

Grupo Tavex, S.A. (“**Tavex**” o la “**Sociedad**”), de conformidad con el artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores, comunica el siguiente

HECHO RELEVANTE

De conformidad con lo dispuesto en el hecho relevante remitido por esta Sociedad el 26 de septiembre de 2014 (número de registro oficial 211.216) por el que se comunicaba el acuerdo del Consejo de Administración de Tavex de someter a la consideración de la Junta General de accionistas de la Sociedad, entre otras cuestiones, la exclusión de negociación en las Bolsas de Valores de las acciones representativas del capital social de la Sociedad, mediante la realización de una oferta de exclusión de la totalidad de sus acciones, y como complemento al hecho relevante publicado igualmente en el día de hoy (número de registro oficial 211.219) con ocasión de la publicación de la convocatoria de la referida Junta General extraordinaria de accionistas, se pone a disposición de los accionistas los siguientes documentos:

- Informe sobre la propuesta de exclusión y el precio ofrecido, que ha sido objeto de aprobación por el Consejo de Administración de Tavex en el día 26 de septiembre de 2014, a efectos de lo dispuesto en el artículo 34.5 de la Ley del Mercado de Valores.
- El informe de valoración emitido con fecha 23 de septiembre de 2014 por Banco Santander, S.A. que ha actuado como asesor financiero.
- Las propuesta de acuerdos que, en relación con la opa de exclusión, se someten a la consideración y aprobación, en su caso, de la Junta General extraordinaria de Tavex.

En Bergara, a 29 de septiembre de 2014

INFORME QUE FORMULA EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE GRUPO TAVEX, S.A. EN RELACIÓN CON LA EXCLUSIÓN DE NEGOCIACIÓN DE SUS ACCIONES Y LA FORMULACIÓN DE UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES

El consejo de administración de Grupo Tavex, S.A. (“**Tavex**” o la “**Sociedad**”), en su reunión de 26 de septiembre de 2014, ha acordado someter a la consideración y aprobación de la Junta General de Accionistas de la Sociedad, convocada para los días 3 y 4 de noviembre de 2014, en primera y segunda convocatoria, respectivamente, entre otros acuerdos, la exclusión de negociación en Bolsa de Valores de las acciones de la Sociedad, así como la formulación a tal efecto de una oferta pública de adquisición de acciones por parte de A.Y.U.S.P.E. Empreendimentos e Participações S.A. (una compañía del grupo Camargo Corrêa), en los términos previstos en el artículo 34 de la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores (la “**LMV**”) y en el artículo 10 y concordantes del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el “**RD 1066/2007**”).

De conformidad con lo previsto en el artículo 34.5 de la LMV y en el artículo 10.5 del RD 1066/2007, el consejo de administración de la Sociedad ha acordado formular el presente informe, justificando detalladamente la propuesta de exclusión de negociación y el precio y demás términos y condiciones de la referida oferta pública de adquisición de acciones a formular por A.Y.U.S.P.E. Empreendimentos e Participações S.A. (el “**Oferente**”).

1. JUSTIFICACIÓN DE LA PROPUESTA DE EXCLUSIÓN DE NEGOCIACIÓN

El consejo de administración de la Sociedad propone someter a la Junta General de Accionistas la exclusión de la contratación pública y negociación oficial en las Bolsas de Valores de Madrid, Bilbao y Valencia y del Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE) de la totalidad de las acciones representativas del capital social de la Sociedad, por entender que concurren circunstancias y razones que aconsejan llevar a cabo dicha exclusión tal y como se desarrolla a continuación.

1.1.1 *Justificación de la exclusión de negociación oficial*

El capital social actual de la Sociedad asciende a 11.601.470,30 euros dividido en 116.014.703 acciones de 0,10 euros de valor nominal cada una de ellas, pertenecientes a una única clase y serie, representadas en anotaciones en cuenta, las cuales se encuentran admitidas a negociación en las Bolsas de Valores de Madrid, Bilbao y Valencia e integradas en el Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE).

La Sociedad no tiene emitidos derechos de suscripción, obligaciones convertibles o canjeables en acciones, *warrants* o cualesquiera instrumentos similares, que puedan dar derecho, directa o indirectamente, a la suscripción o adquisición de sus acciones. Tampoco existen acciones sin voto o de clases especiales.

Camargo Corrêa S.A. (“CCSA”) es la sociedad dominante del Oferente y titular indirecto de 57.657.345 acciones de la Sociedad, representativas del 49,698 % de su capital social. Conforme a lo anterior, el porcentaje del denominado “capital flotante” (*free float*) que se encuentra en la actualidad distribuido entre el público es del 49,347 %, excluyendo a estos efectos la autocartera de la Sociedad en la fecha de formulación de este informe, que asciende a 1.108.373 acciones, representativas de un 0,955 % de Tavex.

El alto nivel de endeudamiento experimentado por la compañía en los últimos años ha afectado negativamente a la situación financiera, incrementando el desequilibrio patrimonial por el que está atravesando la Sociedad. Aunque el Grupo Camargo Corrêa, en su condición de accionista de referencia, ha venido apoyando a Tavex mediante diversos medios (entre ellos, la concesión de un préstamo participativo a finales de julio o el apoyo financiero mediante la concesión de garantías personales en relación con gran parte de la deuda de la Sociedad), la mencionada situación de la Sociedad previsiblemente requerirá el acometimiento en el corto plazo de algún tipo de recomposición patrimonial que la realidad muestra que sería asumida como mínimo de forma mayoritaria (si no, prácticamente, de forma exclusiva) por el Grupo Camargo Corrêa sin que el mercado se perfile como una fuente financiación disponible en estos momentos para la Sociedad. Es más, el actual volumen de contratación de la Sociedad hace que la puesta en práctica de cualquier medida destinada a obtener financiación de los mercados de capitales parezca no solo impracticable debido a la ausencia de demanda por parte de inversores sino además potencialmente perjudicial, pues

podría afectar negativamente al precio de la acción en detrimento de la propia Sociedad y sus accionistas. En estas circunstancias, la permanencia de la Sociedad en Bolsa pierde gran parte de su sentido.

Por otro lado, la oferta pública de adquisición proporciona una salida a los accionistas de la Sociedad. No puede obviarse que en la actualidad, dado el actual volumen de contratación, la liquidez de la acción de Tavex es escasa y que el precio de la oferta es significativamente superior a la cotización de la acción (una prima del 17,6% sobre el precio de cotización de cierre de hoy).

Finalmente, también ha de tenerse en cuenta que el cumplimiento de las obligaciones periódicas a las que está sometida la Sociedad en su condición de compañía cotizada acarrea una serie de costes directos así como otros costes indirectos que, si bien son difíciles de cuantificar con precisión, no dejan de ser relevantes, máxime cuando no es previsible que dichas cargas, gastos y obligaciones tengan ninguna contrapartida en el corto y medio plazo. La exclusión de negociación simplificaría el funcionamiento y permitiría ahorrar los costes en que incurre la Sociedad por su condición de entidad cotizada.

A la vista de la situación expuesta, el consejo de administración considera que no se dan las condiciones adecuadas para la permanencia de las acciones cotizando en las Bolsa de Valores, estimando oportuno someter a la consideración de la Junta General de Accionistas el correspondiente acuerdo de exclusión de negociación, mediante la formulación de una oferta de adquisición de acciones por parte del Oferente, en los términos y de conformidad con lo establecido en el artículo 34 de la LMV.

1.1.2 Procedimiento de exclusión

La exclusión de contratación pública y de negociación oficial en las Bolsas de Valores de Madrid, Valencia y Bilbao y del Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE) de las acciones de Tavex se realizará mediante la formulación de una oferta pública de adquisición por parte del Oferente dirigida a todos los valores afectados por la exclusión (es decir, a través de una opa de exclusión).

De acuerdo con lo previsto en el párrafo segundo del artículo 10.4 del RD 1066/2007, la oferta de exclusión se formulará por el Oferente, sociedad controlada por CCSA, sin que ello

implique, por tanto, la adquisición de acciones propias a cargo del patrimonio social de Tavex. A estos efectos, en el día de hoy el consejo de administración del Oferente ha acordado promover la formulación de la referida opa de exclusión.

Así, en cumplimiento del artículo 34 de la LMV y el artículo 10 del RD 1066/2007, se somete a la consideración y, en su caso, aprobación de la Junta General de Accionistas (entre otros que no lo contradicen): (i) la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones de la Sociedad en las Bolsas de Valores de Madrid, Valencia y Bilbao; (ii) la formulación, a estos efectos, de una oferta pública de adquisición de conformidad con lo dispuesto en el artículo 10 del RD 1066/2007; (iii) el precio ofrecido; (iv) que la oferta sea presentada por el Oferente en lugar de por la propia Sociedad; y (v) la delegación de las facultades de ejecución de estos acuerdos en favor del consejo de administración de la Sociedad, todo ello con arreglo a los términos y condiciones que se recogen en las propuestas de acuerdo que se someten a la consideración de la Junta General de Accionistas prevista para el 3 o 4 de noviembre de 2014, en primera y segunda convocatoria, respectivamente.

Una vez adoptado el acuerdo de exclusión, el Oferente presentará ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su examen y, en su caso, autorización, una solicitud de autorización para la formulación de la opa.

2. JUSTIFICACIÓN DEL PRECIO Y DEMÁS TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN

El precio de la oferta, 0,24 euros por acción, ha sido fijado conforme a lo previsto en el artículo 10.6 del RD 1066/2007. En este sentido, dicho precio no es inferior al mayor que resulta entre el precio equitativo al que se refiere el artículo 9 del RD 1066/2007 y el que resulta de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el artículo 10.5 del RD 1066/2007.

Asimismo, se hace constar que ni el Oferente, ni CCSA, ni las sociedades de su grupo (incluida Tavex), ni los administradores de todas las anteriores, han efectuado ninguna operación de compra de las acciones de la Sociedad en los 12 meses anteriores al día de hoy (esto es, la fecha en que se anuncia la operación), por encima del mencionado precio de 0,24 euros por acción.

Se hace constar igualmente que la Sociedad ha designado a la entidad Banco Santander, S.A. para la elaboración de un informe de valoración de las acciones de la Sociedad, atendiendo para ello a los criterios y los métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del RD 1066/2007. Con fecha de 23 de septiembre de 2014, Banco Santander, S.A. ha emitido el correspondiente informe de valoración, el cual se pondrá a disposición de los accionistas al tiempo de la convocatoria de la Junta General de Accionistas.

Basándose en el contenido y en las conclusiones del informe de Banco Santander, S.A. los valores determinados por el consejo de administración, según los distintos métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del RD 1066/2007, junto con la justificación de su respectiva relevancia, son los que se exponen a continuación:

(A) Valor teórico contable de Tavex

De acuerdo con este método de valoración, el valor teórico de las acciones de Tavex es de 0,07 euros negativos por acción, con base en los últimos estados financieros no auditados de Tavex de fecha 30 de junio de 2014.

En relación con la adecuación de este método, Banco Santander, S.A. entiende que, en términos generales, la alternativa de valoración más adecuada es la que considera a la Sociedad como un negocio en funcionamiento o un método que proporcione una valoración de mercado, motivo por el cuál no es recomendable la aplicación de un método estático, como es el caso del valor neto contable, basado en la situación patrimonial que se desprende de sus estados financieros en un momento determinado.

(B) Valor liquidativo de Tavex

El valor liquidativo es un método de valoración estático, cuyo objetivo es reflejar el valor neto resultante de una empresa ante un eventual proceso de disolución y cese definitivo de su actividad. Por lo tanto, su estimación no considera la asunción de continuidad de los negocios o el principio de empresa en funcionamiento. Su procedimiento de cálculo se basa en la estimación del valor de realización sus activos ante un proceso de venta de los mismos así como la liquidación de todos sus pasivos y gastos derivados de dicho proceso de liquidación.

Teniendo en cuenta los aspectos mencionados en su informe, Banco Santander, S.A. estima que el valor liquidativo de las acciones de Tavex a 31 de diciembre de 2013 ascendería a 0,44 euros negativos por acción. Dicho valor tendría que ser minorado por los costes de indemnizaciones que se han incluido en el análisis, por lo que el valor sería significativamente inferior a los obtenidos mediante la aplicación del resto de metodologías descritas en el RD 1066/2007.

Aunque el valor resultante de esta metodología es negativo, Banco Santander, S.A. entiende que refleja la situación patrimonial actual y de solvencia de Tavex en términos de valor de mercado.

(C) Cotización media ponderada durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la Oferta

El artículo 10 del RD 1066/2007 requiere considerar la cotización media ponderada de los valores de Tavex durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.

La aplicación de la metodología consistente en el cálculo de la cotización media ponderada para el periodo comprendido entre el 22 de marzo de 2014 y el 22 de septiembre de 2014 (esto es, el periodo considerado en el informe emitido por Banco Santander, S.A.), arroja un resultado de 0,24 euros por acción de Tavex.

(D) Valor de la contraprestación ofrecida en una oferta pública de adquisición el año precedente

Este método de valoración no resulta de aplicación a Tavex por la inexistencia de este tipo de referencias durante el último año.

(E) Otros métodos de valoración aplicables al caso

Con carácter adicional a los criterios anteriormente referidos y de conformidad con lo establecido en el artículo 10.5.e) del RD 1066/2007, se ha procedido a efectuar una valoración de Tavex aplicando otros métodos valorativos comúnmente aceptados por

la comunidad financiera internacional, tales como las metodologías del descuento de flujos de caja para el accionista (DFCA) consolidado y mediante suma de partes, y la metodología de múltiplos de mercado de compañías cotizadas comparables.

- (i) Descuento de flujos de caja para el accionista: se ha llevado a cabo una valoración de Tavex tanto a nivel consolidado como a nivel de suma de los valores de las distintas geografías.

La metodología de descuento de flujos de caja disponibles para el accionista (“DFCA”) indica el valor de un negocio basado en el valor presente de los flujos de caja disponibles para el accionista que se espera que el mismo genere en el futuro. Banco Santander considera que se trata de la metodología que mejor recoge las particularidades de la Sociedad y, en concreto, su elevado endeudamiento.

