

CUADERNO DE VALORACIÓN DE

Grupo Estabanell y Pahisa

**Estabanell
y Pahisa, S.A.**


Estabanell y Pahisa Energía


Estabanell y Pahisa
mercator

 **"la Caixa"**

**Banca Mayorista
Fusiones y Adquisiciones**

13 de diciembre de 2007

TABLA DE CONTENIDOS

- I.- INTRODUCCION**
- II.- RESUMEN EJECUTIVO**
- III.- METODOLOGÍA DE VALORACIÓN**
- IV.- VALOR DE LAS ACCIONES DE EPSA**
- V.- VALOR DE LAS ACCIONES DE EYPESA**
- VI.- VALOR DE LAS ACCIONES MERCATOR**

I.- INTRODUCCION

1.- Objeto del presente documento

- El presente documento ha sido elaborado por Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona (en adelante, "la Caixa") a petición de Estabanell y Pahisa, S.A. (en adelante, Grupo Estabanell y Pahisa) y tiene como objeto la realización de una valoración independiente del Grupo formado por las sociedades Estabanell y Pahisa, S.A. (en adelante, EPSA), Estabanell y Pahisa Energía, S.A. (en adelante "EYPESA") y Estabanell y Pahisa Mercator, S.A. (en adelante, Mercator) y Nicoleta Distribución 2006, S.L..
- La información contenida en este documento es confidencial y está basada en información limitada proporcionada por las Compañías del Grupo Estabanell y Pahisa. Asimismo, se ha utilizado información pública y de otras compañías del sector. "la Caixa" ha considerado la información suministrada por el Grupo Estabanell y Pahisa y la información pública de otras compañías del sector como cierta y correcta y no ha procedido a verificar la corrección o veracidad de dicha información.
- Ni "la Caixa" ni sus directivos o empleados se responsabilizan de la exactitud o veracidad de esta información ni de las conclusiones que se pudieran derivar de la misma, ni de las modificaciones que en relación con el contenido y/o las conclusiones de este documento resultaran procedentes en el supuesto de que para la elaboración del mismo hubieran debido utilizarse otros datos que los manejados por "la Caixa".
- La información contenida en este informe tiene carácter confidencial y no puede ser distribuida, reproducida o comunicada a terceros ajenos a la Dirección del Grupo sin el previo consentimiento escrito de "la Caixa".
- A este respecto, "la Caixa" manifiesta su consentimiento para que el Cliente facilite el Informe de Valoración a cualquier organismo supervisor competente en relación con un eventual procedimiento de exclusión de negociación de las acciones de Estabanell y Pahisa, S.A. del Segundo Mercado de Valores de Barcelona.
- Si fuere necesario, esta valoración sirve de fundamento para determinar el precio ofrecido por la adquisición de acciones afectadas ante una eventual Oferta Pública de Adquisición de Acciones dirigida a excluir de negociación las acciones de Estabanell y Pahisa, S.A..
- Las proyecciones financieras incluidas en este documento han sido discutidas con el equipo directivo de las compañías del Grupo Estabanell y Pahisa, que las considera razonables. Según el Grupo Estabanell y Pahisa, las mencionadas proyecciones se basan en escenarios realizables y, por tanto, no recogen situaciones extremas (positivas o negativas).

2.- Información utilizada

- La información contenida en este documento y sobre la que emitimos opinión ha sido obtenida de fuentes de información pública consideradas fiables y de la documentación proporcionada por el Grupo Estabanell y Pahisa. Entre toda la información utilizada, destaca:

EPSA

- Conversaciones mantenidas con directivos de la Compañía
- Memorias Anuales individuales 2004, 2005, 2006 y 2007
- Memorias Consolidadas de EPSA y filiales 2006 y 2007
- Detalle de las principales partidas de Balance
- Detalle de las principales partidas de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias
- Evolución prevista de las diferentes líneas de actividad textil, eléctrica e inmobiliaria
- Evolución prevista del personal por área de actividad
- Evolución prevista de las inversiones en inmovilizado material e inmaterial
- Evolución de personal por área de actividad
- Tasación de los terrenos potencialmente afectos a la actividad inmobiliaria de la firma CATSA
- Contrato de venta de Nicoleta a Coelima

EYPESA

- Conversaciones mantenidas con directivos de la Compañía
- Presentación de la Compañía y del sector de distribución eléctrica elaborada por el equipo directivo
- Estadísticas a nivel municipal de los consumos de abonados del mercado regulado para el periodo 2003 – 2007
- Memorias Anuales individuales 2004, 2005, 2006 y 2007
- Detalle de las principales partidas de Balance
- Detalle de las principales partidas de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias
- Estimación de las inversiones en Inmovilizado Material para el periodo 2007 - 2014
- Real Decreto 2017/1997, de 26 de diciembre por el que se organiza y regula el procedimiento de liquidación de los costes de transporte, distribución y comercialización a tarifa
- Real Decreto 1556/2005, de 23 de diciembre, por el que se establece la tarifa eléctrica para 2006
- Real Decreto 1634/2006, de 29 de diciembre, por el que se establece la tarifa eléctrica a partir del 1 de enero de 2007
- Real Decreto 871/2007, de 29 de junio, por el que se ajustan las tarifas eléctricas a partir del 1 de julio de 2007

MERCATOR

- Conversaciones mantenidas con directivos de la Compañía
- Presentación de la Compañía y del sector de distribución eléctrica elaborada por el equipo directivo
- Estadísticas a nivel municipal de los consumos de abonados del mercado libre para el periodo 2003 – 2007
- Memorias Anuales individuales 2004, 2005, 2006 y 2007

II.- RESUMEN EJECUTIVO

1.- Aproximación a la valoración

- El Cuaderno de Valoración toma en consideración para la valoración de la Sociedad tanto los métodos contemplados en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007 de 27 de Julio como otros métodos de valoración generalmente conocidos y aceptados para la valoración de empresas y justifica en detalle la relevancia de cada uno de los métodos empleados en la Valoración.
- Con el objetivo de valorar las acciones de Estabanell y Pahisa se ha realizado la valoración de sus participadas según la Suma de Partes.
- El Método de Suma de Partes permite poder calcular no sólo el valor de las acciones Estabanell y Pahisa sino también conocer la proporción que aporta cada participada o actividad.
- Este método consiste en valorar las distintas empresas que forman parte del perímetro de Estabanell y Pahisa y sus filiales de acuerdo con la metodología de valoración más adecuada en función de las actividades que éstas llevan a cabo y de su relevancia dentro del Grupo.
- La metodología aplicada al análisis fundamental del valor de las acciones de cada una de las compañías que forman parte del Grupo Estabanell y Pahisa es la siguiente:

Empresa	Actividad	Método de Valoración
EPSA	textil, generación eléctrica y activos inmobiliarios en promoción activos inmobiliarios NO en promoción	Descuento de Flujos de Caja Estimación Valor Mercado del suelo (*)
EYPESA	transporte, distribución y comercialización de energía eléctrica hasta 1 de enero de 2009; transporte y distribución de energía eléctrica desde 1 de enero e 2009	Descuento de Flujos de Caja
Mercator	comercialización de energía eléctrica	Valor en Libros
Nicoleta Distribución 2006, S.L.	sin actividad; creada en noviembre de 2006	No se le estima ningún valor al permanecer inactiva durante el ejercicio.

(*) Según tasación de activos realizada por CATSA en diciembre de 2007

- En este sentido, al objeto de estimar la contraprestación ofrecida por las acciones de la Compañía, se han considerado los siguientes importes:.
 - a) Precio equitativo al que se refiere el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007 de 27 de Julio.No se ha tenido en cuenta al considerar que no se contemplan los supuestos para que sea de aplicación este método y en todo caso, pensamos que el método elegido refleja mejor el valor de la Sociedad.
 - b) Valor Teórico Contable de la Sociedad conforme a las cuentas auditadas a 30 de junio de 2007. El Valor Teórico Contable de la Sociedad es 54.369.190 Euros. Se ha tenido en cuenta parcialmente este método aplicándolo a la participada Mercator. No se ha tenido en cuenta, sin embargo, para determinar el valor de las acciones de la Sociedad por ser este valor claramente inferior a nuestra valoración de las acciones que según Suma de Partes asciende a 83.523.184 Euros.
 - c) Valor liquidativo de la Sociedad; de la aplicación de este método se obtendrían unos valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos tal como establece el artículo 10, 5, c) del R.D. 1066/2007,de 27 de julio. Consideramos por tanto, que no es de aplicación al no plantearse ni a largo plazo la liquidación de la Sociedad.
 - d) Cotización media ponderada de las acciones de la Sociedad durante el semestre anterior al anuncio de la propuesta de exclusión de negociación. No procede al no haberse producido transacciones en el último año.
 - e) Descuento de flujos de caja.
Este método se aplica para la sociedad, así como para su principal filial al 100%; Estabanell y Pahisa Energía, S.A.
- El presente documento ha sido elaborado por Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona (en adelante, “la Caixa”) a petición de Estabanell y Pahisa, S.A.
- Algunos aspectos a considerar en la valoración y que tienen un impacto significativo sobre la misma son:
 - Se produce un cambio de fechas de inicio y cierre de ejercicio a partir del año 2008. Es decir, a cierre del ejercicio 2006/2007 (30/06/2007) se procede a la realización de un ejercicio de 6 meses (hasta el 31/12/2007) y a partir de entonces los ejercicios futuros se adaptan al año natural.
 - En EPSA, en enero de 2007 se produce el cese de la actividad de Textil Hogar tras la venta de Nicoleta al grupo portugués Coelima.
 - En EPSA, a partir de 2008 se contemplan ingresos por una nueva actividad de Promoción Inmobiliaria en terreno de Sant Pau de Seguries.
 - En EPSA, la venta de energía por cogeneración cesa en 2008 al estimarse que ya no se garantiza el funcionamiento de la única turbina en servicio.
- Para una correcta valoración de las acciones de las compañías EPSA y EYPESA ha sido necesario eliminar todas las operaciones entre empresas del grupo que se lleven a cabo y que impliquen una salida de flujos de caja de una compañía hacia la otra. Por ejemplo, los dividendos que anualmente reparte EYPESA a EPSA y que en la valoración no se tratan como tales ya que de otra forma se estaría realizando una descapitalización de EYPESA a favor de EPSA.

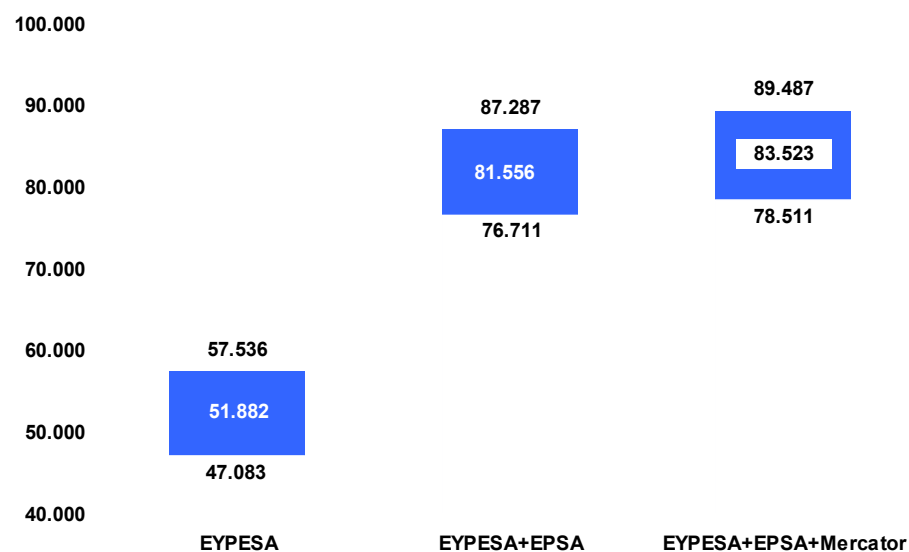
- Conceptos básicos:

- Valor del Negocio (o Enterprise Value): Valor del conjunto de los activos de la empresa, independientemente de si están financiados por accionistas o por bancos.
- Valor de los Fondos Propios (o Equity Value): Valor de la totalidad de las acciones de la empresa (excluyendo autocartera)
- Las diferencias principales entre los dos conceptos anteriores son:
 - Deuda Neta de la Compañía, entendida como el total de deuda financiera menos la tesorería e inversiones en activos líquidos.
 - Existen otros elementos del Balance de Situación no estrictamente ligados a la actividad principal y habitual de la empresa, y por ello generalmente excluidos del cálculo del Valor del Negocio, que suelen considerarse de forma específica para el cálculo del Valor de los Fondos Propios como por ejemplo el Inmovilizado Financiero.

2.- Determinación del Valor del Negocio

- Consideramos razonable tomar como rango de valoración principal del Valor del Negocio de Grupo Estabanell y Pahisa el resultante del método de Descuento de Flujos de Caja (exceptuando Mercator, valorado a Valor Teórico Contable y Valor de Mercado de los activos inmobiliarios donde proceda), ya que es el que está basado en un análisis específico de la Compañía.
- En todos los casos se ha tomado como base de valoración, las magnitudes financieras de las compañías a 31 de diciembre de 2007, según la proyección que toma como la base del ejercicio cerrado a 30 de junio de 2007. Cada uno de los métodos de valoración utilizados está descrito en cuanto a la metodología aplicada y a los resultados obtenidos en las correspondientes secciones del presente documento.
- De la aplicación del método de Descuento de Flujos de Caja y del valor de los activos inmobiliarios se desprende que el Valor del 100% del capital de Grupo Estabanell y Pahisa se sitúa actualmente en **83,523 millones de Euros**.
- Puesto que el capital de la sociedad se encuentra representado por 1.109.094 acciones de igual valor nominal e iguales derechos para sus poseedores, **por lo que el valor por acción de la sociedad Estabanell y Pahisa, S.A. es de 75,308 Euros por acción.**
- El desglose del Valor de las Acciones de cada una de las sociedades que conforman el Grupo Estabanell y Pahisa, así como su valor global es el siguiente:

Aportación de Valor por Compañía al Grupo Estabanell y Pahisa ('000 €)



- La siguiente tabla recoge la aportación al Valor Empresa y Valor de las Acciones de cada una de las empresas del Grupo, así como el método de valoración aplicado a cada uno de ellos:

