva de años anteriores, correspondiéndose con el coste que tuvo en el momento de su compra
- ♦ A la hora de desarrollar las proyecciones financieras, la Compañía ha partido de la situación de costes medios ponderados de Paternina a cierre de 2008, haciéndola evolucionar en función del coste del vino adquirido y estimando que desde el 2009 hasta el 2013 dicho coste irá disminuyendo paulatinamente, sobretudo en vinos de crianza, blancos/rosados y jóvenes. Los blancos/rosados y jóvenes tienen una dependencia mayor de los últimos precios de reposición y no suelen arrastrarse stocks, por eso sus costes evolucionan en paralelo con el precio de la uva y del vino, con un decalage de menos de un año, tanto a la baja (2008 a 2013) como al alza (a partir de 2014). Los crianzas reciben el impacto más atenuado de las bajadas o subidas de precios. Los costes de un reserva tardan al menos cinco años en reflejar el impacto de una bajada o subida de precios
- ♦ En consecuencia, la disminución del coste medio del vino para el periodo 2009–2013 se explica por dos motivos: 1) Por la estimación de un menor coste de compra de la uva y del vino en los próximos años, y 2) Por la eliminación de las existencias de vino compradas a precios históricamente elevados (ver página 31)
- ♦ A partir de 2014, se estima que el coste de productos consumidos de Rioja se incrementará en un 2%, en línea con la hipótesis básica del Plan de Negocio de Paternina para el periodo 2009-2013 derivado del crecimiento de costes de producción

	Costes de productos consumidos Rioja							
	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Gran Reserva (€/bot.)	3,42	3,40	2,90	3,00	3,00	3,00	3,06	3,12
Reserva (€/bot.)	2,50	2,51	2,60	2,60	2,60	2,60	2,65	2,71
Crianza (€/bot.)	1,51	1,53	1,40	1,35	1,35	1,35	1,38	1,40
Blanco/Rosado (€/bot.)	1,29	1,30	1,30	1,15	1,15	1,15	1,17	1,20
Joven (€/bot.)	1,49	1,41	1,00	0,95	0,95	0,95	0,97	0,99
Coste medio (€/bot.)	1,69	1,69	1,50	1,46	1,46	1,46	1,49	1,52

Valoración por descuento de flujos de caja

Hipótesis de las proyecciones financieras

Margen Bruto de Explotación

- ♦ A pesar de las pérdidas generadas en los últimos 3 ejercicios, el margen bruto de explotación ha evolucionado positivamente, pasando del 22,2% en 2006 al 30,6% en 2008, aunque en este último ejercicio el margen bruto ha descendido respecto al 32,4% de margen bruto conseguido en 2007
- ♦ Como consecuencia de las estimaciones de los precios de venta del vino embotellado y del granel y de los costes de las materias primas y auxiliares y, en consecuencia, de los costes de los productos consumidos, la Compañía proyecta una mejora en el margen bruto de explotación pasando del 30,6% en 2008 al 44,4% en 2013, manteniéndose estable a partir de 2014

Cifras en Miles €	Margen bruto de explotación									
	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Margen Bruto Explot.	6.027	7.734	6.665	8.476	10.502	11.323	11.853	12.400	12.756	13.122
% Margen Bruto	22,2%	32,4%	30,6%	34,8%	40,8%	42,8%	43,6%	44,4%	44,5%	44,5%

Valoración por descuento de flujos de caja

Hipótesis de las proyecciones financieras

Gastos de Explotación

- ♦ Al cierre del ejercicio 2008, Paternina contaba con un total de 81 trabajadores en nómina. Con las bajas y altas previstas en el plan de personal para 2009, la plantilla se estima en un máximo de 76 personas y a partir de entonces la Compañía no prevé necesaria variación alguna de la capacidad laboral. Sin embargo, el aumento de gastos de personal en 2009 se explica por la subida pactada del actual convenio colectivo (3,8%). A partir del ejercicio 2014 se prevén menores incrementos en los gastos de personal motivados por los incrementos previstos de los salarios (2,5%)
- ♦ Dentro del plan de reducción de costes, la Compañía estima que en 2009 va disminuir los costes en publicidad y promoción de forma drástica (-57%), pasando de 2.318 Miles € en 2008 a 1.000 miles € en 2009, pues aunque no se recortan las acciones promocionales o en punto de venta y la publicidad institucional y en medios especializados, sí se eliminan los patrocinios deportivos y las campañas de publicidad en medios de gran difusión. A partir del 2009, la Compañía irá progresivamente aumentando la cifra que destina a dicha partida hasta llegar a un 4,2% sobre las ventas
- ♦ El resto de gastos de explotación se han estimado para todo el periodo de proyección en función de la inflación prevista o de un porcentaje promedio sobre las ventas

Cifras en Miles €	Gastos de Explotación									
	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Gtos. Personal	3.986	4.126	3.995	4.037	4.037	4.050	4.100	4.200	4.305	4.413
% Crec. Personal	n.d.	3,5%	-3,2%	1,1%	0,0%	0,3%	1,2%	2,4%	2,5%	2,5%
Gtos. Publicidad	2.439	2.801	2.318	1.000	1.050	1.103	1.158	1.216	1.205	1.238
% Publicidad/Ventas	9,0%	11,7%	10,7%	4,1%	4,1%	4,2%	4,3%	4,4%	4,2%	4,2%
Gtos. Generales	9.282	9.803	9.186	7.824	7.938	8.123	8.363	8.701	8.797	9.018
% Gtos. Gral./Ventas	34,1%	41,1%	42,2%	32,1%	30,9%	30,7%	30,8%	31,2%	30,7%	30,6%

Valoración por descuento de flujos de caja

Hipótesis de las proyecciones financieras

Inversiones en Inmovilizado

- ♦ De acuerdo a la información proporcionada por Paternina, las inversiones en inmovilizado responden a las necesidades de renovación del parque de barricas, que tienen una vida útil de 10 años, lo que obliga a una inversión anual media en barricas de unas 3.000 unidades, y al mantenimiento y renovación de la maquinaria e instalaciones actuales
- ♦ La Compañía estima realizar inversiones en inmovilizado de 1.000 miles € en 2009 y 2010, aumentando las inversiones hasta la cifra de 1.200 miles € anuales a partir del ejercicio 2011. Paternina considera que para atender el incremento de ventas y la mejora del mix de ventas puede ser necesario a partir de 2011 incrementar el ritmo de renovación de barricas en 700/800 anuales para garantizar las calidades, aumentando por ello la inversión anual en barricas en 200 miles €

Amortizaciones

- ♦ Las amortizaciones se calculan por el método lineal en función de la vida útil estimada de los activos. Durante todo el periodo de proyección 2009-2029, las amortizaciones son superiores a las inversiones en inmovilizado debido a los Edificios y Construcciones que se amortizan entre 33,3 y 50 años y que al final del periodo de proyección (2029) aún no estarán totalmente amortizados

Valoración por descuento de flujos de caja

Hipótesis de las proyecciones financieras

Inversiones en Capital Circulante (I)

- ♦ La estimación de las principales partidas de Capital Circulante se ha realizado de la forma siguiente:

Existencias:

- La Compañía estima que en los próximos 5 años podrá reducir el ratio Existencias/Ventas desde el 1,5 actual hasta el 1,0 en 2013. En el periodo 2009-2013 la disminución del ratio Existencias/Ventas se debe a la adaptación de los stocks a las verdaderas necesidades de la empresa. Paternina viene de un largo período, desde 2001, en que sus stocks han sido excesivos y caros. En la actualidad, las existencias se encuentran próximas a una cifra razonable, aunque no óptima por el actual descenso de las ventas. Por ello, la Compañía prevé una adaptación de los stocks en los próximos años que se termina al final del Plan de Negocio 2009-2013, coincidiendo además con un momento en que se están debilitando los precios de reposición por la caída generalizada de las ventas por lo que, en euros, el efecto es mayor y así, en 2013, se coloca alrededor de un ratio Existencias/Ventas del 1,0
- Paternina opina que la debilidad de precios del mercado de origen puede ser mayor incluso, a partir de la vendimia de 2009, pero parece razonable establecer un horizonte de 3/4 años a la recuperación del consumo y a partir de 2012/2013 debería producirse una sensible recuperación de precios de origen que hará subir de nuevo el ratio Existencias/Ventas
- En el fondo de esta previsión de comportamiento de las cifras a medio/largo plazo, está la poca elasticidad de la oferta cuando se producen situaciones de incrementos de coste de la materia prima. Por ello, tendencialmente, a partir de 2014 es razonable la recuperación del ratio Existencias/Ventas una vez terminado el proceso de adaptación de las existencias a su nivel técnico óptimo, en un contexto actual, además, de mercados débiles. En consecuencia, se prevé que el ratio de Existencias/Ventas irá incrementándose paulatinamente hasta llegar a un ratio de 1,4 en 2029, que es el ratio que la Compañía considera adecuado, teniendo en cuenta además la incidencia que tendrá en el aumento del valor de las existencias el cambio de orientación en la estrategia de producto con el objetivo de incrementar las ventas de vino con más añada (reservas) que obliga a mantener las existencias en barrica durante un periodo de tiempo más largo

Valoración por descuento de flujos de caja

Hipótesis de las proyecciones financieras

Inversiones en Capital Circulante (II)

- ♦ La estimación de las principales partidas de Capital Circulante se ha realizado de la forma siguiente:

Clientes:

- El periodo medio de cobro de clientes en el ejercicio 2008 fue de 172 días de ventas, sin embargo, la Compañía espera reducir el plazo de cobro de clientes hasta llegar al ratio de 139 días sobre ventas en 2010. A partir de 2011 el plazo de cobro de clientes aumenta paulatinamente hasta llegar a 153 días sobre ventas en 2029, debido a que en el periodo 2011-2029 se prevé que para el cobro de las ventas nacionales vaya ganando terreno como medio de pago el “confirming”, que tiene un plazo de cobro más largo, frente al descuento de efectos comerciales, en términos relativos
- La reducción del periodo medio de cobro de clientes que se prevé es una necesidad derivada de la política de aseguramiento de créditos que, en las actuales circunstancias, hay que aplicar con firmeza ya que, en caso contrario, la compañía aseguradora (Crédito y Caucción) pone trabas, en caso de siniestro, alegando incumplimiento de plazos contractuales. Puede concluirse que es una consecuencia del endurecimiento del entorno financiero

Proveedores:

