

Madrid, 24 de junio de 2016

COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES
Dirección de Informes Financieros y Corporativos

c/ Edison, 4
28006-MADRID

Muy señores nuestros,

Nos referimos a su carta de fecha 8 de junio de 2016, con número de registro de salida 2016078583 y recibida en nuestras oficinas el pasado 13 de junio de 2016. En dicha carta nos requerían determinada información en relación con los informes financieros anuales individuales y consolidados del ejercicio 2015 de Fomento de Construcciones y Contratas, S.A., recibidos en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Atendiendo a su requerimiento, les remitimos a continuación, en el mismo orden en que nos ha sido solicitada, la información relativa a los puntos detallados en su carta:

1. A 31 de diciembre de 2015 mantiene una participación del 79,08% en el capital social de Cementos Portland Valderrivas, S.A. (en adelante, Cementos Portland).

En este sentido, a cierre del ejercicio, FCC tiene registrados, a nivel **consolidado**, diversos **fondos de comercio relacionados con el grupo Cementos Portland**, que en total ascienden a **850.002 miles €**, tal y como se detalla en la nota 7 b) de la memoria consolidada. De acuerdo con la información facilitada en relación con los test de deterioro efectuados a cierre de 2015, no se ha considerado necesario registrar ningún deterioro.

Según se pone de manifiesto en la citada nota, **"El valor en libros consolidado, incluyendo los 100.000 miles de euros aportados en virtud del citado "Contrato de Apoyo a CPV" a 31 de diciembre de 2015 asciende a 673.495 miles de euros. El valor de la participación atendiendo a su cotización bursátil a 31 de diciembre de 2015, asciende a 210.593 miles de euros, no obstante, el Grupo no ha registrado deterioro alguno, ya que el valor en uso de su inversión en Cementos Portland es superior a su valor en libros"**.

Adicionalmente, en las **cuentas anuales individuales**, de acuerdo con la información facilitada en el anexo I de la memoria, el valor en libros neto de la participación directa del 70,22% que mantiene FCC en Cementos Portland asciende a **395.480 miles €** (409.552 miles €, con un deterioro de 14.072 miles €). Según se pone de manifiesto en la nota 10 a), **"La inversión neta, incluyendo los 128.419 miles de euros de créditos concedidos que se mencionan en la nota 10 a) y los 100.000 miles de euros comprometidos, indicados anteriormente, asciende, al 31 de diciembre de 2015, a 623.899 miles de euros. El valor de la participación atendiendo a su cotización bursátil, a la citada fecha, asciende a 189.817 miles de euros. Al 31 de diciembre de 2015 se ha registrado un deterioro por importe de 14.071 miles de euros para adecuar el valor de la inversión en Cementos Portland al valor teórico contable de la participación que Fomento de Construcciones y Contratas mantiene en esta sociedad a la citada fecha"**.

Por otro lado, con fecha 25 de mayo de 2016, FCC ha enviado un hecho relevante comunicando que **"El Consejo de Administración de FCC ha acordado promover la formulación de una OPA**

sobre el 100% de Cementos Portland Valderrivas para su exclusión de negociación a un precio de 6 euros por acción". Este precio supone valorar la participación del 79,08% que mantiene FCC en Cementos Portland en 245.717 miles € y la participación directa del 70,22% en 218.187 miles €, siendo ambos importes inferiores a su valor en libros tanto individual como consolidado.

En relación con los aspectos descritos:

- 1.1. Faciliten un detalle de los conceptos e importes que se incluyen en el valor en libros consolidado estimado por FCC, que según se informa en la nota 7 b) de la memoria consolidada, asciende a 673.495 miles de euros.

El valor en libros consolidado del grupo Cementos Portland Valderrivas se obtiene por diferencia entre el total del activo consolidado y el total del pasivo consolidado, incluyendo los ajustes de consolidación que se generan al integrar sus estados financieros en el consolidado del Grupo FCC, básicamente el fondo de comercio que se genera al consolidar el subgrupo. A esta cifra se le resta el valor de los intereses minoritarios, tanto los que se generan dentro del propio grupo Cementos Portland Valderrivas, como los que se generan al integrar el subgrupo en el consolidado del Grupo FCC, ya que el Grupo ostenta un porcentaje de participación efectivo del 79,08% y se le añade el valor contable, incluidos intereses, del préstamo subordinado que la matriz del Grupo FCC, Fomento de Construcciones y Contratas, S.A. tiene concedido a Cementos Portland Valderrivas, S.A. El importe de los anteriores conceptos es el siguiente:

Activo grupo Cementos Portland Valderrivas	2.366.800
Pasivo grupo Cementos Portland Valderrivas	(1.795.100)
Intereses minoritarios grupo Cementos Portland Valderrivas	(20.801)
Intereses minoritarios generados en consolidación Grupo FCC	(118.586)
Préstamo participativo otorgado por FCC, S.A.	128.418
Fondo de comercio generado en consolidación Grupo FCC	112.764
 Valor en libros grupo Cementos Portland Valderrivas	 673.495

- 1.2. Expliquen la razonabilidad de las diferencias existentes entre el valor en libros, individual y consolidado, de la participación que mantiene FCC en Cementos Portland, y la valoración de la citada participación que resulta del precio de la OPA.

La diferencia entre el valor en libros consolidado y el precio de la OPA, atiende a las diferentes metodologías que se utilizan para la valoración en libros del activo y la valoración de un precio de OPA. De acuerdo con la normativa NIIF, el valor en libros de la participación se determina en función del valor de uso. En cambio, el precio de la OPA se ha determinado atendiendo al valor razonable, que se define como el precio que se recibiría por vender un activo o que se pagaría por transferir un pasivo en una transacción ordenada entre participantes de mercado en la fecha de la medición. El valor de uso en los estados financieros consolidados no tiene como finalidad valorar la propia participación como tal, sino que de acuerdo con la NIC 36 se aplica a activos o a agrupaciones de activos que constituyen unidades generadoras de efectivo, para determinar si existe deterioro. Existirá deterioro cuando el citado valor de uso sea inferior al valor en libros del activo.

El valor de uso se determina por el valor actual de los flujos de efectivo que va a generar el activo, o unidad generadora de efectivo, a través de su utilización en el curso normal del negocio y, en su caso, por la enajenación teniendo en cuenta su estado actual y actualizados a un tipo de interés que refleje las evaluaciones actuales del mercado sobre el valor temporal del dinero y los riesgos específicos del activo. Tales flujos se ajustan por los riesgos del activo que consideraría cualquier participante del mercado que no se hayan tenido en cuenta en el cálculo del tipo de interés utilizado para el descuento. En el método de descuento de flujos de efectivo se tienen en cuenta los siguientes elementos:

- a) Una estimación de los flujos de efectivo futuros
- b) Expectativas sobre las posibles variaciones en el importe o calendario de la aparición de esos flujos futuros
- c) El valor temporal del dinero, representado por un tipo de interés que refleje el valor temporal del dinero y los riesgos específicos del activo

El Grupo FCC, utiliza el WACC ("Weighted Average Cost of Capital") antes de impuestos como tipo de interés para descontar los flujos de caja futuros.

Por su parte, el valor en libros individual se ha determinado de acuerdo con el criterio que establece el Plan General Contable aplicable en España (PGC), es decir inicialmente se determina por el coste de adquisición de la participación. Para posteriormente evaluar si existe deterioro, el valor en libros se compara con el valor recuperable. Por valor recuperable se entiende el mayor entre su valor razonable menos los costes de venta y el valor actual de los flujos de efectivo derivados de la inversión, calculados bien mediante la estimación de los dividendos esperados, bien mediante la estimación de la participación en los flujos de efectivo estimados del grupo Cementos Portland Valderrivas, más en su caso el efectivo estimado por la enajenación o baja en cuentas de la inversión. Al no tener expectativas de cuando Cementos Portland Valderrivas estará en condiciones de distribuir dividendos y dado que no forma parte del Perímetro de Financiación de la deuda sindicada del Grupo FCC, se consideró que el método más adecuado para valorar la necesidad de deterioro era el porcentaje del patrimonio neto atribuible a la dominante de los estados financieros consolidados.

- 1.3. Indiquen si disponen de algún informe de experto independiente que avale las diferencias anteriores, faciliten sus principales conclusiones y, en su caso, adjunten el citado informe. En el supuesto de que los valores estimados por este experto independiente para determinar el valor en uso difieran de los importes obtenidos por FCC en su test de deterioro, expliquen la razonabilidad de las hipótesis y metodología utilizadas en ambos casos y los motivos que generan dichas diferencias.

El Grupo FCC encargó un trabajo a la firma "BDO Financial Advisory" con el fin de revisar y contrastar las metodologías y resultados de la valoración del grupo Cementos Portland Valderrivas en los dos siguientes contextos:

- aplicación del método de descuento de flujos de caja realizado por Banco Santander en el contexto de la OPA de Exclusión
- test de deterioro del grupo Cementos Portland Valderrivas preparados a efectos de las Cuentas Anuales del Grupo FCC del ejercicio 2015

Las conclusiones del informe, es que tanto la metodología de valoración y los resultados de la valoración del informe de valoración emitido por Banco Santander, como la metodología y resultados de la valoración del test de deterioro, así como las principales diferencias metodológicas entre ambos, son razonables y están debidamente justificados, teniendo en cuenta los diferentes contextos y propósitos de los mismos.

Para una mayor concreción, se adjunta el informe de referencia.

En la nota 7 b) de la memoria consolidada se facilitan los desgloses de información correspondientes a los test de deterioro efectuados para los tres principales fondos de comercio relacionados con el grupo Cementos Portland.

Según se pone de manifiesto, *"la estimación del consumo de cemento utilizada para España ha sido de 11,2 millones de toneladas para 2015 y 11,7 millones de toneladas para 2016, en línea con los crecimientos previstos por Oficemen. [...] A largo plazo, [...] el Grupo estima un consumo de cemento normalizado en España superior a las 25 millones de toneladas". En relación con el periodo de proyección empleado, se indica que, 'Atendiendo a las características del negocio y a su ciclo se ha considerado un horizonte temporal de diez años'*

Asimismo, se informa que *"se han proyectado rentabilidades brutas de explotación que parten del 26% obtenido en el ejercicio 2015, y, en el caso concreto de Corporación Uniland, se especifica que "el margen bruto de explotación crece paulatinamente desde el 26,3% actual hasta lograr un margen del 38,7% en 2025".*

Respecto al cálculo de la renta perpetua, se señala que se ha considerado una tasa de crecimiento igual a cero, representando el valor actual de la renta perpetua un 61,9% del total del valor recuperable en el caso de Corporación Uniland, un 61,6% en el caso de la Fábrica de Alcalá de Guadaira, y un 62,4% en el caso de la actividad cementera.

La tasa de descuento empleada en los test de deterioro ha sido del 6,58%.

Como resultado de cada uno de los test de deterioro efectuados para cada Unidad Generadora de Efectivo (en adelante, UGE), FCC concluye lo siguiente: (i) Corporación Uniland: *"El resultado del test arroja un exceso del valor recuperable sobre el valor en libros de la unidad generadora de caja de 387.914 miles de euros"*; (ii) Alcalá de Guadaira: *"Las proyecciones actuales arrojan un exceso del valor recuperable sobre el valor en libros de la UGE de 124.442 miles de euros"*; y (iii) grupo Cementos Portland Valderrivas: *"Las proyecciones actuales arrojan un exceso del valor recuperable sobre el valor en libros de 865.744 miles de euros"*.

1.4. Para cada uno de los test de deterioro efectuados para cada una de las tres UGES consideradas, faciliten la siguiente información:

- (i) Indiquen la metodología y el enfoque utilizado por la gerencia para determinar el flujo de caja considerado en el valor residual, y en qué medida en los ajustes practicados se ha tenido en cuenta el carácter cíclico del sector cementero en su estimación. En su caso, cuantifiquen el impacto que tendría en el valor recuperable calculado considerar el carácter cíclico del sector en la proyección a perpetuidad.

El Grupo estima el valor en uso aplicando la metodología de descuento de los flujos de caja proyectados conforme a los planes de negocio existentes para cada una de las UGEs que son objeto de análisis. Dichos flujos corresponden a los flujos de efectivo futuros que la entidad espera obtener de la utilización continuada del activo, basados en hipótesis razonables y justificadas que representan la mejor estimación de la Dirección de la entidad, previsiones financieras más recientes aprobadas por la Dirección, sin incluir los flujos de caja de cualquier reestructuración futura en la que la entidad no se haya comprometido a la fecha de estimación. Asimismo, no incluyen entradas o salidas de efectivo por actividades de financiación, cobros o pagos por el impuesto sobre beneficios, ni inversiones que incrementan o mejoran los rendimientos de los activos.

En relación con los flujos considerados, se han tomado los contemplados en el Periodo de proyección de 10 años (2016E-2025E) conforme al Plan de negocio de Cementos Portland Valderrivas preparado en noviembre de 2015 por la Dirección de la Sociedad. Estas proyecciones incorporan las mejores estimaciones disponibles de ingresos y costes de las Unidades Generadoras de Efectivo utilizando las previsiones sectoriales, la evolución histórica reciente y las expectativas futuras, cubriendo un periodo de diez años, al considerar que este periodo es el que mejor refleja el ciclo de vida del mercado cementero, y calculando un valor residual basado en el flujo del último año proyectado, sin crecimiento a perpetuidad, que representa la estimación de un flujo normalizado en base a la evolución anterior y soportado por el comportamiento histórico del Grupo.

En relación con el uso del periodo de 10 años, cabe destacar que, a pesar de que el sector del cemento español se encuentra todavía en un estado de muy baja actividad, el consumo nacional de cemento en España, a la fecha de realización de los test de deterioro, muestra una tendencia creciente iniciada a mediados de 2014, después de siete años de descensos consecutivos, alcanzando en 2015 un consumo nacional de cemento gris de 11,4 millones de toneladas, lo que supone un aumento del 5,3% respecto al año anterior.

El objetivo a largo plazo del sector cementero español, según datos de Oficemen, es recuperar un nivel de producción anual estable de 30 millones de toneladas de cemento equivalente (niveles del año 2009), nivel que se considera que es la producción media anual que un país con el grado de desarrollo, la población y el PIB de España debería mantener en el medio plazo. Con este objetivo se ha elaborado el "Plan CRECIMENTA" en colaboración con el Ministerio de Industria, Energía y Turismo.

No obstante lo anterior, durante los cinco primeros meses de 2016 el consumo aparente de cemento en España ha roto la tendencia creciente que mantenía desde 2014, reduciéndose un 2,7% en relación a 2015, lo que podría indicar un cierto retraso en la recuperación del mercado.