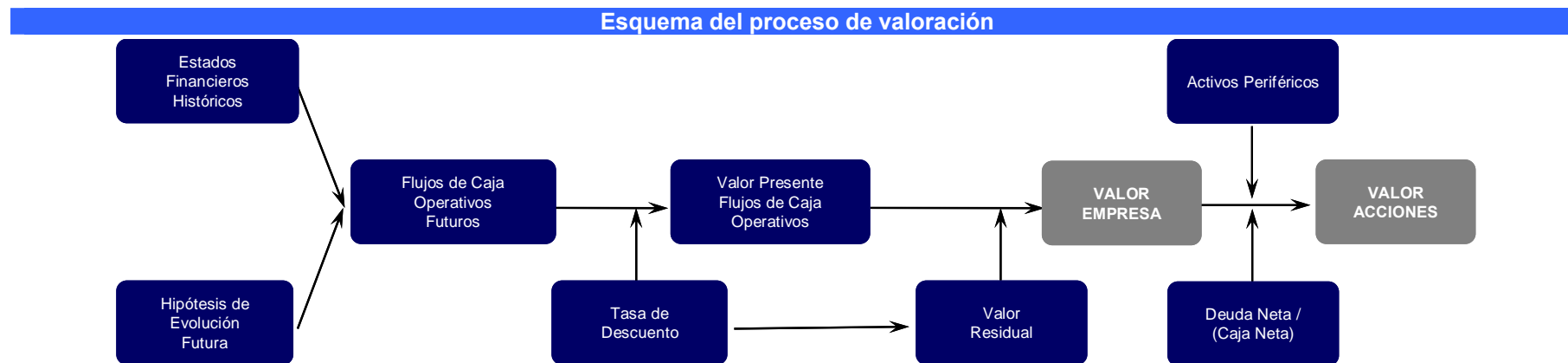
Aporte al Valor por Compañía ('000 €)				
Método de Valoración	EPSA	EYPESA	MERCATOR	GRUPO
Descuento de Flujos de Caja Negocio	1.332	63.479		64.811
Valor Teórico Contable			1.967	1.967
Tasación Activos después de Impuestos	11.133			11.133
-Deuda Neta / Posición de Caja	17.210	-11.597		5.613
Total Valor de las Acciones	29.674	51.882	1.967	83.523

III.- METODOLOGÍA DE VALORACIÓN

1.- Introducción a la metodología

- El método en que se ha basado el análisis fundamental del Valor de los Fondos Propios de EPSA y EYPESA es el de descuento de Flujos de Caja, mientras que Mercator, debido a la situación actual de la misma se ha valorado en base a su Valor Teórico Contable.
- El Descuento de Flujos de Caja consiste en valorar una Compañía / línea de negocio en función de los excedentes de tesorería que se estima vaya a generar en el futuro, actualizados a una fecha de valoración (31 de Diciembre de 2007).
- La valoración por el método de Descuento de Flujos de Caja implica:
 - Estimar los flujos de caja operativos para un período determinado
 - Los flujos de caja operativos proyectados se han estimado en base a las proyecciones financieras elaboradas a partir de la información proporcionada por la Dirección de EPSA y EYPESA ajustadas, principalmente, por las necesidades de inversión en inmovilizado y las variaciones en el capital circulante neto.
 - Estimar la tasa de descuento a aplicar a los flujos de caja operativos (WACC)
 - La tasa de descuento representa la rentabilidad media que los proveedores de capital requerirían a una inversión en una Compañía española especializada en el mismo sector y de naturaleza similar. Por consiguiente, el WACC es el coste promedio de la deuda y de las acciones ponderado en función de sus pesos correspondientes.
 - Estimar el valor residual
 - El valor residual refleja el valor de los flujos de caja de la actividad de las compañías posteriores al último año del periodo explícito proyectado. Aunque la actualización de los flujos de caja libre se ha realizado utilizando como horizonte temporal el año 2017 para EPSA y 2014 para EYPESA, las compañías seguirán operando después de esos años y, por consiguiente, tendrán un valor residual que se ha calculado estimando que los Flujos de Caja Libres posteriores al año 2017 y 2014, respectivamente, se comportan como una renta normalizada perpetua creciente.
 - Obtener el valor fundamental (Valor Empresa)
 - Una vez calculado el valor de los flujos de caja proyectados y su valor residual, se obtiene el valor fundamental de las compañías descontando los flujos de caja libre al Coste Medio Ponderado de Capital (WACC) a la fecha de valoración que, en este caso, se ha fijado en 31 de Diciembre de 2007 tanto para EPSA como para EYPESA.

- El esquema del proceso de valoración se muestra a continuación:



2.- Metodología

- El valor de los Flujos de Caja Libres a 31 de Diciembre de 2007 se ha calculado conforme a la siguiente fórmula:

EPSA

$$\text{Valor actual} = \sum_{2008}^{2017} \frac{C_i}{(1 + \text{WACC})^{(i-2008)}} + \frac{C_{2017n} \times (1 + g)}{(\text{WACC} - g)} \times \frac{1}{(1 + \text{WACC})^{(2017-2008)}}$$

EYPESA

$$\text{Valor actual} = \sum_{2008}^{2014} \frac{C_i}{(1 + \text{WACC})^{(i-2008)}} + \frac{C_{2014n} \times (1 + g)}{(\text{WACC} - g)} \times \frac{1}{(1 + \text{WACC})^{(2014-2008)}}$$

- **C_i**: Flujo de Caja Libre anual.
- **C_{2017n}** y **C_{2014n}**: Flujo de Caja Libre normalizado en el año 2017 para EPSA y en el año 2014 para EYPESA
- **WACC**: Tasa de descuento utilizada.
- **g**: Tasa de crecimiento a perpetuidad del Flujo de Caja Operativo y Libre que se proyecta para el 2014 (C_{2014n}).
- El horizonte temporal de los Flujos de Caja Libres proyectados es diferente para EPSA que para EYPESA. Tras la entrada en vigor del nuevo marco retributivo a partir de 2009, se dota a EYPESA de una estabilidad en los ingresos que pensamos, no requiere de mayor horizonte temporal que el proyectado hasta 2014.

EPSA

- La valoración de EPSA se ha realizado teniendo en cuenta sus líneas de negocio:
 - Textil de Camisería
 - Generación Eléctrica
 - Promoción inmobiliaria actualmente en marcha (Sant Pau de Seguries) que se comercializará en 2008, y
 - Los activos inmobiliarios susceptibles de venta; sitios en Tona, Centelles, Camprodón y terrenos de Sant Pau de Seguries II

- Para las líneas de actividad de Camisería, Generación Eléctrica y Promoción Inmobiliaria en marcha se ha utilizado la metodología del Descuento de Flujos de Caja con un horizonte 2008-2017.
- Por otro lado, para la valoración de los activos inmobiliarios susceptibles de venta por no encontrarse afectos a ninguna de las actividades que actualmente desarrolla el grupo se ha basado en:
 - Datos de la tasación de diciembre de 2007 realizada por CATSA
- Al valor bruto de los activos se le deduce el impuesto de sociedades que en este caso estimamos en un 18%, tomando en consideración que la Compañía mantendrá una política de eficiencia fiscal, reinvertiendo esos excedentes para conseguir deducciones fiscales por reinversión. Si no fuera así, la tasa impositiva sobre la plusvalía generada sería del 30%.
- Destacar que el valor estimado de la actividad inmobiliaria tiene riesgos dado las incertidumbres que existen, entre otras, de:
 - Precio de venta futuro de los inmuebles
 - Oferta y demanda de los mismos para el año próximo
 - Costes de comercialización
 - Evolución de los tipos de interés

EYPESA

El horizonte temporal proyectado abarca el periodo 2008-2014.

Consideramos que este es un periodo lo suficientemente largo como para recoger el importante impacto que se ha de producir a partir de enero de 2009 en EYPESA debido a la modificación del actual sistema retributivo por el cual la actividad de la Compañía ha venido regulada hasta la fecha de hoy y que viene definido en el BOE 310 - REAL DECRETO 2017 / 1997, de 26 de diciembre por el que se organiza y regula el procedimiento de liquidación de los costes de transporte, distribución y comercialización a tarifa.

En efecto, la retribución de EYPESA se regía hasta junio de 2007 por un regimen provisional de 1998, reconocido en la Disposición Transitoria 11ª de la Ley 54/1997 del Sector Eléctrico. Con la publicación de la Ley 17/2007, de 4 de julio se pone fin al esquema retributivo de EYPESA como mínimo desde el 1 de Enero de 2009. A partir de entonces, EYPESA se convertiría en una empresa distribuidora y de transporte de electricidad, pero no comercializadora.

2.1.- Tasa de descuento

- Los Flujos de Caja Libres futuros han de ser actualizados a una tasa de descuento tal que refleje los riesgos inherentes al sector en que opera la Compañía y a las características propias de la misma.
- La tasa de descuento está ligada a la estructura utilizada para financiar los activos. Para eliminar el hecho de que la estructura financiera de la Compañía, en el momento actual, pueda no reflejar la estructura objetivo a largo plazo, se ha calculado la estructura financiera media que tienen sus comparables cotizados (estructura financiera objetivo).
- La fórmula empleada para calcular la tasa de descuento se muestra a continuación:

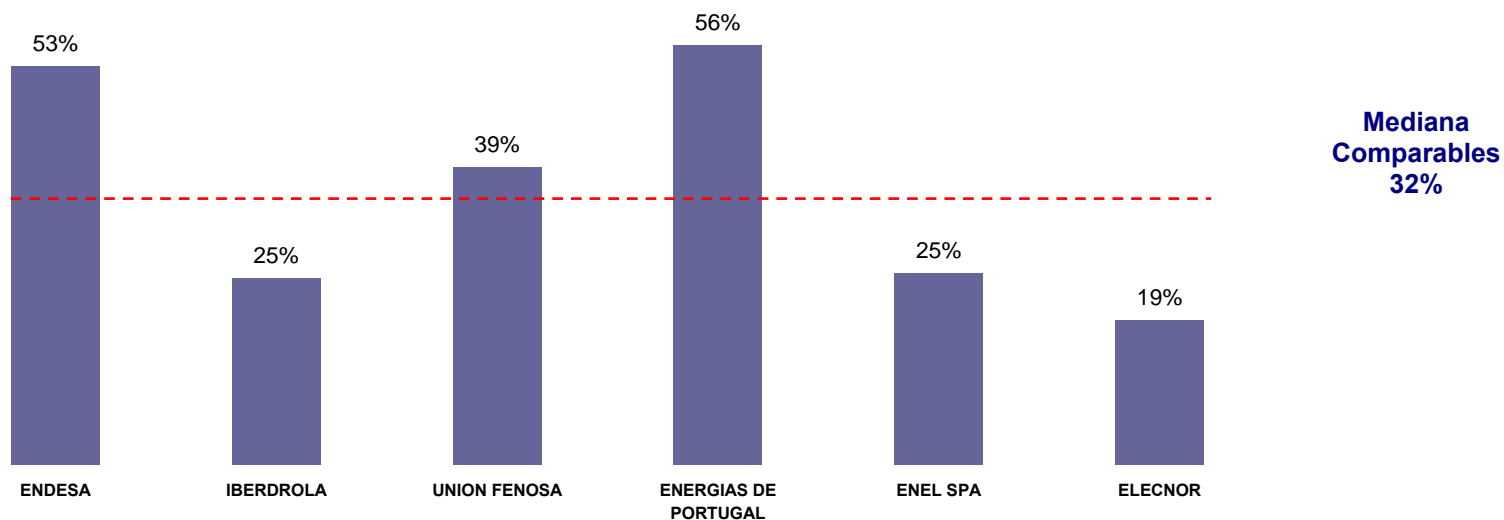
$$WACC = \left\{ K_e \times \frac{E}{D + E} \right\} + \left\{ K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{D + E} \right\}$$

- K_e es el coste de los recursos propios.
- $E/(D+E)$ representa el peso de los recursos propios a valor de mercado en la estructura financiera utilizada para financiar la totalidad de los activos.
- K_d representa el coste del capital ajeno (coste de la deuda financiera a corto y largo plazo).
- $1-t$ refleja el efecto impositivo del endeudamiento financiero. De cara a efectuar este análisis, se ha tomado como tipo impositivo el tipo efectivo medio proyectado.
- $D/(D+E)$ representa el peso del endeudamiento financiero en la estructura de capital utilizada para financiar la totalidad de los activos (estructura financiera objetivo)

2.2.- Apalancamiento objetivo

- De cara a obtener el WACC a utilizar en el Descuento de Flujos de Caja, se ha considerado un apalancamiento financiero objetivo en línea con los apalancamientos financieros de las compañías cotizadas comparables.
- Para EYPESA, se han identificado compañías comparables que operan en el sector eléctrico y de las cuales es totalmente razonable obtener un apalancamiento objetivo. El resultado promedio obtenido de los comparables (32% de Deuda/(Deuda + Capitalización de Mercado)) será el que se tomará como apalancamiento financiero objetivo para su valoración.

- Las compañías analizadas a este respecto se recogen en el siguiente gráfico:

Análisis del apalancamiento Deuda / (Deuda + Capitalización de Mercado) de compañías comparables

- En el caso de EPSA, y debido a la particularidad de su actividad, la única Compañía comparable de la cual pudiera tener sentido obtener su apalancamiento es el fabricante textil Dogi. Dogi presenta un ratio de apalancamiento Deuda / (Deuda + Equity) de un 36%

2.3.- Coste de los recursos propios

- El coste de los recursos propios representa la rentabilidad mínima media que, de acuerdo con la aplicación del método Capital Asset Pricing Model (CAPM), los inversores exigirían para asumir riesgo de inversión en la empresa como accionistas. Para inversiones exentas de riesgo empresarial, el coste de los recursos propios debería ser igual al rendimiento de los títulos de Deuda del Estado. En caso de existir un riesgo empresarial asociado a la inversión a realizar, la rentabilidad mínima exigida por los inversores debería contemplar ese riesgo adicional y, consecuentemente, debería ser superior a la obtenida en una operación exenta de riesgo empresarial.
- El riesgo viene fundamentalmente determinado por la incertidumbre en cuanto a la remuneración a obtener de la inversión, lo que tratándose de acciones de una empresa cotizada, depende de los dividendos y de la evolución de la cotización.
- En los mercados internacionales, el coste asociado a recursos propios es calculado a través del modelo Capital Asset Pricing Model o CAPM, el cual se puede definir como:
 - $K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_i$, donde:
 -
 - R_f es la tasa de interés sin riesgo a largo plazo. Se ha considerado la tasa interna actual de retorno del Bono del Estado a diez años (4,265%).
 - β es la Beta y representa el riesgo sistemático que el mercado bursátil adjudicaría a las acciones de la Compañía en caso que éstas cotizasen con una liquidez aceptable.
 - $R_m - R_f$ es la prima de riesgo que los inversores exigirían por invertir, de manera genérica, en el mercado de renta variable respecto del mercado de renta fija. La prima de riesgo surge por la diferencia entre la rentabilidad de una cartera de acciones que represente fielmente el comportamiento bursátil y el riesgo del total de la Bolsa y una inversión exenta de riesgo empresarial.
 - R_i es el diferencial entre compañías de pequeña y gran capitalización que se añade a compañías como EPSA. En EPSA se ha tomado el 1,8%, obtenido de la empresa Ibbotson Associates en su dato para compañías españolas. En EYPESA hemos optado por no incluir este diferencial.