Se trata por lo tanto de un método de valoración dinámico que tiene en consideración la capacidad de la Sociedad para generar flujos de caja para sus accionistas a futuro ya que se tiene en cuenta el flujo de caja generado tras realizar todas sus inversiones y remunerar a sus proveedores de deuda.

Estos flujos de caja futuros se descuentan al coste de los fondos propios (Coste del *equity*) o K_e , proporcionándonos directamente la estimación del valor de los fondos propios de la Tavex (*equity value*).

Se ha realizado una valoración a 30 de junio de 2014, última fecha en la que hay información de endeudamiento real disponible. Banco Santander, S.A. se ha basado en el Plan Plurianual 2014-2023 de Tavex aprobado en el Consejo en su sesión de hoy.

Respecto al valor terminal, se ha determinado en base al múltiplo EV/EBITDA 2013 de las compañías cotizadas comparables (6,2x) aplicado sobre el EBITDA proyectado a 2023 y descontado a valor actual.

Adicionalmente se ha añadido un valor actual estimado de las bases imponibles negativas acumuladas por la Sociedad y pendientes de compensación en 2023. Dicho valor ha sido determinado con base en una estimación del plazo en que dichas bases imponibles negativas podrán ser utilizadas a partir de 2023.

Dado que las proyecciones consideran que la Sociedad no generará flujo disponible para el accionista durante el periodo de proyección explícita, la valoración de ese periodo es 0, por lo que la valoración en base a esta metodología se basa totalmente en el valor terminal.

En consideración a lo anterior, Banco Santander, S.A. considera que el valor razonable con base en este método se sitúa en torno a 0,18 euros por acción en la valoración consolidada.

Para la metodología del descuento de flujos de caja por suma de partes se han analizado por separado los flujos de caja por cada geografía donde Tavex tiene operaciones (Argentina, América del Norte, Europa y Brasil).

Banco Santander ha advertido que al actuar la Sociedad en diferentes regiones, ésta está sujeta a las peculiaridades y a los riesgos para las condiciones macroeconómicas e institucionales de cada región/país donde tiene operaciones; también ha recordado que aunque en las operaciones se trabaja de forma independiente, en el criterio de estructura de capital, la Sociedad trabaja como un grupo, buscando apalancarse en geografías con mejores condiciones de caja y liquidez como Brasil y España para después distribuir estos recursos entre las diferentes unidades.

Dado que las proyecciones consideran que la Sociedad no generará flujo disponible para el accionista durante el periodo de proyección explícita, la valoración de ese periodo es 0, por lo que la valoración en base a esta metodología se basa totalmente en el valor terminal de cada una de las partes.

En consideración a lo anterior, Banco Santander, S.A. considera que el valor razonable por la suma de partes se sitúa en torno a 0,16 euros por acción en la valoración por suma de partes.

Banco Santander, S.A. entiende que la metodología del descuento de flujos de caja es la que refleja de manera más fiel la capacidad de generación de caja de la Sociedad a futuro, por lo que es adecuada para la determinación de su valor.

- (ii) Múltiplos de compañías cotizadas comparables: este método consiste en la estimación del valor de Tavex, a partir de unos factores multiplicadores obtenidos de empresas comparables cotizadas en las Bolsas de Valores.

Para su realización, se han considerado nueve entidades del mismo sector que Tavex que cotizan en diversos mercados.

Banco Santander, S.A. considera que, con base en los múltiplos obtenidos (y reflejados en su informe) y en las últimas magnitudes financieras de la Sociedad, se podría construir una estimación del valor total de la empresa (*enterprise value*), el valor atribuible a sus accionistas (*equity value*) y consecuentemente, el valor por acción, que en este caso ascendería a 0,03 euros negativos por acción.

No obstante, Banco Santander, S.A. estima que aunque se han identificado a los principales competidores de la Sociedad, existen diversos factores que limitan en gran medida el grado de comparabilidad y, en consecuencia, la relevancia de esta metodología.

En resumen, las valoraciones que resultan de los distintos métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del RD 1066/2007, con arreglo al informe de Banco Santander, S.A., son las que se exponen en el siguiente cuadro:

Método de valoración	Valoración de Tavex
Valor teórico contable	-0,07
Valor liquidativo	-0,44
Cotización media del semestre finalizado el 22-09-2014	0,24
Valor de la contraprestación ofrecida en el caso de ofertas públicas de adquisición formuladas en el año precedente	-
Descuento de flujos de caja para el accionista consolidado	0,18
Descuento de flujos de caja por suma de partes	0,16
Metodología de múltiplos de compañías cotizadas comparables	-0,03

De entre los anteriores métodos el Consejo considera, por las razones antes indicadas y con arreglo al informe de valoración de Banco Santander, S.A. de fecha 23 de septiembre de 2014, que aunque el descuento de flujos de caja para el accionista es la metodología más recomendable desde un punto de vista técnico para determinar el valor de la Sociedad Afectada, se ha usado como referencia adicional (a pesar de la escasa liquidez del valor) la cotización media ponderada de los últimos seis meses. De acuerdo con dichos informes, el rango de valoración razonable de la Sociedad Afectada se sitúa entre 0,16 y 0,24 euros por acción.

Teniendo en cuenta lo anterior y según lo señalado, el consejo de administración estima que el precio propuesto para la opa de exclusión de 0,24 euros por acción cumple con lo establecido en el artículo 10.6 del RD 1066/2007, ya que no es inferior al mayor que resulta entre el precio equitativo al que se refiere el artículo 9 del RD 1066/2007 y el que resulta de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el artículo 10.5 del RD 1066/2007.

Los términos y condiciones de la referida oferta pública de adquisición de acciones, que está sujeta a las previsiones establecidas en el artículo 10 del RD 1066/2007, son los siguientes:

- Oferente: A.Y.U.S.P.E. Empreendimentos e Participações S.A., constituída de acuerdo con las leyes de la República Federativa de Brasil, con domicilio social en São Paulo, Av. Brig. Faria Lima, 3.600, 12º andar, sala 12, inscrita en el CNPJ/MF (*Cadastro*

Nacional de Pessoa Juridica-Ministerio da Fazenda) bajo el número 19.760.405-0001/56.

El Oferente es una entidad controlada por CCSA. A los efectos del artículo 5 del RD 1066/2007, le son atribuidos a CCSA el 50,18 % de los derechos de voto de la Sociedad, descontando de la base del cálculo a estos efectos las acciones en cartera de la Sociedad a la fecha, que ascienden a 1.108.373, representativas de un 0,955% del capital social (para el cálculo del porcentaje de derechos de voto se excluyen de la base del cómputo las acciones que Tavex tiene en autocartera).

- Valores a los que se extiende la oferta: la oferta pública de adquisición de acciones de la Sociedad para su exclusión se dirigirá a todos los titulares de las acciones de la Sociedad salvo a aquellos que hubieran votado a favor de la exclusión en la Junta General de Accionistas prevista para el 3 o 4 de noviembre de 2014, en primera y segunda convocatoria, respectivamente, y que adicionalmente inmovilicen sus valores hasta que transcurra el plazo de aceptación de la oferta al que se refiere el artículo 23 del RD 1066/2007. En este sentido, al menos el Grupo Camargo Corrêa y la Sociedad, titulares de 57.657.345 acciones (representativas del 49,698 % del capital social) y 1.108.373 acciones (representativas del 0,955%), respectivamente, procederán a inmovilizar dichas acciones hasta la conclusión del plazo de aceptación de la oferta.

El Consejo de Administración de la Sociedad ha acordado en el día de hoy proceder a la inmovilización (hasta la conclusión del plazo de aceptación de la oferta) de las 1.108.373 acciones propias de la Sociedad que tiene autocartera.

Al no existir derechos de suscripción, obligaciones convertibles o canjeables en acciones, *warrants* o cualesquiera instrumentos similares, que puedan dar derecho, directa o indirectamente, a la suscripción o adquisición de sus acciones ni tampoco acciones sin voto, la opa de exclusión no se dirigirá a tales valores o instrumentos.

- Contraprestación: la oferta pública de adquisición se formulará como compraventa consistiendo en dinero la totalidad de la contraprestación, que será satisfecha al contado en el momento de la liquidación de la operación. El precio de la oferta se ha fijado en la cantidad de 0,24 euros por acción.

- Finalidad: la oferta pública se formula con ocasión de la exclusión de negociación en Bolsa de Valores de las acciones de la Sociedad, la cual tendrá lugar en la fecha de liquidación de la oferta.
- Condiciones: la efectividad de la oferta no se sujetará a condición alguna. No obstante, el Oferente ha condicionado la formulación de la oferta a la aprobación por la Junta General de Accionistas de Tavex del acuerdo de exclusión y de formulación de la oferta en los términos propuestos por el consejo de administración de la Sociedad.
- Compraventa forzosa: es intención del oferente ejercer el derecho de venta forzosa en el supuesto de que, como consecuencia de la oferta, se cumplan las condiciones previstas en el artículo 47 y siguientes del RD 1066/2007.

Y para que así conste, se emite este informe por el consejo de administración de Grupo Tavex, S.A., en Bergara, a 26 de septiembre de 2014.

Informe de valoración de Grupo Tavex

23 de Septiembre de 2014

CAMARGO CORRÊA, S.A.

Avenida Brigadeiro Faria Lima, 3600
12º Andar - Itaim Bibi - São Paulo, SP
CEP 04538-132 – Brasil

Grupo TAVEX, S.A.

Gabiria 4, Apdo. 3
20570 Bergara - Guipuzkoa – España

Banco Santander, S.A. (en adelante, “Santander”) como entidad encargada de realizar un informe de valoración en el contexto de la posible formulación de una Oferta Pública de Adquisición para la exclusión de negociación (en adelante, “OPA” u “OPA de Exclusión”) sobre el 100% de las acciones de Grupo Tavex S.A. (en adelante la “Compañía” o “Tavex”), remite a Camargo Corrêa S.A. (en adelante Camargo Corrêa S.A. junto con la entidad del grupo que formule la oferta, el “Oferente”) y a Tavex el presente informe de valoración.

El presente informe ha sido preparado por Santander, dentro de su actividad de análisis y asesoramiento financiero, y tiene como finalidad valorar el 100% de las acciones de la Compañía a la fecha de este informe, en 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 adelante, el “RD 1066/2007”). Cualquier información u opinión contenida en el presente documento se basa en el análisis realizado sobre información pública disponible y/o la suministrada por el Oferente, Tavex, y/o sus administradores y/o representantes. Toda la información proporcionada a Santander se asume como veraz, suficiente, cierta y proporcionada de buena fe. Santander no ha llevado a cabo ninguna auditoría o investigación independiente para certificar la veracidad, suficiencia y validez de toda la información que le ha sido proporcionada. Cualquier estimación o proyección contenida en el presente documento ha implicado asumir una serie de hipótesis sobre la evolución futura de las principales magnitudes financieras de la Compañía, del sector en el que desarrolla sus actividades y de la economía en general. Por lo tanto, es posible que dichas hipótesis puedan no cumplirse en el futuro y, por consiguiente, puedan verse alteradas las conclusiones que se desprenden del presente informe.

Ni Santander ni ninguno de sus accionistas, administradores y/o empleados garantizan la precisión de cualquier dato, manifestación o proyección contenida en el presente informe que tenga su fuente en datos u opiniones de terceros, quedando exonerados de cualquier tipo de responsabilidad, incluso de la derivada de culpa leve, tanto por el contenido de dicha información y/o datos y/o manifestaciones y/o proyecciones proporcionadas por terceros y que se contienen en el informe como por los que hayan podido omitirse por dichos terceros.

Este informe ha sido preparado para beneficio y uso exclusivo del Oferente, la Compañía, sus asesores legales y la CNMV. En consecuencia, Santander autoriza su publicación a los efectos de su distribución a los accionistas con ocasión de la convocatoria de la junta general de accionistas de la Compañía y/o adjuntarlo al folleto de la OPA. Este informe ha sido realizado únicamente para el objetivo indicado en el mismo, y no deberá utilizarse para ninguna otra finalidad. Además, no deberá distribuirse ni reproducirse en su totalidad o parte por ningún medio sin nuestra previa autorización por escrito.

Santander ha prestado al Oferente o a sus filiales, directamente o mediante sus filiales y a Tavex, ciertos servicios financieros y de banca de inversión por los cuales ha recibido algún tipo de remuneración, incluyendo esta OPA de exclusión, por los que recibirá honorarios. Santander presta y es posible que vuelva a prestar en el futuro servicios similares de nuevo a Camargo Corrêa o a sus filiales y/o a Tavex. Igualmente, Santander, directamente o a través de filiales, es y podrá ser en el futuro prestamista de Camargo Corrêa, o de cualquiera de las sociedades de su grupo, incluyendo Tavex así como asesor financiero en algunas transacciones financieras en los mercados cotizados. Santander declara que no tiene conflicto en su actuación como experto independiente encargada de la elaboración del presente informe de valoración en esta potencial OPA de Exclusión y que cualquier remuneración que reciba por tal origen no está vinculada al precio ofrecido por el Oferente ni al resultado final de la misma, sino sólo a la efectiva presentación de la presente OPA de Exclusión.