En este sentido, el Grupo está proyectando a perpetuidad el consumo estimado para el año 2026 de 26,6 millones de toneladas en la determinación del flujo de caja del valor residual, considerando en el mismo el efecto del carácter cíclico del sector, asumiendo que este nivel de consumo sostenible a largo plazo sería una media del ciclo, compensado los años de consumo más alto con años de consumo más bajo.

En relación al fondo de comercio atribuible a la UGE que se corresponde con el grupo Cementos Portland Valderrivas, tomado en su conjunto como un todo, que se generó como consecuencia de las sucesivas compras realizadas por las entidades pertenecientes al Grupo FCC, previas a la entrada en vigor de la actual versión de la NIIF 3, señalar que tal y como se expone en la nota 7 de "Inmovilizado intangible" de las Cuentas Anuales Consolidadas, la suma del valor actual de los flujos de caja de las UGEs sobre las que se realizan test de deterioro por tener fondos de comercio asignados descontados al tipo del 6,58% (tipo de descuento utilizado para la actividad cementera en España) y teniendo en cuenta que en el caso del resto de unidades el valor recuperable es al menos igual a su valor en libros, el valor recuperable agregado supera el valor en libros del total de la actividad.

- (ii) Justificación del periodo de proyección utilizado, superior a 5 años y por qué consideran que las proyecciones son fiables, haciendo referencia a su habilidad en el pasado para proyectar a plazos de más de 5 años de forma precisa.

Tal y como se ha hecho referencia en la respuesta al apartado anterior, se han considerado las proyecciones del test de deterioro de las fábricas del grupo Cementos Portland Valderrivas, con un horizonte temporal superior a 5 años debido a la actual situación inusual que se encuentra el sector en la actualidad situándose el consumo de cemento en España en 2013 en 10,4 millones de toneladas, el punto más bajo de la historia reciente.

De esta manera, y basándose en la evolución del negocio cementero, entendemos que el nivel de demanda sostenible se alcanzará en un plazo de 10 años, razón por la que alargamos el periodo de estudio del test de deterioro para asegurar que las proyecciones recogen correctamente la salida del sector de la crisis y alcanzamos el nivel sostenible del sector en el año 2026. Dicha estimación se asienta igualmente en los estudios de Oficemen conforme al nivel que se considera que es la producción media anual que un país con el grado de desarrollo, la población y el PIB de España debería tener estabilizada.

En cuanto a las proyecciones realizadas en el pasado y considerando el volumen de ventas del sector cementero en España en los años futuros como la principal hipótesis de las mismas, podemos observar que en los últimos ejercicios las estimaciones de la compañía, en línea con las de la patronal del sector, han sido ligeramente inferiores a los datos reales de consumo. Así, para los ejercicios 2014 y 2015 las estimaciones fueron de 10,6 y 11,2 millones de toneladas, respectivamente, cuando el dato real en estos mismos ejercicios fue de 10,8 y 11,4 millones de toneladas, respectivamente, es decir, una desviación media del 1,8%. Se evidencia por tanto, que las previsiones manejadas por el grupo Cementos Portland Valderrivas están en línea con la realidad del sector.

Por tanto, el grupo Cementos Portland considera que las estimaciones son razonables, al estar basadas en información sectorial externa y análisis de ciclos históricos pasados.

- (iii) Faciliten información adicional sobre el enfoque utilizado por la gerencia para determinar el valor de las rentabilidades brutas de explotación proyectadas hasta

2025, que parten del 26% obtenido en 2015, y que, según se indica en el caso de Corporación Uniland, crecen hasta lograr un margen del 38.7% en 2025. En particular, justifiquen el crecimiento proyectado de las rentabilidades brutas de explotación, que pasan del 26% en 2015 al 38,7% en 2025.

Los márgenes de explotación utilizados en la realización de los test se asientan en las siguientes variables:

- Volumen de producción y ventas. Se han utilizado informes externos de terceros sobre la previsión de consumo de cemento en España en los próximos años, así como informaciones de la patronal del sector en España, Oficemen y previsiones de la Portland Cement Association (PCA) en USA.
- Precios de Venta. Partiendo de los datos reales a la fecha de elaboración de los test y en base al conocimiento del mercado de cada zona geográfica de influencia de la Unidad Generadora de Efectivo. Asimismo, se considera la previsión de la evolución de los índices de precios.
- Costes de producción.
- Estabilidad de ratios técnicos de producción.
- Evolución de costes de la fábrica de acuerdo a la evolución estimada de los precios en el mercado en que opera.
- Optimizaciones productivas puestas en marcha en el momento de realizar el test.

Conforme a las anteriores hipótesis, y tomando en consideración que en periodos de baja actividad los márgenes son inferiores por el peso relativo de los costes fijos, se estima que al producirse incrementos en los volúmenes de venta los márgenes irán creciendo y volviendo a los niveles que se han obtenido históricamente, que se sitúan entre el 35%-45%.

- (iv) Detalle y cuantificación de los principales componentes de la tasa de descuento utilizada en 2015 y 2014 y explicación de los cambios más significativos producidos respecto al ejercicio anterior. Expliquen los criterios y juicios significativos empleados en su determinación y si se han considerado datos de mercado o experiencia histórica.

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Tasa Libre de Riesgo (1)	1,90%	2,92%
Beta apalancada (2)	1,37	1,02
Prima de riesgo de mercado	5,0%	5,0%
Coste bruto de los Fondos Propios	8,76%	8,00%
Spread bonos BB SECTOR IND a 10 años (3)	3,08%	3,26%
IRS a 10 años (4)	0,98%	1,39%
Coste bruto de la deuda	4,05%	4,65%
Cap. Mercado/(Deuda C/P + Deuda L/P + Capitalización de mercado) (5)	53,82%	47,10%

(Deuda C/P + Deuda L/P)/(Deuda C/P + Deuda L/P + Capitalización de mercado) (5)	46,18%	52,90%
WACC ANTES DE IMPUESTOS	6,58%	6,23%

- (1) Tipo de interés medio del Bono Español a 10 años de los últimos 6 meses publicado por el Banco Central Europeo
- (2) Beta apalancada promedio de las compañías comparables del sector.
- (3) Spread bonos BB SECTOR INDUSTRIAL a 10 años (fuente: Reuters)
- (4) Tasa estimada del IRS (Interest Rate Swap) a 10 años, calculada sobre la media de los 6 últimos meses
- (5) Ratios Deuda y Fondos propios calculados sobre las medias de las compañías comparables del sector.

Las tasas de descuento utilizadas para el ejercicio de los test de deterioro se basan en datos de mercado de fuentes públicas (Banco Central Europeo, Bloomberg) y no en la experiencia histórica del Grupo.

Para el cálculo del coste de los Fondos Propios se utiliza como tasa libre de riesgo la rentabilidad media de los últimos 6 meses del Bono español a 10 años y una prima de mercado del 5%, basándose en estudios recientes sobre primas exigidas a largo plazo. Para el cálculo de la Beta apalancada se han seleccionado datos públicos para un portfolio de compañías europeas.

En lo que respecta al cálculo del coste de la deuda se tiene en cuenta el IRS (Interest Rate Swap) a 10 años, también calculado como la media de los últimos meses, más el diferencial respecto a los bonos BB a 10 años.

La ponderación entre el coste de los fondos propios y el coste de la deuda a efectos del cálculo de la tasa de descuento se ha realizado en base al promedio de las estructuras de Deuda y capitalización de mercado del portfolio de compañías comparables del sector.

La variación en el coste de los Fondos Propios del año 2014 al 2015 viene derivada fundamentalmente por la reducción de la rentabilidad del Bono a 10 años en el periodo, compensada por el ligero aumento del coeficiente Beta para el promedio de las compañías comparables.

El coste de la deuda disminuye en el 2015 comparado con el año anterior por la bajada de la tasa media del IRS en el año.

- (v) Importe y momento (año proyectado) por el que debe cambiar el valor asignado al consumo de cemento en España para que, tras incorporar al valor recuperable todos los efectos que sean consecuencia de ese cambio sobre otras variables usadas para medir el valor recuperable, se iguale el importe de la unidad generadora de efectivo a su importe en libros.

En el test de deterioro de Cementos Atlántico, el consumo medio sostenible de cemento en España con el que se iguala el valor en libros de la UGE y el valor recuperable, es de 17,2 millones de toneladas. Este importe se alcanzaría, en base

a las proyecciones utilizadas en el ejercicio 2019.

Asimismo, en el test de deterioro de Uniland, el consumo medio sostenible de cemento en España con el que se iguala el valor en libros de la UGE y el valor recuperable, es de 18,5 millones de toneladas. Este importe se alcanzaría, en base a las proyecciones utilizadas en el ejercicio 2020.

En el caso de la UGE correspondiente a la totalidad del grupo Cementos Portland Valderrivas, dada la metodología seguida para evaluar la inexistencia de deterioro que se ha explicado en la respuesta al apartado (i) de esta misma pregunta y la holgura existente, no se ha considerado necesario realizar el test de sensibilidad.

- (vi) Indiquen si algún experto independiente ha revisado los test de deterioro efectuados (de forma adicional al informe al que se refiere la pregunta 1.3. anterior) y, en su caso, detallen: (a) nombre del citado experto; (b) fecha de emisión de su informe; (c) principales conclusiones sobre los test de deterioro efectuados por la entidad y (d) en su caso, descripción de cualquier tipo de advertencia o limitación al alcance que contenga el citado informe.

Los test de deterioro son elaborados por personal interno perteneciente al grupo Cementos Portland Valderrivas. A fecha de elaboración de las Cuentas Anuales los test de deterioro del grupo Cementos Portland Valderrivas no habían sido revisados por ningún experto independiente.

Por otro lado, en la nota 10 de la memoria individual, se informa que *“La Sociedad ha evaluado la recuperabilidad de su inversión en el grupo Cementos Portland en base a su valor en uso, al no contemplar su liquidación o venta, ya que viene prestando apoyo financiero tal y como demuestra la firma del denominado “Contrato de Apoyo a CPV” [...] En consecuencia, la Sociedad ha aplicado a su inversión en Cementos Portland el principio de empresa en funcionamiento”*. Concluye FCC indicando que a 31 de diciembre de 2015 se ha registrado un deterioro por importe de 14.071 miles € para adecuar el valor de la inversión en Cementos Portland al valor teórico contable de la participación. En este sentido, en la citada nota la entidad no facilita información alguna en relación con las hipótesis clave aplicadas en el test de deterioro.

1.5. En relación con el test de deterioro efectuado a nivel individual de la inversión en el grupo Cementos Portland, faciliten la siguiente información:

- (i) Indiquen si las hipótesis clave tenidas en cuenta por FCC, a nivel individual, para evaluar la recuperabilidad de la inversión en el grupo Cementos Portland son las mismas que las consideradas a nivel consolidado. En caso afirmativo, expliquen los motivos que justifican que a nivel individual, se haya registrado un deterioro en la inversión en Cementos Portland por importe de 14.071 miles € y, sin embargo, a nivel consolidado las proyecciones consideradas arrojen un exceso del valor recuperable sobre el valor en libros de 865.744 miles €. En caso de que las hipótesis consideradas a nivel individual sean distintas, expliquen las diferencias existentes, su razonabilidad, y los motivos que justifican las citadas diferencias.

Como se ha indicado en la respuesta a la pregunta 1.2 anterior, la metodología utilizada para determinar el valor en libros a nivel consolidado ha sido la determinación del valor de uso. En los estados financieros individuales, dado que no existe una previsión de percibir dividendos en el medio plazo y Cementos Portland Valderrivas gestiona su tesorería de forma independiente y autónoma de FCC, salvo en lo relativo al compromiso de apoyo por parte de FCC, se ha considerado que la forma más adecuada de valorar la participación en libros individuales, de acuerdo con lo establecido por la NRV 9ª Instrumentos financieros del PGC en su punto 2.5.3 Deterioro de valor, consiste en comparar el valor en libros de la participación con el porcentaje del patrimonio neto atribuido a la dominante corregido por las plusvalías tácitas existentes en la fecha de valoración que corresponde a tal participación.

- (ii) Señalen en qué importe se reduciría el valor recuperable de la inversión en Cementos Portland ante un cambio razonablemente posible en las hipótesis clave y desglosen la variación de ese cambio razonablemente posible.

Como se ha indicado en el apartado anterior, en los estados financieros individuales se ha comparado el valor en libros de la participación con el porcentaje del patrimonio neto atribuido a la sociedad dominante, en consecuencia, se ha considerado que no correspondía realizar un análisis de sensibilidad.

Atentamente,

Fdo. Juan José Drago Masiá
Director General de Administración

Privado & Confidencial

Fomento de Construcciones y Contratas, S.A.

Informe de revisión de las valoraciones de Cementos Portland Valdeirivas, S.A.

23 de mayo de 2016



Fomento de Construcciones y Contratas, S.A.
Avenida del Camino de Santiago, 40
28050 Madrid

A la atención de D. Felipe García Pérez

23 de mayo de 2016

Estimado Sr. García:

Nos complace remitirles nuestro informe en relación con la revisión de las valoraciones de Cementos Portland Valdeirivas, S.A. ("la Sociedad") o "CPV" o el "Grupo CPV"), sociedad perteneciente a Fomento de Construcciones y Contratas, S.A. ("FCC" o "Grupo FCC") preparadas en los contextos de la eventual formulación de una OPA de Exclusión y de los test de deterioro a cierre del ejercicio 2015.

Agradeciéndoles la confianza depositada en BDO Auditores, S.L.P. ("BDO"), quedamos a su disposición para cualquier comentario o aclaración adicional que pudieran precisar.

Aprovechamos la ocasión para saludarles,

Muy atentamente,

Eduardo Pérez Ruiz
Socio

BDO Auditores, S.L.P., sociedad limitada española, inscrita en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas nº S1.273, es miembro de BDO International Limited, compañía limitada por garantía del Reino Unido y forma parte de la red internacional BDO de empresas independientes asociadas.

BDO Financial Advisory
Pº de Recoletos, 37-41 1ª planta
28004 Madrid, España
Tel: 91 702 22 12
Fax: 91 702 21 94
www.bdo.es

Nota importante

Este documento ha sido preparado basado en determinada información que nos ha proporcionado FCC, o que hemos obtenido de fuentes de información públicas disponibles, no habiendo llevado a cabo ninguna verificación independiente de dicha información. BDO no asume o garantiza, expresa o implícitamente, la veracidad, exactitud e integridad de la información contenida en este documento y suministrada por la Sociedad para la realización de nuestro trabajo.

BDO se exime expresamente de cualquier responsabilidad por la información contenida u omitida en este documento, expresa o tácitamente. Asimismo, BDO rechaza expresamente cualesquiera responsabilidades por representaciones o garantías, explícitas o implícitas, contenidas u omitidas en este documento.