2.4.- Cálculo de la Beta

- El riesgo de un título se descompone en dos partes:
 - El riesgo sistemático o de mercado que recoge el impacto de aspectos coyunturales en la cotización del título, y
 - El riesgo específico que tiene que ver con factores específicos de la propia empresa.
- La teoría del *portfolio* demuestra que el riesgo específico puede ser eliminado a través de la diversificación de la cartera de inversiones. Sin embargo, no es posible eliminar el riesgo sistemático, definido por β .

- A efectos de valoración, la β mide el grado y el sentido de variación del precio de la acción, en relación con las variaciones del Índice respecto del que se estima la fluctuación. La β descrita es resultado, entre otros factores, del riesgo de los activos de la empresa y de su nivel de endeudamiento.
- La β que deberían tener las acciones de EPSA y EYPESA, caso que cotizasen con una liquidez aceptable, se ha estimado en función de la β que presentan las compañías comparables cotizadas de mayor tamaño y con mayor liquidez. Con el objetivo de ser coherentes, se ha tomado como referencia de comparables las mismas compañías que se han utilizado para el cálculo del apalancamiento financiero medio.
- Hay que tener en cuenta que la estructura financiera de las compañías de la muestra es muy variada por lo que la β de cada una se verá afectada en distinta medida por su apalancamiento financiero, con independencia del riesgo que puedan tener los activos de la Compañía.
- Para evitar distorsiones en el cálculo de la β de las acciones de las compañías de EPSA y EYPESA, se ha realizado un proceso inicial de desapalancamiento y posterior apalancamiento de la β de las comparables cotizadas para que reflejen el mismo nivel de apalancamiento que el estimado para EPSA y EYPESA.
- La β desapalancada se calcula de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$\beta_u = \frac{\beta_l}{1 + \left\{ (1 - t) \times \frac{D}{E} \right\}}$$

- β_u es la Beta desapalancada de cada compañía de la muestra.
- β_l es la Beta de cada compañía de la muestra de acuerdo a su estructura financiera particular.
- t es el tipo impositivo efectivo de cada compañía de la muestra.
- D es el valor de mercado de la deuda financiera neta de cada compañía de la muestra.
- E es el valor de mercado de los recursos propios de cada compañía de la muestra.
- La β obtenida para las acciones de EYPESA es de 0,64. Dicha β es el resultado del cálculo de la mediana de las β 's desapalancada de las cotizadas comparables y vuelta a apalancar a través del apalancamiento objetivo comentado anteriormente.

- La tabla siguiente recoge la β de las compañías cotizadas comparables de EYPESA:

Cálculo de la Beta desapalancada de las compañías cotizadas comparables

		Beta Apalancada	Deuda / Equity	t efectivo	Beta Desapalancada
ENDESA SA	España	0,48	0,53	20,96	0,33
IBERDROLA SA	España	1,18	0,25	29,1	1,00
UNION FENOSA SA	España	0,98	0,39	32,5	0,77
ENERGIAS DE PORTUGAL SA	Portugal	1,03	0,55	20,5	0,71
ENEL SPA	Italia	0,64	0,25	40,0	0,56
ELECTRIFICACIONES DEL NORTE	España	0,66	0,19	14,8	0,57
Mediana		0,82	0,32	25,1	0,64

Fuente: Bloomberg según observaciones día 10 de diciembre de 2007

Nota: La Beta apalancada corresponde con la Beta bruta de las compañías con observaciones semanales en los dos últimos años

- La β obtenida para las acciones de EPSA es de 1,04. Dicha β es el resultado del cálculo de la β desapalancada de la compañía Dogi vuelta a apalancar con el apalancamiento de DOGI de un 36%.

2.5.- Coste del capital ajeno

- El coste del capital ajeno K_d es el coste para la empresa de la financiación a corto y largo plazo sin garantías reales específicas.
- El coste del capital ajeno es el resultado de aplicar al tipo de interés libre de riesgo, R_f , un diferencial específico por el riesgo de la Compañía.
- A diferencia del coste de los recursos propios, el coste de capital ajeno tiene la particularidad de poder contar con la deducibilidad de los gastos financieros, por lo que tiene que ser considerado después de impuestos. A efectos de este cálculo, se ha considerado como tasa impositiva, el tipo impositivo efectivo.
- El coste de la financiación se ha considerado constante en un 5,5% para EPSA y un 5,0% para EYPESA a lo largo de los años proyectados.

2.6.- Cálculo del valor residual

- La actualización de los Flujos de Caja Libres se ha realizado utilizando como horizonte temporal el año 2017 para EPSA y 2014 para EYPESA. Las Compañías seguirán operando después de ese año y por consiguiente tendrán un valor residual.

- Este valor residual se ha calculado considerando que los Flujos de Caja Libres generados a partir de 2017 y 2014 se comportan como una renta perpetua normalizada con crecimiento constante.
- El valor a 31 de Diciembre de 2007 de los Flujos de Caja Libres del periodo explícito sería:

EPSA

$$\text{Valor actual} = \frac{C_{2017n} \times (1 + g)}{(WACC - g)} \times \frac{1}{(1 + WACC)^{(2017-2008)}}$$

EYPESA

$$\text{Valor actual} = \frac{C_{2014n} \times (1 + g)}{(WACC - g)} \times \frac{1}{(1 + WACC)^{(2014-2008)}}$$

- C_{2017n} y C_{2014n} representan el Flujo de Caja Libre normalizado del año 2017 (EPSA) y 2014 (EYPESA). El cálculo de este flujo de caja normalizado se ha realizado teniendo en cuenta las siguientes variables:
 - Margen Ebitda medio para el periodo explícito
 - Ratio medio de Amortizaciones sobre Ventas para el periodo explícito.
 - Inversiones similares a las amortizaciones.
 - Tipo impositivo efectivo medio sobre el Ebit para el periodo explícito.
- g es el crecimiento anual esperado de los Flujos de Caja Libres a partir del último año del periodo explícito. Para calcular el valor a perpetuidad de cada compañía estimamos que los Flujos de Caja Libres crecerán a una tasa constante de un 2,0% a partir del año 2017 en el caso de EPSA y de un 2,5% a partir del 2014 para EYPESA.
- **WACC** es la tasa de descuento aplicada. Procede del ingles, **W**eighted **A**verage **C**ost of **C**apital. (Coste medio ponderado de los recursos) y por la expresión formulada en la página 13 de este documento, pondera el coste de los recursos en función del coste de la deuda y los recursos propios de la compañía.

IV. VALOR DE LAS ACCIONES DE EPSA

1.- Introducción

- Previo al análisis de las Proyecciones Financieras es necesario considerar los siguientes aspectos:
 - El horizonte temporal de las proyecciones del periodo explícito es 30/06/2007 a 31/12/2017
 - Se produce un cambio de fechas de inicio y cierre de ejercicio a partir del año 2008. Es decir, a cierre del ejercicio 2006/2007 (30/06/2007) se procede a la realización de un ejercicio de 6 meses (hasta el 31/12/2007) y a partir de entonces los ejercicios futuros se adaptan al año natural.
 - Cese de la actividad de textil para el hogar (Nicoleta) tras la venta a Coelima en enero de 2007.
 - Las proyecciones que se presentan a continuación incluyen el mantenimiento de la actividad de Camisería e Hilo.
 - No se producen inversiones en Inmovilizado Material durante la totalidad de las proyecciones.
 - El valor de los terrenos de Tona, Centelles y Sant Pau de Seguries II, así como de la nave de Camprodón se valoran según los importes facilitados en tasación por CATSA, deduciendo el impacto fiscal sobre la plusvalía.

2.- Cuenta de Pérdidas y Ganancias histórica y proyectada

EPSA - Evolución de la cuenta de resultados												
('000 Euros)	Hist. 2007	Proy. 2007E	Proy. 2008E	Proy. 2009E	Proy. 2010E	Proy. 2011E	Proy. 2012E	Proy. 2013E	Proy. 2014E	Proy. 2015E	Proy. 2016E	Proy. 2017E
	30/06	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12
Ventas Textil	9.964	3.364	5.800	5.974	6.153	6.338	6.528	6.724	6.926	7.133	7.347	7.568
Ventas Energía	741	243	572	589	607	625	644	663	683	704	725	747
Ventas Promoción Inmobiliaria	511	0	4.884	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Prestaciones de Servicios	1.452	36	73	76	79	81	84	87	90	93	97	100
Ventas Netas	12.668	3.643	11.330	6.639	6.839	7.045	7.256	7.474	7.699	7.931	8.169	8.415
Aumentos de existencias	19	1.504	0	23	24	25	25	26	27	28	28	29
Otros ingresos de explotación	108	56	114	118	121	125	129	133	137	141	145	149
Total Ingresos	12.795	5.202	11.444	6.780	6.984	7.194	7.410	7.633	7.863	8.099	8.342	8.593
% Variación	(13,4%)		10,0%	(40,8%)	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Aprovisionamientos	(5.552)	(1.346)	(2.320)	(2.390)	(2.461)	(2.535)	(2.611)	(2.690)	(2.770)	(2.853)	(2.939)	(3.027)
Reducciones de existencias	(653)	(298)	(4.241)	(160)	0	0	0	0	0	0	0	0
Margen bruto	6.589	3.559	4.883	4.231	4.523	4.659	4.799	4.944	5.092	5.246	5.403	5.566
% Total Ventas	51%	68%	43%	62%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
Gastos Personal	(5.055)	(848)	(3.483)	(3.653)	(3.377)	(3.478)	(3.582)	(3.690)	(3.800)	(3.914)	(4.032)	(4.153)
Variac. Prov. créditos incob.	(304)	(100)	(100)	(20)	(21)	(22)	(22)	(23)	(24)	(24)	(25)	(26)
Otros gastos de explotación	(3.229)	(400)	(750)	(773)	(796)	(820)	(844)	(869)	(896)	(922)	(950)	(979)
Resultado Venta Nicoleta	417	250	250	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA normalizado	(1.581)	2.461	800	(215)	330	340	351	362	373	385	397	409
% Total Ventas	(12%)	47%	7%	(3%)	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Dotación amortización	(643)	(258)	(525)	(534)	(544)	(554)	(565)	(575)	(587)	(598)	(610)	(612)
EBIT	(2.224)	2.203	276	(749)	(214)	(214)	(214)	(214)	(214)	(213)	(213)	(203)
% Total Ventas	(17,4%)	42,4%	2,4%	(11,0%)	(3,1%)	(3,0%)	(2,9%)	(2,8%)	(2,7%)	(2,6%)	(2,6%)	(2,4%)
Resultado financiero	3.194	258	594	578	594	610	626	641	658	675	691	709
Resultado ordinario	970	2.461	870	(171)	380	396	412	427	444	461	478	506
Ingresos extraordinarios	190	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos extraordinarios	(885)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado extraordinario	(695)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BAI	276	2.461	870	(171)	380	396	412	427	444	461	478	506
Impuestos	1.185	(660)	(261)	0	(63)	(119)	(123)	(128)	(133)	(138)	(144)	(152)
Beneficio neto	1.460	1.802	609	(171)	317	277	288	299	311	323	335	354
% Total Ventas	11%	35%	5%	(3%)	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%

3.- Balance de Situación histórico y proyectado

EPSA - Evolución del balance												
('000 Euros)	Hist. 2007	Proy. 2007E	Proy. 2008E	Proy. 2009E	Proy. 2010E	Proy. 2011E	Proy. 2012E	Proy. 2013E	Proy. 2014E	Proy. 2015E	Proy. 2016E	Proy. 2017E
	30/06	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12
Inmovilizado Inmaterial Neto	232	245	234	221	227	213	200	206	193	179	186	172
Inmovilizado Material Neto	2.544	2.427	2.183	1.939	1.692	1.444	1.195	944	691	436	179	(69)
Inmovilizado financiero	20.350	20.350	20.350	20.350	20.350	20.350	20.350	20.350	20.350	20.350	20.350	20.350
Total Inmovilizado	23.125	23.022	22.767	22.509	22.269	22.008	21.744	21.500	21.233	20.965	20.715	20.452
Gastos a distribuir varios ejercicios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Existencias	3.966	5.172	931	794	818	843	868	894	921	948	977	1.006
Clientes y cuentas a cobrar	2.915	2.068	1.783	1.836	1.891	1.948	2.006	2.067	2.129	2.192	2.258	2.326
Inversiones financieras temporales	13.711											
Tesorería	3.712	17.210	19.802	19.282	19.816	20.330	20.857	21.375	21.926	22.490	23.048	23.635
Activo Circulante	24.303	24.450	22.515	21.912	22.525	23.121	23.731	24.336	24.976	25.631	26.283	26.968
ACTIVO	47.429	47.471	45.283	44.421	44.794	45.128	45.476	45.835	46.209	46.596	46.997	47.420
Capital suscrito	3.333	3.333	3.333	3.333	3.333	3.333	3.333	3.333	3.333	3.333	3.333	3.333
Reservas	35.461	36.921	38.723	39.331	39.161	39.478	39.755	40.043	40.342	40.653	40.976	41.311
Rdos del ejercicio	1.460	1.802	609	(171)	317	277	288	299	311	323	335	354
Dividendo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fondos Propios	40.254	42.056	42.664	42.494	42.811	43.088	43.376	43.675	43.986	44.309	44.644	44.998
Pasivo a largo plazo no financiero	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
Deuda financiera	1.681	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Acreeedores comerciales	3.457	3.744	788	811	836	861	887	913	941	969	998	1.028
Otras deudas no comerciales	1.960	1.594	1.753	1.039	1.070	1.102	1.135	1.169	1.204	1.240	1.278	1.316
Pasivo Circulante no financiero	5.416	5.338	2.541	1.850	1.906	1.963	2.022	2.082	2.145	2.209	2.276	2.344
PASIVO	47.429	47.471	45.283	44.421	44.794	45.128	45.475	45.835	46.209	46.596	46.997	47.420

4.- Hipótesis de Pérdidas y Ganancias

• Ventas

EPSA desarrolla su actividad dentro del siguiente conjunto de actividades:

- Actividad textil: tras la desinversión en 2007 en la actividad de Nicoleta, la Compañía centra su actividad en la división de Camisería e Hilo.
- Generación Eléctrica: la actividad de producción eléctrica de EPSA se centra en los saltos hidroeléctricos que la Compañía posee (y cuya producción depende de la meteorología) y en la planta de cogeneración ubicada en Centelles y cuya producción se dedica prácticamente al consumo de las fábricas. La generación de energía eléctrica se factura a la empresa filial EYPESA.
- Promoción Inmobiliaria: EPSA está actualmente desarrollando una promoción en Sant Pau de Seguries consistente en la promoción de 24 viviendas (que se estima que se escrituren íntegramente en 2008).
- Prestación de Servicios a Empresas del Grupo: facturación que hasta el momento ha venido realizando EPSA a EYPESA por conceptos diversos.