Arturo García - Tizón
Corporate Finance – Banco Santander
Managing Director

Ana Clara Torralba
Corporate Finance – Banco Santander
Vicepresident

I. Antecedentes, objetivos y alcance del trabajo

II. Descripción de la compañía

III. Conclusiones de valoración

Anexo A: Análisis de valoración considerando el Préstamo Participativo

Anexo B: Perfiles de compañías cotizadas comparables

Anexo C: Consideraciones sobre la Suma de Partes

Sección I

Antecedentes, objetivos y alcance del trabajo

Antecedentes

- Tavex es uno de los líderes mundiales en la producción de tejido denim tras la fusión llevada a cabo en 2006 entre Tavex (España, 1846) y Santista Textil (Brasil, 1929).
- La Compañía se encuentra presente en más de 50 países y posee 8 fábricas con producción propia instaladas en Argentina, Brasil, Marruecos y México. Actualmente cuenta con capacidad de producción anual de más de 150 millones de metros.
- Tavex opera igualmente en un mercado altamente competitivo, con elevada presión de operadores con presencia global y que tienen sus fábricas productivas localizadas en regiones de bajo coste productivo. El negocio de Tavex es muy dependiente del consumo privado, la evolución macroeconómica de los principales países donde concentra su demanda, la capacidad de posicionarse en productos de valor añadido y la eficiencia de costes.
- El capital social actual de la Compañía es de 11.601.470,30 € dividido en 116.014.703 acciones de 0,10 € de valor nominal cada una de ellas. Se encuentra totalmente suscrito y desembolsado, y sus acciones están representadas mediante anotaciones en cuenta.
- A 22 de septiembre de 2014, las acciones de la Compañía cerraron su cotización a 0,211 € por acción.
- El grupo brasileño Camargo Correa ostenta un 49,698% del capital a través de las sociedades Camargo Correa Denmark APS y Alpargatas Internacional APS.
- La Compañía cotiza en las Bolsas de Valores de Bilbao, Madrid y Valencia, así como en el Sistema de Interconexión Bursátil (Mercado Continuo), siendo su capital flotante (excluyendo los accionistas significativos) inferior al 36%.
- La valoración realizada se basa en la hipótesis de continuidad de negocio. Por esta razón es necesario destacar que Tavex ha incrementado significativamente el endeudamiento en los últimos años, lo que ha afectado de forma negativa a su situación financiera, incrementando su desequilibrio patrimonial. El Grupo Camargo Correa, en su condición de accionista de referencia, ha venido apoyando a Tavex mediante diversos medios (entre ellos, la concesión de un préstamo participativo a finales de julio o el apoyo financiero mediante la concesión de garantías personales en relación con gran parte de la deuda de la Sociedad). El Plan de Negocio de la Compañía prevé que en los próximos años se siga necesitando este apoyo financiero ya que se espera que el endeudamiento de la Sociedad continúe en niveles similares o incluso superiores a los actuales. Es más, el actual volumen de contratación de la Sociedad hace que la puesta en práctica de cualquier medida destinada a obtener financiación de los mercados de capitales parezca no solo impracticable por la ausencia de demanda por parte de inversores, sino que además que podría afectar negativamente al precio de la acción. No se puede descartar que Tavex llegue a requerir en el corto plazo de algún tipo de reestructuración patrimonial. Por todo ello, es necesario declarar que en el supuesto de que las mencionadas fuentes de financiación ajenas no fueran obtenidas, la continuidad de la Compañía estaría en riesgo y Tavex podría incurrir en causa de disolución y, por lo tanto, su valor podría ser cero, al romperse la premisa de continuidad del negocio
- Según hemos sido informados, el Oferente está considerando someter al Consejo de Administración y a la Junta General de la Compañía la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones de la Compañía en las Bolsas de Madrid, Bilbao y Valencia a través del Mercado Continuo mediante la formulación de una OPA de Exclusión.

Objetivos y alcance del trabajo

- Santander ha realizado una valoración independiente del 100% de las acciones de la Compañía teniendo en consideración los criterios establecidos en el RD 1066/2007, en el contexto de una potencial OPA de Exclusión dirigida a la totalidad de las acciones de la Compañía, con excepción de las acciones que hubieran sido inmovilizadas por sus titulares, durante el término de aceptación de la oferta, en los términos establecidos en el artículo 10.2 del RD 1066/2007
- Siguiendo lo establecido por el RD 1066/2007, el precio de la OPA de Exclusión no podrá ser inferior al mayor que resulte del precio equitativo al que se refiere el artículo 9 del RD 1066/2007 (precio o contraprestación no inferior al más elevado que el Oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta) y el que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los siguientes métodos de valoración contenidos en el artículo 10 del RD 1066/2007:
 - Valor teórico contable de la Compañía, calculado en base a las últimas cuentas anuales consolidadas y, si son de fecha posterior a éstas, sobre la base de los últimos estados financieros. En este se han utilizado las cuentas anuales consolidadas auditadas a 31 de diciembre de 2013, las cuales también se han empleado para el cálculo los estados financieros semestrales a 30 de junio de 2014.
 - Valor de liquidación de la Compañía. Si de la aplicación de este método fueran a resultar valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, no será preciso su cálculo.
 - Cotización media ponderada del valor durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión, mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.
 - Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente al acuerdo de solicitud de exclusión.
 - Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como, descuento de flujos de caja, múltiplos de compañías y transacciones comparables u otros.

Antecedentes, objetivos y alcance del trabajo

Información utilizada para el análisis incluido en el presente informe

- Para la elaboración del presente informe nos hemos basado en la siguiente información pública de la Compañía:
 - Memoria anual consolidada del grupo: la última memoria publicada corresponde al ejercicio cerrado a 31 de diciembre de 2013.
 - Informe anual publicado por la Compañía: el último informe anual publicado corresponde al ejercicio cerrado a 31 de diciembre de 2013.
 - Informes públicos periódicos consolidados publicados por la Compañía: el último informe público periódico publicado corresponde al semestre cerrado a 30 de junio de 2014.
 - Hechos relevantes publicados por la Compañía en la CNMV.
 - Información pública en la página web de la Compañía.
 - Noticias de prensa.

- Adicionalmente, se ha utilizado cierta información proporcionada por la Compañía y/o el Oferente:
 - Plan de negocio de la Compañía para el período 2014-2023, que será aprobado por el Consejo de Administración de la Compañía, según nos informan, el próximo 26 de septiembre de 2014.
 - Presentaciones corporativas y de mercado.
 - Información financiera histórica para el período 2009 – 2013.
 - Información acerca de la situación financiera actual de la Compañía.
 - Conversaciones y reuniones con el equipo directivo de la Compañía acerca de las características del sector donde opera la Compañía y su visión a futuro sobre dicho negocio

- Igualmente, Santander ha mantenido reuniones y conferencias telefónicas con el equipo directivo de Tavex acerca de la operativa del negocio, el plan estratégico, y otros aspectos que ha considerado relevantes o necesarios para completar la valoración
- Santander ha considerado suficiente y completo para la elaboración del presente informe de valoración, todo el paquete de información descrito anteriormente

Sección II

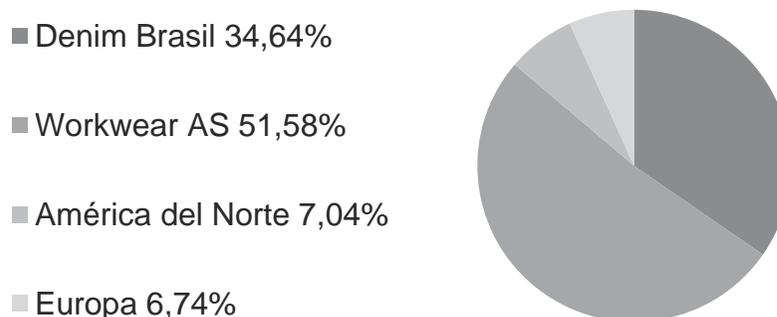
Descripción de la Compañía

Descripción de la Compañía

Introducción

- Tavex es uno de los líderes mundiales en la producción de tejido denim tras la fusión llevada a cabo en 2006 entre Tavex (España, 1846) y Santista Textil (Brasil, 1929).
- La Compañía cuenta con una posición de liderazgo dentro del segmento de *denim* diferenciado, donde alcanza una cuota de mercado que se estima en un 15% en Europa, y un 4% a nivel mundial.
- Tavex opera en un mercado altamente competitivo donde el control de costes, la deslocalización geográfica y la capacidad para generar producto con valor añadido sobre los competidores son críticos para mantener cuota de mercado.
- Adicionalmente, la Compañía completa su mix de productos con la producción de tejido destinado a la confección de ropa de trabajo (workwear), segmento de negocio en el que la Compañía tiene una relevante cuota de mercado en Latinoamérica.
- La Compañía posee 8 fábricas con producción propia instaladas en Argentina, Brasil, Marruecos y México. Actualmente la Compañía cuenta con capacidad anual de más de 150 millones de metros y una presencia comercial en más de 50 países.

Desglose de EBITDA 2013 por geografía⁽¹⁾



EBITDA 2013⁽²⁾: 56,7 Mill. €

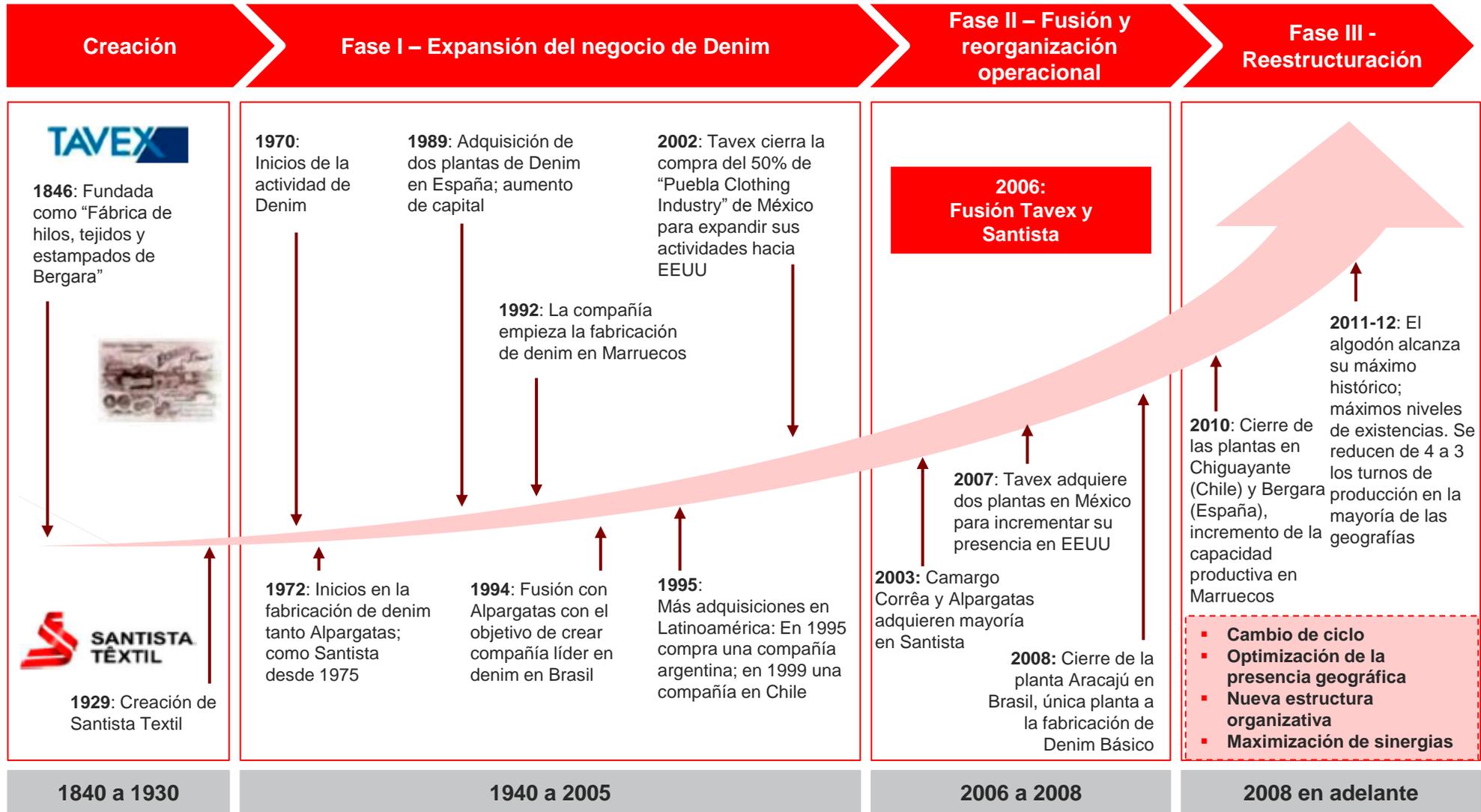
Fuente: Información publicada por la Compañía

(1) Desglose de EBITDA recurrente excluyendo costes de reestructuración y ajustes de consolidación

(2) EBITDA recurrente 2013 de acuerdo con los estados financieros publicados por la Compañía