BDO Auditores, S.L.P.
Registro Mercantil de Madrid, Tomo 14.413.
Sección 8ª Folio 201, Hoja nº M-238188 (Inscripción 1ª)
CIF: B-82387572

Definiciones, abreviaturas y glosario de términos

Abreviatura	Significado
CAPEX	<i>Capital Expenditure</i> (Inversión en inmovilizado)
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CPV	Cementos Portland Valderrivas, S.A.
DFC	Descuento de Flujos de Caja
EBIT	<i>Earnings Before Interests and Taxes</i> (Resultado de la explotación)
EBITDA	<i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization</i> (Resultado bruto de la explotación)
EE.UU.	Estados Unidos
EqV	<i>Equity Value</i> - Indicación de valor de las acciones
EV	<i>Enterprise Value</i> - Indicación del valor del negocio
FLC	Flujo Libre de Caja
FCC	Fomentos de Construcciones y Contratas, S.A.
g	Tasa de crecimiento a perpetuidad (Growth)
K _d	Coste de la deuda (<i>Cost of Debt</i>)
K _e	Coste de los recursos propios (<i>Cost of Equity</i>)
Mn	Millón
n.a./n.d.	No aplica/No disponible

Abreviatura	Significado
PFN	Posición Financiera Neta
La Sociedad	Cementos Portland Valderrivas, S.A.
TACC	Tasa Anual de Crecimiento Compuesto
Tn	Toneladas
VR	Valor Razonable
VU	Valor en Uso
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i> (Coste ponderado del capital)

Contenido

Sección	Título	Página
1	Introducción	4
2	Objetivo y alcance de nuestro trabajo	6
3	Bases de información y procedimientos de nuestro trabajo	8
4	Visión general de CPV	10
5	Visión general del sector cementero	13
6	Descripción de las valoraciones realizadas	16
7	Revisión y contraste de las valoraciones	20
8	Aspectos relevantes a considerar	32
9	Conclusiones	34
	Anexos	36

Sección 1

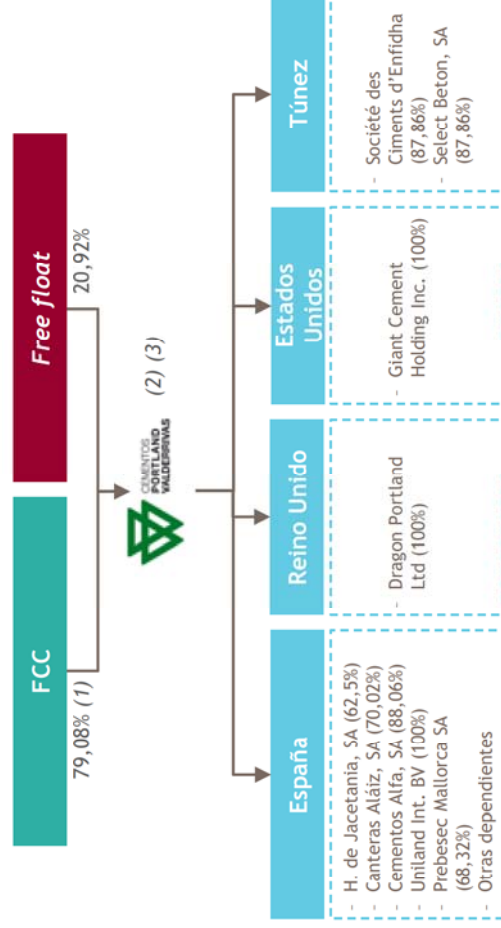
Introducción

Introducción (1 de 1)

CPV es una sociedad mercantil española constituida el 10 de marzo de 1903 cuya actividad principal está orientada a la explotación de canteras y yacimientos minerales para la fabricación y comercialización de cemento. Asimismo, realiza las actividades de tratamiento de productos industriales, fabricación de hormigón, áridos y mortero.

FCC posee una participación del 79,08% en el capital de la Sociedad, cuyo valor en libros consolidado a 31 de diciembre de 2015 asciende a 545,1 Mn€, unos 13,5 €/acción. Al 29 de febrero de 2016, el valor en libros de la participación en CPV asciende a 532,9 Mn€, equivalentes a 13,2 €/acción.

Estructura accionarial y empresas del Grupo CPV



(1) Directa del 70,22% e indirecta del 8,86%. Sin considerar autocartera, la participación total es del 77,90%.

(2) A cierre del ejercicio 2015 el capital social de la Sociedad asciende a 77,7 Mn€, representado por 51.786.608 acciones de 1,5 euros de valor nominal cada una.

(3) La totalidad de las acciones representativas del capital social están admitidas a cotización calificada en las Bolsas de Madrid y Bilbao.

Fuente: Cuentas anuales auditadas de la Sociedad 31 de diciembre de 2015.

De acuerdo con la información proporcionada, FCC está planteándose formular una posible Oferta Pública de Adquisición sobre el 100% de las acciones de CPV para su exclusión de negociación ("OPA de Exclusión"). A estos efectos, FCC ha presentado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV") el preceptivo informe de valoración, preparado por Banco Santander, S.A. ("Banco Santander") de conformidad con los criterios establecidos en el RD 1066/2007 de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores en caso de exclusión de cotización. Dicho informe incluye una estimación del Valor Razonable ("VR") del Equity Value de CPV a través del método de descuento de flujos de caja ("DCF") de 5,50 €/acción.

Por otra parte, a cierre del ejercicio 2015 el Grupo FCC no ha registrado provisión alguna por el deterioro de su participación en CPV (valorada a 13,51 €/acción), dado que los análisis de valoración de la misma realizados por la Dirección de FCC a efectos de los test de deterioro, utilizando el Valor en Uso ("VU") como el importe recuperable y bajo el escenario de continuidad normal de las operaciones de CPV tras la refinanciación de su deuda financiera con el apoyo financiero de su accionista mayoritario, le ha permitido concluir que no habría deterioro de su participación.

Según hemos sido informados, FCC se encuentra analizando si el valor en libros de su inversión en CPV es consistente con el valor estimado por Banco Santander a través de la metodología de DCF y con el precio propuesto para la OPA de Exclusión.

En este contexto, la Dirección de FCC ha solicitado a BDO la realización de un trabajo de servicios profesionales en relación con la revisión y el contraste de las metodologías y resultados de valoración de la Sociedad en los dos contextos de valoración mencionados anteriormente: (i) valor razonable del Equity Value de CPV en el contexto de la OPA de Exclusión y (ii) valor en uso del Equity Value de CPV en el contexto de los test de deterioro relacionados con la misma.

Sección 2

Objetivo y alcance de nuestro trabajo

Objetivo y alcance de nuestro trabajo (1 de 1)

Dentro del contexto descrito en el apartado 1 anterior y de acuerdo con nuestra propuesta de servicios profesionales de fecha 6 de mayo de 2016, el objeto de nuestra colaboración profesional ha consistido en la realización de los trabajos necesarios para revisar y contrastar las metodologías y resultados de valoración de CPV en los dos contextos que se indican a continuación:

- aplicación del método de descuento de flujos de caja realizado por Banco Santander en el contexto de la OPA de Exclusión formulada por FCC, incluido en el Informe de valoración preparado por el mismo a tal efecto, y
- test de deterioro relacionados con la Sociedad preparados a efectos de las cuentas anuales consolidadas auditadas de FCC correspondientes al cierre del ejercicio 2015, conforme a los estudios internos preparados por la Dirección de FCC,

con el objeto de emitir una opinión profesional sobre la razonabilidad global de las metodologías y valores indicados en el apartado anterior así como de las principales diferencias entre dichos ejercicios de valoración teniendo en cuenta el contexto y propósito de cada uno de ellos.

El alcance de nuestro trabajo no ha conllevado la validación de cada una de las hipótesis y parámetros de valoración utilizados en la aplicación de ambos ejercicios de valoración.

La información necesaria para la realización de nuestro trabajo nos ha sido proporcionada por parte de la Dirección de FCC, CPV u obtenida por nuestra parte de fuentes de información públicas.

Bases de información y procedimientos de nuestro trabajo

Sección 3

Bases de información y procedimientos de nuestro trabajo (1 de 1)

Bases de información

Para la realización de nuestro trabajo hemos obtenido la siguiente información:

- Estudios internos de test de deterioro relacionados con CPV preparados por la Dirección de FCC.
- Borrador de informe de valoración de CPV preparado por Banco Santander en el contexto de la OPA de Exclusión, de fecha 20 de mayo de 2016.
- Modelo de proyecciones financieras en formato Excel correspondiente al plan de negocio de Grupo CPV (excepto para el área geográfica de Reino Unido), junto con las principales hipótesis utilizadas, que ha servido de base para la preparación del ejercicio de valoración realizado por FCC a efectos de los test de deterioro de la Sociedad.
- Principales parámetros de valoración y bases de los mismos, en ambos ejercicios de valoración.
- Cuentas anuales individuales y consolidadas auditadas de CPV correspondientes a los ejercicios cerrados el 31 de diciembre de 2014 y 2015.
- Cuentas anuales consolidadas auditadas de FCC correspondientes a los ejercicios cerrados el 31 de diciembre de 2014 y 2015.
- Otra información que se ha considerado de interés en la realización de nuestro trabajo.

Procedimientos de nuestro trabajo

Los procedimientos aplicados en la realización de nuestro trabajo han sido, principalmente, los siguientes:

- Análisis y revisión de la información mencionada en el apartado anterior, teniendo en cuenta el contexto y las características del trabajo realizado.
- Mantenimiento de reuniones o conversaciones con la Dirección de FCC, así como con sus asesores financieros, Banco Santander, con el fin de poder recabar otra información que se ha considerado de utilidad para la realización de nuestro trabajo.
- Revisión y contraste global de las metodologías y resultados obtenidos en los dos ejercicios de valoración, teniendo en cuenta los propósitos y contextos específicos de cada uno de ellos. Dicho contraste ha conllevado la realización de sensibilidades y escenarios alternativos.
- Análisis de resultados y obtención de conclusiones.
- Obtención de una confirmación escrita por parte de la Dirección de FCC en la que nos comunica que la información recibida es exacta y que se nos ha informado de todos los aspectos relevantes que puedan afectar a nuestro trabajo.
- Preparación de un informe que incluya nuestras conclusiones sobre el trabajo de revisión realizado.

Sección 4

Visión general de CPV

Visión general de CPV (1 de 2)

Situación de negocio

El Grupo CPV centra su actividad en la fabricación de cemento, contando con 7 fábricas en España (capacidad instalada de 11 Mn Tn), 3 en Estados Unidos (capacidad instalada de 3 Mn Tn) y 1 en Túnez (capacidad instalada de 1 Mn Tn). Adicionalmente posee dos terminales de importación de cemento en Reino Unido.

Su actividad está orientada a la explotación de canteras y yacimientos minerales para la fabricación de cemento, que supone aproximadamente un 88% del total de ingresos de la actividad, el 12% restante lo aporta la gestión de residuos y los negocios de hormigón, mortero y árido.

En cuanto a su diversificación geográfica, el 66% de los ingresos proceden de mercados internacionales. En el mercado español CPV tiene una penetración estimada del 23% y en Túnez del 21%.

Después de siete años consecutivos de descenso de los niveles de actividad en el mercado de España, el 2015 ha sido un año de ligero crecimiento de los niveles de actividad (+0,6% en 2015). Los ingresos totales consolidados del Grupo CPV aumentaron un 6,9% en 2015, hasta alcanzar los 580,4 Mn€, impulsados por un crecimiento del 10,2% de la facturación en el negocio de cemento (principalmente en EE.UU.), que se ha visto parcialmente contrarrestado por el efecto del cierre de los negocios menos rentables de hormigón, mortero y áridos en España a lo largo del ejercicio 2014.

A pesar del incremento de la cifra de negocios, el resultado bruto de explotación (EBITDA) se sitúa en 94,3 Mn€ a cierre de 2015, frente a 104,8 Mn€ contabilizados en 2014. Esto se debe principalmente a los menores ingresos no recurrentes obtenidos por la venta de derechos de emisión de CO2 (3,9 Mn€ en comparación con 20,8 Mn€ en 2014). Ajustado por este efecto, en términos comparativos, el EBITDA creció un 7,6% en 2015 respecto a 2014.

Principales magnitudes financieras consolidadas de CPV

Miles de euros	2014	2015
Cuenta de pérdidas y ganancias		
Cifra de negocios	542.922	580.410
Resultado bruto de explotación (EBITDA)	104.751	94.276
Margen EBITDA (%)	19,3%	16,2%
Resultado de explotación (EBIT)	35.908	28.590
Margen EBIT (%)	6,6%	4,9%
Resultado financiero	(100.702)	(102.172)
Resultado antes de impuestos	(64.621)	(73.157)
Resultado consolidado del ejercicio	(50.581)	(60.092)
Balance de situación		
Total Activo	2.345.183	2.366.800
Inmovilizado material	1.102.577	1.097.232
Fondos de comercio	733.939	737.244
Impuestos diferidos	186.418	197.060
Fondo de maniobra operativo	115.779	111.660
Activo circulante operativo	207.999	219.477
Pasivo circulante operativo	(92.220)	(107.817)
Posición financiera neta	(1.287.381)	(1.343.934)
Activos financieros no corrientes	17.108	20.589
Otros activos financieros corrientes	3.118	14.823
Efectivo y otros activos líquidos	45.195	30.816
Deudas con inversores financieros a l/p	(383.051)	(437.399)
Deudas con E.C. y otros pasivos financieros a l/p	(28.991)	(135.609)
Deudas con E.C. y otros pasivos financieros a c/p	(940.760)	(837.154)
Pasivos por impuestos diferidos	172.088	178.638
Patrimonio neto	622.753	577.877

Fuente: Estados financieros consolidados auditados de CPV.

Visión general de CPV (2 de 2)

Situación financiera

La deuda financiera total consolidada de Grupo CPV a 31 de diciembre de 2015 asciende a 1.410 Mn€ (incluyendo deuda bancaria y deuda con accionistas).

CPV se encuentra actualmente en proceso de refinanciación de determinados pasivos financieros que mantiene contratados por importe de 823,5 Mn€ y vencimiento el 31 de julio de 2016. Esta situación, según se desprende del párrafo de énfasis incluido en el informe de auditoría sobre las cuentas anuales de CPV al 31 de diciembre de 2015 emitido por Deloitte, S.L., es indicativa de la existencia de una incertidumbre material que podría generar dudas significativas sobre la capacidad de CPV para continuar con sus operaciones, realizar sus activos o hacer frente a sus pasivos. Derivado de lo anterior, tal y como se desprende del párrafo de énfasis incluido en el informe de auditoría sobre las cuentas anuales consolidadas de FCC a cierre del ejercicio 2015, la incertidumbre existente en la actualidad sobre la aplicación del principio de empresa en funcionamiento en Grupo CPV genera una incertidumbre en relación con la recuperación de la inversión neta y los fondos de comercio que mantiene FCC en la Sociedad, cuyo valor neto consolidado asciende a 673,5 Mn€ a la fecha del informe de auditoría emitido por Deloitte, S.L.