- El periodo medio de pago a proveedores disminuyó en 2008 respecto a 2007, pasando de 208 días a 191 días. Para 2009 la Compañía estima que el plazo de pago a proveedores se reduzca hasta los 178 días, manteniéndose constante a partir de entonces para todo el periodo de proyección
- La disminución del periodo medio de pago a proveedores es, en parte, la cruz de la situación anterior relativa a los clientes. Pero la causa más importante de esta disminución es que la previsible bajada del precio de la uva obligará a compensar de alguna forma a los agricultores con una liquidación más ágil por la factura de la uva

Valoración por descuento de flujos de caja

Hipótesis de las proyecciones financieras

Otras hipótesis utilizadas

- ♦ **Impuestos**: la Compañía tiene bases imponibles negativas debido a los resultados negativos generados en los últimos años por un importe total de 52.215 miles €. En base a las proyecciones financieras realizadas para elaborar este Informe se estima que hasta 2028 la empresa no empezará a pagar impuestos
- ♦ **Tipos de Interés**: a los efectos de esta valoración se ha estimado que el Euríbor se situará en el 2,5% en 2010 y en el 3,0% en 2011, manteniéndose constante en esta cifra para todo el periodo de proyección

Deuda Financiera Neta

- ♦ El detalle de la deuda financiera neta de la Compañía a 31 de diciembre de 2008 es el siguiente:

Deuda Financiera Neta a 31/12/08	
Cifras en Miles €	
Deudas con Entidades de Crédito	7.620
Deudas con Empresas del Grupo	18.868
Préstamo Participativo ⁽¹⁾	19.268
Saldos con Socios y Administradores ⁽²⁾	-685
Tesorería	-101
Deuda Financiera Neta	44.970

(1) El valor nominal de la deuda instrumentada en forma de Préstamo Participativo es de 19.268 miles € a 31 de diciembre de 2008. En el informe de auditoría de 2008, se refleja un Préstamo Participativo de 19.075 miles €, siendo la diferencia de 193 miles € el efecto fiscal (ver nota 1 de la página 10).

(2) Saldos con Socios y Administradores incluye Saldo por venta autocartera (490 miles €) y Otros saldos con Socios y Administradores (195 miles €) 33

Valoración por descuento de flujos de caja

Parámetros técnicos

Cálculo del valor de la Compañía (Enterprise Value)

- ♦ El cálculo del Enterprise Value se ha realizado en base a la capacidad de generación de flujos de caja libres futuros:
 - **Valor Coyuntural:** como valor presente de los flujos de caja libres generados en el periodo 2009-2029
 - **Valor Terminal:** como valor presente de los flujos de caja libres a partir de 2029 considerando un crecimiento a perpetuidad del 2,5%

Fecha de valoración

- ♦ La valoración de la Compañía se ha efectuado a fecha 31 de diciembre de 2008

Cálculo del coste de capital medio ponderado (WACC)

- ♦ **Tasa libre de riesgo:** 4,22% (promedio del último año de la TIR del bono español a 10 años) ⁽¹⁾
- ♦ **Estructura financiera objetivo:** 46% de los recursos ajenos sobre el total de los recursos (ambos a valor de mercado) ⁽²⁾
- ♦ **Beta utilizada:** 0,15 (reapalancada) en base a la media de las betas históricas desapalancadas de las compañías cotizadas comparables (0,09) ⁽³⁾
- ♦ **Prima de riesgo de mercado:** 4,50% ⁽⁴⁾
- ♦ **Coste de los recursos ajenos:** se ha estimado un 4,00% a futuro (Euríbor a 1 año más un margen)

- ♦ A continuación exponemos el resultado de las proyecciones financieras hasta el ejercicio 2015 para las partidas más relevantes de la cuenta de resultados y del balance proyectados, sin perjuicio de que en el Anexo se detallan las proyecciones financieras hasta el ejercicio 2029

(1) Promedio de la TIR del bono español a 10 años de 30/7/08 a 29/7/09. BANIF considera más adecuado utilizar la TIR promedio del último año para evitar que la volatilidad diaria del mercado de bonos, que debería tener una correlación casi nula con la acción de Paternina, incida en la valoración de la Compañía utilizando el método del descuento de flujos de caja.

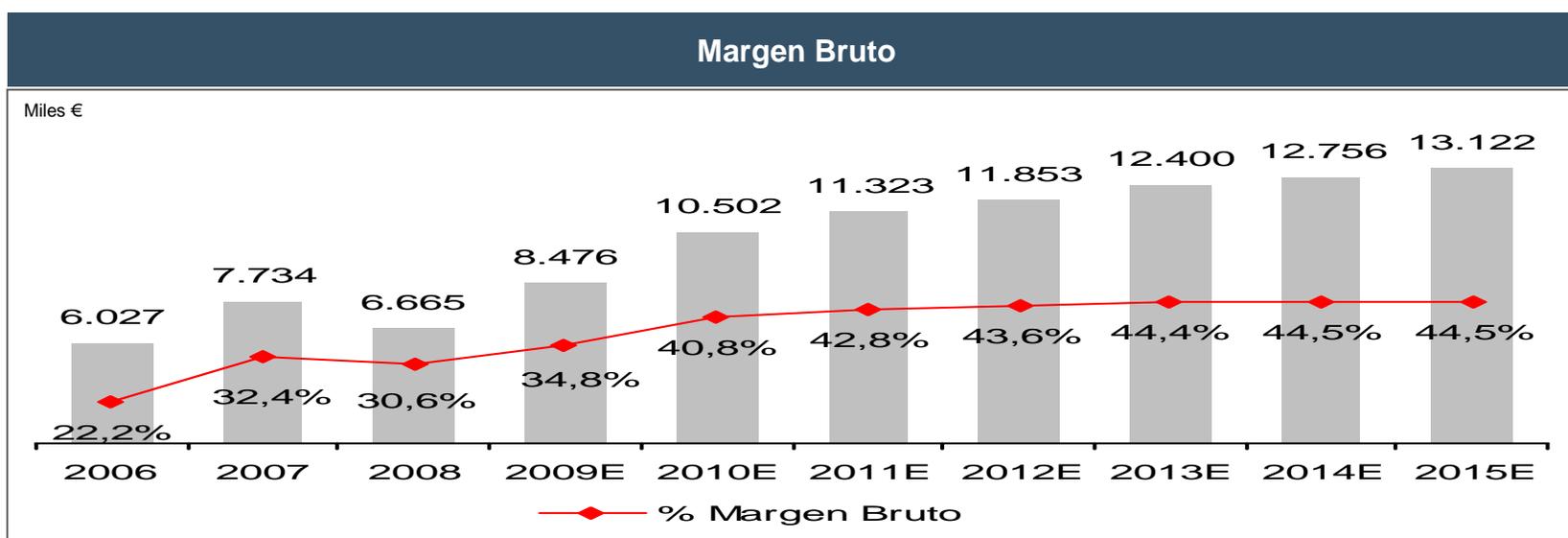
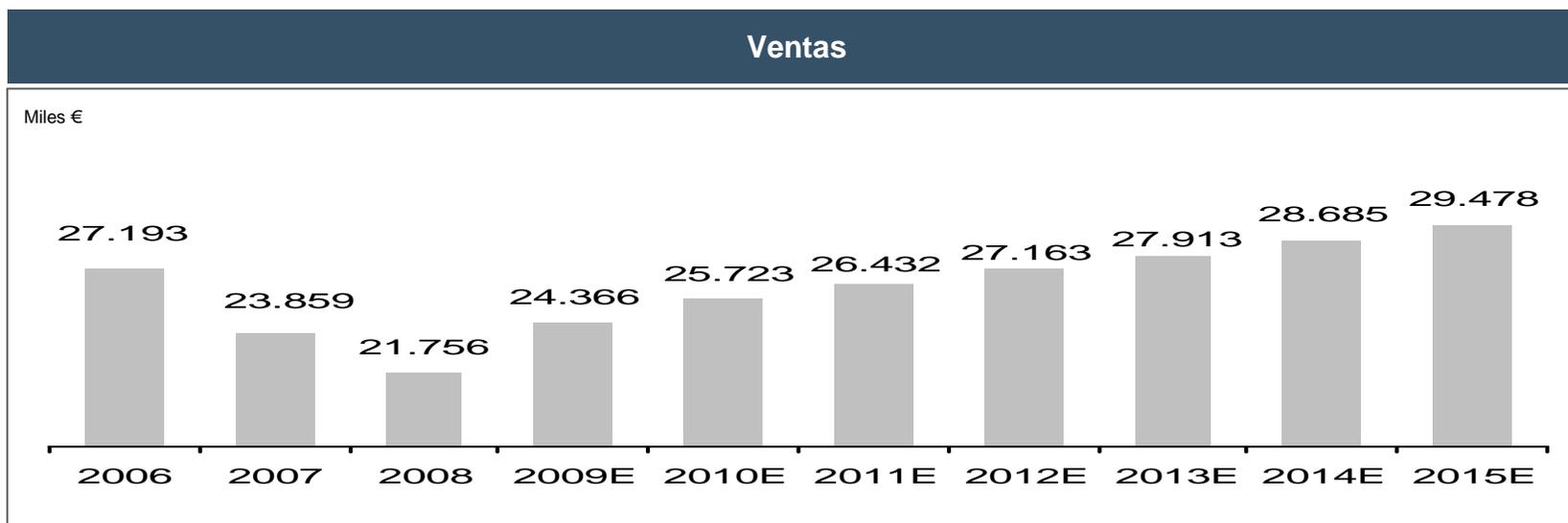
(2) Se ha calculado como la media del apalancamiento actual de Paternina (57%) y la compañía cotizada más comparable, Bodegas Riojanas (35%), en términos de capitalización bursátil y estructura financiera.

(3) Incluye mediciones semanales durante un periodo de 2 años (104 observaciones) de las betas desapalancadas de las siguientes compañías: Bodegas Riojanas (0,06), Barón de Ley (0,29) y CVNE (-0,04).

(4) Hipótesis utilizada por el consenso de analistas bursátiles en España.