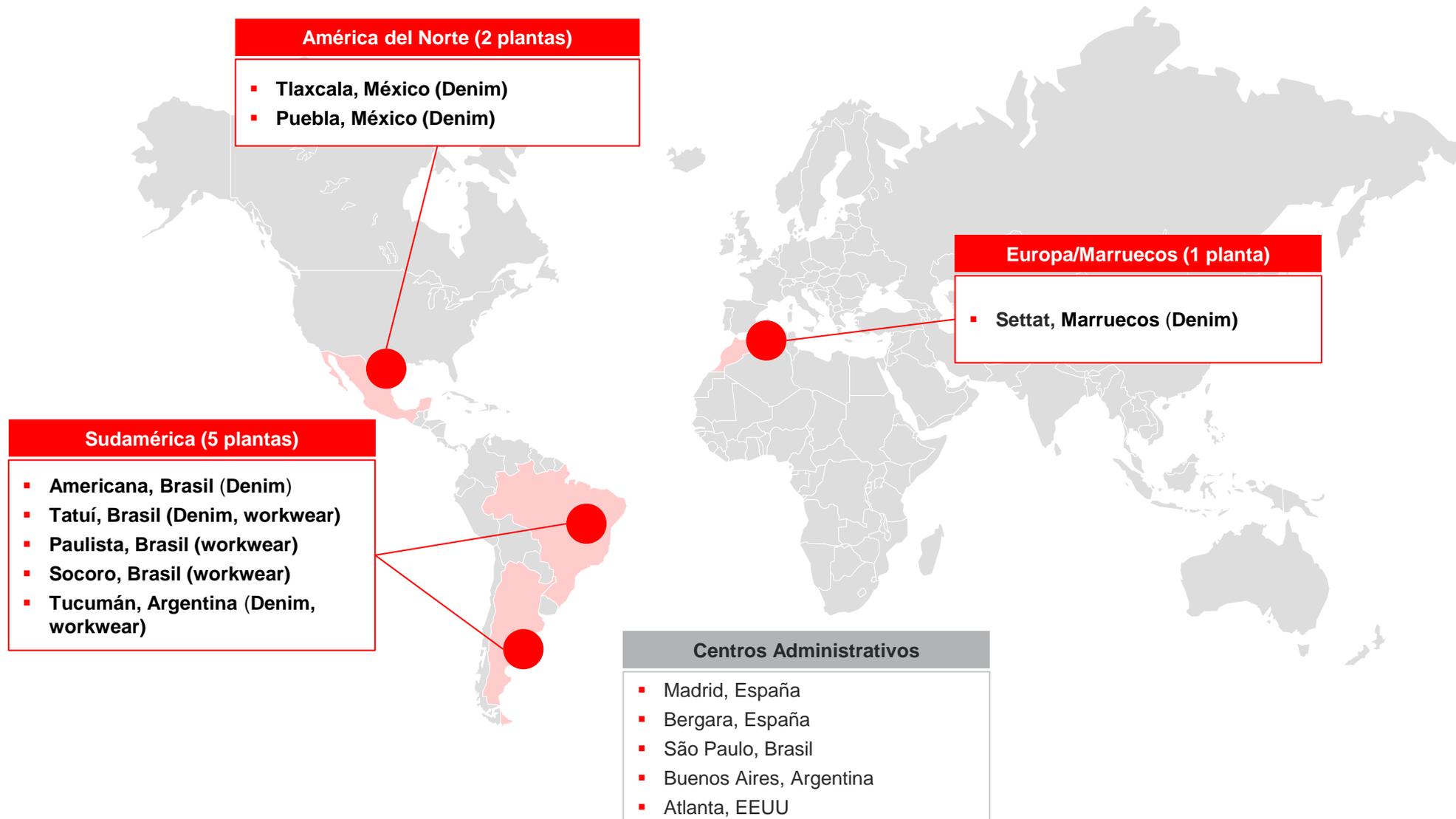
Descripción de la Compañía

Historia y principales hitos de la Compañía



Descripción de la Compañía

Localización de las plantas productivas y centros administrativos



Descripción de la Compañía

Modelo de negocio

	Descripción	Marcas Comerciales
Jeanswear	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Segmento de negocio focalizado en la producción de tejidos de algodón (flats y denim). ▪ La fabricación de tejido Denim es una de las apuestas estratégicas de la Compañía. ▪ Cuota de mercado: 4% del mercado de denim global y un 15% en Europa. 	 
Workwear	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tejidos para ropa de trabajo (<i>workwear</i>) con características especiales y criterios técnicos para cumplir las exigencias del puesto ▪ Se divide entre los siguientes segmentos: <ul style="list-style-type: none"> – Workfashion: subsegmento de actuación donde el factor principal es la imagen corporativa de la empresa – Ropa funcional: subsegmento de actuación que exige ciertas características técnicas a los tejidos (resistencia al fuego, impermeabilidad, tramas de fibras reforzadas, etc.) destinadas principalmente a la protección del usuario – Ropa operacional: subsegmento de actuación destinado a la actividad fabril que requiere productos resistentes y duraderos 	 

Descripción de la Compañía

Evolución de los negocios en los principales mercados

Europa

- En 2013 la cifra de negocios ha caído un 6,2% hasta los 49,6 mill. de €, debido a la negativa evolución del consumo privado en el conjunto de los mercados europeos donde opera la Compañía (Italia, Alemania, Reino Unido y Francia).
- El resultado EBITDA de la división se sitúa en 4 mill. de €, mostrando una mejora operativa gracias a los esfuerzos para adaptar la estructura productiva y de mejora de márgenes aunque reduciendo la producción.

América del Norte

- En 2013, la cifra de negocios de la unidad ascendió a 50 mill. de €, lo que supone una reducción de un 9,1% respecto a 2012, 6% a tipos de cambio constantes de 2012.
- El EBITDA recurrente ascendió en 2013 a 4,2 mill. de €, gracias a la contención de costes y las medidas de eficiencia implementadas durante el período.

Latinoamérica

- En el negocio de Denim, la cifra de negocios en 2013 ascendió a 129,8 mill. de €, generando un EBITDA recurrente de 20,9 mill. de €. Los ingresos se han visto afectados por la adversa evolución del real frente al euro, a tipos de cambio constantes se hubieran mantenido en el nivel de 2012. Buenos márgenes EBITDA gracias al foco hacia productos más rentables (alta gama)
- En el negocio de Workwear América del Sur/Denim Argentina, la cifra de negocios en 2013 ascendió a 153,1 mill. de €, generando un EBITDA recurrente de 31,1 mill. de €. Los ingresos se han visto afectados desfavorablemente por la evolución de los tipos de cambio, tanto en Argentina como en Brasil. Aislado el tipo de cambio, las ventas en Argentina hubieran pasado de disminuir un 6,2% a crecer un 16%

Descripción de la Compañía

Resumen de la reorganización productiva llevada a cabo durante los últimos años

- Durante los últimos ejercicios, el sector textil se ha visto fuertemente afectado por un entorno muy competitivo. Esta situación, agravada por la crisis económica internacional, ha afectado a la renta disponible de los hogares en general, reflejándose en un descenso en el consumo de los mismos, y principalmente en el gasto del sector donde opera la Compañía.
- Para hacer frente a esta situación, la Compañía adoptó la decisión estratégica de reestructurar una parte del proceso productivo desarrollado hasta ese momento, así como reorganizar y reenfocar su estrategia comercial mediante las siguientes acciones:



- En 2007 la Compañía acordó realizar una ampliación de capital que fue suscrita íntegramente por accionistas minoritarios de Tavemex, S.A. de C.V., mediante la aportación no dineraria de sus participaciones en dicha sociedad que representaban el 26,48% de su capital social. Dicha aportación no dineraria fue valorada en un importe de 1,2 mill. de €. Tras esta operación, la Compañía posee el 100% de Tavemex, S.A. de C.V.
- En 2007 fueron adquiridas dos plantas productivas en México por un coste aproximado de 41 mill. de €.
- En 2008 se acordó una ampliación de capital en Tavemex, S.A. de C.V. por importe de 30 mill. de €, y en 2010 se produjo una nueva ampliación de capital, íntegramente suscrita por Tavex Brasil, S.A., por un importe de 60,3 mill. de €.

- En Brasil se llevó a cabo en 2008 el cierre de la fábrica de Aracajú, única planta dedicada a la fabricación de Denim Básico. En 2012, la Compañía decidió reducir la producción de sus plantas de Brasil a tres turnos, disminuyendo de forma significativa la producción disponible para la venta, al adecuarla a la demanda de tejido Premium. En México se cerró en 2009 su fábrica más antigua de Puebla.
- En Chile se cerró en 2010 la planta de Chiguayante.



- En España cesó la actividad industrial en la fábrica de Alginet en 2007, de Navarrés en 2008 y Bergara en 2010.
- De manera paralela, en los últimos ejercicios se ha producido un aumento de la capacidad productiva de la planta de Marruecos, compensando el cierre de España, de manera que, con menores costes, se sigue atendiendo al mercado europeo y desarrollando los proyectos de inversión planteados por la Compañía.

Descripción de la Compañía

Balance de situación

'000 €	2009	2010	2011	2012	2013	TACC 09-13
Activo No Corriente						
Propiedad, planta y equipo	291.252	289.369	273.095	249.780	187.674	-10.4%
Otros activos intangibles	11.533	14.108	15.703	16.740	15.008	6.8%
Inversiones en asociadas	7.855	6.979	7.626	2.163	239	-58.2%
Activos por impuestos diferidos	76.534	85.131	80.593	38.165	22.332	-26.5%
Otros activos no corrientes	8.918	8.304	7.279	6.286	1.876	-32.3%
Total Activo No Corriente	396.092	403.891	384.296	313.134	227.129	-13.0%
Activo Corriente						
Existencias	82.775	92.057	113.133	74.360	73.251	-3.0%
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	90.863	119.808	88.986	76.125	75.487	-4.5%
Activos por impuestos corrientes	25.726	21.305	26.378	21.690	21.437	-4.5%
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes	106.884	95.280	55.619	49.658	32.392	-25.8%
Otros activos corrientes	13.681	16.624	17.682	11.038	25.355	16.7%
Total Activo Corriente	319.929	345.074	301.798	232.871	227.922	-8.1%
TOTAL ACTIVO	716.021	748.965	686.094	546.005	455.051	-10.7%
Patrimonio Neto						
Capital y prima de emisión	276.948	276.948	276.948	276.948	27.641	-43.8%
Acciones propias	(1.354)	(1.401)	(1.405)	(1.406)	(1.409)	1.0%
Ganancias acumuladas	(31.553)	(52.271)	(64.789)	(156.125)	39.776	n.a.
Ajustes por cambios de valor	(2.160)	(1.241)	(10.447)	(16.120)	(3.982)	16.5%
Diferencias de conversión	(45.812)	(36.749)	(37.038)	(37.047)	(35.080)	-6.5%
Intereses minoritarios	4	4	4	4	4	0.0%
Total Patrimonio Neto	196.073	185.290	163.273	66.254	26.950	-39.1%
Pasivo No Corriente						
Deudas con entidades de crédito y obligaciones	238.475	184.036	156.632	98.012	63.579	-28.1%
Pasivos por impuestos diferidos	25.131	23.851	20.880	18.509	13.016	-15.2%
Provisiones	11.380	9.631	7.354	11.637	15.902	8.7%
Otros pasivos no corrientes	14.887	4.657	5.171	4.483	5.120	-23.4%
Total Pasivo No Corriente	289.873	222.175	190.037	132.641	97.617	-23.8%
Pasivo Corriente						
Deudas con entidades de crédito	94.751	176.814	200.289	247.182	250.038	27.5%
Otros pasivos financieros	31.004	35.335	24.158	12.167	597	-62.7%
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	68.842	72.445	77.641	56.546	57.594	-4.4%
Pasivos por impuestos corrientes	12.345	6.707	5.726	6.287	3.807	-25.5%
Otros pasivos corrientes	23.135	50.198	24.973	24.928	18.448	-5.5%
Total Pasivo Corriente	230.077	341.499	332.787	347.110	330.484	9.5%
TOTAL PASIVO	716.023	748.964	686.097	546.005	455.051	-10.7%

Comentarios al balance 2013

A Activos por impuesto diferido:
Debido al test de deterioro de activos realizado en 2012, se han cancelado activos por bases imponibles negativas y por impuestos diferidos en cada una de las geografías, por valor de 10 mill. de €

B Capital Social:
Durante 2013 Tavex llevó a cabo una serie de medidas con el fin de compensar las pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores:

- Aplicar 164,4 mill. de € de prima de emisión y reserva legal a la compensación de pérdidas
- Reducir capital social (vía disminución de nominal) por valor de 58 mill. de € con la misma finalidad
- Reducir capital social para constituir una reserva indisponible llamada "reserva por capital amortizado" por valor de 36,7 mill. de €

C Deuda Financiera:
La deuda bancaria asciende a 314 mill. de € sin considerar cerca de 29 mill. de € en concepto de deudas para financiar capital circulante (mediante operaciones de "factoring" y "confirming")

Descripción de la Compañía

Resumen cuenta de pérdidas y ganancias

Comentarios al resultado 2013

'000 €	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	TACC 09-13
Operaciones Continuas						
A Importe neto de la cifra de negocios	315.208	446.338	474.466	432.442	381.882	4.9%
Otros ingresos	(5.528)	218	35.373	(23.422)	5.848	n.a.
B Aprovisionamientos	(128.045)	(183.337)	(232.260)	(167.407)	(155.372)	5.0%
B Gastos de personal	(76.601)	(100.365)	(104.830)	(101.742)	(81.930)	1.7%
Dotación a la amortización	(27.085)	(24.530)	(25.003)	(21.222)	(21.496)	-5.6%
Otros gastos	(85.426)	(122.726)	(110.351)	(98.615)	(93.680)	2.3%
Resultado de explotación recurrente	(7.477)	15.598	37.395	20.034	35.252	n.a.
Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado	(2.423)	(10.569)	(5.088)	(2.313)	(10.404)	44.0%
Otros resultados	(11.100)	1.034	(2.726)	(23.558)	(15.701)	9.1%
C Resultado de explotación	(21.000)	6.063	29.581	(5.837)	9.147	n.a.
Ingresos financieros	5.732	7.405	3.371	3.121	2.886	-15.8%
Gastos financieros	(28.520)	(34.811)	(35.606)	(37.304)	(34.762)	5.1%
D Diferencias de cambio (neto)	(8.001)	7.817	393	(4.600)	(24.838)	32.7%
Participación Rdos compañías asociadas	(1.000)	(876)	(959)	(1.524)	(1.924)	17.8%
Resultado Antes de Impuestos	(52.789)	(14.402)	(3.220)	(46.144)	(49.491)	-1.6%
Impuesto sobre beneficios	17.037	(4.501)	(6.388)	(43.551)	(3.296)	n.a.
Resultado Actividades Continuas	(35.752)	(18.903)	(9.608)	(89.695)	(52.787)	10.2%
Operaciones Discontinuas						
Resultado Neto act. Discontinuas	(1.720)	(853)	(2.909)	(1.640)	(123)	-48.3%
RESULTADO DEL EJERCICIO	(37.472)	(19.756)	(12.517)	(91.335)	(52.910)	9.0%

A Evolución de la Cifra de Negocios:

Afectada por:

- Retraso en la recuperación de la actividad en Latinoamérica, especialmente en Brasil
- Negativa evolución del tipo de cambio. Aislado este efecto, las ventas se hubieran mantenido en niveles de 2012

B Gastos de personal y aprovisionamientos:

Reducción importante como consecuencia del ajuste de la actividad productiva llevado a cabo durante 2013, principalmente en Brasil

C Resultado explotación:

Reversión de la pérdida de explotación registrada en 2012, en gran medida gracias a los ajustes operativos implementados

D Diferencias de cambio:

La Compañía tuvo que revocar ciertas coberturas de tipos de cambio designadas para cubrir sus exportaciones locales en divisa USD lo cual ha implicado una pérdida contable de 20,8 mill. de € en 2013

Descripción de la Compañía

Principales magnitudes primer semestre 2014

Cuenta de Resultados ('000 €)	30/06/2014	30/06/2013	Var (%)
A Ingresos	160.952	197.165	-18,4%
B EBITDA Recurrente	22.141	28.511	-22,3%
<i>Margen EBITDA (en %)</i>	13,8%	14,5%	n.a.
Resultado de Explotación	13.294	8.710	52,6%
C Resultado del Ejercicio	(24.181)	(16.989)	42,3%
Endeudamiento ('000 €) ⁽¹⁾	30/06/2014	31/12/2013	
Deuda Financiera a Corto Plazo	84.818	250.038	-66,1%
Deuda Financiera a Largo Plazo	286.406	63.579	350,5%
Deuda Financiera Bruta Total	371.224	313.617	18,4%
Tesorería y Equivalentes	46.451	32.392	43,4%
D Deuda Financiera Neta Total	324.773	281.225	15,5%
Factoring / Confirming	32.045	34.901	-8,2%
Deuda Financiera a CP / Total Deuda Bruta (en %)	22,8%	79,7%	n.a.
Deuda Financiera a CP cubierta por Caja y Equivalentes (en %)	54,8%	13,0%	n.a.