Por otro lado, su filial estadounidense Giant Cement Holding Ltd. se encuentra también en proceso de negociación para adecuar sus compromisos de pago a los flujos generados por las operaciones. La deuda a 31 de diciembre de 2015 de Giant Cement Holding Ltd., principalmente emisiones de bonos, es de 437,4 Mn€, incluyendo 18,6 Mn€ de intereses devengados y no pagados y la participación en EBITDA.

FCC viene prestando apoyo financiero al Grupo CPV, de manera que durante 2015, CPV recibió 100 Mn€ (adicionales a los 20 Mn€ concedidos en 2014) a través de un préstamo subordinado que se destinó a la amortización anticipada de deuda asociada al crédito sindicado, con la obligación de aportar hasta 100 Mn€ adicionales.

FCC pretende seguir prestando apoyo a CPV mediante una ampliación de capital para proporcionarle una mayor liquidez y dotarle de flexibilidad en su proceso de amortización y reestructuración de su deuda. Así, podría ejercitar su derecho de suscripción preferente mediante la capitalización de los préstamos subordinados concedidos por importe total de 120 Mn€, más los intereses devengados a la fecha de ejecución de la aplicación de capital.

En esta línea, el 22 de junio de 2015 la Junta General Ordinaria de CPV aprobó aumentar el capital social por un importe máximo de 200 Mn€, mediante aportaciones dinerarias y en su caso por compensación de créditos.

Con fecha 5 de febrero de 2016, FCC publicó un hecho relevante en el que manifestó de forma expresa que del importe que obtenga en la ampliación de capital que se formalice durante 2016 (en marcha y aprobada por la CNMV) se destinarían hasta 300 Mn€ a apoyar financieramente a CPV, a los efectos de que esta pueda reducir sus niveles de endeudamiento financiero y fortalecer sus fondos propios.

Como consecuencia de este apoyo y compromiso con CPV, FCC ha evaluado la recuperabilidad de su inversión en la Sociedad a cierre del ejercicio 2015 de acuerdo con su valor de uso, bajo la hipótesis de continuidad de negocio, al no contemplar su liquidación o venta.

Sección 5

Visión general del sector cemento

Visión general del sector cementero (1 de 2)

A pesar de que el sector del cemento español se encuentra todavía en un estado de muy baja actividad, el consumo nacional de cemento en **España** mantiene la tendencia creciente iniciada a mediados de 2014, después de siete años de descensos consecutivos, alcanzando en 2015 un consumo nacional de cemento gris de 11,4 Mn Tn de toneladas, lo que supone un aumento del 5,3% respecto al año anterior. Las exportaciones de *Clinker* y cemento se redujeron un 4,4%, alcanzando un volumen de 9,23 Mn Tn, al contrario que las importaciones, que crecieron un 2,3%.

Un detalle de la evolución de la producción de cemento en millones de toneladas en España se muestra a continuación:

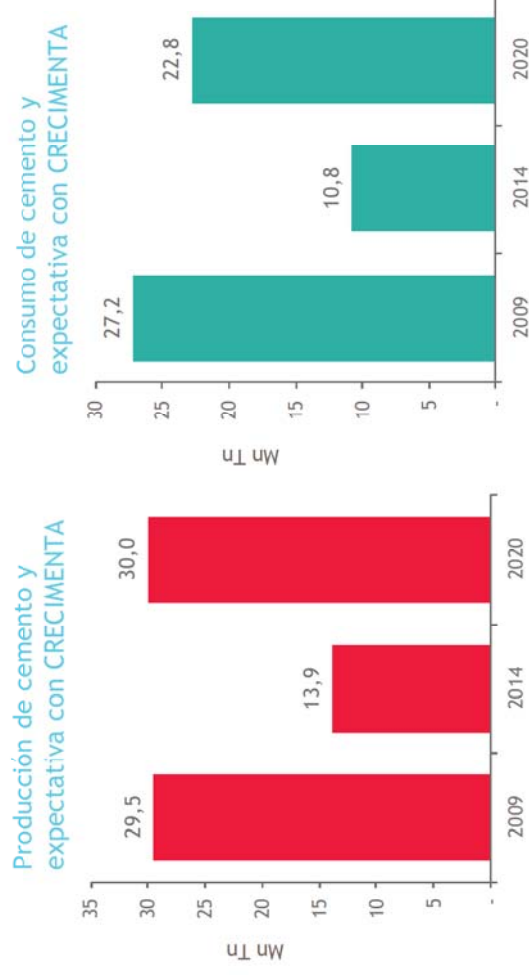
Evolución toneladas de cemento producidas en España 2000-2015



Fuente: Anuario del sector cementero español 2014, Oficemen

El objetivo a largo plazo del sector cementero español, según datos de Oficemen, es recuperar un nivel de producción anual estable de 30 Mn Tn de cemento equivalente (niveles del año 2009), nivel que se considera que es la producción media anual que un país con el grado de desarrollo, la población y el PIB de España debería mantener en el medio plazo. Con este objetivo se ha elaborado el “Plan CRECIMENTA” en colaboración con el Ministerio de Industria, Energía y Turismo.

Así, para el 2020 se prevé un consumo de cemento conforme un escenario tendencial de 19,5 Mn Tn que junto con 3,3 Mn Tn de consumo adicional procedente de las medidas adicionales de CRECIMENTA permitirán la consecución de un consumo nacional total de 22,8 Mn Tn de cemento, equivalente a un crecimiento promedio del 13,3% en el periodo 2014-2020.



Fuente: Oficemen, Informe base de “CRECIMENTA 2030”.

Visión general del sector cementero (2 de 2)

En 2014, según datos del Anuario del sector cementero español, de Oficemen, el consumo per cápita de España se situó en 233 kg/habitante, prácticamente en línea con el del año anterior, que fue de 231 kg/habitante. El 62% del consumo se destinó a obra civil, frente al 38% destinado a edificación (vivienda y edificación no residencial conjuntamente). Este nivel de consumo per cápita hace retroceder a España más de 50 años, cuando el consumo per cápita en 1962 se situaba en torno a 241 kg.

De cumplirse las expectativas de Oficemen y del Plan CRECIENTA, manteniendo el nivel de población estable, se alcanzaría un consumo per cápita de 486 kg, equivalente al que había en España en el año 2010 e inferior incluso al consumo per cápita de los años 90, previos al boom del sector inmobiliario y de obra pública.

Los principales clientes del sector cementero español son, en función del volumen, las empresas hormigoneras, con un 52,5% de las ventas, mientras que los segundos clientes en importancia son los almacenistas intermedios, que adquieren aproximadamente un 28%. El resto se lo reparten entre empresas de prefabricados de hormigón y constructoras.

Las principales empresas cementeras de España son, de acuerdo a su cuota de mercado, CPV, con un 21%, LafargeHolcim, con un cuota similar, y Cemex, con un 17%

En **Estados Unidos** es principalmente en la costa este del país donde se concentra la mayor parte de la oferta en el sector cementero americano. Los datos aportados por la Portland Cement Association apuntan a un crecimiento del consumo del 3% para 2015, en línea con las estadísticas preliminares de otros organismos.

En **Túnez**, sin embargo, en 2015 el consumo se mantuvo prácticamente estable, aunque las exportaciones aumentaron un 43% respecto a 2014, compensando en buena parte la falta de crecimiento doméstica.

En **Reino Unido** también se incrementó el consumo de cemento hasta los 12,9 Mln Tn, lo cual supone un aumento del 4%.

Sección 6

Descripción de las valoraciones realizadas

Descripción de las valoraciones realizadas (1 de 3)

Introducción

Valor razonable de CPV estimado por Banco Santander (“VR_{SAN}”)

En el contexto de la OPA de Exclusión, con fecha 20 mayo de 2016 Banco Santander ha estimado el posible valor del 100% del Equity Value de CPV, bajo un enfoque de valor razonable y utilizando el método de descuento de flujos de caja (DCF), entre otros métodos aplicados, resultando un valor de 5,50 €/acción.

La base de valoración utilizada para la aplicación del DCF por parte de Banco Santander han sido las proyecciones financieras correspondientes a los planes de negocio de las 4 áreas geográficas en las que opera Grupo CPV (España, EE.UU, Túnez y Reino Unido). Dichos planes de negocio, preparados por la Dirección de la Sociedad y aprobados por su Consejo de Administración en abril de 2016, son una actualización de las estimaciones financieras utilizadas para los test de deterioro realizados a los efectos de sus cuentas anuales consolidadas a cierre del ejercicio 2015.

Valor en uso de CPV estimado por FCC - ajustado (“VU_{FCC}”)

En el contexto del cierre contable del ejercicio 2015, la Dirección de FCC ha preparado diferentes test de deterioro relacionados con CPV bajo el enfoque de valor en uso y utilizando el método de descuento de flujos de caja (DCF).

La base de valoración utilizada para la aplicación del DCF por parte de FCC han sido las proyecciones financieras correspondientes a los planes de negocio de las 4 áreas geográficas en las que opera Grupo CPV (España, EE.UU, Túnez y Reino Unido). Dichos planes contienen las estimaciones financieras vigentes a 31 de diciembre de 2015.

A partir de dichos ejercicios de test de deterioro preparados por FCC, hemos procedido a ajustar las tasas de descuento (WACC) empleadas a efectos de los mismos para estimar el posible valor en uso del 100% del Equity Value de CPV a 31 de diciembre de 2015 que iguala el valor contable consolidado de la participación de FCC en la Sociedad a esa fecha, de 13,51 €/acción.

En las páginas siguientes se ha incluido un detalle de los resultados de valoración de CPV que se derivan de ambos ejercicios de valoración:

Descripción de las valoraciones realizadas (2 de 3)

Valor de CPV estimado por Banco Santander (VR_{SAN})

A España (método DCF)		31-dic-15
Miles de euros		
Valor presente FLC 16E-21E		317.310
Valor presente valor residual (1)		695.210
Enterprise Value (EV) España		1.012.520
Base proyección: Plan de negocio España abril 2016		
Período explícito proyección: 6 años (2016-2021)		
Valor residual		
Tasa de crecimiento a perpetuidad "g"	1,7%	
Margen EBITDA normalizado (15R-21E)	21,0%	
WACC período explícito	8,9%	
WACC perpetuidad	8,2%	

B Estados Unidos (método DCF)		31-dic-15
Miles de euros		
Valor presente FLC 16E-21E		182.810
Valor presente del valor residual (1)		281.510
Enterprise Value (EV) Estados Unidos		464.320
Base proyección: Plan de negocio EEUU abril 2016		
Período explícito proyección: 6 años (2016-2021)		
Valor residual		
Tasa de crecimiento a perpetuidad "g"	1,8%	
Margen EBITDA normalizado (15R-21E)	16,8%	
WACC período explícito	11,1%	
WACC perpetuidad	9,1%	

C Túnez (método DCF)		31-dic-15
Miles de euros		
Valor presente FLC 16E-21E		75.690
Valor presente del valor residual		149.290
Enterprise Value (EV) Túnez		224.980
Base proyección: Plan de negocio Túnez abril 2016		
Período explícito proyección: 6 años (2016-2021)		
Valor residual		
Tasa de crecimiento a perpetuidad "g"	4,4%	
Margen EBITDA normalizado (15R-21E)	23,8%	
WACC período explícito	11,7%	
WACC perpetuidad	11,7%	

D Reino Unido (método DCF)		31-dic-15
Miles de euros		
Valor presente FLC 16E-21E		8.910
Valor presente del valor residual		28.610
Enterprise Value (EV) Reino Unido		37.520
Base proyección: Plan de negocio RU abril 2016		
Período explícito proyección: 6 años (2016-2021)		
Valor residual		
Tasa de crecimiento a perpetuidad "g"	1,7%	
Margen EBITDA normalizado (15R-21E)	8,4%	
WACC período explícito	7,9%	
WACC perpetuidad	7,9%	

Valor razonable CPV -B.Santander-

Método DCF

Miles de euros	31-dic-15
EV España	1.012.520 A
EV Estados Unidos	464.320 B
EV Túnez	224.980 C
EV Reino Unido	37.520 D
Enterprise Value (EV) CPV	1.739.340
Deuda financiera neta	(1.375.450)
Otros activos y pasivos	(25.470)
Valor minoritarios	(57.810)
Equity Value (EqV) 100% CPV	280.610
EqV €/acción	5,50

(1) Incluye el valor presente del ahorro fiscal de la deducción de BINs y de los gastos financieros de ejercicios anteriores pendientes de deducir desde el año 2021E hasta su completa compensación.
Fuente: Informe de valoración de Banco Santander.

Descripción de las valoraciones realizadas (3 de 3)

Valor de CPV estimado por FCC (VU_{FCC})

A España (método DCF)	
Miles de euros	31-dic-15
Valor presente FLC 16E-25E	589.196
Valor presente del valor residual	832.148
Enterprise Value (EV) España	1.421.344
Base proyección: Plan de negocio España nov. 2015	
Período explícito proyección: 10 años (2016-2026)	
Valor residual	
Tasa de crecimiento a perpetuidad "g"	0,0%
Margen EBITDA normalizado (25E)	36,1%
WACC período explícito y perpetuidad (1)	8,3%

B Estados Unidos (método DCF)	
Miles de euros	31-dic-15
Valor presente FLC 16E-25E	239.257
Valor presente del valor residual	180.665
Enterprise Value (EV) Estados Unidos	419.922
Base proyección: Plan de negocio EEUU nov. 2015	
Período explícito proyección: 10 años (2016-2026)	
Valor residual	
Tasa de crecimiento a perpetuidad "g"	0,0%
Margen EBITDA normalizado (25E)	22,7%
WACC período explícito y perpetuidad (1)	9,5%

C Túnez (método DCF)	
Miles de euros	31-dic-15
Valor presente FLC 16E-25E	141.812
Valor presente del valor residual	148.055
Enterprise Value (EV) Túnez	289.867
Base proyección: Plan de negocio Túnez nov. 2015	
Período explícito proyección: 10 años (2016-2026)	
Valor residual	
Tasa de crecimiento a perpetuidad "g"	0,0%
Margen EBITDA normalizado (25E)	29,4%
WACC período explícito y perpetuidad (1)	8,3%

D Reino Unido (método DCF)	
Miles de euros	31-dic-15
Valor presente FLC 16E-25E	8.910
Valor presente del valor residual	28.610
Enterprise Value (EV) Reino Unido	37.520
No se ha podido disponer del plan de negocio de Reino Unido, por lo que a efectos del análisis de valor de uso hemos asumido los valores determinados por Banco Santander	

Valor en uso CPV -FCC-

Método DCF	
Miles de euros	31-dic-15
EV España	1.421.344 A
EV Estados Unidos	419.922 B
EV Túnez	289.867 C
EV Reino Unido	37.520 D
Enterprise Value (EV) CPV	2.168.653
Deuda financiera neta	(1.343.934)
Otros activos y pasivos	(66.573)
Activos y pasivos fiscales diferidos (neto)	18.422
Valor minoritarios (2)	(87.415)
Equity Value (EqV) 100% CPV	689.154
EqV €/acción	13,51

(1) Las WACCs (después de impuestos) usadas por FCC en sus test de deterioro son: 5,41% para España/Túnez y 6,78% para Estados Unidos. Las WACCs aquí consideradas son las implícitas que igualan el valor en uso del 100% del Equity Value de CPV a 31 de diciembre de 2015 al valor por acción de la participación de FCC en la Sociedad a esa fecha.