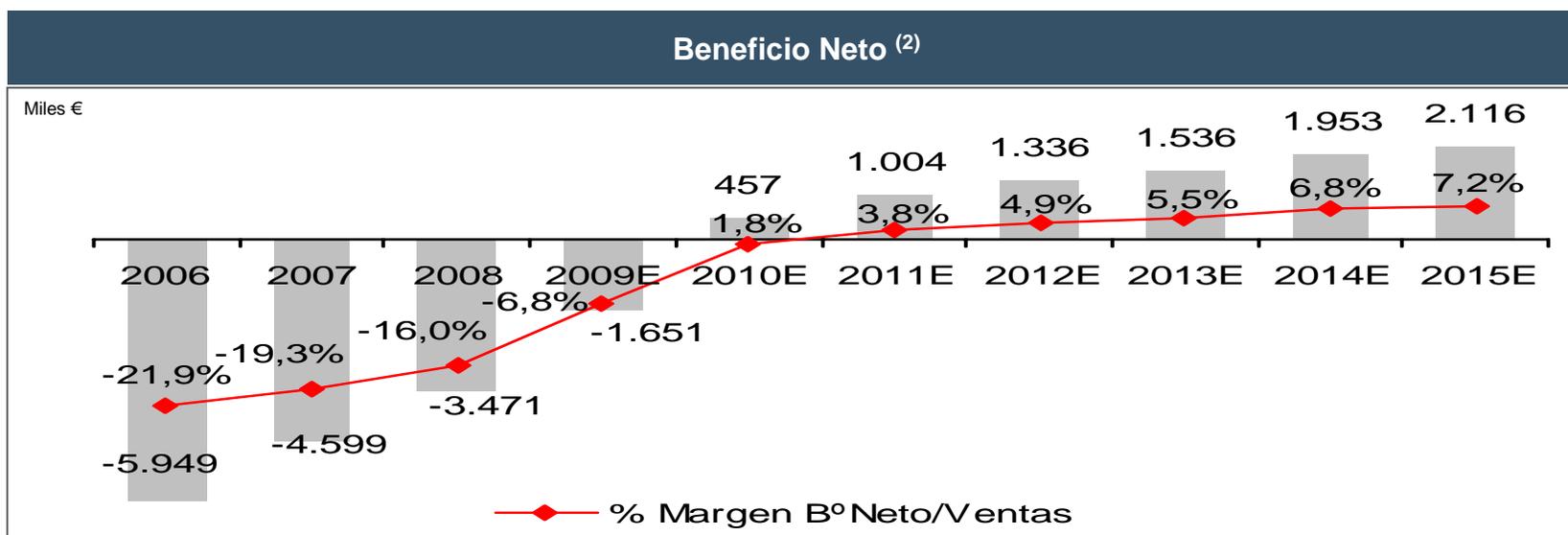
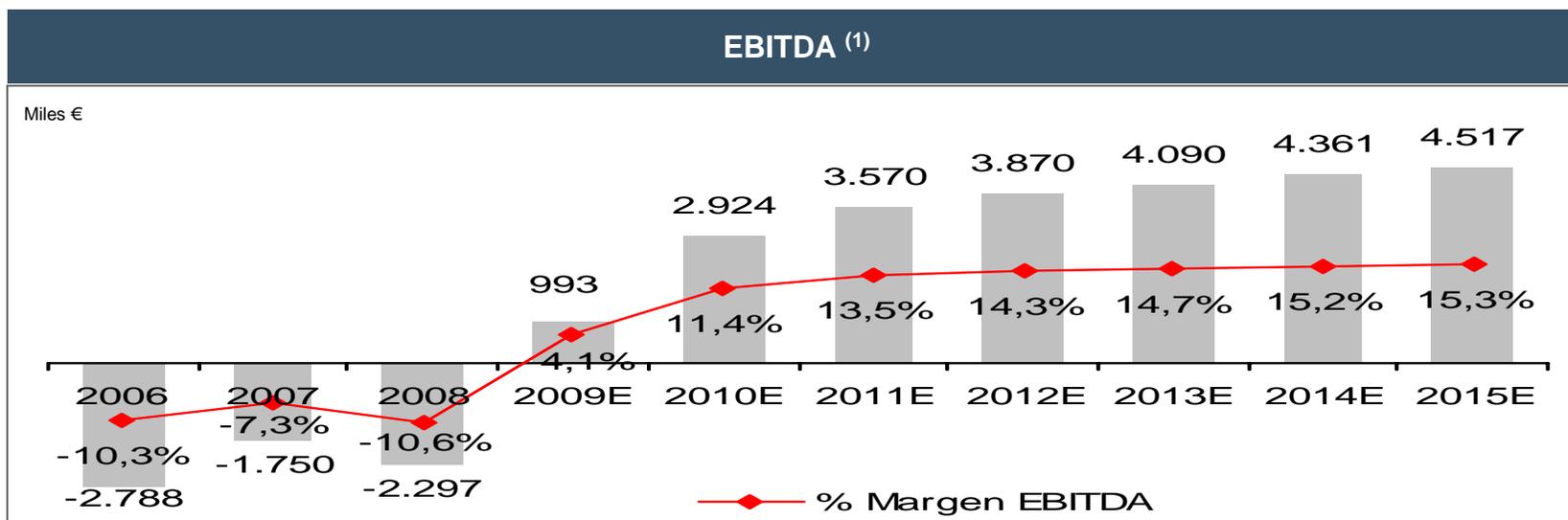
Valoración por descuento de flujos de caja

Proyecciones financieras (2006 – 2015e)



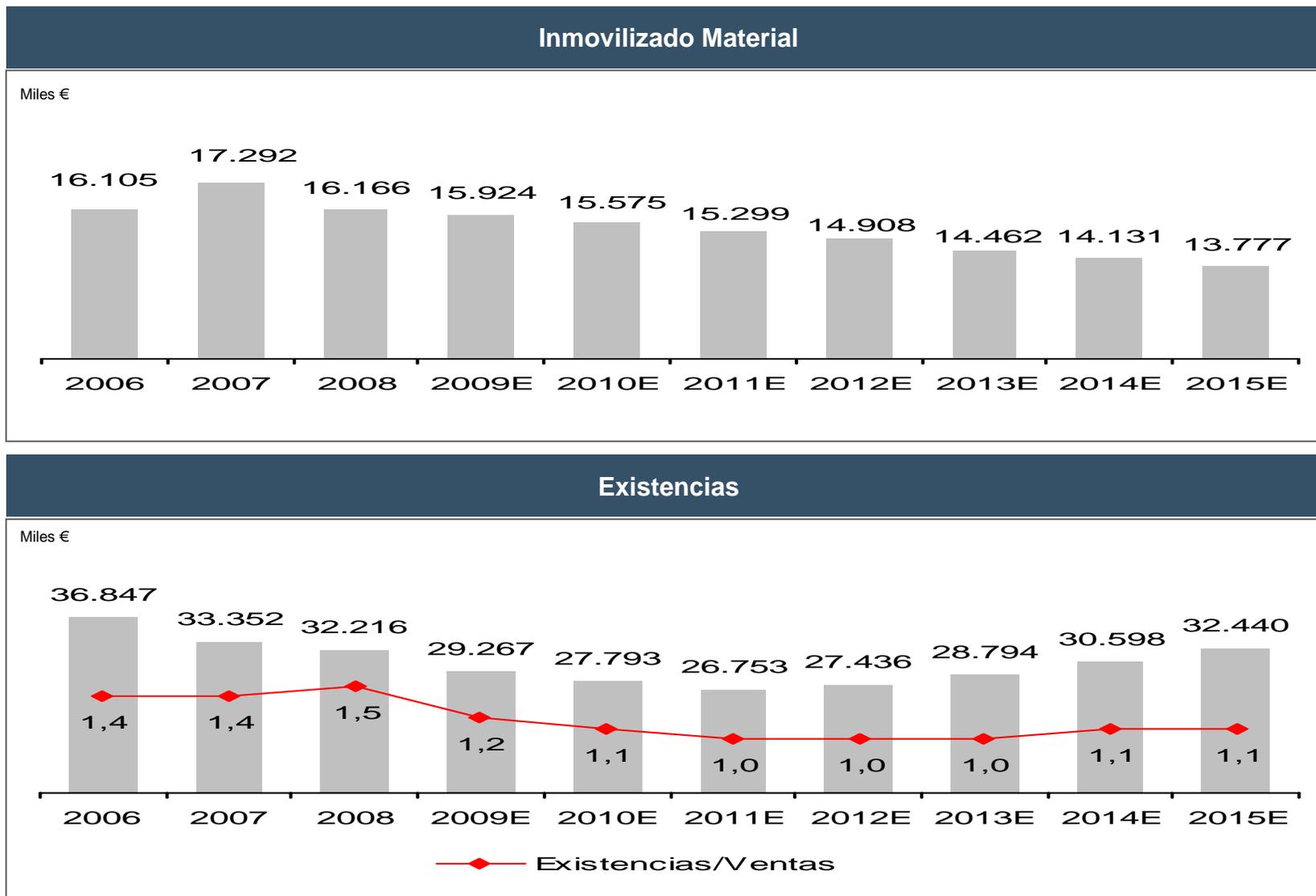
Valoración por descuento de flujos de caja

Proyecciones financieras (2006 – 2015e)