Comentarios a los resultados 1H2014

A**Ingresos**

Disminución de 18,4% vs. 1H2013 debido principalmente al limitado crecimiento de la economía brasileña, y el negativo efecto de las divisas (real brasileño, dólar y peso argentino). Aislado dicho efecto, las ventas crecen un 0,7% hasta 198,6 MM de €.

B**EBITDA Recurrente:**

Reducción en los niveles de EBITDA recurrente hasta situarse en 22,1 mill. de € (-22,3% vs. 1H2013). Dentro de esta reducción general, es importante destacar que las regiones de Europa y Norteamérica han conseguido incrementar su EBITDA recurrente en un 138,2% y un 48,2% respectivamente

C**Resultado del Ejercicio:**

Pese a la mejora en rentabilidad operativa, el Resultado de Ejercicio se ha situado en (24,2) mill. de €, afectado negativamente por los mayores gastos financieros y el efecto de los tipos de cambio

D**Deuda Financiera:**

El incremento en los niveles de endeudamiento frente al cierre 2013 es explicado por i) la negativa evolución de los TC² y ii) el mayor consumo de circulante, especialmente en América del Sur

Fuente: Información publicada por la Compañía

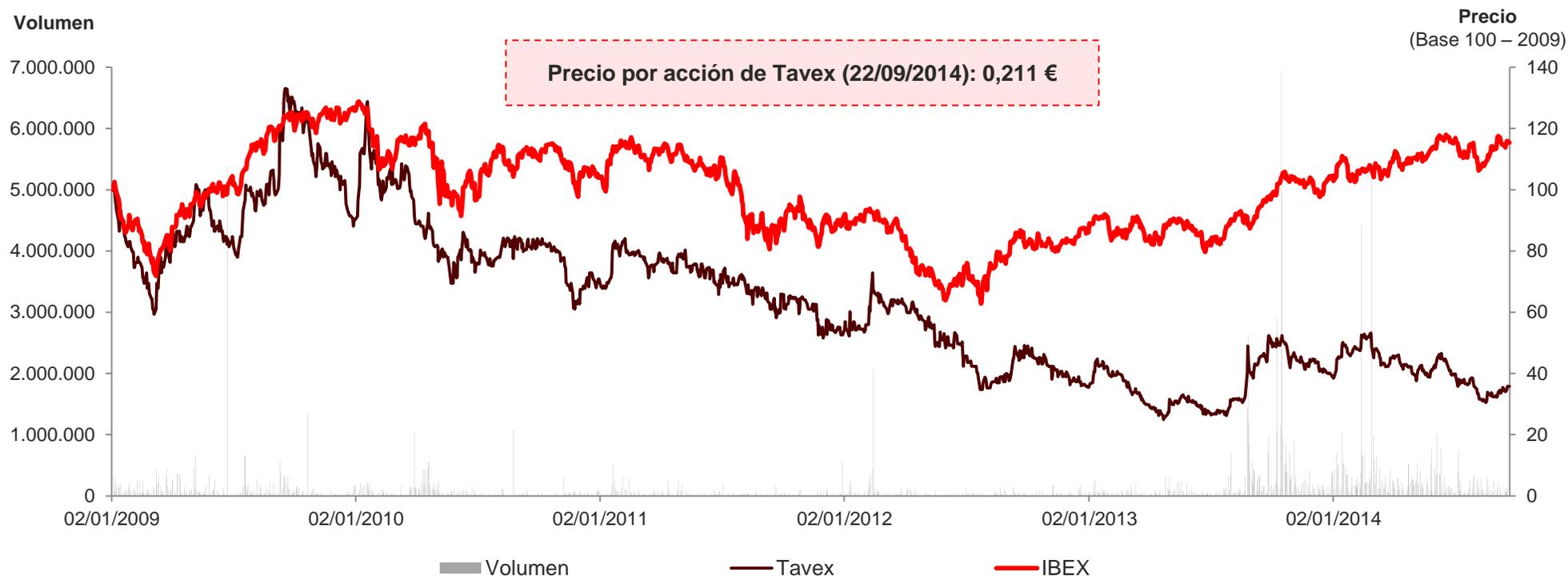
(1) No se consideraron pasivos por derivados financieros en el valor de 6.145 miles de Euros y 597 miles de Euros en junio de 2014 y junio de 2013, respectivamente

(2) "TC": Tipo de Cambio

Descripción de la Compañía

Descripción del capital social de Tavex y evolución bursátil (I)

Evolución bursátil de la Compañía

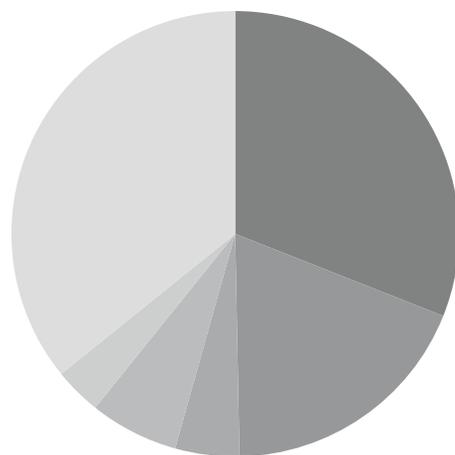


- El capital social de la Compañía es de 11.601.470,30 € dividido en 116.014.703 acciones de 0,10 € de valor nominal cada una de ellas. Se encuentra totalmente suscrito y desembolsado, y sus acciones están representadas mediante anotaciones en cuenta.
- A 22 de septiembre de 2014, las acciones de la Compañía cerraron su cotización a 0,211 € por acción

Descripción de la Compañía

Descripción del capital social de Tavex y evolución bursátil (II)

Accionariado y participaciones significativas



■ Camargo Correa Denmark APS 31,008%

■ Alpargatas Internacional APS 18,690%

■ Bahema, S.A. 4,630%

■ Rilafe, S.L. 6,428%

■ Jose Antonio Pérez-Nievas 3,420%

■ Resto de accionistas 35,824%

- El grupo brasileño Camargo Correa ostenta un 49,698% del capital a través de las sociedades Camargo Correa Denmark APS y Alpargatas Internacional APS.
- Todas las acciones son iguales y de la misma serie, y confieren a sus titulares los mismos derechos y obligaciones. Las acciones de la Compañía no llevan aparejada prestación accesoria alguna.
- Los Estatutos Sociales de la Compañía no contienen disposición alguna sobre privilegios, facultades o deberes especiales que se deriven de la titularidad de las acciones, y tampoco recogen ninguna restricción a su libre transmisibilidad.

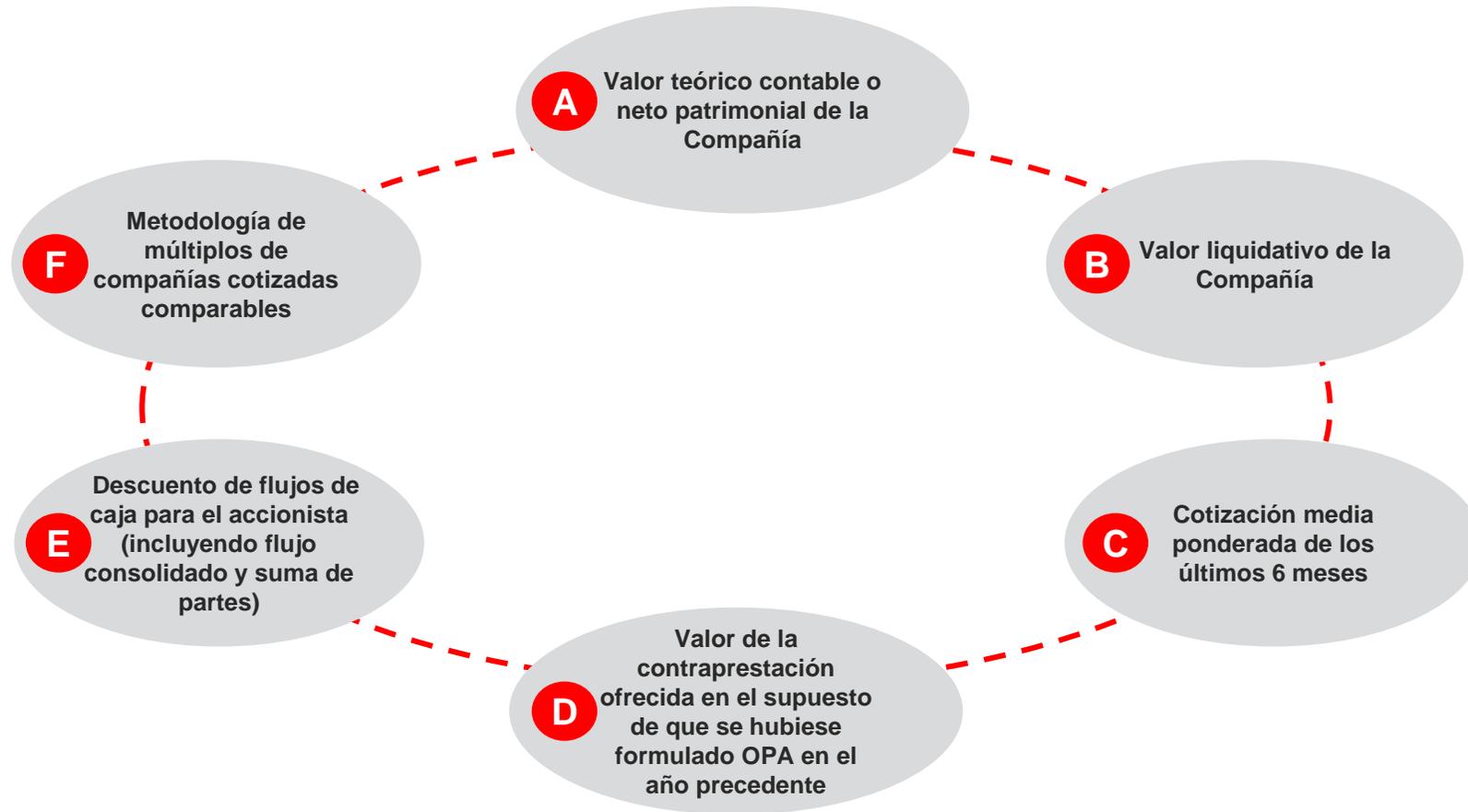
Sección III

Conclusiones de valoración

Conclusiones de valoración

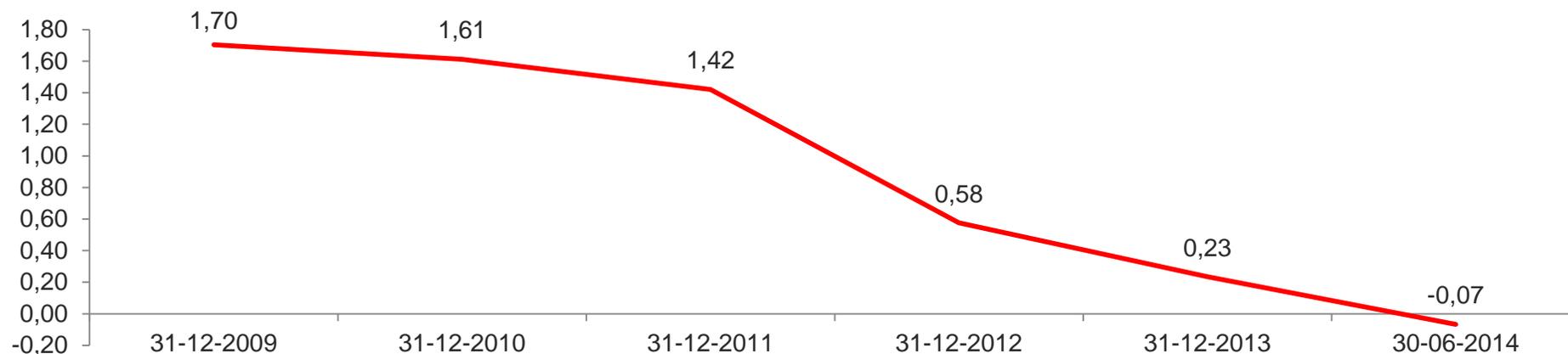
Introducción

- De acuerdo con el objetivo de nuestro trabajo, las metodologías de valoración consideradas en la realización de nuestro trabajo se han desarrollado de conformidad con el artículo 10.5 del RD 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, donde se establecen las metodologías de valoración a considerar en el caso de una oferta pública de adquisición por exclusión.