(2) Se ha determinado multiplicando el porcentaje de participación de los minoritarios por el 100% del Equity Value estimado para las sociedades participadas por CPV donde existen accionistas minoritarios significativos (11,94% en Cementos Alfa, 29,98% en Canteras de Aláiz y 19,14% en Sociétés des Ciments d'Enfidha).

Fuente: Información proporcionada por la Sociedad.

Sección 7

Revisión y contraste de las valoraciones

Revisión y contraste de las valoraciones (1 de 11)

Diferencias teóricas entre valor razonable y valor en uso

Las principales diferencias conceptuales y metodológicas que en general existen a la hora de estimar un valor razonable y un valor en uso, son las siguientes:

Concepto	Valor razonable (NIIF 13)	Valor en uso (NIC 36)
Definición	Precio que se recibiría por vender un activo o que se pagaría por transferir un pasivo en una transacción ordenada entre participantes de mercado en la fecha de la medición.	Valor actual de los flujos futuros de efectivo estimados que se espera obtener de un activo o unidad generadora de efectivo ("UGE").
Utilización	Contextos transaccionales de activos o acciones y contables (deterioro de valor y valoración de muchos activos).	Para la contabilización del deterioro del valor de ciertos activos.
Metodología de valoración	Varias. Solo si no existen evidencias de un precio de mercado, se puede utilizar el método del descuento de flujos de caja (DCF). Flujos de caja futuros contruidos utilizando los supuestos que los participantes del mercado utilizarían para fijar el precio del activo o pasivo, suponiendo que los participantes del mercado actúan en su mejor interés económico: ■ Deben reflejar los hechos futuros que afectarían a los flujos de caja esperados por un participante de mercado que poseyera el activo. En este sentido, no se pueden considerar los efectos de sinergias que no estén disponibles para la mayoría de los participantes de mercado. ■ Deben construirse con la información de mercado que esté disponible sin coste ni esfuerzo para un participante de mercado, a la fecha en que se analiza el valor de la entidad.	Descuento de flujos de caja (DCF). Flujos de efectivo futuros que la entidad espera obtener de la utilización continuada del activo: ■ Basados en hipótesis razonables y justificadas que representan la mejor estimación de la Dirección de la entidad. ■ Previsiones financieras de flujos de caja resultantes de los planes de negocio internos de la empresa, más recientes y aprobadas por la Dirección, sin incluir los flujos de caja de cualquier reestructuración futura en la que la entidad no se ha comprometido a la fecha de estimación. ■ No deben incluir entradas o salidas de efectivo por actividades de financiación, cobros o pagos por el impuesto sobre beneficios, ni inversiones que incrementan o mejoran el rendimientos de los activos. ■ Puede incluir sinergias que estén solo al alcance de la entidad valorada.
Fiscalidad	Se considera la atribuible a la Sociedad.	Se considera implícitamente la fiscalidad asociada a un participante de mercado a través del proceso de "gross-up".
Tasa de descuento (WACC)	Se debe basar en la tasa que un participante de mercado medio utilizaría. Puede reflejar primas por riesgos específicos de la entidad valorada (asociados a sus flujos de caja, financiación, etc.).	Se determina con parámetros de mercado a la fecha de valoración y se presenta antes de impuestos. Debe reflejar: (i) el valor temporal del dinero (tasa de interés sin riesgo); (ii) el precio de la incertidumbre inherente en el activo; y (iii) otros factores, que los participantes en el mercado reflejarían al poner precio a los flujos de efectivo futuros que la entidad espera que se deriven del activo, en su caso.
Estructura financiera	Debe considerar la estructura óptima alcanzable por la entidad valorada, a partir de su estructura actual.	Únicamente se usan referencias de mercado (compañías comparables), independientemente de la existente en la compañía valorada.

Revisión y contraste de las valoraciones (2 de 11)

Análisis de las diferencias entre VR_{SAN} y VU_{FCC}

De acuerdo con el análisis realizado, las principales diferencias que existen entre las dos valoraciones de CPV son las siguientes:

Concepto	VR_{SAN}	VU_{FCC}
Proyecciones financieras de cada área geográfica	Periodo de proyección de 6 años (2016E-2021E) Plan de negocio de CPV preparado en abril de 2016 por la Dirección de la Sociedad y aprobado por su Consejo de Administración Recoge la visión de un inversor de mercado, que suele ser más conservador en sus previsiones financieras, dado posee un menor conocimiento de la Sociedad y es más adverso al riesgo, y actúa en su mejor interés económico	Periodo de proyección de 10 años (2016E-2025E) Plan de negocio de CPV preparado en noviembre de 2015 por la Dirección de la Sociedad Recoge la visión de la Dirección de FCC, basándose en hipótesis que razona y justifica, y que representan su mejor estimación a futuro sobre la evolución de los negocios de CPV
Valor terminal	Margen EBITDA del año normalizado igual al promedio de los márgenes estimados para el periodo 2015R a 2021E Consideración de tasas de crecimiento a perpetuidad para cada área geográfica que oscilan entre 1,7%/1,8% (España, Reino Unido / Estados Unidos) y 4% (Túnez)	Margen EBITDA del año normalizado igual al del último año proyectado (2025E) Considera tasas de crecimiento a perpetuidad nulas en todas las áreas geográficas
Tasa de descuento (WACC)	Dos tasas de descuento: una para el periodo explícito y otra para el valor normalizado en España y EE.UU.	Una única tasa de descuento para toda la proyección (1)
Fiscalidad	Diferentes fechas de obtención de los parámetros y de criterios aplicados para establecer los mismos En periodo explícito se consideran pagos de impuestos y la aplicación de ahorros fiscales debidos a BINs y otros activos fiscales A efectos del valor residual, para la determinación del FLC normalizado, se considera el gasto por impuesto con la tasa impositiva legal vigente de cada área geográfica	Tanto para el periodo explícito como en el valor residual, se tienen en consideración los pagos por impuesto sobre beneficios con la tasa impositiva legal vigente Se considera el neto del valor contable de los activos y pasivos por impuestos diferidos
Otros	Diferencias poco significativas en posición financiera neta, otros activos y pasivos y valor de minoritarios, los cuales se suman por debajo de los Enterprise Values (EV) de cara a estimar los Equity Values (EqV)	

(1) Los WACCs (después de impuestos) usadas por FCC en sus test de deterioro son: 5,41% para España/Túnez y 6,78% para Estados Unidos. Las WACCs consideradas a efectos del análisis son las implícitas que igualan el valor en uso del 100% del Equity Value de CPV a 31 de diciembre de 2015 al valor por acción de la participación de FCC en la Sociedad a esa fecha.

Revisión y contraste de las valoraciones (3 de 11)

Análisis de las diferencias entre VR_{SAN} y VU_{FCC} (continuación)

Un detalle comparativo de las diferencias existentes entre ambas valoraciones, es como sigue:

Diferencias VU_{FCC} y VR_{SAN}

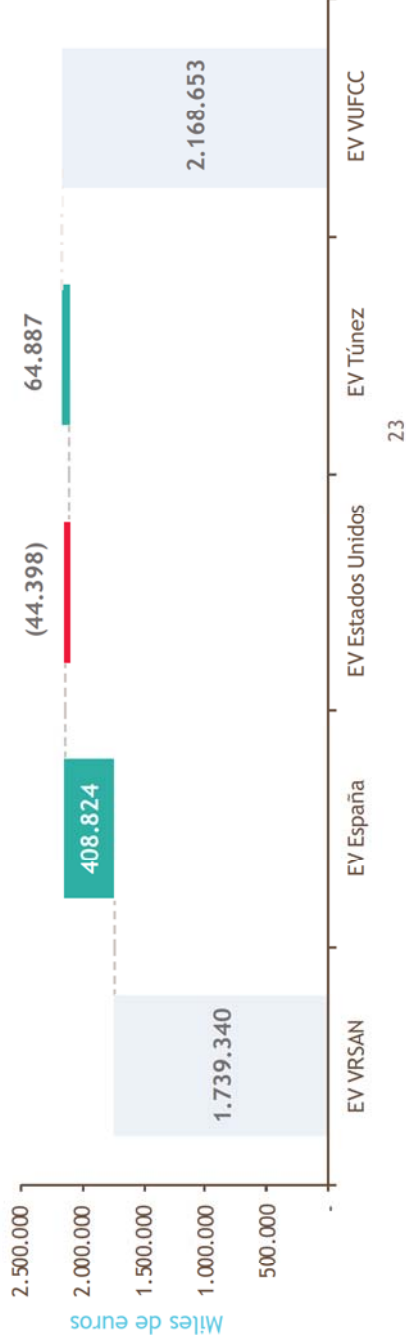
Miles de euros	VU _{FCC}		VR _{SAN}	Diferencias
EV España	1.421.344	1.012.520	408.824	
EV Estados Unidos	419.922	464.320	(44.398)	
EV Túnez	289.867	224.980	64.887	
EV Reino Unido	37.520	37.520	-	
Enterprise Value (EV) CPV	2.168.653	1.739.340	429.313	
Deuda financiera neta	(1.343.934)	(1.375.450)	31.516	
Otros activos y pasivos	(66.573)	(25.470)	(41.103)	
Activos y pasivos fiscales diferidos (neto)	18.422	-	18.422	
Valor minoritarios	(87.415)	(57.810)	(29.605)	
Equity Value (EqV) 100% CPV	689.154	280.610	408.544	
EqV €/acción	13,51	5,50	8,01	

Diferencias WACC	Diferencias expectativas periodo 2016E-2021E		
	Diferencias en Flujos de caja brutos (sin efecto fiscal) (1)	Diferencias por Efectos fiscales de BINs y otras deducciones (2)	Diferencias expectativas largo plazo (valor residual) (3)
(10.668)	13.640	(57.166)	463.017
(9.850)	(2.491)	(39.622)	7.565
(4) 187.695	9.047	1.577	(4) (133.431)
-	-	-	-
167.177	20.196	(95.211)	337.151

Las principales diferencias se producen a nivel EV total de CPV, y se concentran en el área geográfica de España, debido a las diferentes previsiones financieras a largo plazo que se recogen en el valor residual de ambas valoraciones

A nivel de EqV de la Sociedad, la diferencia entre ambas valoraciones se corresponde con la producida a nivel de EV, dadas las compensaciones que se producen entre los saldos de los distintos elementos que se consideran por debajo del mismo a efectos de estimar el EqV

Diferencias EV entre VR_{SAN} y VU_{FCC} por área geográfica

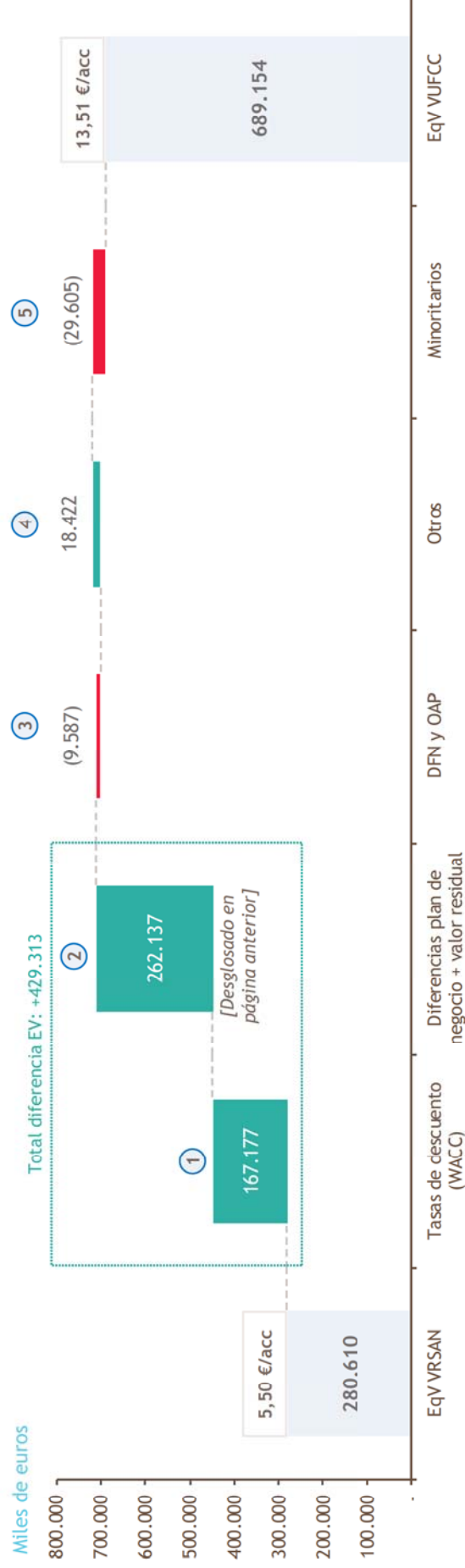


- (1) Medido como diferencia entre valor presente de los flujos libres de caja del periodo 2016E - 2021E.
- (2) Se trata del efecto de la aplicación de activos fiscales diferidos (compensación de BINs y otras deducciones) para la determinación de los flujos libres de caja del periodo explícito de proyección de España y EE.UU. realizado en el VR_{SAN}.
- (3) Valor residual de VU_{FCC} considera los flujos de caja del periodo 22E al 25E (4 últimos años del periodo explícito) + valor residual calculado al final de la proyección de 10 años utilizada por FCC.
- (4) Las diferencias en Túnez se producen por las diferentes tasas de descuento empleadas en cada una de las valoraciones (VR_{SAN}: 11,7% vs VU_{FCC}: 8,3%), las cuales se compensan parcialmente con las diferentes tasas de crecimiento a perpetuidad (VR_{SAN}: 4,4% vs VU_{FCC}: 0,0%).