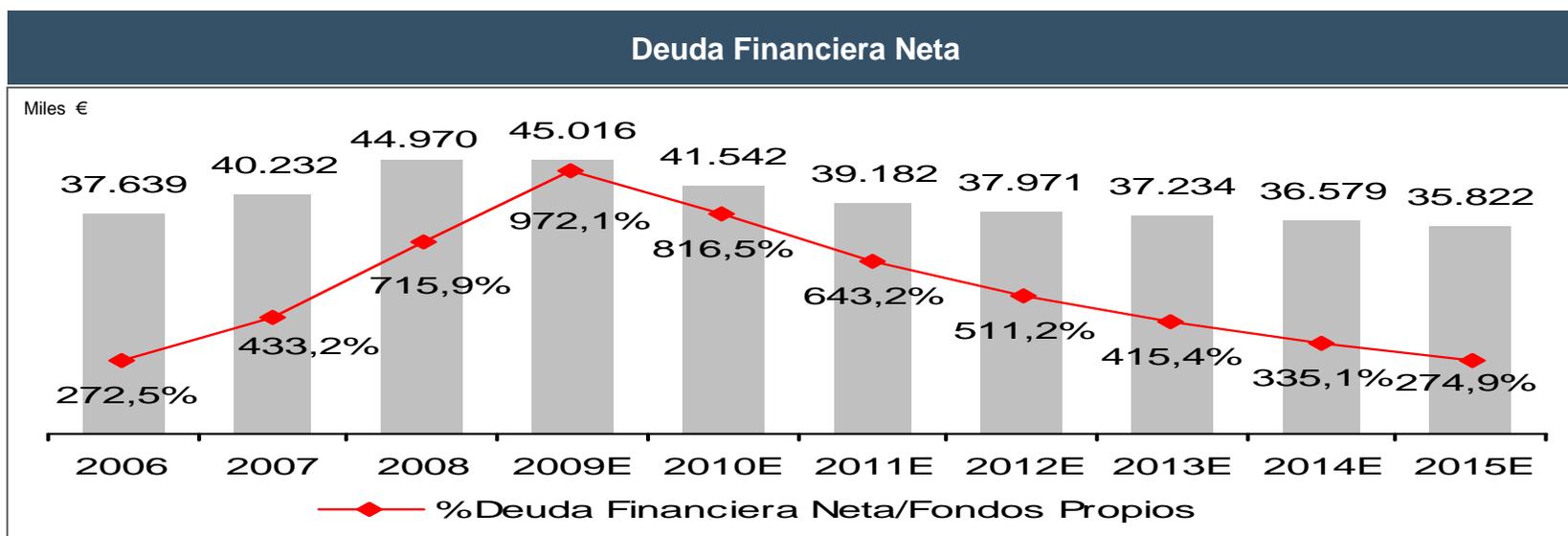
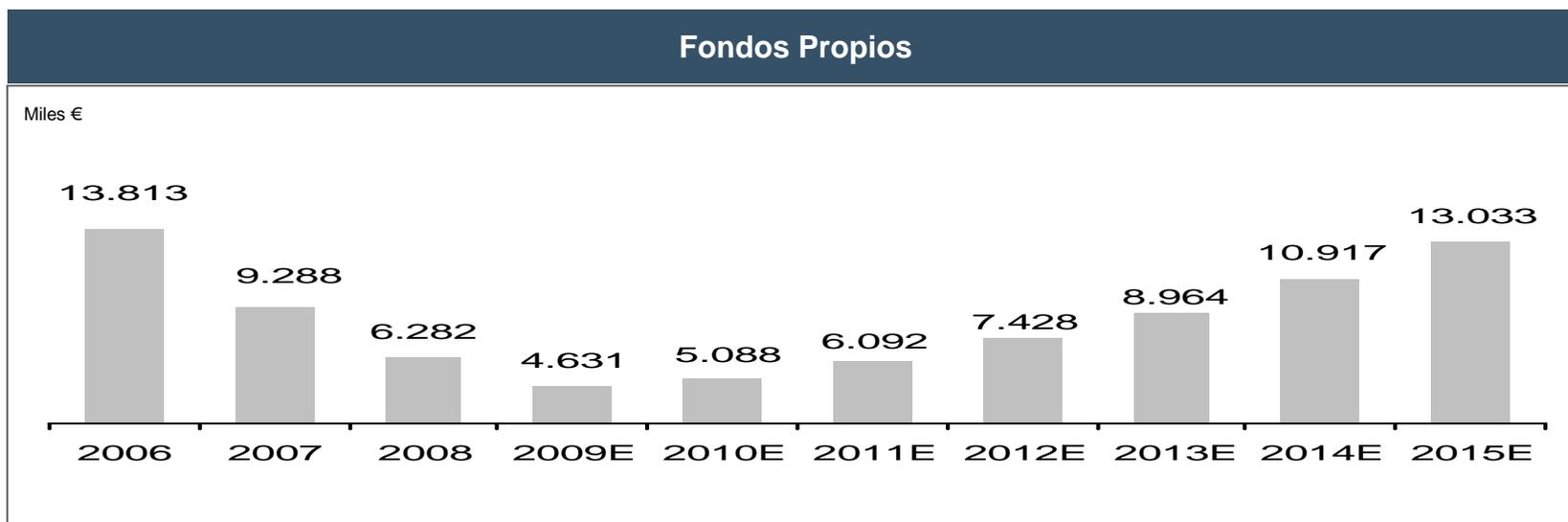
Valoración por descuento de flujos de caja

Proyecciones financieras (2006 – 2015e)



Valoración por descuento de flujos de caja

Proyecciones financieras (2006 – 2015e)



Valoración por descuento de flujos de caja

Resumen de valoración

En base al método del descuento de flujos de caja, la valoración de Federico Paternina se estima en un precio de **7,31 €/acción** con un rango entre **5,02 €/acción** y **11,12 €/acción**

Descuento de flujo de caja									
Cifras en Miles €	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e-2029e	VT
EBIT	-523	1.416	1.932	2.181	2.344	2.728	2.859	60.009	5.797
- Impuestos	0	0	0	0	0	0	0	-2.536	-1.739
EBIT después impuestos	-523	1.416	1.932	2.181	2.344	2.728	2.859	57.473	4.058
+ Amortizaciones	1.272	1.379	1.506	1.621	1.676	1.561	1.584	21.644	1.582
- Inversiones en Inmovilizado	-1.030	-1.030	-1.230	-1.230	-1.230	-1.230	-1.230	-17.220	-1.230
-/+ Inversiones en Capital Circulante	2.098	2.713	1.100	-516	-1.245	-1.629	-1.713	-30.736	-2.491
Flujos de caja libre	1.817	4.478	3.308	2.056	1.545	1.430	1.500	31.161	1.919
Valor Terminal									134.081
Flujos de caja descontados	1.739	4.102	2.900	1.725	1.241	1.099	1.104	16.289	59.661

Hipótesis Técnicas		Valoración	
WACC	4,48%	Enterprise Value (Miles €)	89.861
Crecimiento a perpetuidad	2,50%	Deuda Financiera Neta (Miles €)	44.970
		Equity Value (Miles €)	44.891
		Precio por acción (€)	7,31

Sensibilidad (precio por acción)						
		WACC				
		3,98%	4,23%	4,48%	4,73%	4,98%
g	2,30%	11,19	8,18	6,12	4,62	3,49
	2,40%	12,51	9,01	6,67	5,02	3,78
	2,50%	14,11	9,97	7,31	5,46	4,10
	2,60%	16,10	11,12	8,04	5,95	4,46
	2,70%	18,63	12,50	8,89	6,52	4,86

Índice

- I. Introducción
 - II. Valoración de Federico Paternina, S.A. por los métodos establecidos en el R.D. 1066/2007
 - A. Valor teórico contable
 - B. Valor liquidativo
 - C. Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
 - D. Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año
 - E. Otros métodos de valoración aceptados comúnmente por la comunidad financiera
 - 1. Descuento de flujos de caja
 - 2. Múltiplos de compañías cotizadas comparables**
 - 3. Múltiplos de transacciones comparables
 - III. Resumen y conclusiones
- Anexo
- A. Detalle de las proyecciones financieras de Federico Paternina, S.A.

Valoración por compañías cotizadas comparables

Metodología (I)

El método de compañías cotizadas comparables proporciona un contraste con la situación actual de los mercados bursátiles

- ◆ Este método permite obtener el valor que el mercado teóricamente asignaría a la Compañía si ésta cotizara en Bolsa en relación a los múltiplos medios actuales de las empresas del sector comparables a la misma

Fundamento del método

- El método se basa en la comprobación de que los precios en Bolsa de acciones de compañías semejantes entre sí guardan similar relación numérica (“múltiplo”) con sus respectivas magnitudes de resultados
- En la práctica, si las compañías son realmente comparables, los múltiplos implícitos en sus cotizaciones serán muy semejantes. Las diferencias entre los múltiplos de las diversas compañías suelen venir dadas por distintas estructuras de márgenes, negocio, expectativas de crecimiento futuro o situación del mercado de valores de referencia

Fases de aplicación del método de valoración por compañías cotizadas comparables

Selección de compañías comparables

- ◆ Selección de compañías
- ◆ Análisis de rendimiento financiero pasado y futuro
- ◆ Análisis de las causas por las cuales existen diferentes niveles de valoración entre compañías del sector

Puntos de referencia de valoración en el mercado público

- ◆ Análisis de valoración de estas compañías en el mercado
- ◆ La situación y resultados de la Compañía son comparados con otras compañías similares
- ◆ Selección y análisis de los múltiplos apropiados

Conclusiones

- ◆ Se considera un rango apropiado de múltiplos
- ◆ Múltiplos de resultados operacionales

Valoración por compañías cotizadas comparables

Metodología (II)

Esta metodología emplea múltiplos sobre distintas magnitudes de resultados y con un enfoque predominantemente a futuro

- Las relaciones entre precio de la acción y resultados de las compañías (múltiplos) pueden referirse a diferentes medidas del resultado, dependiendo de cuáles resulten más significativas para cada tipo de compañía
- Los múltiplos que consideramos más relevantes debido a su utilización por la comunidad financiera son los siguientes:

Múltiplos sobre magnitudes operativas			Múltiplos sobre magnitudes netas
Permiten determinar la <u>valoración de los activos/negocio</u> de la compañía sin influencia de aspectos <u>ajenos</u> como políticas contables y estructura financiera (Múltiplos de Ventas y EBITDA) o estructura financiera (Múltiplo de EBIT)			Permiten determinar la <u>valoración de los fondos propios</u>
Múltiplo de Ventas	Múltiplo de EBITDA	Múltiplo de EBIT	PER
$\frac{\text{Valor Apalancado}^{(a)}}{\text{Ventas}}$	$\frac{\text{Valor Apalancado}^{(a)}}{\text{EBITDA}^{(b)}}$	$\frac{\text{Valor Apalancado}^{(a)}}{\text{EBIT}^{(c)}}$	$\frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Beneficio Neto}}$

- En la formación de los precios de las acciones, los mercados bursátiles tienden a ponderar más las expectativas futuras que el pasado. Por esta razón, los múltiplos deben calcularse con las proyecciones futuras, en la medida de lo posible, o, al menos, con los resultados históricos más recientes (lo último conocido por el mercado)
- El múltiplo EV/Ventas no es el más apropiado para valorar Federico Paternina debido a la actual rentabilidad negativa del negocio de la Compañía comparado con las compañías cotizadas similares, que sí presentan rentabilidades positivas
- La utilización del múltiplo EV/EBITDA se emplea ya que tiene en cuenta la rentabilidad del negocio, aísla el efecto de las diferentes políticas contables de las compañías en cuanto a amortizaciones y el efecto de la diferente estructura financiera de cada compañía
- La utilización del múltiplo EV/EBIT tiene en cuenta la rentabilidad operativa del negocio, que en Federico Paternina es muy distinta de las compañías cotizadas comparables
- En cuanto al múltiplo PER, es menos representativo del valor de Federico Paternina debido al elevado apalancamiento financiero la Compañía respecto al de las compañías cotizadas comparables