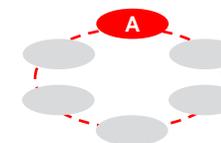
A. Valor teórico contable

- El método del valor teórico contable se basa en la estimación del valor de una empresa en función de su patrimonio neto, entendiendo éste como la diferencia entre sus activos contables y sus pasivos exigibles, registrados a valor neto contable:
 - Se entiende por valor teórico contable de una acción o participación en una sociedad, el cociente de dividir la cifra de recursos propios de la entidad (patrimonio neto atribuible a la sociedad dominante) por el número de acciones emitidas por la misma, netas de autocartera o acciones propias.
 - Se entiende por recursos propios de la entidad la agregación de su capital social menos el capital social no desembolsado, más primas de emisión, así como otras reservas y remanentes, menos pérdidas acumuladas, menos dividendo activo a cuenta, menos acciones propias y más resultados del período netos de impuestos.
- El valor teórico contable se trata de un enfoque estático que considera los activos y pasivos invertidos en el negocio en el momento de la valoración a su valor contable, y que no tiene en cuenta los rendimientos que pueden generar éstos en el futuro, ni la existencia de determinados intangibles no contabilizados, ni las plusvalías o minusvalías latentes con que pudiera contar la Compañía.
- A continuación se muestra la evolución del valor teórico contable por acción. Desde 2009 la Compañía ha ido reduciendo progresivamente su patrimonio neto, debido principalmente a la acumulación de pérdidas generadas en cada uno de los ejercicios. Este hecho se pone de relevancia en el ejercicio 2012, en el cual la Compañía tuvo unas pérdidas de 91 mill. de €



Conclusiones de valoración

A. Valor teórico contable (Cont.)



'000 €	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	30/06/2014
Capital	106.734	106.734	106.734	106.734	11.601	11.601
Prima de emisión	170.214	170.214	170.214	170.214	16.040	16.040
Acciones propias	(1.354)	(1.401)	(1.405)	(1.406)	(1.409)	(1.409)
Ganancias acumuladas	(31.553)	(52.271)	(64.789)	(156.125)	39.776	15.594
Ajustes por cambios de valor en operaciones de cobertura	(2.160)	(1.241)	(10.447)	(16.120)	(3.982)	(3.160)
Diferencias de conversión	(45.812)	(36.749)	(37.038)	(37.047)	(35.080)	(46.429)
Patrimonio atribuido a la sociedad dominante	196.069	185.286	163.268	66.250	26.946	(7.763)
Intereses minoritarios	4	4	4	4	4	4
Patrimonio neto	196.073	185.290	163.272	66.254	26.950	(7.759)
Número total acciones	116.014.703	116.014.703	116.014.703	116.014.703	116.014.703	116.014.703
Número de acciones en autocartera	(977.980)	(1.073.480)	(1.082.598)	(1.087.298)	(1.108.373)	(1.108.373)
Total acciones excluyendo autocartera	115.036.723	114.941.223	114.932.105	114.927.405	114.906.330	114.906.330
Valor teórico contable por acción (€)	1,70	1,61	1,42	0,58	0,23	-0,07

- En 2013, la Compañía realizó una operación de reestructuración de su capital social mediante la realización de las siguientes operaciones:
 - Aplicación de las reservas disponibles y la reserva legal, que ascienden a 158.895.310,86 € y a 5.610.528 € respectivamente, a la compensación de pérdidas.
 - Reducción del capital social en la cifra de 58.342.789,50 €, mediante la disminución del valor nominal de las acciones, con la finalidad de restablecer el equilibrio entre el capital y el patrimonio neto de la Sociedad disminuido por pérdidas
 - Reducción del capital social en la cifra de 36.789.266,96 €, mediante la disminución del valor nominal de las acciones, con la finalidad de constituir una reserva voluntaria indisponible por igual importe.
 - Tras la operación de reestructuración:
 - El capital social de la Sociedad pasó de 106.733.526,76 € a 11.601.470,30 €.
 - El valor nominal de cada acción de la Sociedad pasó de 0,92 € a 0,10 €.

Conclusiones de valoración

A. Valor teórico contable (Cont.)

- La última información financiera intermedia publicada por la Compañía es a cierre del primer semestre de 2014
- De acuerdo con las cuentas consolidadas de 30 de junio de 2014, el capital social de la Compañía se componía de 116.014.703 acciones y, de acuerdo con la información recibida del Oferente, la Compañía disponía de 1.108.373 títulos correspondientes a acciones de la sociedad dominante (acciones en autocartera)
- De acuerdo con el análisis realizado, el valor teórico contable de las acciones de la Compañía a 30 de junio de 2014 ascendía a **-0,07 € por acción**⁽¹⁾
- En relación con la adecuación de este método debemos señalar que, en términos generales, las alternativas de valoración más adecuadas son las que consideran a la Compañía como un negocio en funcionamiento o las que proporcionen una valoración de mercado, motivo por el cuál no es recomendable la aplicación de un método estático, como es el caso del valor neto patrimonial, que se basa únicamente en la situación patrimonial que se desprende de sus estados financieros en un momento determinado.
- Igualmente, tal y como se recoge más detalladamente en el ANEXO A, es conveniente mencionar que el Consejo de Administración de Tavex aprobó el 24 de julio de 2014 la contratación de un préstamo participativo (el “Préstamo Participativo”) con su principal accionista, el Grupo Camargo Correa. El Préstamo Participativo asciende a 32 Mil. Euros. Dicho Préstamo Participativo no afecta al valor teórico contable al no considerarse como fondos propios a efectos contables. No obstante, de conformidad con el artículo 20 del RD 7/1996 de 7 de Junio, el referido préstamo si se considera patrimonio neto a los efectos de la obligación que establece la Ley de Sociedades de Capital sobre reducción de capital y liquidación de sociedades.

Fuente: Información publicada por la Compañía

(1) A 30 de junio de 2014 el balance individual de Grupo Tavex, S.A presentaba un patrimonio neto de -24.154 miles de euros. Para restablecer la situación patrimonial, el Consejo de Administración de la Compañía ha aprobado en su reunión del 24 de julio de 2014 la contratación de un préstamo participativo con el grupo Camargo Correa, su accionista de referencia, por un importe de 32.000 miles de euros y con condiciones económicas de mercado.

- El valor liquidativo es un método de valoración estático, cuyo objetivo es reflejar el valor neto resultante de una empresa ante un eventual proceso de disolución y cese definitivo de su actividad. Por lo tanto, su estimación no considera la asunción de continuidad de los negocios o el principio de empresa en funcionamiento
- Su procedimiento de cálculo se basa en la estimación del valor de realización sus activos ante un proceso de venta de los mismos así como la liquidación de todos sus pasivos y gastos derivados de dicho proceso de liquidación.
 - Valor de realización de los activos: respecto a los valores incluidos en el balance de la compañía, este concepto supone aflorar cualquier plusvalía o minusvalía tácita no reconocida contablemente.
 - Valor de los pasivos: respecto a los valores incluidos en el balance de la compañía, este concepto supone que deben reflejarse todas las contingencias previsibles en las que la sociedad pudiera incurrir y que no hayan sido reflejadas contablemente.
 - Gastos derivados del proceso de liquidación:
 - Pasivos laborales: indemnizaciones al personal obligatorias o negociadas, producción o mercancías perdidos por posibles conflictos laborales, etc.
 - Minutas de asesores.
 - Pérdida del valor de mercado de los activos si la liquidación es forzada o debe hacerse con rapidez, si el activo es poco líquido o dependiendo del grado de conocimiento de los posibles participantes de mercado de la eventual situación de liquidación de la empresa.
 - Fuerte incremento de la morosidad e impago de clientes y otros deudores al conocer la no continuidad de la empresa.
 - Pérdidas adicionales por gastos ordinarios de gestión de un empresa improductiva durante el proceso de liquidación.
 - Posibles pasivos derivados de limpiezas medioambientales: descontaminación de terrenos

Conclusiones de valoración

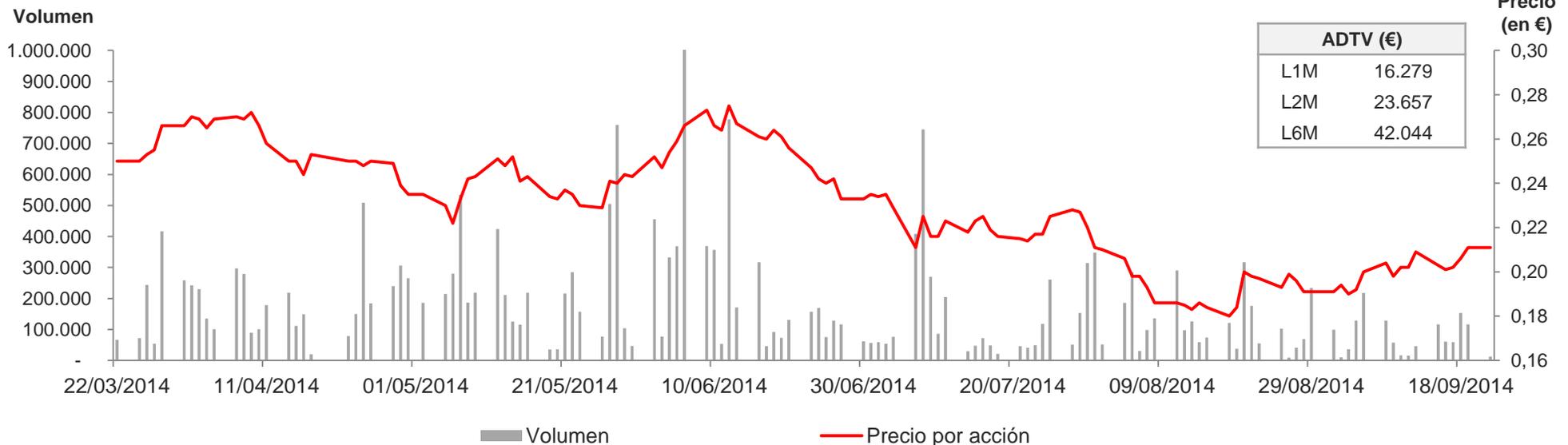
B. Valor liquidativo (Cont.)

'000 €	31/12/2013	Ajustes	Valores ajustados	Comentarios
Propiedad, planta y equipo	187.674	3.936	191.610	<ul style="list-style-type: none"> Se han considerado como no recuperables los anticipos e inmovilizado en curso (6.925 miles de €) Asimismo se ha considerado que la Compañía podría recuperar un 20% del valor de los activos totalmente amortizados (54.307 miles de €)
Otros activos intangibles	15.008	(15.008)	-	<ul style="list-style-type: none"> Se han considerado como no recuperables las aplicaciones informáticas y el inmovilizado relacionado con el I+D (15.008 miles de €) Se ha considerado que en un contexto de liquidación, todas las licencias y marcas de la compañía tienen valor nulo
Activos por impuestos diferidos	22.332	(22.332)	-	<ul style="list-style-type: none"> Se han considerado como no recuperables la totalidad de este epígrafe ya que esta relacionado con el aprovechamiento a futuro de bases imponibles negativas acumuladas
Otros activos no corrientes	2.115	-	2.115	
Activos no corrientes	227.129	(33.404)	193.725	
Existencias	73.251	(7.325)	65.926	<ul style="list-style-type: none"> Se han considerado como no recuperables un 10% del saldo de este epígrafe como parte del proceso de liquidación
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	75.487	(7.549)	67.938	<ul style="list-style-type: none"> Se han considerado como no recuperables un 10% del saldo de este epígrafe como parte del proceso de liquidación
Activos por impuestos corrientes	21.437	(21.437)	-	<ul style="list-style-type: none"> Se han considerado como no recuperables la totalidad de este epígrafe ya que esta relacionado con el aprovechamiento a futuro de ciertos beneficios fiscales
Otros activos corrientes	57.747	-	57.747	
Activos corrientes	227.922	(36.311)	191.611	
Total activo	455.051	(69.714)	385.337	
Total pasivo exigible	(428.101)	-	(428.101)	
Gastos asesores			(7.707)	<ul style="list-style-type: none"> Se asume un 2% del valor total del activo ajustado
Costes de indemnizaciones			n.d.	<ul style="list-style-type: none"> No disponemos de información suficiente para estimar el coste de indemnizaciones
Valor liquidativo			(50,471)	
Número total acciones			116.014.703	
Valor teórico contable por acción (€)			(0,44)	

- De acuerdo con las cuentas consolidadas a 31 de diciembre de 2013 publicadas por la Compañía, la mayoría de los activos de inmovilizado material corresponden a propiedad, planta y equipo, que no tienen un mercado líquido y es difícil estimar su valor. Dadas sus características, ante un eventual proceso de liquidación se podrían obtener minusvalías en su valor, tal como se ha mencionado anteriormente
- Adicionalmente, la Compañía cuenta en su activo con bases imponibles negativas pendientes de utilizar y otros derechos de carácter fiscal cuya valoración sería nula en caso de liquidación de la Compañía, ya que no habría beneficios futuros en los que aplicar dichos beneficios fiscales acumulados.
- Adicionalmente, se deberían considerar los diferentes pasivos o posibles contingencias asociadas con los costes laborales derivados de los despidos de la plantilla actual de la Compañía, así como el coste de asesores en el marco del proceso de liquidación de la Compañía.
- Teniendo en cuenta los aspectos mencionados anteriormente, el valor liquidativo de las acciones de la Compañía a 31 de diciembre de 2013 ascendería a **-0,44 € por acción**. Dicho valor tendría que ser minorado por los costes de indemnizaciones que no hemos incluido en nuestro análisis debido a la falta de información suficiente, por lo que el valor sería significativamente inferior a los obtenidos mediante la aplicación del resto de metodologías descritas en el RD 1066/2007.

C. Cotización media ponderada de los últimos 6 meses

- Se ha analizado la cotización media ponderada de las acciones de la Compañía durante el semestre inmediatamente anterior a la fecha de emisión del presente informe de valoración, cualquiera que sea el número de sesiones que se hubieran negociado.
- A continuación se presenta un gráfico con la evolución de la cotización de la acción de la Compañía en el que se muestra la evolución del precio de cotización y el volumen de negociación de la acción.
- De acuerdo con el análisis realizado, la cotización media ponderada de las acciones de la Compañía de los 6 meses anteriores a la fecha de emisión del presente informe asciende a **0,24 € por acción.**
- La cotización media ponderada de los últimos 30 y 60 días es 0,20 € por acción en los dos períodos.
- La escasa liquidez de la acción hace que su resultado pueda verse afectado por movimientos puntuales con volúmenes elevados, por lo que reduce en nuestra opinión el grado de aplicabilidad de esta metodología.