EPSA -Evolución de las Ventas Netas por actividad												
('000 €)	Hist. 2007	Proy. 2007E	Proy. 2008E	Proy. 2009E	Proy. 2010E	Proy. 2011E	Proy. 2012E	Proy. 2013E	Proy. 2014E	Proy. 2015E	Proy. 2016E	Proy. 2017E
	30/06	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12
Ventas Netas	12.668	3.643	11.330	6.639	6.839	7.045	7.256	7.474	7.699	7.931	8.169	8.415
I. Ventas Sección Textil	9.964	3.364	5.800	5.974	6.153	6.338	6.528	6.724	6.926	7.133	7.347	7.568
Camisería e Hilo	6.562	3.364	5.800	5.974	6.153	6.338	6.528	6.724	6.926	7.133	7.347	7.568
Hogar	3.401											
II. Ventas Sección Eléctrica	741	243	572	589	607	625	644	663	683	704	725	747
Saltos	556	150	572	589	607	625	644	663	683	704	725	747
Cogeneración	185	93	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
III. Ventas Promoción Inmobiliaria	511	0	4.884	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sant Pau Seguries	0	0	4.884									
La Garriga	511											
IV. Prestación Serv.	1.452	36	73	76	79	81	84	87	90	93	97	100
EYPESA Gestión Integral	1.331	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EYPESA Arrdto Vehículos	71	36	73	76	79	81	84	87	90	93	97	100
MERCATOR Gestión Integral	50	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

• **Consumos**

Los consumos de las diferentes líneas de actividad se han estimado en base a:

- Los consumos que la actividad de Camisería e Hilo se estima que va a mantener a futuro el actual porcentaje sobre las ventas de la división ya que no se dispone de información, ni de elementos objetivos que permitan prever una posible variación en ningún sentido.
- Los consumos de la actividad de Hogar desaparecen tras el cierre de la actividad.
- Los consumos de la Promoción Inmobiliaria son aquellos presupuestados para llevar a buen fin los pisos que se prevé comercializar en 2008.

EPSA - Evolución de los Consumos ('000 €)												
('000 €)	Hist. 2007	Proy. 2007E	Proy. 2008E	Proy. 2009E	Proy. 2010E	Proy. 2011E	Proy. 2012E	Proy. 2013E	Proy. 2014E	Proy. 2015E	Proy. 2016E	Proy. 2017E
	30/06	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12
Aumento de existencias	19	1504	0	23	24	25	25	26	27	28	28	29
Camisería e Hilo		22	0	23	24	25	25	26	27	28	28	29
Hogar		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Promoción Inmobiliaria		1482	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aprovisionamientos	(5.552)	(1.346)	(2.320)	(2.390)	(2.461)	(2.535)	(2.611)	(2.690)	(2.770)	(2.853)	(2.939)	(3.027)
% Ventas Netas	44%	37%	20%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%
Camisería e Hilo	(2.671)	(1.346)	(2.320)	(2.390)	(2.461)	(2.535)	(2.611)	(2.690)	(2.770)	(2.853)	(2.939)	(3.027)
% Ventas sección Camisería e Hilo	41%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Hogar	(2.881)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
% Ventas sección Hogar	85%											
Reducción de existencias	(653)	(298)	(4.241)	(160)	0	0	0	0	0	0	0	0
Camisería e Hilo	(389)	0	-123	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Hogar	(264)	-298	-300	-160	0	0	0	0	0	0	0	0
Promoción Inmobiliaria	0	0	-3818	0	0	0	0	0	0	0	0	0

• **Gastos de Personal**

La evolución de la partida de gastos de personal se ha estimado en función de la evolución de cada una de las divisiones.

- En cuanto a la evolución de la partida de sueldos y salarios de los empleados de Camisería e Hilo y empleados de Estructura General dicha partida se incrementa a razón de un 3% anual teniendo en cuenta que estimamos no vayan a producirse nuevas incorporaciones

EPSA - Evolución de los Gastos de Personal												
('000 €)	Hist. 2007	Proy. 2007E	Proy. 2008E	Proy. 2009E	Proy. 2010E	Proy. 2011E	Proy. 2012E	Proy. 2013E	Proy. 2014E	Proy. 2015E	Proy. 2016E	Proy. 2017E
	30/06	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12
Gastos Personal	(5.055)	(848)	(3.483)	(3.653)	(3.377)	(3.478)	(3.582)	(3.690)	(3.800)	(3.914)	(4.032)	(4.153)
Empleados Estructura General	300	150	309	318	328	338	348	358	369	380	391	403
Nº medio empleados	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
S y S y Cargas sociales	60	30	62	64	66	68	70	72	74	76	78	81
Incremento Sueldo		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Empleados Camisería e Hilo	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
Nº medio empleados												
Disminución de plantilla		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
S y S y Cargas sociales	3.828	698	2.874	2.960	3.049	3.140	3.234	3.331	3.431	3.534	3.640	3.750
Indemnizaciones		0	300	375								
Sueldo Medio x empleado		16	32	33	34	35	36	37	38	39	40	42
Incremento Sueldo		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Empleados Textil Hogar												
Nº medio empleados		0										
Disminución de plantilla		(38)										
S y S y Cargas sociales		0										
Indemnizaciones			927									

• **Resultado de la Venta de la división de Textil Hogar (Nicoleta)**

Se detalla a continuación los resultados originados tras la venta de Nicoleta.

El contrato de compra/venta de Nicoleta recoge el cobro por parte de EPSA de unas cantidades fijas y otras variables a abonar por el comprador para cada uno de los años 2007, 2008 y 2009 que se determinarán y abonarán según la siguiente tabla y que se resumen en:

- Unos importes fijos que se detallan en la tabla siguiente
- Unos importes variables consistentes en el pago del 8% de las ventas por encima de unos mínimos. Actualmente teniendo en cuenta la evolución de este negocio hasta la fecha hemos considerado por un principio de prudencia que las ventas de este género no devengarán ingreso alguno por este concepto. Y en caso de que esas ventas devengarán ingresos por este concepto, éstos tendrían carácter residual.

EPSA - Resultado de la desinversión en Nicoleta												
('000 €)	Hist. 2007	Proy. 2007E	Proy. 2008E	Proy. 2009E	Proy. 2010E	Proy. 2011E	Proy. 2012E	Proy. 2013E	Proy. 2014E	Proy. 2015E	Proy. 2016E	Proy. 2017E
	30/06	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12
Nicoleta	417	250	250	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Importe fijo	440	250	250	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Enero 2007 (Firma del contrato)	220											
15-may-07	220											
15-sep-07		250										
01-ene-08			250									
Importe variable	(23)	0	0	0								
Ingresos por realización Stocks traspasados												
Valor Inventario a 30-06-07	758											
Valor Stocks vendidos		298	300	160								

• **Impuestos**

EPSA dispone de unas bases imponibles negativas que se generaron antes de formar el régimen de consolidación fiscal con el grupo. Por ello, estas bases son sólo aplicables sólo si EPSA genera individualmente resultados positivos. Puesto que EPSA según nuestra proyección entra en resultados positivos en 2008, minoramos la base imponible por esas base imponibles negativas.

Para el cálculo del impuesto se reduce el tipo impositivo para adaptarlo al nuevo tipo estipulado. Desde el 35%, al 32,5% para 2007 y 32% para 2008.

EPSA - Evolución de los Impuestos												
('000 €)	Hist. 2007 30/06	Proy. 2007E 31/12	Proy. 2008E 31/12	Proy. 2009E 31/12	Proy. 2010E 31/12	Proy. 2011E 31/12	Proy. 2012E 31/12	Proy. 2013E 31/12	Proy. 2014E 31/12	Proy. 2015E 31/12	Proy. 2016E 31/12	Proy. 2017E 31/12
Impuestos												
Tasa impositiva	35%	32,5%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Saldo BINs												
Aplicación de BIN		431	0	0	171	0	0	0	0	0	0	0
Base Imponible (BAI) contable	276	2.461	870	(171)	380	396	412	427	444	461	478	506
Base Imponible después de BINs	(156)	2.030	870	(171)	209	396	412	427	444	461	478	506
Impuestos a pagar Final	(55)	660	261	0	63	119	123	128	133	138	144	152

5.- Hipótesis de Balance de Situación

• Inmovilizado Inmaterial

El inmovilizado inmaterial contempla las bajas originadas en 2007 en la partida de Concesiones, derechos y proyectos tras la desinversión de Nicoleta. No se consideran nuevas inversiones en ninguna de las partidas y los activos se amortizan linealmente en función de la vida útil de cada uno de los mismos.

EPSA - Evolución del Inmovilizado Inmaterial

('000 €)	Hist. 2007 30/06	Proy. 2007E 31/12	Proy. 2008E 31/12	Proy. 2009E 31/12	Proy. 2010E 31/12	Proy. 2011E 31/12	Proy. 2012E 31/12	Proy. 2013E 31/12	Proy. 2014E 31/12	Proy. 2015E 31/12	Proy. 2016E 31/12	Proy. 2017E 31/12
Concesiones, derechos, proyectos												
Bruto Inicial	698	121	121	121	121	121	121	121	121	121	121	121
Bajas Nicoleta	(577)											
Bruto Final	121	121	121	121	121	121	121	121	121	121	121	121
Amortización Acumulada Inicial	(62)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dotac. Amortización	(87)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortización Acum. Baja Nicoleta	149											
Amortización Acumulada Final	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Neto	121	121	121	121	121	121	121	121	121	121	121	121
Derechos de traspaso												
Bruto	129	129	129	129	129	129	129	129	129	129	129	129
Amortización Acumulada	(17)	(21)	(30)	(39)	(47)	(56)	(64)	(73)	(81)	(90)	(99)	(107)
Dotac. Amortización	(9)	(4)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)
Neto	111	107	99	90	81	73	64	56	47	39	30	21
Aplicaciones informáticas												
Bruto Inicial	367	363	383	383	383	403	403	403	423	423	423	443
Inversiones		20			20			20			20	
Bajas	(2)											
Bruto Final	363	383	383	383	403	403	403	423	423	423	443	443
Amortización Acumulada Inicial	(363)	(363)	(368)	(373)	(378)	(383)	(388)	(393)	(398)	(403)	(408)	(413)
Dotac. Amortización	(1)	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
Amortización Acumulada Baja	0											
Amortización Acumulada Final	(363)	(366)	(373)	(378)	(383)	(388)	(393)	(398)	(403)	(408)	(413)	(418)
Neto	0	18	10	5	20	15	10	25	20	15	30	25
I.I. Bruto	612	632	632	632	652	652	652	672	672	672	692	692
Amortización Acumulada	(380)	(387)	(398)	(412)	(425)	(439)	(453)	(466)	(480)	(493)	(507)	(520)
Amortización Anual	(97)	(7)	(14)	(14)	(14)	(14)	(14)	(14)	(14)	(14)	(14)	(14)
I.I. Neto	232	245	234	221	227	213	200	206	193	179	186	172

• Inmovilizado Material

• **Inmovilizado Material**

El inmovilizado material contempla al igual que sucede con el inmovilizado inmaterial la desinversión de Nicoleta con la consiguiente baja que se produce del inmovilizado afecto a esa actividad discontinuada. Las inversiones son residuales.

EPSA - Evolución del Inmovilizado Material

('000 €)	Hist. 2007	Proy. 2007E	Proy. 2008E	Proy. 2009E	Proy. 2010E	Proy. 2011E	Proy. 2012E	Proy. 2013E	Proy. 2014E	Proy. 2015E	Proy. 2016E	Proy. 2017E
	30/06	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12
Terrenos y Construcciones												
Bruto	3.276	3.276	3.276	3.276	3.276	3.276	3.276	3.276	3.276	3.276	3.276	3.276
Amortización Acumulada	(2.244)	(2.293)	(2.393)	(2.492)	(2.591)	(2.690)	(2.790)	(2.889)	(2.988)	(3.088)	(3.187)	(3.276)
Dotac. Amortización	(96)	(50)	(99)	(99)	(99)	(99)	(99)	(99)	(99)	(99)	(99)	(89)
Vida útil	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33
Neto	1.033	983	884	784	685	586	487	387	288	189	89	0
Instalaciones técnicas de energía eléctrica												
Bruto	4.922	4.922	4.922	4.922	4.922	4.922	4.922	4.922	4.922	4.922	4.922	4.922
Amortización Acumulada	(2.864)	(2.939)	(3.088)	(3.237)	(3.386)	(3.535)	(3.684)	(3.833)	(3.983)	(4.132)	(4.281)	(4.430)
Dotac. Amortización	(176)	(75)	(149)	(149)	(149)	(149)	(149)	(149)	(149)	(149)	(149)	(149)
Vida útil	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33
Neto	2.058	1.983	1.834	1.685	1.536	1.387	1.237	1.088	939	790	641	492
Instalaciones técnicas y maquinaria												
Bruto	7.940	8.040	8.240	8.446	8.658	8.876	9.102	9.333	9.572	9.818	10.072	10.332
Inversiones		100	200	206	212	219	225	232	239	246	253	261
Amortización Acumulada	(7.523)	(7.626)	(7.838)	(8.054)	(8.276)	(8.504)	(8.737)	(8.977)	(9.222)	(9.474)	(9.732)	(9.997)
Dotac. Amortización	(233)	(103)	(211)	(217)	(222)	(228)	(233)	(239)	(245)	(252)	(258)	(265)
Vida útil	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39
Neto	416	413	402	392	382	373	364	357	350	344	340	336
Otras instalaciones, utillaje, mobiliario												
Bruto Inicial	450	256	270	298	327	357	387	419	451	485	519	555
Inversiones	1	14	28	29	30	31	32	32	33	34	35	37
Bajas	(195)											
Bruto Final	256	270	298	327	357	387	419	451	485	519	555	591
Amortización Acumulada Inicial	(280)	(132)	(145)	(175)	(208)	(244)	(282)	(324)	(369)	(418)	(470)	(525)
Dotac. Amortización	(22)	(14)	(30)	(33)	(36)	(39)	(42)	(45)	(48)	(52)	(55)	(59)
Amortización Acumulada Bajas	(189)											
Amortización Acumulada Final	(132)	(145)	(175)	(208)	(244)	(282)	(324)	(369)	(418)	(470)	(525)	(584)
Vida útil	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Neto	124	125	123	119	113	105	95	82	67	49	29	7
Instalac. técnicas de energ. eléctric	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Anticipos e inmov material en curso	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41
Otro Inmovilizado												
Bruto Inicial	647	592	612	652	693	735	779	824	870	918	967	1.018
Inversiones		20	40	41	42	44	45	46	48	49	51	52
Bajas	(56)											
Bruto Final	592	612	652	693	735	779	824	870	918	967	1.018	1.070
Amortización Acumulada Inicial	(606)	(592)	(602)	(624)	(647)	(671)	(697)	(725)	(754)	(784)	(816)	(850)
Dotac. Amortización	(20)	(10)	(22)	(23)	(25)	(26)	(27)	(29)	(31)	(32)	(34)	(36)
Amortización Acumulada Bajas	(34)											
Amortización Acumulada Final	(592)	(602)	(624)	(647)	(671)	(697)	(725)	(754)	(784)	(816)	(850)	(886)
Vida útil	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Neto	0	10	28	5	22	38	54	70	86	102	117	132
Provisiones Inmov Material												
Provisión Acumulada	(1.128)	(1.128)	(1.128)	(1.128)	(1.128)	(1.128)	(1.128)	(1.128)	(1.128)	(1.128)	(1.128)	(1.128)
Variación Provisión	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I.M. Bruto	17.026	17.160	17.428	17.704	17.989	18.282	18.583	18.894	19.214	19.544	19.883	20.233
Amortización acumulada	(13.354)	(13.605)	(14.117)	(14.637)	(15.168)	(15.709)	(16.260)	(16.822)	(17.395)	(17.979)	(18.575)	(19.174)
Amortización anual	(546)	(251)	(511,24)	(521)	(531)	(541)	(551)	(562)	(573)	(584)	(596)	(598)
Provisión acumulada	(1.128)	(1,128)	(1,128)	(1,128)	(1,128)	(1,128)	(1,128)	(1,128)	(1,128)	(1,128)	(1,128)	(1,128)
Provisión anual	(168)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I.M. Neto	2.544	2.427	2.183,30	1.939	1.692	1.444	1.195	944	691	436	179	(69)

- Fondo de Maniobra

El análisis del Fondo de Maniobra contempla las variaciones en partidas de activo y pasivo circulante. Se toma de partida el último dato conocido y se proyecta en función de la variable de la cuenta de resultados con la que se estima que guarda mayor relación.