Revisión y contraste de las valoraciones (4 de 11)

Análisis de las diferencias entre VR_{SAN} y VU_{FCC} (continuación)

A continuación se incluye un gráfico que analiza la naturaleza de las diferencias que existen entre ambas valoraciones:



Notas resumen explicativas de las diferencias que existen entre ambos ejercicios de valoración:

- Tasas de descuento (WACC):** se corresponde con el efecto en valor presente que generan las diferentes tasas de descuento empleadas en ambos ejercicios. Este efecto se concentra en la valoración de Túnez, donde la tasa de descuento del VU_{FCC} es inferior dado que la Dirección de la Sociedad tienen unas expectativas de riesgo inferiores a las del mercado (lo que, por otra parte, se ve compensado por las menores expectativas de crecimiento a perpetuidad en VU_{FCC}).
- Expectativas Dirección vs Inversor de mercado:** es el valor presente de las diferentes expectativas de evolución de flujos de caja que se recogen en las proyecciones financieras y en el valor residual utilizadas en ambos ejercicios de valoración. Se concentra en España, por las diferentes expectativas de evolución a largo plazo del sector cementero y márgenes de EBITDA previstas en los valores residuales de ambas valoraciones (*que en el caso del VU_{FCC} también incluye el periodo de proyecciones financieras adicional de los años 2022E a 2025E que no se considera en VR_{SAN}*).
- Deuda neta + otros activos y pasivos:** se refiere a los diferentes saldos que se han utilizado a efectos de la valoración de CPV en ambos ejercicios.
- Otros:** recoge el neto del valor contable de los activos y pasivos por impuestos diferidos considerado a efectos de determinar el Ekv en el VU_{FCC} . En VR_{SAN} se ha considerado dentro del cálculo del EV a través del valor presente de los ahorros fiscales de BINs y otros activos fiscales.
- Minoritarios:** se corresponde con la diferencia que resulta del cálculo de valor de minoritarios entre ambos ejercicios.

Revisión y contraste de las valoraciones (5 de 11)

Contraste de las valoraciones - Escenario alternativo BDO

Con objeto de contrastar la razonabilidad de los resultados que se obtienen en los dos ejercicios de valoración (VR_{SAN} y VU_{FCC}) hemos realizado un escenario alternativo para estimar el valor razonable y el posible valor en uso de CPV, respectivamente, teniendo en cuenta los diferentes contextos y propósitos de ambos ejercicios y utilizando las hipótesis y criterios más adecuados según nuestro juicio profesional que se describen a continuación:

Valor razonable de CPV - VR_{BDO}

Proyecciones financieras de cada área geográfica

- Base de análisis: planes de negocio empleados en VR_{SAN} .
 - Mantenimiento de la misma base de cálculo usada por Banco Santander (proyecciones financieras actualizadas a abril de 2016).
- Horizonte temporal del periodo explícito: 6 años (periodo 2016E-2021E).
 - Periodo que está en línea con el que habitualmente utiliza un participante de mercado (al final del mismo se considera que se alcanzan niveles normalizados de crecimiento y rentabilidad).

Valor residual de cada área geográfica

- Flujo de caja normalizado: de cara a estimar el FLC normalizado se ha asumido un margen EBITDA (%) similar al promedio de márgenes EBITDA que resultan para el periodo proyectado (2016E-2021E): España 22,3%, Estados Unidos 17,1%, Túnez 23,8% y Reino Unido 8,4%.
 - Se considera que es una hipótesis razonable desde el punto de vista de un inversor de mercado, más conservador en sus expectativas.
- Crecimiento a perpetuidad: mismas tasas de crecimiento a perpetuidad que las utilizadas en VR_{SAN} .
 - Consideramos que son hipótesis razonables desde el punto de vista de un inversor de mercado, ya que son tasas de crecimiento a perpetuidad alineadas con las habitualmente utilizadas a efectos de estimación de valores razonables (inflación objetivo de cada país).

Valor en uso de CPV - VU_{BDO}

Proyecciones financieras de cada área geográfica

- Base de análisis: planes de negocio empleados en VU_{FCC} (6 años).
 - Mantenimiento de la misma base de cálculo usada por FCC (proyecciones financieras disponibles a cierre de 2015) pero con menor plazo.
- Horizonte temporal del periodo explícito: 6 años (periodo 2016E-2021E).
 - Número de años que están en línea con el periodo de proyección recomendado por la normativa contable a efectos de deterioro de activos (similar al utilizado para el cálculo del valor razonable).

Valor residual de cada área geográfica

- Flujo de caja normalizado: de cara a estimar el FLC normalizado se ha asumido un margen EBITDA (%) similar al del último año de la proyección financiera (año 2021E): España 31,1%, Estados Unidos 20,9%, Túnez 28,9% y Reino Unido 9,0%.
 - Consideramos que es la hipótesis más razonable desde el punto de vista de las expectativas de la Sociedad.
- Crecimiento a perpetuidad: para España, Estados Unidos y Reino Unido una tasa del 0,5% y para Túnez una tasa del 4,4%.
 - España, Estados Unidos y Reino Unido: consideramos que en países desarrollados y sectores maduros, y teniendo en cuenta que el margen EBITDA no ha sido ajustado en el cálculo del valor residual, una tasa de crecimiento a perpetuidad dentro de un rango comprendido entre 0,0% y 1,0%, en este caso del 0,5%, sería razonable.
 - Túnez: la tasa del 4,4% de crecimiento a perpetuidad considerada, similar a la utilizada en el cálculo del VR_{SAN} , se corresponde con el objetivo a largo plazo de inflación de dicho país, crecimiento que se considera razonable tratándose de un país en vías de desarrollo.

■ Racional de la hipótesis usada.



Revisión y contraste de las valoraciones (6 de 11)

Contraste de las valoraciones - Escenario alternativo BDO (continuación)

Valor razonable de CPV - VR_{BDO}

Tasas de descuento (WACC) para cada área geográfica

- Base: parámetros de valoración obtenidos de fuentes de información pública a fecha similar a la utilizada para su determinación en VR_{SJM} (4 de marzo de 2016) y establecidos con los criterios profesionales de BDO - Ver **Anexo 1**.

— Mantenimiento de la misma fecha de estimación usada por Banco Santander

- WACC periodo de proyección explícito: ha sido estimado considerando los siguientes elementos: (i) una estructura de deuda (recursos ajenos) establecida como promedio entre la actual de la Sociedad y la de mercado (empresas comparables); (ii) una prima de rentabilidad requerida por los accionistas como consecuencia del alto riesgo financiero inherente a la inversión; y (iii) los diferenciales de la deuda financiera actuales de CPV.

— En línea con las prácticas de mercado, se ha considerado razonable la utilización de una prima por alto riesgo financiero en el cálculo del coste de los accionistas o recursos propios (ke). Esto se debe al elevado apalancamiento y riesgo financiero de CPV en el periodo explícito. Dicha prima se ha basado en el análisis propio de BDO y en Duff&Phelps Risk Premium Report 2013).

- WACC valor residual: se ha estimado un WACC normalizado, sin tener en consideración los elementos de alto riesgo financiero comentados en el punto anterior.

— Se ha supuesto la normalización de la situación financiera al final del periodo explícito y, por tanto, los parámetros de la tasa de descuento a perpetuidad usados han sido los correspondientes a una sociedad saneada financieramente, a partir de inputs de mercado y sin considerar primas por factores de riesgo específico relacionados con la Sociedad (*misma tasa de descuento que VR_{BDO} -excepto por la variación de parámetros debida a las diferentes fechas de estimación-*).

Racional de la hipótesis usada.

Valor en uso de CPV - VU_{BDO}

Tasas de descuento (WACC) para cada área geográfica

- Base: parámetros de valoración obtenidos de fuentes de información pública a fecha similar a la utilizada para su determinación en VU_{FCC} (31 de diciembre de 2015) y establecidos con los criterios profesionales de BDO - Ver **Anexo 1**.

— Fecha de estimación a 31 de diciembre de 2015, de acuerdo con lo establecido a los efectos de realizar análisis de test de deterioro.

- WACC única: se ha determinado sobre la base de parámetros de mercado y considerando primas de riesgo inherentes al activo (Enterprise Value de CPV).

— Se consideran menores primas de riesgo que las recogidas en las tasas de descuento usadas en el VU_{FCC}, dado que en nuestro escenario de valor en uso se proyectan unas expectativas más conservadoras debido al acortamiento del periodo de proyección (6 años frente a 10 años).

— Estructura financiera de mercado, de acuerdo con la normativa contable.

Revisión y contraste de las valoraciones (7 de 11)

Contraste de las valoraciones - Resultados VR_{BDO}

A España (método DCF)	
Miles de euros	31-dic-15
Valor presente FLC 16E-21E	241.111
Valor presente del valor residual	852.368
Enterprise Value (EV) España	1.093.479
Base proyección: Plan de negocio España abril 2016	
Período explícito proyección: 6 años (2016-2021)	
Valor residual	
Tasa de crecimiento a perpetuidad "g"	1,7%
Margen EBITDA normalizado (16E-21E)	22,3%
WACC período explícito	9,9%
WACC perpetuidad	6,5%

C Túnez (método DCF)	
Miles de euros	31-dic-15
Valor presente FLC 16E-21E	70.498
Valor presente del valor residual	171.296
Enterprise Value (EV) Túnez	241.794
Base proyección: Plan de negocio Túnez abril 2016	
Período explícito proyección: 6 años (2016-2021)	
Valor residual	
Tasa de crecimiento a perpetuidad "g"	4,4%
Margen EBITDA normalizado (16E-21E)	23,8%
WACC período explícito	12,8%
WACC perpetuidad	10,1%

B Estados Unidos (método DCF)	
Miles de euros	31-dic-15
Valor presente FLC 16E-21E	134.578
Valor presente del valor residual	250.914
Enterprise Value (EV) Estados Unidos	385.491
Base proyección: Plan de negocio EEUU abril 2016	
Período explícito proyección: 6 años (2016-2021)	
Valor residual	
Tasa de crecimiento a perpetuidad "g"	1,8%
Margen EBITDA normalizado (16E-21E)	17,1%
WACC período explícito	11,9%
WACC perpetuidad	7,9%

D Reino Unido (método DCF)	
Miles de euros	31-dic-15
Valor presente FLC 16E-21E	7.926
Valor presente del valor residual	31.459
Enterprise Value (EV) Reino Unido	39.385
Base proyección: Plan de negocio R.U. abril 2016	
Período explícito proyección: 6 años (2016-2021)	
Valor residual	
Tasa de crecimiento a perpetuidad "g"	1,7%
Margen EBITDA normalizado (16E-21E)	8,4%
WACC período explícito	9,9%
WACC perpetuidad	6,6%

Valor razonable CPV -Escenario BDO-

Método DCF	
Miles de euros	31-dic-15
EV España	1.093.479 A
EV Estados Unidos	385.491 B
EV Túnez	241.794 C
EV Reino Unido	39.385 D
Enterprise Value (EV) CPV	1.760.150
Deuda financiera neta	(1.343.934)
Otros activos y pasivos	(66.573)
Activos y pasivos fiscales diferidos (neto)	18.422
Valor minoritarios (1)	(79.463)
Equity Value (EqV) 100% CPV	288.602
EqV €/acción	5,66

Análisis de sensibilidad del €/acción VRBDO (*)	
Rango bajo	5,09
Rango alto	6,25

(*) Realizado sobre tasas de descuento y tasa de crecimiento a perpetuidad.

(1) Se ha determinado multiplicando el porcentaje de participación de los minoritarios por el 100% del EqV estimado para las sociedades participadas por CPV donde existen accionistas minoritarios significativos (11,94% en Cementos Alfa, 29,98% en Canteras de Aláiz y 19,14% en Societé des Ciments d'Enfidha).

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por la Sociedad.

Revisión y contraste de las valoraciones (8 de 11)

Contraste de las valoraciones - Resultados VU_{BDO}

A España (método DCF)	
Miles de euros	31-dic-15
Valor presente FLC 16E-21E	299.796
Valor presente del valor residual	1.118.697
Enterprise Value (EV) España	1.418.493
Base proyección: Plan de negocio España nov. 2015	
Período explícito proyección: 6 años (2016-2021)	
Valor residual	
Tasa de crecimiento a perpetuidad "g"	0,5%
Margen EBITDA normalizado (21E)	31,1%
WACC período explícito y perpetuidad	6,5%

B Estados Unidos (método DCF)	
Miles de euros	31-dic-15
Valor presente FLC 16E-21E	156.708
Valor presente del valor residual	251.403
Enterprise Value (EV) Estados Unidos	408.111
Base proyección: Plan de negocio EEUU nov. 2015	
Período explícito proyección: 6 años (2016-2021)	
Valor residual	
Tasa de crecimiento a perpetuidad "g"	0,5%
Margen EBITDA normalizado (21E)	20,9%
WACC período explícito y perpetuidad	8,0%

C Túnez (método DCF)	
Miles de euros	31-dic-15
Valor presente FLC 16E-21E	84.735
Valor presente del valor residual	229.604
Enterprise Value (EV) Túnez	314.339
Base proyección: Plan de negocio Túnez nov. 2015	
Período explícito proyección: 6 años (2016-2021)	
Valor residual	
Tasa de crecimiento a perpetuidad "g"	4,4%
Margen EBITDA normalizado (21E)	28,9%
WACC período explícito y perpetuidad	10,1%

D Reino Unido (método DCF)	
Miles de euros	31-dic-15
Valor presente FLC 16E-21E	9.492
Valor presente del valor residual	33.944
Enterprise Value (EV) Reino Unido	43.436
Base proyección: Plan de negocio R.U. nov. 2015	
Período explícito proyección: 6 años (2016-2021)	
Valor residual	
Tasa de crecimiento a perpetuidad "g"	0,5%
Margen EBITDA normalizado (21E)	9,0%
WACC período explícito y perpetuidad	6,7%

Valor en uso CPV -Escenario BDO-

Método DCF	
Miles de euros	31-dic-15
EV España	1.418.493 A
EV Estados Unidos	408.111 B
EV Túnez	314.339 C
EV Reino Unido	43.436 D
Enterprise Value (EV) CPV	2.184.379
Deuda financiera neta	(1.343.934)
Otros activos y pasivos	(66.573)
Activos y pasivos fiscales diferidos (neto)	18.422
Valor minoritarios (1)	(98.300)
Equity Value (EqV) 100% CPV	693.994
EqV €/acción	13,60

Análisis de sensibilidad del €/acción VUBDO (*)	
Rango bajo	Rango alto
13,00	14,23

(*) Realizado sobre tasas de descuento y tasa de crecimiento a perpetuidad.