(a) Valor Apalancado = Capitalización bursátil + Deuda financiera neta de excedentes de Tesorería + Minoritarios

(b) EBITDA = Beneficio antes de Amortizaciones, Intereses e Impuestos

(c) EBIT = Beneficio antes de Intereses e Impuestos

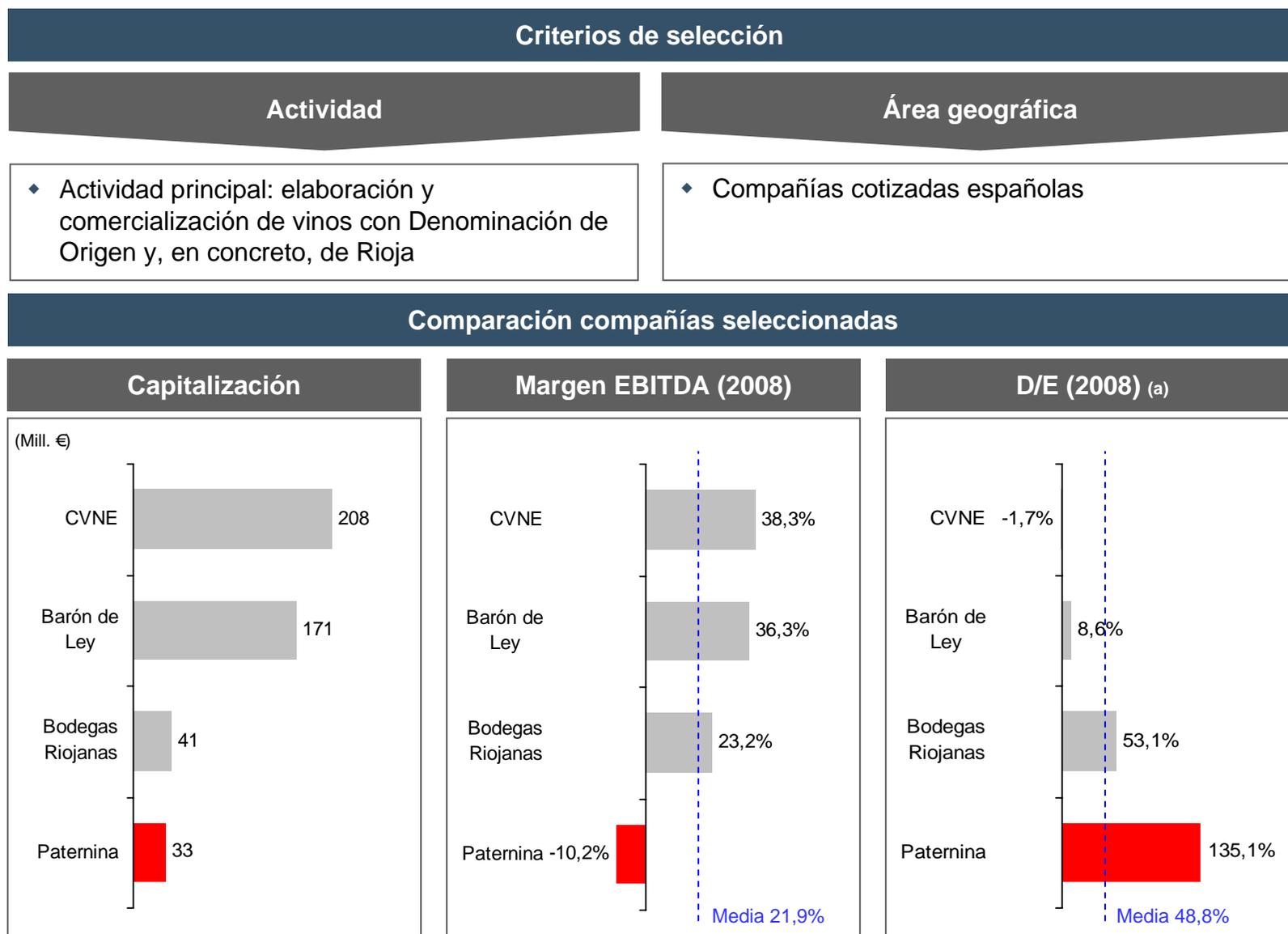
Valoración por compañías cotizadas comparables

Selección de comparables

Hemos tomado una muestra de compañías vitivinícolas cotizadas españolas, centradas en vinos de Rioja, debido a la similitud de sus negocios con Paternina

BANIF considera que estas compañías cotizadas son las más comparables a Paternina

Las compañías cotizadas europeas no son comparables a Paternina, debido a su mayor capitalización bursátil y a la diversificación de sus productos (coñac, licores, champagne)



Fuente: Información financiera de las compañías, información bursátil de los mercados de valores y estimaciones de resultados según el consenso de analistas de Bloomberg a 29/7/09.

(a) D/E: Deuda Financiera Neta / Capitalización bursátil.

Valoración por compañías cotizadas comparables

Resumen de múltiplos

Compañía	Capitalización (Mill. €)	EV / Ventas				EV / EBITDA				EV / EBIT				PER			
		2008	2009e	2010e	2011e	2008	2009e	2010e	2011e	2008	2009e	2010e	2011e	2008	2009e	2010e	2011e
Bodegas Riojanas	40,9	4,19x	4,78x	4,44x	4,12x	18,1x	20,9x	18,4x	16,9x	28,7x	34,8x	28,4x	25,0x	50,5x	68,1x	40,9x	34,1x
Barón de Ley	170,7	2,13x	2,22x	2,19x	2,14x	5,9x	5,9x	5,9x	5,5x	7,9x	8,0x	8,1x	7,4x	9,1x	9,3x	9,4x	8,5x
CVNE ^(a)	207,5	4,01x	4,16x	3,87x	3,58x	10,5x	12,7x	11,6x	10,7x	14,4x	17,9x	16,6x	14,8x	18,9x	22,6x	20,3x	17,9x

Máximo	4,19x	4,78x	4,44x	4,12x	18,1x	20,9x	18,4x	16,9x	28,7x	34,8x	28,4x	25,0x	50,5x	68,1x	40,9x	34,1x
Mínimo	2,13x	2,22x	2,19x	2,14x	5,9x	5,9x	5,9x	5,5x	7,9x	8,0x	8,1x	7,4x	9,1x	9,3x	9,4x	8,5x
Media	3,44x	3,72x	3,50x	3,28x	11,5x	13,1x	12,0x	11,0x	17,0x	20,2x	17,7x	15,7x	26,2x	33,3x	23,6x	20,1x
Mediana	4,01x	4,16x	3,87x	3,58x	10,5x	12,7x	11,6x	10,7x	14,4x	17,9x	16,6x	14,8x	18,9x	22,6x	20,3x	17,9x

Fuente: Información financiera de las compañías, información bursátil de los mercados de valores y estimaciones de resultados según el consenso de analistas de Bloomberg a 29/7/09.

(a) CVNE cierra las cuentas anuales a 31 de marzo y, en consecuencia, los ratios bursátiles de 2008 corresponden al ejercicio cerrado a 31 de marzo de 2009.

Valoración por compañías cotizadas comparables

Aplicación de los múltiplos

Hemos aplicado los múltiplos de las compañías cotizadas comparables a las magnitudes financieras de Federico Paternina de 2008 a 2011e

Valoración de Paternina por compañías cotizadas comparables					
Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables		Magnitudes Financieras Paternina (Mill. €)	Enterprise Value (Mill. €)	DFN + Min.	Valor FFPP (Mill. €)
EV / Ventas		Ventas	Enterprise Value	DFN + Min.	FFPP
2008	3,44x	21,8	74,9	45,0	30,0
2009E	3,72x	24,4	90,6	31-dic-08	45,6
2010E	3,50x	25,7	90,0		45,0
2011E	3,28x	26,4	86,7		41,7
EV / EBITDA		EBITDA	Enterprise Value		FFPP
2008	11,5x	-2,3	-26,4		-71,3
2009E	13,1x	1,0	13,1		-31,9
2010E	12,0x	2,9	34,9		-10,0
2011E	11,0x	3,6	39,4		-5,6
EV / EBIT		EBIT	Enterprise Value		FFPP
2008	17,0x	-3,7	-62,7		-107,7
2009E	20,2x	-0,5	-10,6		-55,5
2010E	17,7x	1,4	25,1		-19,9
2011E	15,7x	1,9	30,4		-14,5
PER		Bº Neto			FFPP
2008	26,2x	-3,5			-90,9
2009E	33,3x	-1,7			-55,0
2010E	23,6x	0,5			10,8
2011E	20,1x	1,0			20,2