EPSA - Evolución del Fondo de Maniobra												
('000 €)	Hist. 2007 30/06	Proy. 2007E 31/12	Proy. 2008E 31/12	Proy. 2009E 31/12	Proy. 2010E 31/12	Proy. 2011E 31/12	Proy. 2012E 31/12	Proy. 2013E 31/12	Proy. 2014E 31/12	Proy. 2015E 31/12	Proy. 2016E 31/12	Proy. 2017E 31/12
Activo circulante												
<u>Existencias</u>	3.966	5.172	931	794	818	843	868	894	921	948	977	1.006
<u>Camisería e Hilo</u>	873	895	771	794	818	843	868	894	921	948	977	1.006
% Ventas Camisería	13,3%	26,6%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
<u>Hogar</u>	758	460	160	0	0	0	0	0	0	0	0	0
% Ventas Hogar	22,3%											
<u>Inmobiliaria</u>	2336	3.818	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inversión anual	1.658	1.482	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inversión anual Acumulada	2.336	3.818	3.818	3.818	3.818	3.818	3.818	3.818	3.818	3.818	3.818	3.818
Bajas Existencias Vta. Promoción	0	0	3.818									
Bajas Existencias Vta. Acumuladas	0	0	3.818	3.818	3.818	3.818	3.818	3.818	3.818	3.818	3.818	3.818
<u>SANT PAU SEGURIES</u>												
Ventas (a valor de existencias)	0	0	3.818									
Inversión	2.336	1.482										
<u>Clientes y cuentas a cobrar</u>	2.915	2.068	1.783	1.836	1.891	1.948	2.006	2.067	2.129	2.192	2.258	2.326
<u>Camisería e Hilo</u>	2.017	2.068	1.783	1.836	1.891	1.948	2.006	2.067	2.129	2.192	2.258	2.326
% Ventas Camisería	30,7%	61,5%	30,7%	30,7%	30,7%	30,7%	30,7%	30,7%	30,7%	30,7%	30,7%	30,7%
<u>Hogar</u>	898	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
% Ventas Hogar	26,4%											
Pasivo Circulante												
<u>Acreedores comerciales</u>	3.457	3.744	788	811	836	861	887	913	941	969	998	1.028
<u>Textil</u>	1.353	914	788	811	836	861	887	913	941	969	998	1.028
% Ventas Textil	13,6%	27,2%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%
Anticipos de recibidos por pedidos (inn)	2.103	2.709										
Acreedores comerciales inmobiliaria		122	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Periodo medio de pago (días)		30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
<u>Otras deudas no comerciales</u>	1.960	1.594	1.753	1.039	1.070	1.102	1.135	1.169	1.204	1.240	1.278	1.316
Administraciones públicas	1.020	829	912	540	557	573	590	608	627	645	665	685
% Total Ventas	8,0%	15,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Otras deudas	394	320	352	209	215	222	228	235	242	249	257	265
% Total Ventas	3,1%	6,2%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Remuneraciones pendientes de pago	546	444	488	289	298	307	316	326	336	346	356	367
% Total Ventas	4,3%	8,5%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Fianzas y depósitos recibidos a corto p	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
% Total Ventas	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FONDO DE MANIOBRA	1.464	1.902	173	780	804	828	853	878	904	932	959	988

- **Posición de Tesorería**

La situación financiera de EPSA es la de una posición de Caja Neta principalmente debido a los flujos recibidos de su filial EYPESA, que históricamente ha venido financiando la actividad de la Compañía.

A futuro, y tal y como se ha comentado anteriormente, para la valoración de EPSA se ha de considerar que la financiación que hasta el momento ha obtenido vía reparto de beneficios de EYPESA (vía dividendos) es una situación que no va a continuar.

EPSA - Posición de Tesorería / Deuda												
('000 €)	Hist. 2007 30/07	Proy. 2007E 31/12	Proy. 2008E 31/12	Proy. 2009E 31/12	Proy. 2010E 31/12	Proy. 2011E 31/12	Proy. 2012E 31/12	Proy. 2013E 31/12	Proy. 2014E 31/12	Proy. 2015E 31/12	Proy. 2016E 31/12	Proy. 2017E 31/12
DEUDA FINANCIERA NETA												
Var. Deuda Neta a Corto		(16.710)	(19.302)	(18.782)	(19.316)	(19.830)	(20.357)	(20.875)	(21.426)	(21.990)	(22.548)	(23.135)
Var. DEUDA FIN.		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Var.TESOR + IFT		(213)	2.592	(520)	534	514	526	518	551	564	557	588
Póliza de Crédito a corto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Financiera a CP												
Deudas a c.p. con entidades de credit	458											
Deudas con empresas del grupo a c.p.	1.222											
Total	1.681	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Variación	(818)	(1.681)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tesorería e IFT												
Creditos a empresas del grupo	6.154											
Cartera de valores a corto plazo	7.500											
Otros créditos	0											
Depositos y fianzas constituidos a cort	57											
Inversiones financieras temporales	13.711											
Tesorería	3.712											
Tesorería e IFT	17.423	17.210	19.802	19.282	19.816	20.330	20.857	21.375	21.926	22.490	23.048	23.635
Variación	6.207	(213)	2.592	(520)	534	514	526	518	551	564	557	588
Caja Mínima		500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
Resultado Financiero		258	594	578	594	610	626	641	658	675	691	709
Gastos financieros Necesidad de Financiación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ingresos Financieros Tesorería e IFTs	258	594	578	594	610	626	641	658	675	691	709	
Interés s/ Necesidad de Financiación	2,8%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Interés s/ Ingresos Financieros	1,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ingresos de participaciones	3.319	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

6.- Cálculo de la tasa de descuento - WACC

Tasa de descuento calculada en base a la teoría explicada en el capítulo de Metodología de Valoración

EPSA - Cálculo de la tasa de descuento (WACC) a diciembre de 2007		
		Observaciones
Coste de Equity	12,22%	
Bono a 10 años	4,27%	Bloomberg
Prima sobre el bono	7,64%	Bloomberg
Beta desapalancada DOGI	0,83	Bloomberg
Beta reapalancada	1,04	Bloomberg y fórmula según Damodaran
Pima por tamaño	1,8%	Diferencial largo plazo rentabilidad Big-Small caps (Ibbotson Associates)
Coste de deuda	5,50%	
Escudo fiscal	30,0%	
Ponderación de la Deuda / Equity	36,4%	Comparable "Dogi"
WACC	11,30%	

7.- Flujos de Caja Libres y Valor de las Acciones

El cálculo de los Flujos de Caja Libre se realiza siguiendo la teoría explicada en el capítulo de Metodología de Valoración. Para el cálculo del Valor Empresa se han descontado los flujos de caja según el WACC correspondiente y para el cálculo del Valor de las Acciones se ha tenido en cuenta la Deuda Neta así como el valor de los activos considerados extrafuncionales (activos no afectos a la explotación).

EPSA -Flujos de Caja Libre de 31/12/2007 en adelante											
Flujos de Caja Libres	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Residual
	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	
	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12
EBIT	276	(749)	(214)	(214)	(214)	(214)	(214)	(213)	(213)	(203)	(197)
tasa impositiva	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Impuestos sobre EBIT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortizaciones	525	534	544	554	565	575	587	598	610	612	570
Inversiones (Inmov. Mat. e Inmat.)	(268)	(276)	(304)	(293)	(302)	(331)	(320)	(330)	(359)	(350)	(313)
Variación Inmov. Financ.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aumentos Fondo de Maniobra	1.729	(608)	(23)	(24)	(25)	(26)	(26)	(27)	(28)	(29)	(29)
Flujo de Caja Libre	2.262	(1.099)	2	23	24	5	27	28	9	31	31
											335

EPSA - Valor Empresa ; Valor de los Activos Periféricos y Valor de las Acciones											
Valor Presente de los Flujos de Caja	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Residual
	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	
	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12
Número de periodos a descontar	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	10,0
Factor de descuento	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
Valor presente Flujos de Caja a 31/12/2007	2.032	(887)	2	15	14	3	13	12	4	10	115
Valor actual Cash Flows periodo explícito	1.217										
Valor actual Cash Flows perpetuidad	115										
Valor empresa	1.332										
Deuda Neta / (Caja Neta)	(17.210)										
Valor 2007 periféricos después de t	11.133										
Tipo impositivo efectivo	18,0%										
Tasación antes impuestos	13.576										
Sant Pau de Seguries	1.589										
Centelles	7.512										
Tona	3.727										
Camprodón	748										
Valor de las Acciones	29.674										

- A efectos de aflorar el valor de los activos inmobiliarios en la Compañía, se ha procedido a sumar como activo periférico los solares de Sant Pau de Seguries, Centelles y Tona. Se ha sumado además la nave de Camprodón, actualmente alquilada a una compañía de la zona, pero que ya ha anunciado que dejará la nave en breve y todas aquellas fincas rústicas de las que EPSA consta como titular en el Registro de la Propiedad.
- El valor total de estos activos asciende a la suma de 13.576.379 Euros según CATSA.
- Al valor bruto de los activos se le deduce el impuesto de sociedades que en este caso estimamos en un 18%, tomando en consideración que la Compañía mantendrá una política de eficiencia fiscal, reinvertiendo esos excedentes para conseguir deducciones fiscales por reinversión.
- Para determinar el valor de estos activos se ha utilizado la tasación que CATSA ha realizado en diciembre de 2007.

EPSA - Valor de los Activos Periféricos			
('000 €)	Calificación de suelo		
	Urbanizable	Suelo Industrial	Rústica
Poblaciones			
Centelles	5.423,9	1.616,0	472,4
Tona	3.727,0		
Sant Pau	1.543,1		45,5
Camprodón		744,5	4,0

Fuente: CATSA, Col.lectiu d'Arquitectes Taxadors, S.A.

8.- Conclusiones de la valoración del negocio de EPSA mediante el método de Descuentos de Flujos de Caja

- De la aplicación del método de Descuento de Flujos de Caja, el valor de los activos inmobiliarios y la tesorería/deuda neta se desprende que el Valor de las Acciones de EPSA se situaría en **29,674 millones de Euros**.

V.- VALOR DE LAS ACCIONES DE EYPESA

1.- Introducción

- Previo al análisis de las Proyecciones Financieras es necesario considerar los siguientes aspectos:
- El horizonte temporal de las proyecciones del periodo explícito es de 01/01/2008 a 31/12/2014 período que estimamos como suficiente para reflejar la realidad de la Compañía tras producirse la supresión en 2009 del sistema de tarifa integral.
- Se produce un cambio de fechas de inicio y cierre de ejercicio a partir del año 2008. Es decir, a cierre del ejercicio 2006/2007 (30/06/2007) se procede a la realización de un ejercicio de 6 meses (hasta el 31/12/2007) y a partir de dicha fecha los ejercicios futuros se adaptan al año natural.
- Tarifas de compra y de venta reguladas con la consiguiente incertidumbre sobre su evolución y por consiguiente en su Valoración.
- Una vez se produzcan los futuros cambios normativos, el modelo de negocio de la Compañía sufre una modificación significativa al variar completamente el marco de retribución de la actividad de la Compañía. A partir de 1 de enero de 2009, EYPESA dejará de ser una empresa distribuidora y comercializadora para pasar a ser una empresa únicamente distribuidora.
- A partir de la entrada en vigor de la nueva normativa, EYPESA obtendrá sus ingresos a través del reconocimiento de una retribución concreta la cual le vendrá dada por el regulador. Por lo tanto, y tras las conversaciones mantenidas con el equipo directivo de la Compañía, el nuevo modelo de retribución de EYPESA es el reconocimiento de un margen el cual se actualiza cada año en base a unos parámetros que se explican más adelante.
- Importantes inversiones anuales en Inmovilizado Material en el periodo 2007 – 2014 por un importe total de 38,49M€ y destinadas principalmente a extensión y renovación de la red así como en la puesta en funcionamiento de una nueva ER en Vic.