(1) Se ha determinado multiplicando el porcentaje de participación de los minoritarios por el 100% del EqV estimado para las sociedades participadas por CPV donde existen accionistas minoritarios significativos (11,94% en Cementos Alfa, 29,98% en Carteras de Aláiz y 19,14% en Societé des Ciments d'Enfidha).

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por la Sociedad.

Revisión y contraste de las valoraciones (9 de 11)

Contraste de las valoraciones - Análisis de las diferencias entre VR_{BDO} y VU_{BDO}

Un detalle comparativo de las diferencias existentes entre ambas valoraciones de contraste, es como sigue:

Diferencias VU _{BDO} y VR _{BDO}		Diferencias VU _{BDO} y VR _{BDO}		
Miles de euros		VU _{BDO}	VR _{BDO}	Diferencias
EV España		1.418.493	1.093.479	325.014
EV Estados Unidos		408.111	385.491	22.620
EV Túnez		314.339	241.794	72.545
EV Reino Unido		43.436	39.385	4.051
Enterprise Value (EV) CPV		2.184.379	1.760.150	424.230
Deuda financiera neta		(1.343.934)	(1.343.934)	-
Otros activos y pasivos		(66.573)	(66.573)	-
Activos y pasivos fiscales diferidos (neto)		18.422	18.422	-
Valor minoritarios		(98.300)	(79.463)	(18.837)
Equity Value (EqV) 100% CPV		693.994	288.602	405.393
EqV €/acción		13,60	5,66	7,95

Diferencias expectativas periodo 2016E-2021E		Diferencias expectativas	
Diferencias	Diferencias en Flujos de	Diferencias por Efectos	largo plazo
WACC	caja brutos (sin efecto	fiscales de BINs y otras	(valor residual)
	fiscal) (1)	deducciones (2)	
211.939	26.103	-	86.971
77.140	4.541	-	(59.060)
31.486	8.342	-	32.717
7.082	486	-	(3.516)
327.646	39.472	-	57.112

(3)

Las principales diferencias se producen a nivel EV total de CPV, concentrado en el área de negocio de España (principalmente, por diferencia entre ambos ejercicios en tasas de descuento y en provisiones financieras a largo plazo que se recogen en el valor residual)

A nivel de EqV de la Sociedad, la diferencia entre ambas valoraciones se corresponde con la producida a nivel de EV

Diferencias EV entre VR_{BDO} y VU_{BDO} por área geográfica

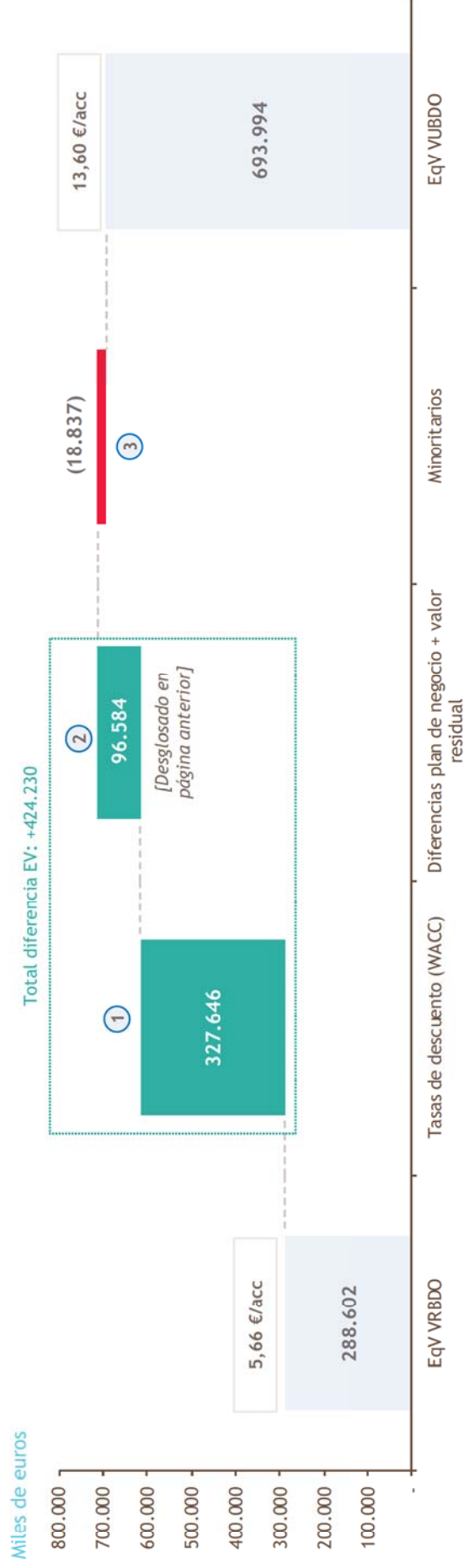


- (1) Medido como diferencia entre valor presente de los flujos libres de caja del periodo 2016E - 2021E.
- (2) En los escenarios BDO no se produce diferencia ya que se ha dado el mismo tratamiento a los activos y pasivos por impuestos diferidos en ambos ejercicios.
- (3) La diferencia en el valor residual se deriva de las mayores expectativas de rentabilidad operativa (margen EBITDA) consideradas en el cálculo del VU_{BDO}, las cuales se compensan parcialmente con unos crecimientos a perpetuidad más conservadores.

Revisión y contraste de las valoraciones (10 de 11)

Contraste de las valoraciones - Análisis de las diferencias entre VR_{BDO} y VU_{BDO} (continuación)

A continuación se incluye un gráfico que analiza la naturaleza de las diferencias que existen entre los valores de contraste resultantes:



Notas resumen explicativas de las diferencias que existen entre ambos ejercicios de valoración:

- Tasas de descuento (WACC):** se corresponde con el efecto en valor presente que generan las diferentes tasas de descuento empleadas en ambos ejercicios. En el caso del VR_{BDO} las tasas tienen en cuenta el riesgo financiero que consideraría un inversor de mercado dado el elevado endeudamiento y la dificultad para atender los compromisos financieros existente en la actualidad y previsto durante el periodo explícito de proyección, hasta tender a la estructura de deuda objetivo supuesta a partir del año 6 de proyección financiera.
- Expectativas Dirección vs Inversor de mercado:** es el valor presente de las diferentes expectativas de evolución de flujos de caja que se recogen en las proyecciones financieras y en el valor residual utilizadas en ambos ejercicios de valoración. De acuerdo con el escenario de contraste preparado, se produce un alineamiento de las expectativas del mercado y de la Dirección.
- Minoritarios:** se corresponde con la diferencia que resulta del cálculo de valor de minoritarios entre ambos ejercicios.

Revisión y contraste de las valoraciones (11 de 11)

Contraste de las valoraciones - Principales aspectos a destacar

- Existe un marco teórico y conceptual que justifica la existencia de diferencias metodológicas y, por tanto, de resultados entre los dos ejercicios de valoración analizados (VR_{SAN} y VU_{FCC}).
- Las principales diferencias entre los dos ejercicios de valoración se concretan, principalmente, en las diferentes expectativas de evolución a largo plazo de los negocios de CPV en España, en cuanto a previsión de crecimiento y rentabilidad generada, que tiene la Dirección de FCC frente a la que podría tener un inversor de mercado.
- Sobre la base de las proyecciones financieras utilizadas en los dos ejercicios de valoración de Banco Santander y FCC, hemos elaborado un escenario alternativo de valoración (VR_{BDO} y VU_{BDO}) teniendo en cuenta criterios metodológicos e hipótesis que consideramos de razonable aplicación dentro del marco conceptual en el que debe prepararse cada uno de los dos ejercicios de valoración, dados los diferentes contextos y propósitos de análisis de los mismos. No obstante lo anterior, sin perjuicio de que pudieran elaborarse otros escenarios, bajo otros criterios e hipótesis, que de igual forma podrían ser razonables.
- Las principales diferencias entre los dos ejercicios de valoración del escenario BDO se concretan, principalmente, en la diferente rentabilidad que razonablemente exigiría un inversor del mercado a la inversión en CPV teniendo en cuenta los altos riesgos financieros inherentes a la misma respecto a la exigida por la Dirección en un contexto de test de deterioro, así como en las diferencias de expectativas de negocio, principalmente, a largo plazo.
- Por otra parte, los resultados de valoración obtenidos en el escenario alternativo BDO no difieren significativamente de los estimados por Banco Santander y FCC, respectivamente:

Valor razonable CPV			
Método DCF			
Miles de euros	VR_{BDO}	VR_{SAN}	Diferencias
EV España	1.093.479	1.012.520	80.959
EV Estados Unidos	385.491	464.320	(78.829)
EV Túnez	241.794	224.980	16.814
EV Reino Unido	39.385	37.520	1.865
Enterprise Value (EV) CPV	1.760.150	1.739.340	20.810
Deuda financiera neta	(1.343.934)	(1.375.450)	31.516
Otros activos y pasivos	(66.573)	(25.470)	(41.103)
A y P fiscales diferidos (neto)	18.422	-	18.422
Valor minoritarios	(79.463)	(57.810)	(21.653)
Equity Value (EqV) 100% CPV	288.602	280.610	7.992
EqV €/acción	5,66	5,50	0,16

Valor en uso CPV			
Método DCF			
Miles de euros	VU_{BDO}	VU_{FCC}	Diferencias
EV España	1.418.493	1.421.344	(2.851)
EV Estados Unidos	408.111	419.922	(11.811)
EV Túnez	314.339	289.867	24.472
EV Reino Unido	43.436	37.520	5.916
Enterprise Value (EV) CPV	2.184.379	2.168.653	15.726
Deuda financiera neta	(1.343.934)	(1.343.934)	-
Otros activos y pasivos	(66.573)	(66.573)	-
A y P fiscales diferidos (neto)	18.422	18.422	-
Valor minoritarios	(98.300)	(87.415)	(10.885)
Equity Value (EqV) 100% CPV	693.994	689.154	4.841
EqV €/acción	13,60	13,51	0,09

Sección 8

Aspectos relevantes a considerar

Aspectos relevantes a considerar (1 de 1)

Debemos mencionar que todo trabajo de valoración o revisión de valoración conlleva apreciaciones subjetivas y realización de estimaciones sobre hechos futuros inciertos a la fecha de valoración, estando generalmente aceptado que ningún método ofrece resultados totalmente exactos e indiscutibles, sino rangos donde el valor analizado pueda razonablemente situarse.

Nuestro trabajo de revisión se ha basado fundamentalmente en el informe de valoración de CPV emitido por Santander y en el estudio interno sobre el test de deterioro de valor de CPV a 31 de diciembre de 2015, así como en las proyecciones financieras a largo plazo preparadas por la Dirección de la Sociedad. En este sentido, la Dirección de la Sociedad nos ha manifestado que los documentos preparados por la misma así como las principales hipótesis y parámetros en los que se basan reflejan su mejor estimación y juicio a la fecha de su elaboración. Dadas las incertidumbres inherentes a cualquier estimación sobre hechos futuros, alguna de las hipótesis o parámetros empleados podrían sufrir desviaciones respecto a lo previsto, pudiendo verse afectados, en consecuencia, los valores calculados así como las conclusiones de nuestro trabajo.

Debemos llamar la atención sobre el hecho de que CPV está integrada dentro del grupo FCC, y que por lo tanto, su estrategia, actividad y resultados deben entenderse dentro del contexto del grupo al que pertenece.

Nuestro trabajo se ha basado en información, auditada y no auditada, proporcionada por la Dirección de la Sociedad, así como en otra información procedente de fuentes públicas, no habiendo realizado procedimientos de revisión o auditoría sobre la misma. En este sentido, BDO no asume o garantiza la veracidad, exactitud e integridad de la información utilizada en la realización de su trabajo.

El alcance de nuestro trabajo no ha incluido una revisión, *due diligence* ni auditoría de la situación contable, fiscal, legal, laboral o medioambiental, operativa o de otro tipo de la Sociedad. Por lo tanto, los riesgos, si existiesen, derivados de dichas situaciones, no han sido tomados en consideración en la realización de nuestro trabajo y en la emisión de las correspondientes conclusiones.

De acuerdo con la información proporcionada por la Dirección de la Sociedad, no se han producido acontecimientos relevantes entre el 31 de diciembre de 2015 y la fecha de emisión de nuestro informe, los cuales no hayan sido puestos en nuestro conocimiento y que pudiesen tener un efecto significativo sobre los resultados de nuestro trabajo.

Por último, debemos mencionar que nuestro trabajo es de naturaleza independiente y, por lo tanto, no supone ninguna recomendación a los administradores, ni a los accionistas o terceros sobre la posición que deban tomar en relación con la oferta pública de exclusión de cotización de CPV o cualquier otra operación corporativa de inversión o financiación relacionada directa o indirectamente con la misma.

Sección 9

Conclusiones

Conclusiones (1 de 1)

De acuerdo con las bases de información utilizadas y los procedimientos de revisión y contraste aplicados, y teniendo en cuenta lo descrito en el apartado anterior, según nuestro juicio profesional:

- la metodología de valoración, globalmente considerada, y los resultados de valoración a los que conduce, contenidos en el informe de valoración de CPV emitido por Banco Santander,
- la metodología de valoración, globalmente considerada, y los resultados de valoración a los que conduce, contenidos en el estudio de test de deterioro de CPV realizado internamente por FCC,
- así como las principales diferencias metodológicas y de resultados entre los dos ejercicios de valoración,

son razonables y están debidamente justificados, teniendo en cuenta los diferentes contextos y propósitos de los mismos.

Nuestra conclusión debe interpretarse dentro del contexto del alcance de nuestras comprobaciones, sin que de la misma pueda derivarse ninguna responsabilidad adicional a la relacionada con el propósito de este informe.

Este informe ha sido preparado exclusivamente para cumplir con lo establecido en nuestra propuesta de servicios profesionales de fecha 6 de mayo de 2016, por lo que no sirve ni debe ser utilizado para ninguna otra finalidad, ni debe ser distribuido a terceros distintos de la Sociedad, sin nuestro previo consentimiento por escrito.

No obstante, FCC nos ha informado de que podría tener la intención de hacer público este documento. En este sentido damos nuestro consentimiento para que FCC haga público nuestro informe sobre la base de que es su responsabilidad la revisión del documento y la identificación de cualquier información confidencial del mismo que no desee ser revelada así como que, en el más amplio sentido reconocido por la ley, no aceptamos ninguna responsabilidad ni contingencia frente a terceros diferentes de FCC en relación con nuestro informe.