Valoración por compañías cotizadas comparables

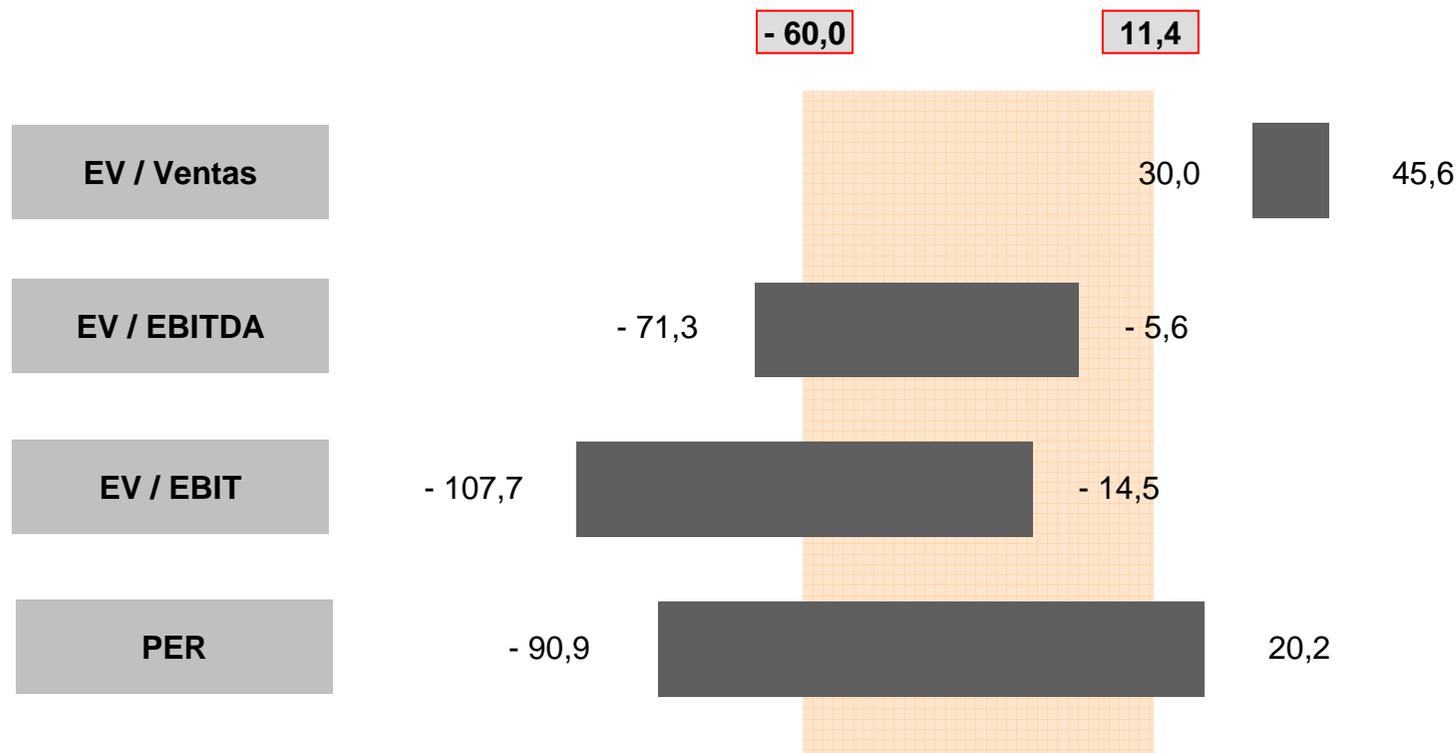
Resumen de valoración

Resumen del Valor de Mercado de los Fondos Propios de Paternina (Mill. €)

El valor de mercado de los Fondos Propios de Federico Paternina podría situarse entre - 60,0 Mill. € y 11,4 Mill. € en base a múltiplos de compañías cotizadas comparables

Esta valoración supondría un precio entre **- 9,8 €/acción** y **1,9 €/acción**, con un valor medio de **- 4,0 €/acción**

En base al resultado negativo obtenido, este método no es aplicable para valorar Paternina



Rango de valoración de FFPP Paternina: - 60,0 Mill. €– 11,4 Mill. €

Precio por acción Paternina: - 9,8 €– 1,9 € → Valor medio: - 4,0 €

Índice

- I. Introducción
- II. Valoración de Federico Paternina, S.A. por los métodos establecidos en el R.D. 1066/2007
 - A. Valor teórico contable
 - B. Valor liquidativo
 - C. Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
 - D. Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año
 - E. Otros métodos de valoración aceptados comúnmente por la comunidad financiera
 - 1. Descuento de flujos de caja
 - 2. Múltiplos de compañías cotizadas comparables
 - 3. Múltiplos de transacciones comparables**
- III. Resumen y conclusiones

Anexo

- A. Detalle de las proyecciones financieras de Federico Paternina, S.A.

Valoración por transacciones comparables

Metodología (I)

La metodología de transacciones comparables se basa en la utilización de múltiplos implícitos en operaciones similares que ya han sido cerradas

- ♦ La metodología de transacciones comparables consiste en la aplicación a la Compañía que se pretende valorar de los múltiplos pagados por empresas comparables en transacciones similares a la que se está analizando
- ♦ Una de las particularidades de este método es que en la mayoría de los casos implica la consideración de una prima de control pagada por las compañías adquirentes, situación que no se da en la operación planteada ya que no se produce cambio en el control de Federico Paternina
- ♦ Los pasos a seguir para realizar una valoración por transacciones comparables son los siguientes:

1	<ul style="list-style-type: none">♦ Análisis y selección de las principales transacciones que se han producido en el sector de la compañía analizada
2	<ul style="list-style-type: none">♦ Selección de las transacciones que sean más relevantes
3	<ul style="list-style-type: none">♦ Cálculo y selección de los múltiplos aplicables
4	<ul style="list-style-type: none">♦ Valoración de la Compañía que se está analizando aplicando los múltiplos calculados

- ♦ La valoración realizada en base al método de transacciones comparables nos permite tener otro punto de vista sobre el valor de la empresa, no ya en función del mercado bursátil, sino en función de cómo han sido las operaciones similares realizadas en el sector en los últimos ejercicios

Valoración por transacciones comparables

Metodología (II)

Este método valora la compañía comparándola con operaciones de compraventa de empresas similares mediante la aplicación de sus múltiplos

- ♦ Una correcta utilización de este método exige el examen exhaustivo de las transacciones realizadas en el sector en los últimos años, obteniendo la información de distintas fuentes, hasta llegar a identificar las transacciones más significativas por su similitud con las compañías analizadas
- ♦ Este método valora la compañía por comparación con operaciones similares identificadas, mediante la aplicación de los siguientes múltiplos:

Múltiplo de Ventas	Valor Apalancado ⁽¹⁾ / Ventas
Múltiplo de EBITDA	Valor Apalancado ⁽¹⁾ / EBITDA ⁽²⁾
Múltiplo de EBIT	Valor Apalancado ⁽¹⁾ / EBIT ⁽³⁾
PER	Capitalización Bursátil / Beneficio Neto

- ♦ Los valores de los múltiplos resultantes por este método pueden ser diferentes a los obtenidos por el método de “compañías cotizadas comparables” por varias razones principales:
 - incluyen en algunos casos la “prima de control” que los compradores están dispuestos a pagar
 - pueden llevar implícitas tendencias dentro del sector que todavía no han sido recogidas por el mercado
 - depende del ciclo económico
 - algunas transacciones se producen sobre compañías en situación especial

(1) Valor Apalancado: Valor implícito del 100% Fondos Propios + Deuda Financiera Neta de excedente de tesorería + Minoritarios

(2) EBITDA: Beneficio antes de Amortizaciones, Intereses e Impuestos

(3) EBIT: Beneficio antes de Intereses e Impuestos

Valoración por transacciones comparables

Criterios de selección de las transacciones comparables

Hemos procedido a la identificación de transacciones comparables en base a la aplicación de una serie de criterios discriminantes

Los múltiplos se calculan en esta metodología en base a la información pública disponible, que en algunos casos puede no ser totalmente coincidente con los términos finales de la operación, por lo que constituyen una orientación y no un valor exacto

1	Fecha	<ul style="list-style-type: none">♦ Se han seleccionado operaciones anunciadas desde enero de 2001 hasta la fecha actual
2	Actividad	<ul style="list-style-type: none">♦ La búsqueda se ha centrado en compañías cuyo sector de actividad principal es la elaboración y comercialización de vino con Denominación con el fin de que los múltiplos implícitos obtenidos no se vean contaminados por otros negocios
3	Tamaño	<ul style="list-style-type: none">♦ Se ha establecido un tamaño implícito del 100% de los Fondos Propios a partir de 25 Mill. €
4	Información disponible	<ul style="list-style-type: none">♦ Hemos seleccionado aquellas operaciones en las que se hizo público el montante de la transacción y existe información pública sobre sus cuentas, con objeto de poder calcular los múltiplos implícitos
5	Situación financiera	<ul style="list-style-type: none">♦ Finalmente se ha tenido en cuenta la situación financiera de la Compañía en el momento concreto de la transacción, tratando de filtrar adquisiciones en stress financiero

Valoración por transacciones comparables

Criterios de selección

Criterios de selección		
Actividad	Región	Fecha
♦ Elaboración y comercialización de vinos y licores	♦ España	♦ 2001-2007

Transacciones seleccionadas					
Fecha anuncio	Compañía adquirida	Compañía adquirente	% adquirido	Precio pagado (Mill. €)	Descripción
3-sep-07	Bodegas Vinartis	Rabobank	90,0%	75,0	♦ Rabobank adquiere un 90% del capital de Bodegas Vinartis por 75 Mill. €
21-feb-05	Barón de Ley	Caja Navarra	4,8%	13,7	♦ Caja de Ahorros de Navarra adquiere un 4,8% de Barón de Ley por 13,7 Mill.€
5-jul-03	Cosecheros Abastecedores	Nazca Capital	96,0%	117,5	♦ Nazca Capital SGEGR S.A. adquiere el 96% del capital de Cosecheros Abastecedores por 117,5 Mill.€
26-jul-02	Bodegas Lan	Mercapital	85,0%	22,1	♦ La compañía Mercapital adquiere el 85% de Bodegas Lan S.A por 22,1 Mill. €
7-sep-01	Bodegas y Bebidas	Allied Domecq PLC	100,0%	279,0	♦ Allied Domecq adquiere el 100% de Bodegas y Bebidas por un importe de 279 Mill. €
31-jul-01	CVNE	Torreal	9,3%	19,8	♦ Torreal adquiere un 9,3% de CVNE por 19,8 Mill.€

Valoración por transacciones comparables

Resumen de múltiplos

Fecha anuncio	Compañía adquirida	País	Compañía adquirente	País	% adquirido	Precio (Mill. €)	Múltiplos U12M			
							EV/Ventas	EV/EBITDA	EV/EBIT	PER
3-sep-07	Bodegas Vinartis	España	Rabobank	Holanda	90,0%	75,0	1,98x	12,7x	n.s.	n.s.
21-feb-05	Barón de Ley	España	Caja Navarra	España	4,8%	13,7	3,87x	8,8x	12,1x	14,0x
5-jul-03	Cosecheros Abastecedores	España	Nazca Capital	España	96,0%	117,5	1,98x	8,9x	10,1x	15,3x
26-jul-02	Bodegas Lan	España	Mercapital	España	85,0%	22,1	7,95x	26,8x	37,0x	n.s.
7-sep-01	Bodegas y Bebidas	España	Allied Domecq PLC	Reino Unido	100,0%	279,0	1,78x	10,1x	12,8x	13,4x
31-jul-01	CVNE	España	Torreal	España	9,3%	19,8	7,60x	19,9x	23,4x	23,9x

Máximo	7,95x	26,8x	37,0x	23,9x
Mínimo	1,78x	8,8x	10,1x	13,4x
Media	4,19x	14,6x	19,1x	16,7x
Mediana	2,93x	11,4x	12,8x	14,6x

Valoración por transacciones comparables

Aplicación de los múltiplos

Hemos aplicado los múltiplos de las transacciones comparables a las magnitudes financieras de Federico Paternina de 2008