2.- Cuenta de Pérdidas y Ganancias histórica y proyectada

EYPESA - Evolución de la Cuenta de Resultados											
('000 Euros)	Hist. 2005 30/06	Hist. 2006 30/06	Hist. 2007 30/06	Proy. 2007E 31/12	Proy. 2008E 31/12	Proy. 2009E 31/12	Proy. 2010E 31/12	Proy. 2011E 31/12	Proy. 2012E 31/12	Proy. 2013E 31/12	Proy. 2014E 31/12
Ventas Netas	29.735	33.263	35.832	17.681	37.319	0	0	0	0	0	0
Trabajos para el inmovilizado	306	305	382	188	397	0	0	0	0	0	0
Otros ingresos de explotación	42	73	105	52	109	0	0	0	0	0	0
Total Ventas	30.082	33.641	36.318	17.921	37.826	0	0	0	0	0	0
% Variación		11,8%	8,0%	6,5%	4,2%						
Aprovisionamientos	(14.179)	(16.428)	(17.846)	(7.963)	(16.962)	0	0	0	0	0	0
Margen bruto	15.903	17.213	18.472	9.957	20.864	19.279	19.761	20.255	20.761	21.280	21.812
%s/Ventas Netas/ % Variación	52,9%	51,2%	50,9%	55,6%	55,9%	-7,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Gastos Personal	(3.352)	(3.950)	(3.982)	(2.024)	(4.190)	(4.337)	(4.489)	(4.646)	(4.808)	(4.977)	(5.151)
Variación de provisiones	(28)	(21)	(119)	(59)	(124)	0	0	0	0	0	0
Otros gastos de explotación	(4.042)	(4.242)	(4.777)	(1.708)	(3.605)	(3.677)	(3.751)	(3.826)	(3.902)	(3.980)	(4.060)
EBITDA	8.480	9.000	9.595	6.166	12.945	11.265	11.522	11.784	12.051	12.324	12.602
% Total Ventas	28,2%	26,8%	26,4%	34,4%	34,2%						
Dotación amortización inmovilizado	(2.858)	(3.068)	(3.283)	(1.498)	(3.166)	(3.341)	(3.511)	(3.657)	(3.801)	(3.958)	(4.128)
EBIT	5.622	5.932	6.312	4.668	9.779	7.924	8.010	8.127	8.250	8.366	8.474
% Total Ventas	18,7%	17,6%	17,4%	26,1%	25,9%						
Resultado financiero	(73)	(191)	(185)	(289)	(321)	(157)	0	188	379	578	766
Resultado ordinario	5.549	5.741	6.127	4.379	9.458	7.766	8.011	8.315	8.629	8.944	9.241
Resultados extraordinarios	389	(76)	484	128	242	292	342	389	432	475	518
BAI	5.939	5.664	6.611	4.507	9.700	8.059	8.352	8.704	9.062	9.419	9.759
Impuestos	(2.078)	(1.982)	(2.311)	(1.465)	(2.910)	(2.418)	(2.506)	(2.611)	(2.718)	(2.826)	(2.928)
Beneficio neto	3.861	3.683	4.300	3.042	6.790	5.641	5.847	6.093	6.343	6.594	6.831

3.- Balance de Situación histórico y proyectado

EYPESA - Evolución del Balance											
('000 Euros)	Hist. 2005	Hist. 2006	Hist. 2007	Proy. 2007E	Proy. 2008E	Proy. 2009E	Proy. 2010E	Proy. 2011E	Proy. 2012E	Proy. 2013E	Proy. 2014E
	30/06	30/06	30/06	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12
Inmovilizado Inmaterial Neto	4.326	4.189	3.945	3.833	3.610	3.386	3.162	2.937	2.717	2.502	2.287
Inmovilizado Material Neto	36.606	39.554	44.083	45.302	47.852	50.414	52.631	53.920	55.176	56.687	58.276
Inmovilizado financiero	79	192	219	219	219	219	219	219	219	219	219
Total Inmovilizado	41.011	43.935	48.246	49.354	51.681	54.019	56.012	57.075	58.111	59.408	60.782
Gastos a distribuir en varios ejercicios	429	457	463	321	219	142	85	44	18	8	2
Existencias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Clientes y cuentas a cobrar	6.382	6.960	7.446	7.454	7.876	8.035	8.236	8.442	8.653	8.869	9.091
Créditos a empresas del grupo			26								
Inversiones financieras temporales	413	90	164	500	500	2.544	5.596	9.803	14.457	19.758	25.738
Tesorería	974	1.090	1.146								
Activo Circulante	7.768	8.140	8.756	7.954	8.376	10.579	13.832	18.245	23.110	28.627	34.829
ACTIVO	49.208	52.531	57.466	57.629	60.276	64.740	69.929	75.364	81.240	88.042	95.613
Capital suscrito	18.169	18.169	18.169	18.169	18.169	18.169	18.169	18.169	18.169	18.169	18.169
Reserva de revalorización	7.158	7.158	7.158	7.158	7.158	7.158	7.158	7.158	7.158	7.158	7.158
Reserva legal	2.015	2.401	2.769	3.199	3.199	3.199	3.199	3.199	3.199	3.199	3.199
Rdos del ejercicio	3.861	3.683	4.300	6.913	13.702	19.343	25.190	31.283	37.626	44.219	51.051
Fondos Propios	31.202	31.410	32.396	35.439	42.228	47.869	53.716	59.809	66.152	72.745	79.577
Ingresos a distribuir en varios ejercicios	1.148	1.956	3.311	3.669	4.454	5.224	5.958	6.623	7.279	7.945	8.611
Otras deudas no comerciales	72	451	678	678	678	678	678	678	678	678	678
Pasivo a largo plazo no financiero	72	451	678	678	678	678	678	678	678	678	678
Deudas con entidades de credito LP	10.145	8.961	7.562	6.483	5.007	3.489	2.031	846	173	87	6
Deudas con entidades de credito CP	997	1.196	1.583	5.936	2.170	1.597	1.517	1.229	625	95	87
Deuda Financiera	11.142	10.156	9.144	12.418	7.177	5.086	3.548	2.075	798	182	92
Deudas con empresas del grupo	2.787	4.389	6.153	0	0	0	0	0	0	0	0
Acreeedores comerciales	1.562	2.481	3.563	3.233	3.426	3.511	3.599	3.689	3.781	3.876	3.973
Otras deudas no comerciales	1.294	1.688	2.220	2.191	2.313	2.370	2.430	2.490	2.553	2.616	2.682
Exigible a Corto No Financiero	5.644	8.558	11.936	5.425	5.738	5.882	6.029	6.180	6.334	6.492	6.655
PASIVO	49.208	52.531	57.466	57.629	60.276	64.740	69.929	75.364	81.240	88.042	95.613

4.- Hipótesis de Pérdidas y Ganancias

4.1.- Ventas

- Para la proyección de la partida de Ventas de Energía se ha realizado un análisis pormenorizado en cada uno de los 28 municipios a los que EYPESA distribuye energía eléctrica.
- En base a la evolución histórica de las partidas que se enumeran a continuación, se ha proyectado su evolución previsible:
 - Evolución del número de clientes dentro de cada una de las tarifas a las que EYPESA factura: proyección en función del promedio de los últimos 4 años.
 - Evolución de la potencia contratada por dichos cliente: estable al constatar que históricamente no se producen grandes variaciones del mismo.
 - Evolución de los Kw de energía consumida por dichos clientes: en función del promedio de los últimos 4 años corrigiéndose levemente a la baja cuando aparecían datos que pudieran distorsionar la proyección.

EYPESA - Evolución de las Ventas

('000 €)	Hist.	Hist.	Hist.	Proy.	Proy.
	2005 30/06	2006 30/06	2007 30/06	2007E 31/12	2008E 31/12
Ventas Netas		33.263	35.832	17.681	37.319
I. Ventas Energía	27.166	30.538	33.838	16.654	35.168
Crecimiento anual		12,4%	10,8%	-	2,6%
<u>Mercado Regulado</u>					
Número de Clientes			53.938	53.938	54.977
kW Potencia Contratada (Kw)			338.427	338.427	337.999
Kw energía comercializada (KWh)			332.497.000	150.902.843	312.693.550
Ventas Brutas a tarifa a consumidores			33.776.338	16.653.683	35.168.364
II. Prestaciones de servicios	2.210	2.042	1.817	894	1.889
Facturación diversa eléctrica (Alquiler contadores,....)	1.444	1.414	1.325	652	1.377
% Ventas Brutas	5,3%	4,6%	3,9%	3,9%	3,9%
Facturación fábricas EPSA	61	63	96	47	100
% Ventas Brutas	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%
<u>Mercado Libre</u>					
Facturación acceso a terceros (Peajes)	231	258	286	141	297
% Ventas Brutas	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Facturación peajes a Mercator	475	307	110	54	114
% Ventas Brutas	1,7%	1,0%	0,3%	0,3%	0,3%
III. Compens y liquidac interemp	358	683	177	133	262
Trabajos efectuados para el inmovilizado	306	305	382	188	397
% Ventas Netas	1,0%	0,9%	1,1%	1,1%	1,1%
Otros ingresos de explotación	42	73	105	52	109
% Ventas Netas	0,1%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%

- **Aprovisionamientos**

El análisis de aprovisionamientos tiene vigencia mientras se mantiene el marco retributivo actual. Es decir, hasta 2008 inclusive.

Las tarifas vienen determinadas hasta 2008 inclusive por el Real Decreto de final de año por el que se fija la tarifa del próximo año.

EYPESA adquiere energía tanto a Tarifa Distribuidor (D1 y D4) como a Régimen Especial:

- La energía que adquiere a Tarifa Distribuidor es energía adquirida a tarifa D4 principalmente
- La energía que adquiere a Régimen Especial procedente en parte de energía suministrada por su matriz EPSA supone menos de un 4% del total de KW adquiridos. Mencionar también que existen otras compras en régimen especial a productores no vinculados cuyo volumen es residual.
- Dado que el Régimen Especial tiene tarifas sensiblemente superiores a las tarifas de compra de distribuidor, se produce una compensación por parte de la CNE consistente en abonar la diferencia entre el precio pagado a Régimen Especial y el equivalente al mix promedio de tarifa D1 y D4

EYPESA - Evolución de los Aprovisionamientos

('000 €)	Hist. 2005 30/06	Hist. 2006 30/06	Hist. 2007 30/06	Proy. 2007E 31/12	Proy. 2008E 31/12
Aprovisionamientos	(14.179)	(16.428)	(17.846)	(7.963)	(16.962)
% Ventas Netas	48%	49%	50%	45%	45%
Compras de energía	14.085	16.428	17.846	7.963	16.962
Ajuste para cuadro con Memoria	964	2.103			
KW Comprados Totales	363.112	372.672	363.416	161.332	334.038
kW Comercializados por EYPESA			347.877	154.434	319.755
Pérdidas del Sistema			4,5%	4,5%	4,5%
KW Comprados a Tarifa D4	337.418	352.043	347.770	154.386	319.657
% KW Comprados Tarifa D4	92,9%	94,5%	95,7%	95,7%	95,7%
KW Comprados a Tarifa D1	6.408	6.162	6.211	2.757	5.709
% KW Comprados Tarifa D1	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
KW Comprados Regimen Especial	19.286	14.467	9.435	4.189	8.673
% KW Comprados Regimen Especial	5,3%	3,9%	2,6%	2,6%	2,6%
Compras de Energía a Tarifa D4 & D1	13.633	17.302	17.099	7.632	16.276
Tarifa D4					
Tarifa Tp (€/ kW mes)	1,961011	2,217802	2,217802	2,229778	2,252076
Tarifa Te(€/ kWh)	0,041687	0,047146	0,047146	0,047401	0,048823
Tarifa D1					
Tarifa Tp (€/ kW mes)	2,201268	2,489520	2,489520	2,502963	2,527993
Tarifa Te(€/ kWh)	0,046557	0,052654	0,052654	0,052938	0,054526
Importe Total (Tp + Te)	15.813	18.022	17.810	7.949	16.953
Importe Te D4	14.066	16.597	16.396	7.318	15.607
Importe Te D1	298	324	327	146	311
Importe Tp (D4 + D1)	1.448	1.100	1.087	485	1.035
% Importe Tp D4 + D1 s/ (Importe Te D4 + Importe Te D	10,1%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Descuentos Cualificados (€)	(2.180)	(720)	(712)	(318)	(677)
% Descuentos s/ Importe Total (Tp + Te)	13,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Regimen Especial	1.415	1.229	747	332	687
Importe Compra a EPSA	1.414	1.222	741	329	681
KW comprados EPSA ('000 kW)	19.262	14.390	9.358	4.154	8.602
% KW comprados a EPSA / KW Comprados Regimen E	99,9%	99,5%	99,2%	99,2%	99,2%
Precio de Compra promedio EPSA (€/ kWh)	0,0734	0,0850	0,0792	0,079170	0,079170
Importe Compra Resto Empresas (Fotovoltaica)	2	6	6	2,72225	5,63642
KW comprados resto (Fotovoltaica) ('000 kW)	24	77	77	34	71
% KW comprados Resto / KW Comprados Regimen Esp	0,1%	0,5%	0,8%	0,8%	0,8%
Precio de Compra Resto (€/ kWh)	0,0790	0,0795	0,0795	0,079461	0,079461
Compensación por compras Régimen Especial	358	683	177	133	262
kW adquiridos a Reg. Esp.	19.286	14.467	9.435	4.189	8.673
Precio promedio de compra (€/ kW h)	0,073394	0,084923	0,079172	0,0791724	0,0791724
Mix promedio de tarifa D4 y D1 (Sólo Te)	0,041778	0,047241	0,047243	0,0474982	0,0489231
Diferencia	0,031617	0,037683	0,031930	0,031674	0,030249
Compensación estimada	610	545	301	133	262
Ajustes	(251)	103	(124)		
Compensación por compras Régimen Especial	358	648	177		

• **Margen Bruto (2009 en adelante)**

En tanto la entrada en vigor del nuevo marco regulatorio no se producirá previsiblemente hasta inicio de 2009, el margen bruto en el periodo 2005 – 2008 viene determinado por la diferencia entre sus Ingresos y sus Costes de Aprovisionamiento. Dicho margen se sitúa en niveles al 50% - 56% para ese período.

A partir de 1 de enero de 2009 y tras la entrada en vigor del nuevo marco regulatorio EYPESA dispondrá de un nuevo esquema retributivo consistente en un montante reconocido equivalente al margen bruto 2006 y actualizado según la siguiente fórmula:

- **Din = Din-1 * (1 + (IPC-1) / 100) * (1 + (ΔD * Fe))** donde,
- **Din** es la retribución de la actividad de distribución y comercialización a tarifa en el año n
- **Din-1** es la retribución de la actividad de distribución y comercialización a tarifa en el año n-1
- **IPC** es la variación del índice de precios al consumo en el año para el que se determinan las liquidaciones
- **ΔD** es la variación de la demanda entre años a nivel nacional
- **Fe** es el factor de eficiencia utilizado en la determinación del coste de distribución acreditado en la tarifa

De la fórmula de actualización anterior se desprende una actualización del Margen de EYPESA que se prevé se situará en torno al 2,5% anual.

La entrada en vigor del nuevo esquema retributivo conlleva una variación en la actividad de EYPESA que pasará de ser distribuidor y comercializador a distribuidor y sólo comercializador de último recurso.

Evolución del Margen Bruto											
('000 Euros)	Hist. 2005	Hist. 2006	Hist. 2007	Proy. 2007E	Proy. 2008E	Proy. 2009E	Proy. 2010E	Proy. 2011E	Proy. 2012E	Proy. 2013E	Proy. 2014E
	30/06	30/06	30/06	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12
Ventas Netas	29.735	33.263	35.832	17.681	37.319	0	0	0	0	0	0
Trabajos para el inmovilizado	306	305	382	188	397	0	0	0	0	0	0
Otros ingresos de explotación	42	73	105	52	109	0	0	0	0	0	0
Total Ventas	30.082	33.641	36.318	17.921	37.826	0	0	0	0	0	0
% Variación		11,8%	8,0%	6,5%	4,2%						
Aprovisionamientos	(14.179)	(16.428)	(17.846)	(7.963)	(16.962)	0	0	0	0	0	0
Margen bruto	15.903	17.213	18.472	9.957	20.864	19.279	19.761	20.255	20.761	21.280	21.812
%s/Ventas Netas/ % Variación	52,9%	51,2%	50,9%	55,6%	55,9%	-7,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

• **Gastos de Personal**

La evolución de la partida de gastos de personal está ligada a la evolución del negocio. Es decir, la evolución de la partida de sueldos y salarios de los empleados se incrementa a razón de un 3,5% anual y en cuanto al incremento de personal de las diferentes áreas de actividad no se consideran nuevas incorporaciones.