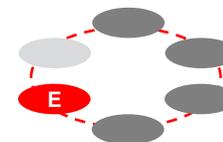


Conclusiones de valoración

D. Ofertas públicas de adquisición recientes



- De acuerdo con el artículo 10.5 del RD 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, se establece como metodología de valoración a aplicar en el caso de una oferta pública de adquisición por exclusión el valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.
- Según hemos sido informados por el Oferente y de acuerdo a la información disponible, no se ha producido ninguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha de la aprobación por el Consejo de Administración de la Compañía de la propuesta de solicitud de exclusión.



Descripción de la metodología

- Hemos llevado a cabo una valoración tanto a nivel consolidado como a nivel de suma de los valores de las distintas geografías, y están detallados en este documento. Ambos cálculos son equivalentes, puesto que el criterio a nivel consolidado ha sido el de suma y ponderación proporcional de las geografías según corresponda. Las mínimas diferencias obtenidas en la valoración están relacionadas con simplificaciones en el cálculo de las ponderaciones que consideramos no relevantes de cara a las conclusiones sobre valor.
- La metodología de descuento de flujos de caja disponibles para el accionista (“DFCA”) calcula el valor de un negocio basándose en el valor presente de los flujos de caja disponibles para el accionista que se espera que el mismo genere en el futuro. Consideramos que se trata de la metodología que mejor recoge las particularidades de la Compañía y, en concreto, su elevado endeudamiento
- Se trata por lo tanto de un método de valoración dinámico que tiene en consideración la capacidad de la Compañía para generar flujos de caja para sus accionistas a futuro ya que se tiene en cuenta el flujo de caja generado tras realizar todas sus inversiones y remunerar a sus proveedores de deuda.
- Estos flujos de caja futuros se descuentan al coste de los fondos propios (Coste del equity o K_e), proporcionándonos directamente la estimación del valor de los Fondos Propios de la Compañía (Equity Value).
- La aplicación de la metodología ha comprendido las siguientes fases:
 - Revisión y análisis del plan de negocio de Tavex (que será aprobado por el Consejo de Administración de la Compañía el 26 de septiembre de 2014), que Santander estima razonable y que ha sido el usado para la valoración.
 - Estimación de los flujos de caja disponibles para el accionista (“FCA”) generados por el negocio en €.
 - Estimación de la tasa de descuento para la valoración consolidada y para la de suma de partes, adecuada para el riesgo del negocio, equivalente al coste de los fondos propios, lo que refleja las peculiaridades y los riesgos de cada mercado donde la compañía tiene operaciones. Dicha tasa de descuento es estimada a partir del “Capital Asset Pricing Model” o “CAPM” y es coherente con la moneda de la proyección.
 - Aplicación de la tasa de descuento a los FCA para calcular su valor actual a 30 de junio de 2014.
 - Análisis de sensibilidad sobre las principales variables que impactan en la valoración

Período de proyección explícita

+ EBIT	
- Impuestos (<i>sobre EBIT</i>)	
<hr/>	
NOPLAT	
+ Amortización	
- CAPEX	
- Variación Fondo de Maniobra	
<hr/>	
= Flujos de Caja Libres	
+/- Variación deuda financiera	
- Resultado Financiero Neto de Impuestos	
<hr/>	
= Flujos de Caja para el Accionista	

● descuento K_e

Valor terminal

+ Valor terminal basado en múltiplo EV/EBITDA aplicado en el último año de proyección explícita	
<hr/>	
= Valor de los Fondos Propios	

● descuento K_e

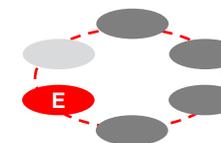
Ke según Capital Asset Price Model (CAPM)

$$K_e = R_f + PRP + (\text{Beta} * R_m)$$

- R_f : Tasa libre de riesgo
- PRP: Prima de riesgo país
- R_m : Prima de riesgo de mercado

Conclusiones de valoración

E. Descuento de flujos de caja disponibles para el Accionista (Cont.)

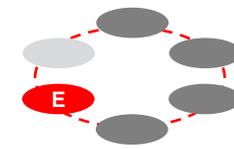


Proyección de cuenta de pérdidas y ganancias consolidada para el período 2014 a 2023 (€ '000)

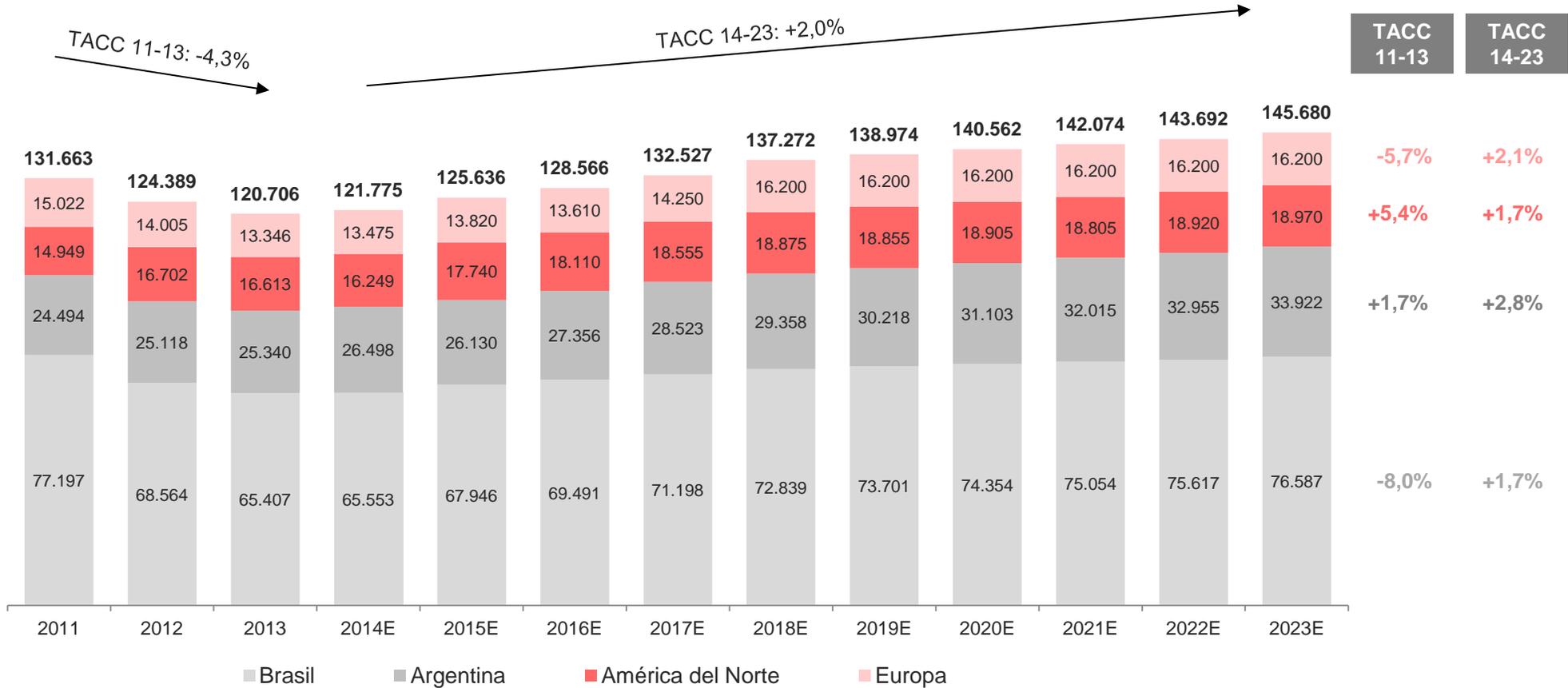
	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	TACC 14-23
Km de producto vendido	121.775	125.636	128.566	132.527	137.272	138.974	140.562	142.074	143.692	145.680	2,0%
Facturación bruta	372.943	392.707	399.875	413.705	437.671	449.643	461.032	472.699	485.160	498.850	3,3%
Deducciones	(17.964)	(15.489)	(16.025)	(16.581)	(17.472)	(18.269)	(19.104)	(20.009)	(20.926)	(21.920)	2,2%
Facturación neta	354.979	377.218	383.850	397.124	420.199	431.374	441.929	452.690	464.234	476.930	3,3%
Produccion	(283.179)	(301.221)	(306.691)	(315.361)	(332.099)	(340.109)	(347.428)	(354.658)	(362.231)	(370.450)	3,0%
Corporativo	(257)	(262)	(267)	(272)	(278)	(283)	(289)	(295)	(301)	(307)	2,0%
Ganancia bruta	71.543	75.736	76.892	81.491	87.822	90.982	94.212	97.737	101.703	106.174	4,5%
% Facturación neta	20%	20%	20%	21%	21%	21%	21%	22%	22%	22%	n.a.
Fretes sobre las Ventas	(7.259)	(7.888)	(8.056)	(8.409)	(9.012)	(9.339)	(9.665)	(10.004)	(10.349)	(10.739)	4,4%
Propag., Public., Promoc. y Desarrollo	(5.945)	(6.048)	(5.953)	(5.915)	(5.945)	(5.948)	(6.070)	(6.196)	(6.324)	(6.456)	0,9%
P.D.D	(1.319)	(1.284)	(1.285)	(1.344)	(1.462)	(1.500)	(1.537)	(1.576)	(1.616)	(1.659)	2,6%
Comisiones sobre las Ventas	(3.860)	(4.629)	(4.675)	(4.836)	(5.121)	(5.246)	(5.357)	(5.475)	(5.586)	(5.722)	4,5%
Gastos Administración	(9.358)	(9.682)	(10.019)	(10.253)	(10.359)	(10.426)	(10.694)	(10.969)	(11.252)	(11.546)	2,4%
Gastos Comerciales	(10.199)	(10.134)	(10.196)	(10.332)	(10.613)	(10.858)	(11.109)	(11.366)	(11.628)	(11.898)	1,7%
Gastos Corporativos	(2.300)	(2.014)	(2.041)	(2.077)	(2.126)	(2.172)	(2.219)	(2.267)	(2.316)	(2.366)	0,3%
Resultado operacional recurrente	31.302	34.057	34.666	38.325	43.184	45.492	47.562	49.886	52.631	55.789	6,6%
Resultado no recurrente	(2.153)	(1.849)	(1.832)	(1.838)	(1.875)	(1.904)	(1.934)	(1.966)	(1.999)	(2.032)	(0,6%)
Resultado operacional	29.149	32.207	32.834	36.487	41.309	43.588	45.627	47.920	50.632	53.757	7,0%
Ingresos financieros	4.366	4.737	4.542	3.915	3.416	3.058	2.714	2.287	2.543	2.810	(4,8%)
Gastos financieros	(47.485)	(48.026)	(52.615)	(50.887)	(48.834)	(45.950)	(44.545)	(42.912)	(43.217)	(43.084)	(1,0%)
Variación cambial neta	(476)	(1.428)	(355)	(82)	(636)	(465)	(466)	(467)	(469)	(470)	(0,1%)
Resultado antes de impuestos	(14.446)	(12.510)	(15.594)	(10.568)	(4.746)	232	3.330	6.827	9.490	13.012	n.a.
Impuestos	(15.860)	(2.381)	(2.039)	(2.635)	(3.823)	(4.766)	(5.541)	(6.666)	(7.726)	(9.118)	(6,0%)
P. en equivalencia y discontinuadas	(3.700)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(100,0%)
Ganancia / (Pérdida) Neta	(34.006)	(14.891)	(17.633)	(13.203)	(8.568)	(4.535)	(2.211)	161	1.763	3.894	n.a.
EBITDA Recurrente	51.428	55.336	56.182	60.063	65.441	68.588	71.452	74.477	77.576	81.301	5,2%
Margen EBITDA	14%	15%	15%	15%	16%	16%	16%	16%	17%	17%	n.a.