Valoración de Paternina por transacciones comparables															
Multiplos de Transacciones Comparables	Magnitudes Financieras Paternina (Mill. €)	Enterprise Value (Mill. €)		Valor FFPP (Mill. €)											
<table border="1"> <tr><th>EV / Ventas</th></tr> <tr><td>4,19x</td></tr> </table>	EV / Ventas	4,19x	<table border="1"> <tr><th>Ventas</th></tr> <tr><td>21,8</td></tr> </table>	Ventas	21,8	<table border="1"> <tr><th>Enterprise Value</th></tr> <tr><td>91,3</td></tr> </table>	Enterprise Value	91,3	<table border="1"> <tr><th>DFN + Min.</th></tr> <tr><td>45,0</td></tr> <tr><td>31-dic-08</td></tr> </table>	DFN + Min.	45,0	31-dic-08	<table border="1"> <tr><th>FFPP</th></tr> <tr><td>46,3</td></tr> </table>	FFPP	46,3
EV / Ventas															
4,19x															
Ventas															
21,8															
Enterprise Value															
91,3															
DFN + Min.															
45,0															
31-dic-08															
FFPP															
46,3															
<table border="1"> <tr><th>EV / EBITDA</th></tr> <tr><td>14,6x</td></tr> </table>	EV / EBITDA	14,6x	<table border="1"> <tr><th>EBITDA</th></tr> <tr><td>-2,3</td></tr> </table>	EBITDA	-2,3	<table border="1"> <tr><th>Enterprise Value</th></tr> <tr><td>-33,5</td></tr> </table>	Enterprise Value	-33,5		<table border="1"> <tr><th>FFPP</th></tr> <tr><td>-78,4</td></tr> </table>	FFPP	-78,4			
EV / EBITDA															
14,6x															
EBITDA															
-2,3															
Enterprise Value															
-33,5															
FFPP															
-78,4															
<table border="1"> <tr><th>EV / EBIT</th></tr> <tr><td>19,1x</td></tr> </table>	EV / EBIT	19,1x	<table border="1"> <tr><th>EBIT</th></tr> <tr><td>-3,7</td></tr> </table>	EBIT	-3,7	<table border="1"> <tr><th>Enterprise Value</th></tr> <tr><td>-70,5</td></tr> </table>	Enterprise Value	-70,5		<table border="1"> <tr><th>FFPP</th></tr> <tr><td>-115,5</td></tr> </table>	FFPP	-115,5			
EV / EBIT															
19,1x															
EBIT															
-3,7															
Enterprise Value															
-70,5															
FFPP															
-115,5															
<table border="1"> <tr><th>PER</th></tr> <tr><td>16,7x</td></tr> </table>	PER	16,7x	<table border="1"> <tr><th>Bº Neto</th></tr> <tr><td>-3,5</td></tr> </table>	Bº Neto	-3,5			<table border="1"> <tr><th>FFPP</th></tr> <tr><td>-57,8</td></tr> </table>	FFPP	-57,8					
PER															
16,7x															
Bº Neto															
-3,5															
FFPP															
-57,8															

Valoración por transacciones comparables

Resumen de valoración

El valor de mercado de los Fondos Propios de Federico Paternina podría situarse entre -115,5 Mill. € y 46,3 Mill. € en base a múltiplos de transacciones similares

Esta valoración supondría un precio entre **-18,8 €/acción** y **7,5 €/acción**, con un valor medio de **-5,6 €/acción**

En base al resultado negativo obtenido, este método no es aplicable para valorar Paternina

Resumen del Valor de Mercado de los Fondos Propios de Paternina (Mill. €)

EV / Ventas	46,3
EV / EBITDA	- 78,4
EV / EBIT	- 115,5
PER	- 57,8

Rango de valoración de FFPP Paternina:
- 115,5 Mill. € – 46,3 Mill. €

Precio por acción Paternina:
- 18,8 € – 7,5 €

Valor medio: - 5,6 €

Índice

- I. Introducción
- II. Valoración de Federico Paternina, S.A. por los métodos establecidos en el R.D. 1066/2007
 - A. Valor teórico contable
 - B. Valor liquidativo
 - C. Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
 - D. Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año
 - E. Otros métodos de valoración aceptados comúnmente por la comunidad financiera
 - 1. Descuento de flujos de caja
 - 2. Múltiplos de compañías cotizadas comparables
 - 3. Múltiplos de transacciones comparables

III. Resumen y conclusiones

Anexo

- A. Detalle de las proyecciones financieras de Federico Paternina, S.A.

Resumen y conclusiones

Cuadro resumen de metodologías de valoración

Nuestro ejercicio de valoración proporciona una valoración para las acciones de Federico Paternina de **7,31 €/acción**

Se considera que el descuento de flujos de caja es el único método apropiado a efectos de valoración de Federico Paternina

	Metodología	Rango de Valoración (€/acción)	Precio medio (€/acción)
Criterios Real Decreto 1066/2007	Valor teórico contable	4,07 – 4,14	4,11
	Valor liquidativo	De la aplicación de este método resultarían valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, por lo que no es preciso su cálculo.	
	Cotización media último semestre	6,09	6,09
	OPA reciente	Este método no es de aplicación por la inexistencia de este tipo de referencias durante el último año.	
	Descuento de flujos de caja	5,02 – 11,12	7,31
	Compañías cotizadas comparables	- 9,8 – 1,9	- 4,0
	Transacciones comparables	- 18,8 – 7,5	- 5,6

- ♦ El análisis de valoración efectuado arroja como conclusión que el valor razonable por acción de Federico Paternina es de **7,31 €/acción**

Índice

- I. Introducción
- II. Valoración de Federico Paternina, S.A. por los métodos establecidos en el R.D. 1066/2007
 - A. Valor teórico contable
 - B. Valor liquidativo
 - C. Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
 - D. Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año
 - E. Otros métodos de valoración aceptados comúnmente por la comunidad financiera
 - 1. Descuento de flujos de caja
 - 2. Múltiplos de compañías cotizadas comparables
 - 3. Múltiplos de transacciones comparables
- III. Resumen y conclusiones

Anexo

A. Detalle de las proyecciones financieras de Federico Paternina, S.A.

Detalle de las proyecciones financieras

Valoración de Federico Paternina por Descuento de Flujos de Caja

Cuenta de Resultados

(Miles euros)

Conceptos	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Ingresos por Ventas Rioja Nacional	9.762	9.862	7.845	10.706	11.499	11.846	12.204	12.572	12.952	13.343	13.746	14.161	14.589	15.029	15.483	15.951	16.433	16.929	17.440	17.967	18.509	19.068	19.644	20.237
Ingresos por Ventas Rioja Exportación	7.013	7.763	6.923	7.214	7.649	7.880	8.118	8.363	8.616	8.876	9.144	9.420	9.704	9.997	10.299	10.610	10.931	11.261	11.601	11.951	12.312	12.684	13.067	13.462
Ventas de vino a granel	8.156	4.550	5.348	4.290	4.376	4.463	4.553	4.644	4.737	4.831	4.928	5.026	5.127	5.229	5.334	5.441	5.550	5.661	5.774	5.889	6.007	6.127	6.250	6.375
Ventas Jerez, Ribera y otros	2.262	1.684	1.640	2.156	2.199	2.243	2.288	2.334	2.380	2.428	2.477	2.526	2.577	2.628	2.681	2.734	2.789	2.845	2.902	2.960	3.019	3.079	3.141	3.204
Importe neto de la cifra de negocios	27.193	23.859	21.756	24.366	25.723	26.432	27.163	27.913	28.685	29.478	30.295	31.133	31.997	32.883	33.797	34.736	35.703	36.696	37.717	38.767	39.847	40.958	42.102	43.278
Coste de producto consumido	-21.166	-16.125	-15.091	-15.890	-15.221	-15.109	-15.310	-15.513	-15.929	-16.356	-16.796	-17.247	-17.710	-18.190	-18.679	-19.182	-19.698	-20.232	-20.777	-21.340	-21.919	-22.513	-23.122	-23.750
Margen bruto de producto	6.027	7.734	6.665	8.476	10.502	11.323	11.853	12.400	12.756	13.122	13.499	13.886	14.287	14.693	15.118	15.554	16.005	16.464	16.940	17.427	17.928	18.445	18.980	19.528
% Margen bruto de producto s/Ventas	22,16%	32,42%	30,64%	34,79%	40,83%	42,84%	43,64%	44,42%	44,47%	44,51%	44,56%	44,60%	44,65%	44,68%	44,73%	44,78%	44,83%	44,87%	44,91%	44,95%	44,99%	45,03%	45,08%	45,12%
Otros ingresos de explotación	467	319	224	341	360	370	380	391	402	413	424	436	448	460	473	486	500	514	528	543	558	573	589	606
% Otros ingresos explotación s/ Ventas	1,72%	1,34%	1,03%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%
Gastos de personal	-3.986	-4.126	-3.995	-4.037	-4.037	-4.050	-4.100	-4.200	-4.305	-4.413	-4.523	-4.636	-4.752	-4.871	-4.993	-5.118	-5.246	-5.377	-5.511	-5.649	-5.790	-5.935	-6.083	-6.235
% Gastos de personal s/ Ventas	14,66%	17,29%	18,36%	16,57%	15,69%	15,32%	15,09%	15,05%	15,01%	14,97%	14,93%	14,89%	14,85%	14,81%	14,77%	14,73%	14,69%	14,65%	14,61%	14,57%	14,53%	14,49%	14,45%	14,41%
Gastos de promoción y publicidad	-2.439	-2.801	-2.318	-1.000	-1.050	-1.103	-1.158	-1.216	-1.205	-1.238	-1.272	-1.308	-1.344	-1.381	-1.419	-1.459	-1.500	-1.541	-1.584	-1.628	-1.674	-1.720	-1.768	-1.818
Otros gastos de explotación	-2.857	-2.876	-2.873	-2.787	-2.851	-2.970	-3.105	-3.285	-3.287	-3.367	-3.450	-3.533	-3.621	-3.710	-3.801	-3.893	-3.990	-4.088	-4.190	-4.293	-4.397	-4.508	-4.621	-4.735
% Gastos de explotación s/ Ventas	19,48%	23,79%	23,86%	15,54%	15,17%	15,41%	15,69%	16,13%	15,66%	15,62%	15,59%	15,55%	15,52%	15,48%	15,45%	15,41%	15,38%	15,34%	15,31%	15,27%	15,24%	15,21%	15,18%	15,14%
EBITDA	-2.788	-1.750	-2.297	993	2.924	3.570	3.870	4.090	4.361	4.517	4.678	4.845	5.018	5.191	5.378	5.570	5.769	5.972	6.183	6.400	6.625	6.855	7.097	7.346
% EBITDA s/Ventas	-10,25%	-7,33%	-10,56%	4,08%	11,37%	13,51%	14,25%	14,65%	15,20%	15,32%	15,44%	15,56%	15,68%	15,79%	15,91%	16,04%	16,16%	16,27%	16,39%	16,51%	16,63%	16,74%	16,86%	16,97%
Dotaciones amortización Inmovilizado	-1.355	-1.372	-1.397	-1.272	-1.379	-1.506	-1.621	-1.676	-1.561	-1.584	-1.438	-1.362	-1.482	-1.552	-1.572	-1.582	-1.582	-1.582	-1.582	-1.582	-1.582	-1.582	-1.582	-1.582
Variación de las provisiones de tráfico	-124	-25	1	-244	-129	-132	-68	-70	-72	-74	-76	-78	-80	-82	-84	-87	-89	-92	-94	-97	-100	-102	-105	-108
EBIT	-4.267	-3.147	-3.693	-523	1.416	1.932	2.181	2.344	2.728	2.859	3.164	3.405	3.456	3.557	3.722	3.901	4.098	4.298	4.507	4.721	4.943	5.171	5.410	5.656
Ingresos financieros	170	38	32	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	9	19	33	49	86	130	179	233	291	355	413
Gastos financieros	-2.088	-1.590	-1.352	-1.178	-1.004	-949	-845	-808	-775	-743	-710	-678	-646	-614	-583	-552	-521	-523	-533	-542	-553	-563	-574	-585
Resultado financiero	-1.918	-1.552	-1.320	-1.178	-1.004	-949	-845	-808	-775	-743	-710	-678	-644	-605	-564	-519	-472	-437	-403	-363	-320	-272	-219	-172
Resultado de las actividades ordinarias	-6.185	-4.699	-5.013	-1.701	412	983	1.336	1.536	1.953	2.116	2.454	2.727	2.812	2.952	3.158	3.382	3.626	3.861	4.104	4.358	4.623	4.899	5.191	5.484
Imputación de subvenciones al rdo.del ej.	83	65	59	50	45	21	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Deterioro y rdo. enajenaciones inmovilizado	-37	12	8	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros resultados	179	12	6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado extraordinario	225	89	73	50	45	21	0																	
Beneficio antes de impuestos	-5.960	-4.610	-4.940	-1.651	457	1.004	1.336	1.536	1.953	2.116	2.454	2.727	2.812	2.952	3.158	3.382	3.626	3.861	4.104	4.358	4.623	4.899	5.191	5.484
Beneficio antes de impuestos %/Ventas	-21,92%	-19,32%	-22,71%	-6,78%	1,78%	3,80%	4,92%	5,50%	6,81%	7,18%	8,10%	8,76%	8,79%	8,98%	9,34%	9,74%	10,16%	10,52%	10,88%	11,24%	11,60%	11,96%	12,33%	12,67%
Impuesto de Sociedades	11	11	1.469	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-805	-1.645
Resultado del ejercicio	-5.949	-4.599	-3.471	-1.651	457	1.004	1.336	1.536	1.953	2.116	2.454	2.727	2.812	2.952	3.158	3.382	3.626	3.861	4.104	4.358	4.623	4.899	4.386	3.839
Resultado del ejercicio % s/Ventas	-21,98%	-19,28%	-15,95%	-6,78%	1,78%	3,80%	4,92%	5,50%	6,81%	7,18%	8,10%	8,76%	8,79%	8,98%	9,34%	9,74%	10,16%	10,52%	10,88%	11,24%	11,60%	11,96%	10,42%	8,87%