EYPESA - Evolución de Gastos de Personal											
Gastos Personal	3.352	3.950	3.982	2.024	4.190	4.337	4.489	4.646	4.808	4.977	5.151
Gasto Personal Directivos	190	196	199	100	206	213	221	228	236	245	253
Nº medio empleados	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Incremento medio de plantilla				0	0	0	0	0	0	0	0
Sueldos y Salarios	158	163	166	83	172	178	184	191	197	204	211
Seg. Social	32	33	33	16	34	35	37	38	39	40	42
Seg. Social S/ S y S	20,4%	20,2%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%
Sueldo Medio x empleado	53	54	54	55	57	59	61	64	66	68	70
Incremento Sueldo				1,8%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Gasto Personal Administrativo y Técnico	2.035	2.301	2.374	1.208	2.500	2.588	2.678	2.772	2.869	2.969	3.073
Nº medio empl. Administrativo y Técnico	54	53	61	61	61	61	61	61	61	61	61
Incremento medio de plantilla				0	0	0	0	0	0	0	0
Sueldos y Salarios	1.546	1.781	1.832	932	1.930	1.997	2.067	2.140	2.214	2.292	2.372
Seg. Social	489	520	542	276	570	590	611	632	654	677	701
Seg. Social S/ S y S	31,6%	29,2%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%
Sueldo Medio x empleado	29	34	30	31	32	33	34	35	36	38	39
Incremento Sueldo				1,8%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Gasto Personal Operario	1.055	1.070	1.147	583	1.208	1.250	1.294	1.339	1.386	1.434	1.485
Nº medio empl. Operarios	27	28	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Incremento medio de plantilla				0	0	0	0	0	0	0	0
Sueldos y Salarios	784	802	859	437	905	936	969	1.003	1.038	1.075	1.112
Seg. Social	271	269	288	146	303	314	325	336	348	360	372
Seg. Social S/ S y S	34,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%
Sueldo Medio x empleado	29	29	29	29	30	31	32	33	35	36	37
Incremento Sueldo				1,8%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Otros gastos sociales	72	382	263	133	276	286	296	306	317	328	340
% Gastos de Personal	2,2%	10,7%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Check Total Ventas por empleado	358	400	386	191	402	0	0	0	0	0	0

- Impuestos

Para el cálculo del impuesto se reduce el tipo impositivo a partir del año 2008 para adaptarlo al nuevo tipo regulado.

Evolución de Impuestos											
('000 €)	Hist. 2005	Hist. 2006	Hist. 2007	Proy. 2007E	Proy. 2008E	Proy. 2009E	Proy. 2010E	Proy. 2011E	Proy. 2012E	Proy. 2013E	Proy. 2014E
	30/06	30/06	30/06	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12
Tasa impositiva S/BAI	35,0%	35,0%	35,0%	32,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Impuestos	(2.078)	(1.982)	(2.311)	(1.465)	(2.910)	(2.418)	(2.506)	(2.611)	(2.718)	(2.826)	(2.928)
Beneficio neto	3.861	3.683	4.300	3.042	6.790	5.641	5.847	6.093	6.343	6.594	6.831
% Total Ventas	12,8%	10,9%	11,8%	17,0%	17,9%						

5.- Hipótesis de Balance de Situación

• Inmovilizado Inmaterial

En el inmovilizado inmaterial no se consideran inversiones relevantes para estas partidas y los activos se amortizan linealmente en función de la vida útil de cada uno de los mismos.

Es necesario apuntar que para la proyección de los arrendamientos financieros, al cese de dichos arrendamientos no se incorpora el activo por el bruto y por la amortización correspondiente a la partida correspondiente del inmovilizado material. La no reclasificación de estas partidas de activo no tiene ningún impacto sobre la valoración y por ello hemos optado por dejarlo en el subgrupo en el que se incorpora a la sociedad.

EYPESA - Evolución Inmovilizado Inmaterial											
('000 €)	Hist. 2005	Hist. 2006	Hist. 2007	Proy. 2007E	Proy. 2008E	Proy. 2009E	Proy. 2010E	Proy. 2011E	Proy. 2012E	Proy. 2013E	Proy. 2014E
	30/06	30/06	30/06	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12
Concesiones, derechos, proyectos											
Bruto	360	391	395	400	410	421	432	443	455	467	480
Inversiones		30	4	5	10	11	11	11	12	12	13
Amortización Acumulada	(42)	(55)	(70)	(80)	(100)	(121)	(143)	(165)	(188)	(211)	(235)
Dotac. Amortización		(13)	(15)	(10)	(20)	(21)	(22)	(22)	(23)	(23)	(24)
Neto		336	325	320	310	300	289	278	267	256	245
Aplicaciones informáticas											
Bruto	529	736	841	941	1.148	1.362	1.584	1.813	2.051	2.297	2.551
Inversiones		207	105	100	207	214	222	230	238	246	254
Amortización Acumulada	(238)	(408)	(611)	(716)	(933)	(1.157)	(1.390)	(1.630)	(1.879)	(2.137)	(2.403)
Dotac. Amortización		(170)	(203)	(105)	(217)	(225)	(232)	(241)	(249)	(258)	(267)
Neto		328	230	225	215	205	194	183	172	160	148
Arrendamiento Financiero (Estac. Transformadora)											
Bruto	3.871	3.871	3.871	3.871	3.871	3.871	3.871	3.871	3.871	3.871	3.871
Inversiones		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortización Acumulada		(345)	(537)	(633)	(825)	(1.017)	(1.209)	(1.401)	(1.593)	(1.785)	(1.977)
Dotac. Amortización		(192)	(192)	(96)	(192)	(192)	(192)	(192)	(192)	(192)	(192)
Neto		3.526	3.334	3.238	3.046	2.854	2.662	2.470	2.278	2.086	1.894
Arrendamiento Financiero (Julio 2007)											
Bruto			56	56	56	56	56	56	56	56	56
Inversiones			56								
Amortización Acumulada				(6)	(17)	(28)	(39)	(50)	(56)	(56)	(56)
Dotac. Amortización				(6)	(11)	(11)	(11)	(11)	(6)		
Neto			56	50	39	28	17	6	0	0	0
I.I. Bruto	4.761	4.998	5.162	5.267	5.485	5.710	5.943	6.184	6.433	6.691	6.958
Amortización Acumulada		(808)	(1.218)	(1.434)	(1.875)	(2.324)	(2.781)	(3.247)	(3.716)	(4.189)	(4.672)
Dotación a la Amortización		(375)	(409)	(216)	(441)	(449)	(457)	(466)	(469)	(473)	(483)
I.I. Neto		4.189	3.945	3.833	3.610	3.386	3.162	2.937	2.717	2.502	2.287

• **Inmovilizado Material**

El equipo directivo de EYPESA ha desarrollado un ambicioso plan de inversiones que afectan principalmente a la partida de “Instalaciones Técnicas de Energía Eléctrica”. Se contemplan inversiones en este capítulo para el periodo 2007–2014 por importe de 38,49 millones de € de entre las cuales la partida de inversiones en expansión y mantenimiento de red son muy significativas así como la de cambios de tensión de las líneas para incrementar la potencia a 20KV.

También se han contemplado nuevas inversiones en las partidas de “Terrenos y Construcciones” así como en “Otras instalaciones y Utillaje y Mobiliario” Los activos se amortizan linealmente en función de la vida útil de cada uno de los mismos.

EYPESA -Evolución Inmovilizado Material											
('000 €)	Hist. 2005 30/06	Hist. 2006 30/06	Hist. 2007 30/06	Proy. 2007E 31/12	Proy. 2008E 31/12	Proy. 2009E 31/12	Proy. 2010E 31/12	Proy. 2011E 31/12	Proy. 2012E 31/12	Proy. 2013E 31/12	Proy. 2014E 31/12
Terrenos y Construcciones											
Bruto	2.931	3.288	3.282	3.282	3.282	3.282	3.282	3.282	3.282	3.282	3.282
Inversiones											
Amortización Acumulada	(611)	(690)	(787)	(836)	(936)	(1.040)	(1.148)	(1.259)	(1.375)	(1.494)	(1.618)
Dotac. Amortización		(79)	(97)	(49)	(101)	(104)	(108)	(111)	(115)	(119)	(124)
Neto		2.598	2.494	2.446	2.345	2.241	2.134	2.022	1.907	1.787	1.664
Instalaciones técnicas de energía eléctrica											
Bruto	67.255	71.238	76.914	79.315	84.383	89.623	94.673	98.923	103.273	108.023	113.003
Inversiones		3.984	5.675	2.401	5.068	5.240	5.050	4.250	4.350	4.750	4.980
Amortización Acumulada	(35.140)	(37.453)	(39.899)	(41.122)	(43.725)	(46.490)	(49.410)	(52.461)	(55.647)	(58.979)	(62.465)
Dotac. Amortización		(2.312)	(2.447)	(1.223)	(2.603)	(2.764)	(2.920)	(3.051)	(3.186)	(3.332)	(3.486)
Neto		33.786	37.015	38.192	40.658	43.133	45.263	46.461	47.626	49.044	50.538
Bruto Instalac. Eléctricas en curso activadas				197	374	337	303	273	245	221	199
Activaciones (% Inmov. Eléctrico en curso)				10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Bruto Instalac. Eléctricas en curso activadas Acumulado				197	571	908	1.211	1.484	1.729	1.950	2.149
Bruto Total	67.255	71.238	76.914	79.512	84.954	90.531	95.884	100.407	105.002	109.973	115.152
Otras instalaciones, utillaje, mobiliario											
Bruto	1.490	1.616	1.899	1.999	2.206	2.420	2.642	2.872	3.109	3.355	3.610
Inversiones		127	283	100	207	214	222	230	238	246	254
Amortización Acumulada	(1.165)	(1.245)	(1.264)	(1.274)	(1.296)	(1.320)	(1.346)	(1.374)	(1.405)	(1.438)	(1.474)
Dotac. Amortización		(80)	(19)	(10)	(22)	(24)	(26)	(28)	(31)	(33)	(36)
Neto		371	635	725	910	1.101	1.296	1.497	1.704	1.917	2.136
Instalaciones eléctricas en curso											
Bruto Inicial	1.619	2.494	3.939	3.939	3.742	3.368	3.031	2.728	2.455	2.209	1.989
Activaciones				197	374	337	303	273	245	221	199
Bruto Final			3.939	3.742	3.368	3.031	2.728	2.455	2.209	1.989	1.790
Anticipos y otros inmovilizados en curso											
Anticipos y otros inmovilizados en curso	227	305	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I.M. Bruto	73.522	78.941	86.033	88.534	93.809	99.264	104.535	109.015	113.602	118.598	123.833
Amortización Acumulada	(36.916)	(39.388)	(41.950)	(2.110)	(2.232)	(2.360)	(2.494)	(2.634)	(2.780)	(2.932)	(3.092)
Dotación a la Amortización		(2.472)	(2.562)	(1.282)	(2.725)	(2.892)	(3.054)	(3.191)	(3.332)	(3.485)	(3.645)
I.M. Neto	36.606	39.554	44.083	86.425	91.577	96.903	102.041	106.381	110.822	115.666	120.741

A continuación se presenta el plan de inversiones para el periodo de proyección de la partida de "Instalaciones Técnicas de Energía Eléctrica" desglosado por concepto para el periodo 2007-2014:

EYPESA -Inversión en Instalaciones Eléctricas

	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	TOTAL
Inversión por crecimiento y reformas de la red	1.500	2.500	2.700	2.840	3.020	3.200	3.580	3.800	23.140
ER Vic.	0	1.000	0	1.000	0	0	0	0	2.000
Granollers cambio tensión de Media Tensión a 20 kV	350	350	350	500	500	500	500	500	3.550
Reforma línea Sant Pere - Sant Pau 40 kV.	0	0	200	200	200	200	200	200	1.200
Inversión ordinaria adecuaciones Estaciones Transformadoras	120	125	130	135	140	145	150	155	1.100
Cambio 20 kV Sant Pere.	0	70	1.000	0	0	0	0	0	1.070
Inversió canvi a zona rural de convencional a trenat BT.	60	65	70	75	80	85	90	95	620
Nueva ER Dolcet.	0	300	300	0	0	0	0	0	600
Inversión medio ambiente zonas urbanes soterramiento líneas BT convenio	70	70	70	70	70	70	70	70	560
Plan de tala y poda de arbolado	485	0	0	0	0	0	0	0	485
Pla detecció de defectos, informatització de telecontrol red ET.	30	30	40	40	50	50	60	60	360
Balenya cambio tensión MT a 20 kV.	100	100	100	0	0	0	0	0	300
Reforma ER Xena.	0	300	0	0	0	0	0	0	300
Cambio tensión Tona a 20 kV .	0	0	0	0	0	100	100	100	300
E+S ER Santa Eulàlia 40 kV.	0	0	0	150	150	0	0	0	300
Soterramiento integral red eléctrica de MT y BT a TM de Seva (Sector el Muntanyà).	256	0	0	0	0	0	0	0	256
Soterramiento red MT+ BT por cambio a de 5 a 20 kV a TM de Granollers.	256	0	0	0	0	0	0	0	256
Soterramiento integral de xarxa de BT i Mt a TM de Canovelles.	250	0	0	0	0	0	0	0	250
Soterramiento de línea 2x40 kV + 20 kV a TM en Sta. Eulàlia de Ronçana.	244	0	0	0	0	0	0	0	244
Seva - Muntanyà cambio tensión MT a 20 kV.	70	70	70	0	0	0	0	0	210
Instalación de seccionadores SF6 en zona rural en término municipal del	199	0	0	0	0	0	0	0	199
Control de tensió, compensació reactiva en Granollers.	173	0	0	0	0	0	0	0	173
Reforma de apoyos y cambio de conductores en zona rural en TM del Brull.	158	0	0	0	0	0	0	0	158
Nueva línea enlace Estaciones Transformadoras i soterramiento BT	132	0	0	0	0	0	0	0	132
Línea Bracons - El Feu.	0	0	40	40	40	0	0	0	120
Reforma Punsic + Línea .	60	60	0	0	0	0	0	0	120
Reforma Pujolà.	0	0	110	0	0	0	0	0	110
Cambios de 5 a 20 kV enlace ET Quartel - E Llistruella a TM de Granollers.	71	0	0	0	0	0	0	0	71
Mejora red MT en zona rural, cambios 3 kV a 20 kV a TM de Sant Pau.	70	0	0	0	0	0	0	0	70
2º transformador ER Taradell.	0	0	60	0	0	0	0	0	60
Mejora de red MT en zona rural dentro del TM d'Aiguafreda.	60	0	0	0	0	0	0	0	60
Mejora red de distribución MT en zona rural Vidrà.	59	0	0	0	0	0	0	0	59
Cambio 20 kV Sant Pau.	30	0	0	0	0	0	0	0	30
Interruptor Vidrà - Vallfogona.	0	28	0	0	0	0	0	0	28
TOTAL INVERSIÓN ANUAL	4.802	5.068	5.240	5.050	4.250	4.350	4.750	4.980	38.490

• Fondo de Maniobra

El análisis del Fondo de Maniobra contempla las variaciones en partidas de activo y pasivo circulante.