Anexos

Anexo 1: Tasa de descuento (WACC) (1 de 4)

Análisis de las tasas de descuento WACC VR_{BDO} (período explícito y valor terminal) y VU_{BDO}

Los criterios seguidos para la determinación de los parámetros utilizados para la estimación de las tasas de descuento (WACCs) en cada uno de los escenarios de valoración alternativos de BDO, son los siguientes:

Concepto	VR_{BDO} (período explícito)	VR_{BDO} (valor residual)	VU_{BDO} (única)
Tasa libre de riesgo (Rf)	Calculada a partir de la rentabilidad de la deuda pública (bono a 10 años) de Alemania, EE.UU y Reino Unido, promedio de los últimos doce meses anteriores a 4 de marzo de 2016. Para Túnez se ha utilizado como referencia el bono de Alemania.	Calculada a partir de la rentabilidad de la deuda pública (bono a 10 años) de Alemania, EE.UU y Reino Unido, promedio de los últimos doce meses anteriores a 31 de diciembre de 2015	
Prima de riesgo país (CRP)	Para España calculada como la diferencia entre la rentabilidad del bono a 10 años y la tasa libre de riesgo, promedio de los últimos 12 meses anteriores al 4 de marzo de 2016. Para Túnez se ha utilizado el CRP del informe de Banco Santander para dicho país, basado en Damodaran		
Prima de riesgo de mercado (MRP)	Definida de acuerdo al análisis de BDO basado en estudios empíricos a largo plazo que analizan la diferencia entre la rentabilidad media histórica de las Bolsas de Valores y la deuda a largo plazo emitidas por los gobiernos		
Beta desapalancada	Calculado de acuerdo con la media ajustada de betas mensuales de los últimos cinco años de una muestra de entidades cotizadas comparables representativas del sector cementero determinada a 4 de marzo de 2016 según información de Bloomberg. Un detalle de las betas calculadas puede verse en el Anexo 2	Calculado de acuerdo con la media ajustada de betas mensuales de los últimos cinco años de una muestra de entidades cotizadas comparables representativas del sector cementero determinada a 31 de diciembre de 2015 según información de Bloomberg. Un detalle de las betas calculadas puede verse en el Anexo 2	
Prima de riesgo financiero alto	Establecida como una prima de rentabilidad requerida por los accionistas como consecuencia del riesgo financiero inherente a la inversión durante el período explícito, de acuerdo a los estudios de primas de riesgo de relativos a compañías manufactureras con elevado riesgo financiero. Fuente: Análisis BDO y Duff&Phelps Risk Premium Report 2013.	No se ha considerado dado que se estima la normalización de la situación financiera de CPV y por tanto la reducción del riesgo inherente a la misma	No se ha considerado dado que a efectos de valor en uso debe estimarse una tasa que no tenga en cuenta la situación financiera particular de la Sociedad y, por tanto, sin considerar los riesgos financieros inherentes a la misma derivados de la situación de elevado nivel endeudamiento actual que presenta

Anexo 1: Tasa de descuento (WACC) (2 de 4)

Análisis de las tasas de descuento WACC VR_{BDO} (período explícito y valor terminal) y VU_{BDO} (continuación)

Los criterios seguidos para la determinación de los parámetros utilizados para la estimación de las tasas de descuento (WACCs) en cada uno de los escenarios de valoración alternativos de BDO, son los siguientes:

Concepto	VR_{BDO} (período explícito)	VR_{BDO} (valor residual)	VU_{BDO} (única)
Coste de la deuda antes de impuestos	Estimado a partir de la rentabilidad promedio de los últimos doce meses anteriores a 4 de marzo de 2016 del swap Euribor a 10 años (España y Túnez), swap USD a 10 años (EE.UU) y swap Libor a 10 años (Reino Unido), más un margen diferencial para cada zona geográfica establecido teniendo en cuenta los niveles de endeudamiento considerados	Estimado a partir de la rentabilidad promedio de los últimos doce meses anteriores a 31 de diciembre de 2015 del swap Euribor a 10 años (España y Túnez), swap USD a 10 años (EE.UU) y swap Libor a 10 años (Reino Unido), más un margen diferencial para cada zona geográfica establecido teniendo en cuenta los niveles de endeudamiento considerados	
Ratio de deuda (D/E+D)	Se ha considerado un ratio de deuda (D/E+D) establecida como promedio entre la actual de la Sociedad (83% a cierre de 2015) y la de mercado (35%), resultante en un 60%	Se ha considerado una estructura de deuda (D/E+D) objetivo a largo plazo, basado en una media de la estructura financiera de compañías comparables del 35%	

Anexo 1: Tasa de descuento (WACC) (3 de 4)

Análisis de las tasas de descuento WACC VR_{BDO} (periodo explícito y valor terminal) y VU_{BDO} (continuación)

Las WACCs estimadas por nuestra parte en cada uno de los escenarios de valoración, para cada zona geográfica, se muestran a continuación:

Parámetros WACC España

%	VR _{BDO} (1)		VU _{BDO} (2)
	Periodo explícito	Valor residual	
Tasa libre de riesgo (Rf)	0,53%	0,53%	0,54%
Prima de riesgo país (CRP)	1,24%	1,24%	1,20%
Prima de riesgo de mercado (MRP)	6,00%	6,00%	6,00%
Beta despalancada	0,76	0,76	0,76
D/E	1,50	0,54	0,54
Beta apalancada	1,62	1,07	1,07
Prima riesgo financiero alto	7,32%	0,00%	0,00%
Coste recursos propios (Ke)	18,8%	8,2%	8,2%
Swap Euribor 10 años	0,88%	0,88%	0,88%
Spread deuda	4,50%	3,50%	3,50%
Tipo impositivo (%)	25,00%	25,00%	25,00%
Coste de la deuda (Kd)	4,03%	3,28%	3,29%
Ratio de capital (E/D+E)	40,0%	65,0%	65,0%
Ratio de deuda (D/D+E)	60,0%	35,0%	35,0%
WACC después de impuestos	9,9%	6,5%	6,5%

Parámetros WACC Estados Unidos

%	VR _{BDO} (1)		VU _{BDO} (2)
	Periodo explícito	Valor residual	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,13%	2,13%	2,13%
Prima de riesgo país (CRP)	0,00%	0,00%	0,00%
Prima de riesgo de mercado (MRP)	6,00%	6,00%	6,00%
Beta despalancada	0,76	0,76	0,76
D/E	1,50	0,54	0,54
Beta apalancada	1,50	1,03	1,03
Prima riesgo financiero alto	7,32%	0,00%	0,00%
Coste recursos propios (Ke)	18,5%	8,3%	8,3%
Swap Euribor 10 años	2,13%	2,13%	2,13%
Spread deuda	9,57%	9,07%	9,07%
Tipo impositivo (%)	35,00%	35,00%	35,00%
Coste de la deuda (Kd)	7,60%	7,28%	7,28%
Ratio de capital (E/D+E)	40,0%	65,0%	65,0%
Ratio de deuda (D/D+E)	60,0%	35,0%	35,0%
WACC después de impuestos	11,9%	7,9%	8,0%

(1) Los parámetros de mercado de los WACCs para el periodo explícito y el valor residual en el ejercicio VR_{BDO} han sido calculados con datos de Bloomberg a 4 de marzo de 2016.

(2) Los parámetros de mercado del WACC para el ejercicio VU_{BDO} han sido calculados con datos de Bloomberg a 31 de diciembre de 2015).

Nota aclaratoria sobre tasa de descuento en el cálculo del valor en uso: La norma NIC 36 exige que se utilice una tasa de descuento que refleje las evaluaciones actuales del mercado sobre el valor temporal del dinero y los riesgos específicos del activo o UGE bajo análisis, no incorporando riesgos adicionales que no sean extrapolables al activo.

El valor en uso definido por la NIC 36 es un concepto contable y no necesariamente refleja un valor razonable o de mercado de un activo o de una UGE. A efectos de calcular el valor en uso, la NIC 36 exige que se empleen tanto flujos de caja como una tasa de descuento antes de impuestos (requerimientos de desglose en los estados financieros). Sin embargo, tanto la WACC como otras tasas observables en el mercado son tasas de descuento después de impuestos. Debido a la dificultad de hallar una tasa antes de impuestos adecuada y dado que la WACC se ajusta más a la metodología comúnmente utilizada en valoraciones de negocios, es recomendable calcular el valor en uso aplicando tanto flujos de caja como una tasa de descuento después de impuestos y posteriormente realizar el proceso de “gross-up”, que se basa en calcular la tasa de descuento antes de impuestos implícita que aplicada para descontar los flujos de caja antes de impuestos (sin considerar los flujos fiscales) resulta en el mismo valor que el calculado después de impuestos.

Anexo 1: Tasa de descuento (WACC) (4 de 4)

Análisis de las tasas de descuento WACC VR_{BDO} (periodo explícito y valor terminal) y VU_{BDO} (continuación)

Las WACCs estimadas por nuestra parte en cada uno de los escenarios de valoración, para cada zona geográfica, se muestran a continuación:

Parámetros WACC Túnez

%	VR _{BDO} (1)		VU _{BDO} (2)
	Periodo explícito	Valor residual	
Tasa libre de riesgo (Rf)	0,53%	0,53%	0,54%
Prima de riesgo país (CRP)	5,60%	5,60%	5,60%
Prima de riesgo de mercado (MRP)	6,00%	6,00%	6,00%
Beta despalancada	0,76	0,76	0,76
D/E	1,50	0,54	0,54
Beta apalancada	1,62	1,07	1,07
Prima riesgo financiero alto	7,32%	0,00%	0,00%
Coste recursos propios (Ke)	23,1%	12,5%	12,6%
Swap Euribor 10 años	0,88%	0,88%	0,88%
Spread deuda	7,00%	6,50%	6,50%
Tipo impositivo (%)	25,00%	25,00%	25,00%
Coste de la deuda (Kd)	5,91%	5,53%	5,54%
Ratio de capital (E/D+E)	40,0%	65,0%	65,0%
Ratio de deuda (D/D+E)	60,0%	35,0%	35,0%
WACC después de impuestos	12,8%	10,1%	10,1%

Parámetros WACC Reino Unido

%	VR _{BDO} (1)		VU _{BDO} (2)
	Periodo explícito	Valor residual	
Tasa libre de riesgo (Rf)	1,82%	1,82%	1,82%
Prima de riesgo país (CRP)	0,00%	0,00%	0,00%
Prima de riesgo de mercado (MRP)	6,00%	6,00%	6,00%
Beta despalancada	0,76	0,76	0,76
D/E	1,50	0,54	0,54
Beta apalancada	1,67	1,09	1,09
Prima riesgo financiero alto	7,32%	0,00%	0,00%
Coste recursos propios (Ke)	19,2%	8,3%	8,4%
Swap Euribor 10 años	1,75%	1,75%	1,78%
Spread deuda	3,00%	2,50%	2,50%
Tipo impositivo (%)	20,00%	20,00%	20,00%
Coste de la deuda (Kd)	3,80%	3,40%	3,42%
Ratio de capital (E/D+E)	40,0%	65,0%	65,0%
Ratio de deuda (D/D+E)	60,0%	35,0%	35,0%
WACC después de impuestos	9,9%	6,6%	6,7%

(1) Los parámetros de mercado de los WACCs para el periodo explícito y el valor residual en el ejercicio VR_{BDO} han sido calculados con datos de Bloomberg a 4 de marzo de 2016.

(2) Los parámetros de mercado del WACC para el ejercicio VU_{BDO} han sido calculados con datos de Bloomberg a 31 de diciembre de 2015).

Nota aclaratoria sobre tasa de descuento en el cálculo del valor en uso: La norma NIC 36 exige que se utilice una tasa de descuento que refleje las evaluaciones actuales del mercado sobre el valor temporal del dinero y los riesgos específicos del activo o UGE bajo análisis, no incorporando riesgos adicionales que no sean extrapolables al activo.

El valor en uso definido por la NIC 36 es un concepto contable y no necesariamente refleja un valor razonable o de mercado de un activo o de una UGE. A efectos de calcular el valor en uso, la NIC 36 exige que se empleen tanto flujos de caja como una tasa de descuento antes de impuestos (requerimientos de desglose en los estados financieros). Sin embargo, tanto la WACC como otras tasas observables en el mercado son tasas de descuento después de impuestos. Debido a la dificultad de hallar una tasa antes de impuestos adecuada y dado que la WACC se ajusta más a la metodología comúnmente utilizada en valoraciones de negocios, es recomendable calcular el valor en uso aplicando tanto flujos de caja como una tasa de descuento después de impuestos y posteriormente realizar el proceso de “gross-up”, que se basa en calcular la tasa de descuento antes de impuestos implícita que aplicada para descontar los flujos de caja antes de impuestos (sin considerar los flujos fiscales) resulta en el mismo valor que el calculado después de impuestos.

Anexo 2: Muestra de betas compañías cotizadas comparables (1 de 1)

Betas ajustadas desapalancadas estimadas

Muestra de betas de compañías cotizadas comparables VR _{BDO}				
		Beta (ajustada) mensual		
Compañía	País	5 años		
		Apalancada	Desapalancada	
Lafargeholcim Ltd-Reg	Suiza	1,30	0,77	
Crh Plc	Irlanda	1,28	0,98	
Heidelbergcement Ag	Alemania	1,14	0,85	
Italcementi Spa	Italia	1,12	0,72	
Cemex Sab-Cpo	México	1,48	0,69	
Buzzi Unicem Spa	Italia	0,90	0,72	
Titan Cement Co. S.A.	Grecia	0,73	0,54	
Cementir Holding Spa	Italia	1,05	0,81	
Mediana		1,13	0,76	
Valor central (media ajustada) (1)		1,13	0,76	
Mediana		1,13	0,74	

(1) Media aritmética calculada sin considerar el valor más alto y más bajo de la muestra.

Fuente: Bloomberg a 4 de marzo de 2016.

Muestra de betas de compañías cotizadas comparables VU _{BDO}				
		Beta (ajustada) mensual		
Compañía	País	5 años		
		Apalancada	Desapalancada	
Lafargeholcim Ltd-Reg	Suiza	1,24	0,78	
Crh Plc	Irlanda	1,27	0,99	
Heidelbergcement Ag	Alemania	1,15	0,87	
Italcementi Spa	Italia	1,14	0,72	
Cemex Sab-Cpo	México	1,54	0,67	
Buzzi Unicem Spa	Italia	0,88	0,72	
Titan Cement Co. S.A.	Grecia	0,72	0,52	
Cementir Holding Spa	Italia	1,00	0,82	
Mediana		1,12	0,76	
Valor central (media ajustada) (1)		1,11	0,76	
Mediana		1,14	0,75	

(1) Media aritmética calculada sin considerar el valor más alto y más bajo de la muestra.

Fuente: Bloomberg a 31 de diciembre de 2015.

www.bdo.es
www.bdointernational.com

BDO Auditores, S.L.P., una sociedad limitada española, es miembro de BDO International Limited, compañía limitada por garantía del Reino Unido y forma parte de la red internacional BDO de empresas independientes asociadas.

BDO es la marca comercial de la red BDO y para todas sus firmas miembro.