Detalle de las proyecciones financieras

Valoración de Federico Paternina por Descuento de Flujos de Caja

Balance de situación

(Miles euros)

Activo	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Activo no corriente	16.210	17.388	16.269	16.027	15.678	15.402	15.011	14.565	14.234	13.880	13.672	13.540	13.288	12.966	12.624	12.272	11.920	11.568	11.216	10.864	10.512	10.160	9.808	9.456
Inmovilizado Intangible	93	84	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91
Inmovilizado Material	16.105	17.292	16.166	15.924	15.575	15.299	14.908	14.462	14.131	13.777	13.569	13.437	13.185	12.863	12.521	12.169	11.817	11.465	11.113	10.761	10.409	10.057	9.705	9.353
Inversiones en empresas del grupo	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Inversiones financieras a largo plazo	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Activo corriente	49.104	44.746	45.024	43.143	40.639	39.970	41.329	43.005	45.058	47.269	49.645	52.189	54.914	57.822	60.932	64.249	68.619	73.400	78.438	83.751	89.344	95.231	101.019	106.667
Existencias	36.847	33.352	32.216	29.267	27.793	26.753	27.436	28.794	30.598	32.440	34.317	36.230	38.174	40.151	42.157	44.193	46.255	48.343	50.454	52.586	54.735	56.901	59.081	61.271
Deudores comerciales y ctas. a cobrar	9.166	8.683	10.253	10.691	9.761	10.162	10.508	10.864	11.230	11.607	11.995	12.393	12.803	13.224	13.658	14.105	14.565	15.038	15.525	16.026	16.541	17.071	17.617	18.178
Inversiones en empresas del grupo	2.286	1.815	2.144	2.639	2.639	2.639	2.639	2.639	2.639	2.639	2.639	2.639	2.639	2.639	2.639	2.639	2.639	2.639	2.639	2.639	2.639	2.639	2.639	2.639
Administraciones públicas deudoras	195	242	154	134	138	143	150	158	162	166	170	175	179	184	188	193	198	203	208	213	219	224	231	238
Inversiones financieras a corto plazo	2	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	97	463	968	1.634	2.464	4.306	6.521	8.957	11.632	14.555	17.741	20.646	23.276
Periodificaciones a corto plazo	169	296	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155
Efectivo y otros activos líquidos	439	356	101	257	152	117	440	395	274	262	369	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
TOTAL ACTIVO	65.314	62.134	61.293	59.170	56.317	55.372	56.340	57.570	59.292	61.149	63.317	65.729	68.202	70.788	73.556	76.521	80.539	84.968	89.654	94.615	99.856	105.391	110.827	116.123
Pasivo	25.406	24.748	25.473	23.772	24.184	25.167	26.503	28.039	29.992	32.108	34.562	37.289	40.101	43.053	46.211	49.593	53.219	57.080	61.184	65.542	70.165	75.064	79.450	83.289
Patrimonio neto	36.918	36.918	36.918																					
Capital Social	36.918	36.918	36.918	36.918	36.918	36.918	36.918	36.918	36.918	36.918	36.918	36.918	36.918	36.918	36.918	36.918	36.918	36.918	36.918	36.918	36.918	36.918	36.918	36.918
Reservas	-74	0	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465
Resultados negativos ej. anteriores	-17.082	-23.031	-27.630	-31.101	-32.752	-32.295	-31.291	-29.955	-28.419	-26.466	-24.350	-21.896	-19.169	-16.357	-13.405	-10.247	-6.865	-3.239	622	4.726	9.084	13.707	18.606	22.992
Préstamos participativos	11.268	15.268	19.075	19.075	19.075	19.075	19.075	19.075	19.075	19.075	19.075	19.075	19.075	19.075	19.075	19.075	19.075	19.075	19.075	19.075	19.075	19.075	19.075	19.075
Resultado del ejercicio	-5.949	-4.599	-3.471	-1.651	457	1.004	1.336	1.536	1.953	2.116	2.454	2.727	2.812	2.952	3.158	3.382	3.626	3.861	4.104	4.358	4.623	4.899	4.386	3.839
Subvenciones, donaciones y legados	325	192	116	66	21	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasivo no corriente	13.450	20.255	19.107	18.106	13.106	10.506	9.406	8.406	7.406	6.406	5.406	4.406	3.406	2.406	1.406	406	238	238	238	238	238	238	178	178
Provisiones a largo plazo	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178
Deudas con empresas del Grupo	13.184	20.000	18.868	17.868	12.868	10.268	9.168	8.168	7.168	6.168	5.168	4.168	3.168	2.168	1.168	168	0	0	0	0	0	0	0	0
Deudas con entidades de crédito	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos por impuesto diferido	88	77	61	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	0	0
Pasivo corriente	26.458	17.131	16.713	17.292	19.027	19.699	20.431	21.125	21.894	22.635	23.349	24.034	24.695	25.329	25.939	26.522	27.082	27.650	28.232	28.835	29.453	30.089	31.199	32.656
Deudas con entidades de crédito	8.220	256	1.997	1.497	2.497	2.497	2.497	2.497	2.497	2.497	2.497	2.497	2.497	2.497	2.497	2.497	2.497	2.497	2.497	2.497	2.497	2.497	2.500	2.503
Crédito efectos descontados	2.668	2.383	2.320	1.992	2.118	2.180	2.244	2.309	2.376	2.445	2.517	2.590	2.665	2.743	2.823	2.906	2.991	3.078	3.168	3.260	3.356	3.454	3.555	3.659
Prefinanciación exportación	2.738	2.681	3.303	4.648	4.944	5.087	5.235	5.387	5.544	5.706	5.872	6.043	6.220	6.401	6.588	6.779	6.978	7.182	7.391	7.608	7.829	8.058	8.294	8.537
Deudas con empresas del Grupo	4.330	1.952	573	755	1.380	1.895	2.306	2.673	3.000	3.287	3.534	3.741	3.908	4.035	4.122	4.169	4.176	4.176	4.176	4.176	4.176	4.176	4.176	4.176
Administraciones públicas acreedoras	593	669	620	629	645	651	662	673	687	701	715	729	744	758	774	790	807	823	840	858	876	894	1.367	2.167
Acreedores comerciales y ctas. a pagar	7.909	9.190	7.900	7.771	7.443	7.389	7.487	7.586	7.790	7.999	8.214	8.434	8.661	8.895	9.135	9.381	9.633	9.894	10.160	10.436	10.719	11.009	11.307	11.614
TOTAL PASIVO	65.314	62.134	61.293	59.170	56.317	55.372	56.340	57.570	59.292	61.149	63.317	65.729	68.202	70.788	73.556	76.521	80.539	84.968	89.654	94.615	99.856	105.391	110.827	116.123