Dentro del Activo Circulante la partida más relevante es la de Clientes por ventas y prestaciones de servicio. Dicha partida se proyecta en base al periodo medio de cobro de clientes histórico y se mantiene. A partir de la entrada en vigor del nuevo marco retributivo, se incrementa el importe de esta partida en base a un 2,5% anual.

Por el lado del Pasivo Circulante, la partida más significativa es la de Acreedores Comerciales. La proyección de la misma se realiza en base al periodo medio de pago a proveedores que es de 55 días. A partir de 2009 se incrementa el importe de la misma en base a un 2,5% anual. El resto de partidas del Pasivo Circulante se proyectan en base al dato histórico de % sobre el total de ventas y se mantiene a futuro.

EYPESA -Evolución Fondo de Maniobra

('000 €)	Hist. 2005	Hist. 2006	Hist. 2007	Proy. 2007E	Proy. 2008E	Proy. 2009E	Proy. 2010E	Proy. 2011E	Proy. 2012E	Proy. 2013E	Proy. 2014E
	30/06	30/06	30/06	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12
Activo circulante											
<u>Existencias</u>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Días de Existencias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<u>Clientes y cuentas a cobrar</u>	6.382	6.960	7.446	7.454	7.876	8.035	8.236	8.442	8.653	8.869	9.091
Clientes por ventas y prestaciones de servicio	6.138	6.820	7.007	7.011	7.399	7.584	7.774	7.968	8.167	8.371	8.581
Días de Clientes/Incremento n/n-1		74	70	141	70	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025
Empresas del grupo, deudores	54	22	9	9	37	0	0	0	0	0	0
% Total Ventas	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
Deudores varios	122	51	0	0	0	0	0	0	0	0	0
% Total Ventas/incremento n/n-1	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025
Personal	62	67	35	35	37	38	39	40	40	42	43
% Total Ventas/incremento n/n-1	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%	0,1%	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025
Administraciones Públicas	6	1	395	399	404	414	424	435	446	457	468
% Total Ventas/incremento n/n-1	0,0%	0,0%	1,1%	1,1%	1,1%	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025
Pasivo Circulante											
<u>Deudas con empresas del grupo</u>	2.787	4.389	6.153	0	0	0	0	0	0	0	0
% Total Ventas	9,3%	13,0%	16,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<u>Acreedores comerciales</u>	1.562	2.481	3.563	3.233	3.426	3.511	3.599	3.689	3.781	3.876	3.973
Anticipos recibidos por pedidos	42	10	414	423	433	444	455	466	478	490	502
% Total Ventas	0,1%	0,0%	1,1%	2,3%	2,3%	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025
Deudas por compras o prestaciones de servicios	1.520	2.472	3.149	2.810	2.993	3.068	3.144	3.223	3.303	3.386	3.471
Días de Compras	39	55	64	129	64	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025
<u>Otras deudas no comerciales</u>	1.220	1.688	2.220	2.191	2.313	2.370	2.430	2.490	2.553	2.616	2.682
Administraciones públicas	752	832	999	985	1.040	1.066	1.093	1.120	1.148	1.177	1.206
% Total Ventas	2,5%	2,5%	2,7%	5,5%	2,7%	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025
Otras deudas	348	661	1.014	1.001	1.056	1.083	1.110	1.137	1.166	1.195	1.225
% Total Ventas	1,2%	2,0%	2,8%	5,6%	2,8%	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025
Remuneraciones pendientes de pago	128	137	154	152	161	165	169	173	177	182	186
% Total Ventas	0,4%	0,4%	0,4%	0,8%	0,4%	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025
Fianzas y depósitos recibidos a corto plazo	67	57	54	53	56	57	59	60	62	63	65
% Total Ventas	0,2%	0,2%	0,1%	0,3%	0,1%	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025
FONDO DE MANIOBRA	738	(1.598)	(4.490)	2.029	2.138	2.154	2.207	2.263	2.319	2.377	2.436

• Fondos Propios

Tal y como se ha comentado con anterioridad, para la realización de la valoración, los dividendos que históricamente EYPESA distribuía a su matriz se interrumpen y permanecen en EYPESA.

EYPESA -Evolución Fondos Propios											
('000 €)	Hist. 2005	Hist. 2006	Hist. 2007	Proy. 2007E	Proy. 2008E	Proy. 2009E	Proy. 2010E	Proy. 2011E	Proy. 2012E	Proy. 2013E	Proy. 2014E
	30/06	30/06	30/06	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12
Fondos Propios	31.202	31.410	32.396	35.439	42.228	47.869	53.716	59.809	66.152	72.745	79.577
Capital suscrito	18.169	18.169	18.169	18.169	18.169	18.169	18.169	18.169	18.169	18.169	18.169
Reservas de revalorización	7.158	7.158	7.158	7.158	7.158	7.158	7.158	7.158	7.158	7.158	7.158
Reserva legal	2.015	2.401	2.769	3.199	3.199	3.199	3.199	3.199	3.199	3.199	3.199
Resultado N-1				430	0	0	0	0	0	0	0
Reserva legal				10,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rdos del ejercicio	3.861	3.683	4.300	6.913	13.702	19.343	25.190	31.283	37.626	44.219	51.051
Resultado Ejercicio (N)				3.042	6.790	5.641	5.847	6.093	6.343	6.594	6.831
Distribución Resultado Ejercicio N-1 (Reserva legal)				-430	0	0	0	0	0	0	0
Dividendos				0	0	0	0	0	0	0	0
Pay-out (%)				0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

• Deuda / Caja Financiera

Actualmente EYPESA dispone de 2 contratos de arrendamiento financiero con BBVA y Caixa Catalunya por importe de 3.052.186 euros y 818.956 euros respectivamente. También dispone de una póliza de arrendamiento financiero por 55.912 euros recientemente suscrita. Asimismo, EYPESA dispone de préstamos firmados con BBVA, "la Caixa" y Caixa Manlleu por importe de 2.400.000 euros, 2.500.000 euros y 2.500.000 euros respectivamente. El resumen del vencimiento de las deudas históricas así como del importe de las mismas se muestra en la tabla inferior.

Debido a los importantes márgenes de negocio de la actividad de EYPESA, a futuro la situación financiera de la Compañía presenta una clara posición de caja neta.

EYPESA -Evolución Deuda Financiera											
('000 €)	Hist. 2005	Hist. 2006	Hist. 2007	Proy. 2007E	Proy. 2008E	Proy. 2009E	Proy. 2010E	Proy. 2011E	Proy. 2012E	Proy. 2013E	Proy. 2014E
	30/06	30/06	30/06	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12
DEUDA FINANCIERA NETA											
Var. Deuda Neta a Corto				4.366	(3.777)	(2.633)	(5.096)	(9.303)	(13.957)	(19.258)	(25.238)
Var. DEUDA FIN.				4.366	(3.777)	(590)	0	0	0	0	0
Var.TESOR + IFT				(810)	0	2.044	3.052	4.207	4.654	5.300	5.980
Póliza de Crédito a corto		0	0	4.366	590	0	0	0	0	0	0
Deuda Financiera a LP											
Deudas a l.p. con entidades de credito	6.603	5.807	4.774	4.385	3.300	2.190	1.157	409	0	0	0
Acreedores por arrendamiento financiero	3.542	3.154	2.787	2.098	1.707	1.299	874	437	173	87	6
Total	10.145	8.961	7.562	6.483	5.007	3.489	2.031	846	173	87	6
Variación		-1.184	-1.399	-1.079	-1.476	-1.518	-1.458	-1.185	-674	-86	-81
Deuda Financiera a CP											
Deudas a c.p. con entidades de credito	558	694	1.047	1.061	1.086	1.112	1.035	751	348	0	0
Acreedores por arrendamiento financiero	439	502	536	508	494	485	482	478	277	95	87
Total	997	1.196	1.583	1.569	1.580	1.597	1.517	1.229	625	95	87
Variación		198	387	-13	11	17	-81	-288	-604	-530	-9
Tesorería e IFT											
Créditos a empresas del grupo			26								
Cartera de valores a corto plazo	307	0	0								
Otros creditos	163	143	121								
Depositos y fianzas constituidos a corto plazo	97	87	138								
Provisiones	(155)	(139)	(121)								
Inversiones financieras temporales	413	90	164								
Tesorería	974	1.090	1.146								
Tesorería e IFT	1.386	1.180	1.310	500	500	2.544	5.596	9.803	14.457	19.758	25.738
Variación		-206	130	-810	0	2.044	3.052	4.207	4.654	5.300	5.980
Caja Mínima				500	500	500	500	500	500	500	500
Resultado Financiero				-289	-321	-157	0	188	379	578	766
Gastos financieros préstamos a l.p.				117	201	156	111	64	29	4	0
Gastos financieros ardto financiero				60	103	77	57	41	25	11	6
Gastos financieros Necesidad de Financiación				120	32	0	0	0	0	0	0
Ingresos Financieros Tesorería e IFTs				8	15	76	168	294	434	593	772
Interés s/ Necesidad de Financiación				2,8%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Interés s/ Ingresos Financieros				1,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

6.- Cálculo de la tasa de descuento - WACC

Tasa de descuento calculada en base a la teoría explicada en el capítulo de Metodología de Valoración.

EYPESA - Cálculo de la tasa de descuento		
Tasa de descuento Diciembre 2007		Observaciones
Coste del Capital	10,25%	
Bono a 10 años	4,27%	Bloomberg Diciembre
Prima de Mercado España	7,64%	Bloomberg Diciembre
Beta desapalancada comparables España	0,64	Bloomberg Diciembre
Beta apalancada comparables España	0,78	Bloomberg y fórmula según Damodaran
Coste de la Deuda	5,023%	
Escudo fiscal	30,0%	
Ponderación de la Deuda / Equity	32%	Comparables España
WACC	8,61%	

7.- Flujos de Caja Libres y Valor del Negocio

El cálculo de los Flujos de Caja Libres se realiza siguiendo la teoría explicada en el capítulo de Metodología de Valoración.

Para el cálculo del Valor Empresa se han descontado los flujos de caja según el WACC correspondiente y para el cálculo del Valor de las Acciones se ha tenido en cuenta la Deuda Neta.

EYPESA -Flujos de Caja Libre de 31/12/2007 en adelante											
I. Flujos de Caja Libres	Hist. 2006	Hist. 2007	Proy. 2007E	Proy. 2008E	Proy. 2009E	Proy. 2010E	Proy. 2011E	Proy. 2012E	Proy. 2013E	Proy. 2014E	Residual
	30/06	30/06	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12	31/12
Ebit	5.932	6.312	4.668	9.779	7.924	8.010	8.127	8.250	8.366	8.474	9.006
tasa impositiva	35%	35%	32,5%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Impuestos sobre EBIT	2.076	(2.209)	(1.517)	(2.934)	(2.377)	(2.403)	(2.438)	(2.475)	(2.510)	(2.542)	(2.702)
Amortizaciones	3.068	3.283	1.498	3.166	3.341	3.511	3.657	3.801	3.958	4.128	3.652
Inversiones (Inmov. Mat. e Inmat.)	(5.657)	(7.256)	(2.606)	(5.492)	(5.679)	(5.505)	(4.720)	(4.837)	(5.254)	(5.502)	(5.284)
Variación Inmov. Financ.	(27)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aumentos Fondo de Maniobra	2.336	2.892	(6.519)	(109)	(16)	(54)	(55)	(57)	(58)	(59)	(61)
Flujo de Caja Libre	3.575	3.021	(4.476)	4.410	3.193	3.560	4.570	4.682	4.502	4.498	4.611
											75.410

EYPESA - Valor Empresa ; Valor de los Activos Periféricos y Valor de las Acciones											
III. Valor Empresa 31/12/07											
Número de periodos a descontar				1	2	3	4	5	6	7	7
Factor de descuento				0,92	0,85	0,78	0,72	0,66	0,61	0,56	0,56
Valor presente Flujos de caja a 31/12/2007				4.060	2.707	2.778	3.284	3.098	2.742	2.523	42.288
Valor actual CF periodo explícito		21.191	33%								
Valor CF a perpetuidad		42.288	67%								
Valor empresa; Valor Empresa/EBITDA		63.479	6,6x	4,9x	5,6x	5,5x	5,4x	5,3x	5,2x	5,0x	
Deuda Neta		11.597									
Valor de las Acciones 31/12/2007		51.882									

8.- Conclusiones de la valoración del negocio de EYPESA mediante el método de Descuentos de Flujos de Caja

- De la aplicación del método de Descuento de Flujos de Caja se desprende que el Valor de las Acciones de EYPESA se sitúa actualmente **en 51,882 millones de Euros.**

VI.- VALOR DE LAS ACCIONES DE MERCATOR

1.- Introducción

A diferencia de la metodología empleada para la valoración de las empresas EPSA y EYPESA, Mercator no se ha valorado de acuerdo con el método de Descuento de Flujos de Caja, dadas las características particulares de la Compañía.

La actividad principal de Mercator desde sus orígenes ha sido el suministro de energía eléctrica a clientes finales. Debido al incremento de precios de la energía contratada en el mercado mayorista de electricidad la continuidad del mercado libre es poco viable al competir dicho mercado contra una tarifa eléctrica inferior.

El notable impacto del incremento del precio medio de la energía contratada en el pool hace que la actividad de comercialización siga experimentando un significativo retroceso como consecuencia del retorno de muchos de los clientes de la Compañía al mercado regulado.

Los consumidores no están dispuestos a contratar el suministro de energía eléctrica en el mercado liberalizado si no obtienen condiciones más ventajosas que las que pueden obtener en el mercado regulado. Consecuentemente, cualquier aumento en los precios del pool repercute directamente en la cuenta de resultados de Mercator produciendo un estrangulamiento de sus márgenes que conlleva a incurrir en pérdidas respecto de los clientes actuales, paralizando la celebración de nuevos contratos y la no renovación a su vencimiento de los clientes vigentes.

Es por este motivo por el que no realizaremos proyecciones de Mercator ni aplicaremos el método de Descuento de Flujos de Caja para su valoración y que dada la situación específica de la Compañía, se plantea como método de valoración más conveniente el método del Valor en Libros (Valor de los Fondos Propios).

Por todo lo anterior, el Valor de las Acciones de Mercator a 31 de Diciembre de 2007 es de **1.966.716€**