Conclusiones de valoración

E. Descuento de flujos de caja disponibles para el Accionista (Cont.)

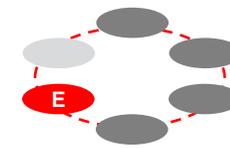


Proyección de los kilómetros de producto vendido por geografía para el período 2011 a 2023 (Km)



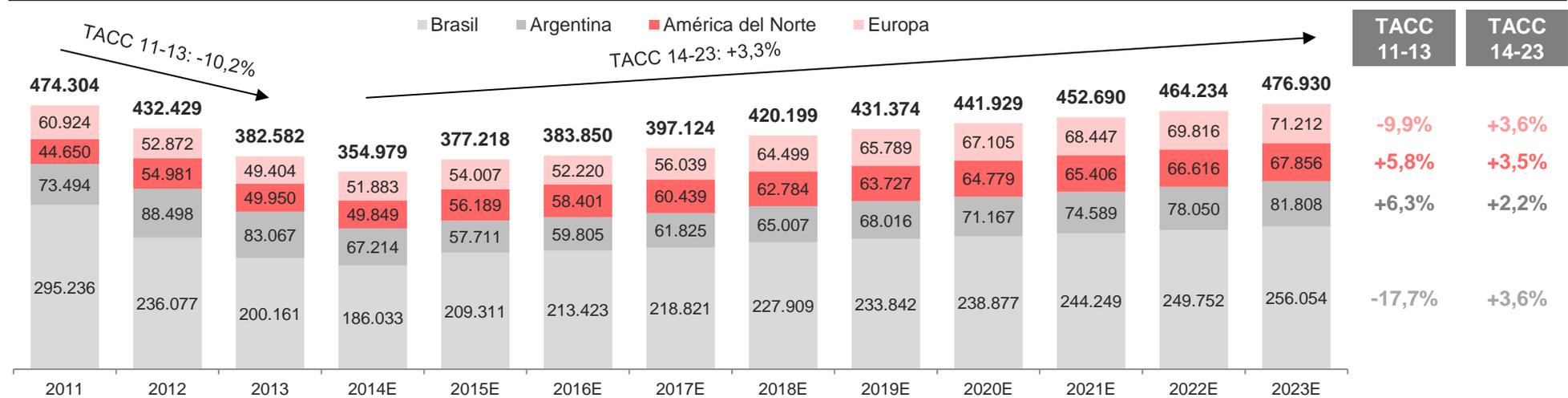
Fuente: Información proporcionada por Tavex y/o el Oferente

Conclusiones de valoración

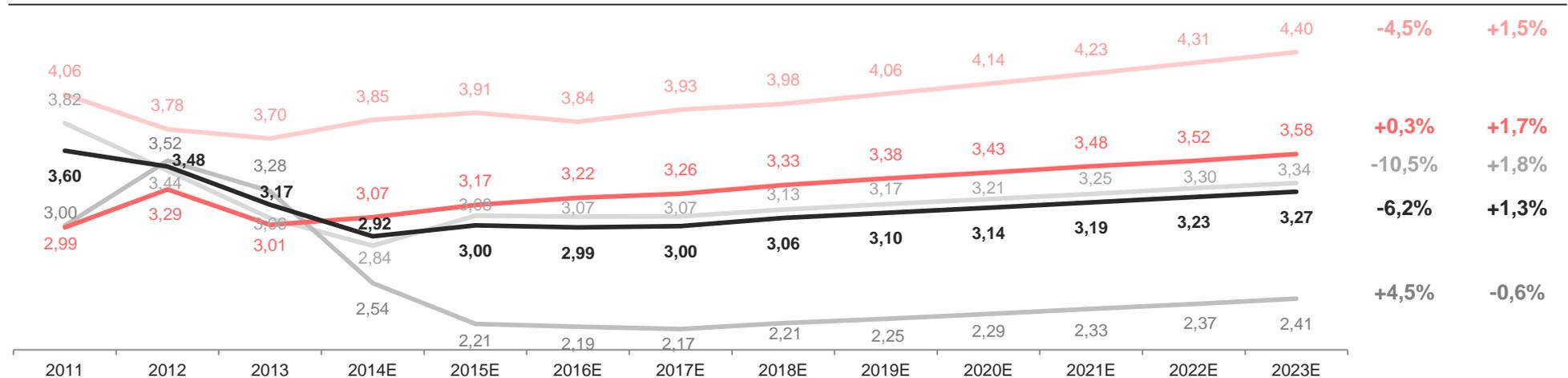


E. Descuento de flujos de caja disponibles para el Accionista (Cont.)

Proyección de ventas netas por geografía para el período 2011 a 2023 (€ '000) ⁽¹⁾

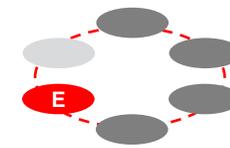


Precio de venta medio por Km de producto vendido para el período 2011 a 2023 (€)



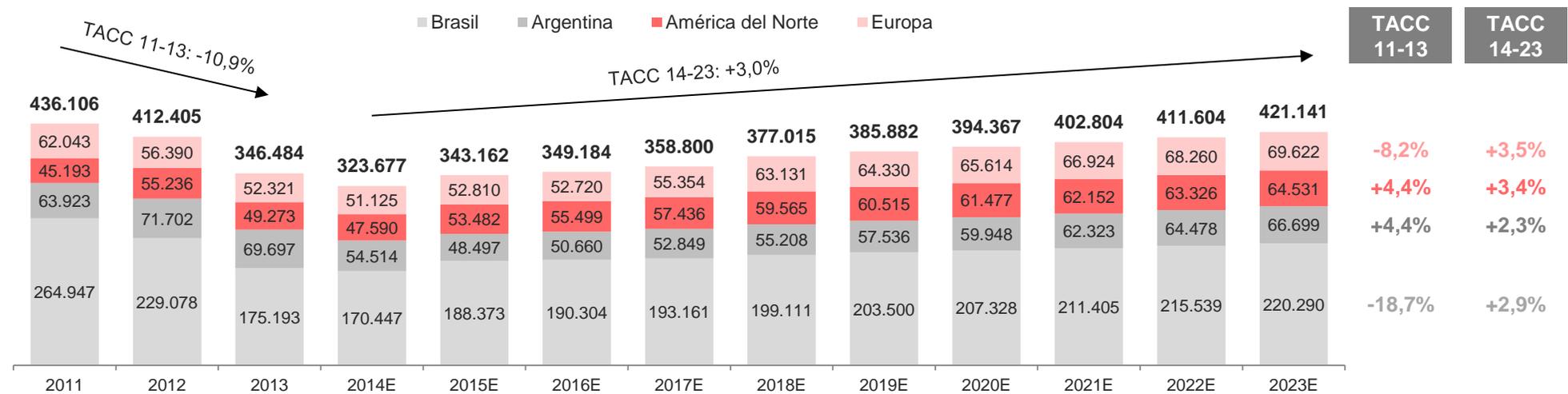
Fuente: Información proporcionada por Tavex y/o el Oferente
 (1) Resultados corporativos distribuidos pro-rata entre las unidades de negocio

Conclusiones de valoración

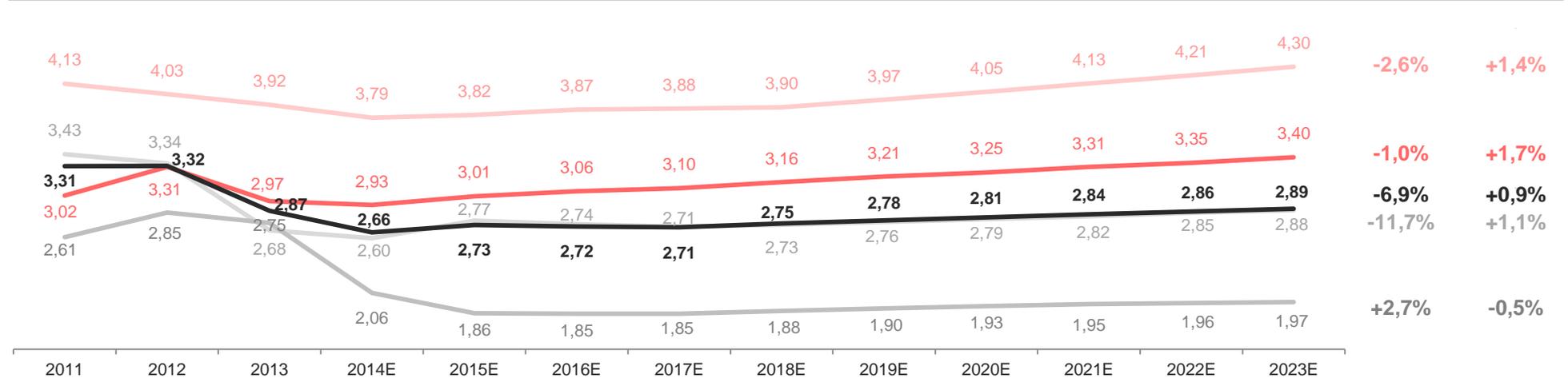


E. Descuento de flujos de caja disponibles para el Accionista (Cont.)

Proyección de costes por geografía para el período 2011 a 2023 (€ '000) (1)



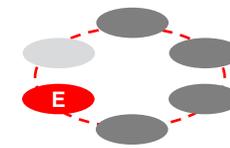
Coste medio por Km de producto vendido para el período 2011 a 2023 (€) (1)



Fuente: Información proporcionada por Tavex y/o el Oferente

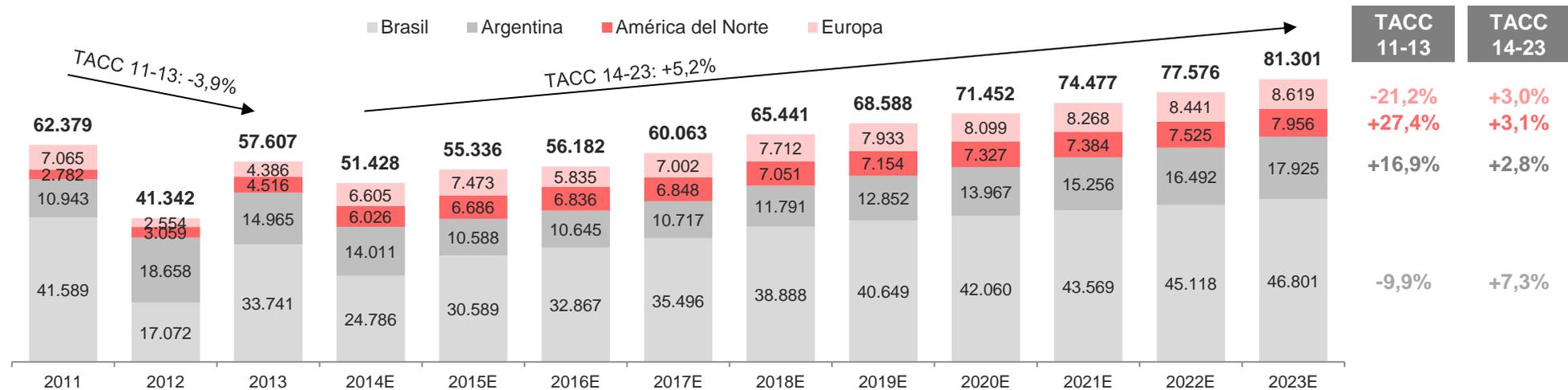
(1) Resultados corporativos distribuidos pro-rata entre las unidades de negocio

Conclusiones de valoración

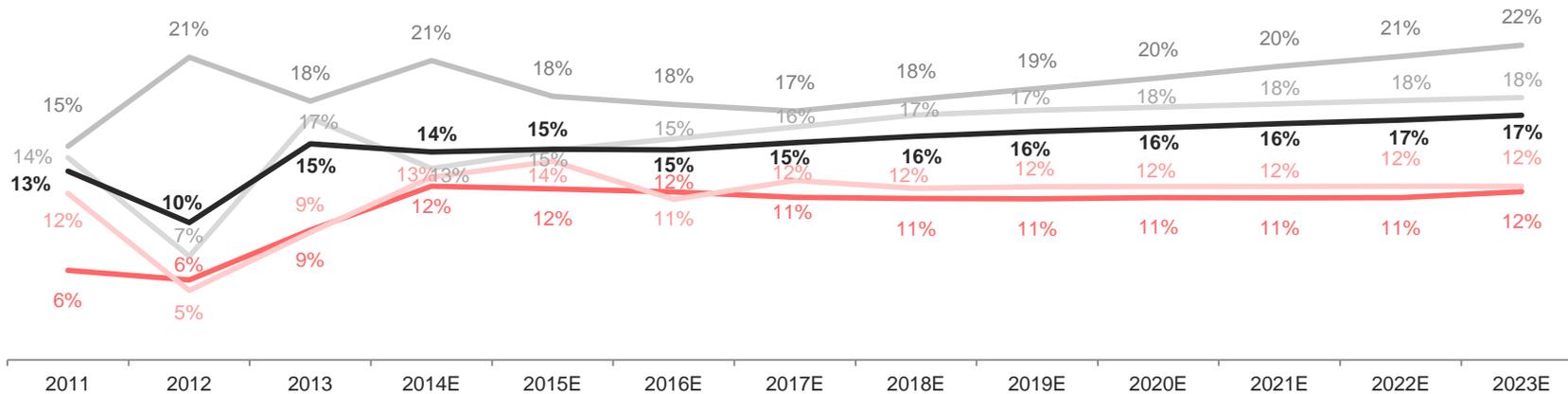


E. Descuento de flujos de caja disponibles para el Accionista (Cont.)

Proyección de EBITDA recurrente por geografía para el período 2011 a 2023 (€ '000) ⁽¹⁾



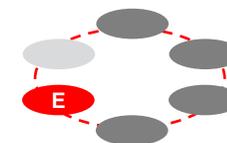
Margen EBITDA recurrente para el período 2011 a 2023 ⁽¹⁾



Fuente: Información proporcionada por Tavex y/o el Oferente
Resultados corporativos distribuidos pro-rata entre las unidades de negocio

Conclusiones de valoración

E. Descuento de flujos de caja disponibles para el Accionista (Cont.)

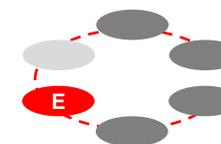


Proyección de balance consolidado (Activo) para el período 2014 a 2023 (€ '000)

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	TACC 14-23
Inmovilizado material	206.722	201.164	199.934	198.857	197.590	195.725	190.423	185.424	178.023	167.059	(2,3%)
Inmovilizado inmaterial	-	1.692	3.417	5.177	6.973	8.804	10.672	12.577	14.520	16.502	n.a.
Activos por impuestos diferidos	4.663	4.663	4.663	4.663	4.663	4.663	4.663	4.663	4.663	4.663	-
Financiamiento a compañías del grupo	81.537	70.773	57.445	43.863	30.997	17.835	4.300	4.198	4.098	4.000	(28,5%)
Inversiones financieras a largo plazo	(13)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a.
Activo Largo Plazo	292.909	278.292	265.459	252.560	240.222	227.026	210.058	206.861	201.303	192.224	(4,5%)
Existencias	81.261	84.802	85.313	86.615	90.388	92.022	93.547	95.109	96.662	98.273	2,1%
Clientes	75.404	77.847	79.297	82.226	86.767	88.849	90.762	93.056	95.414	97.772	2,9%
Activos por impuestos corrientes	10.215	5.612	2.705	729	(1.657)	(4.079)	(6.826)	(9.539)	(12.566)	(15.961)	n.a.
Cuentas a cobrar a compañías del grupo	4.255	4.236	4.227	4.219	4.218	4.215	4.213	4.211	4.209	4.208	(0,1%)
Otras cuentas a cobrar	3.847	3.436	3.022	2.924	2.874	2.824	2.778	2.737	2.699	2.665	(3,6%)
Otros activos corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a.
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes	17.207	8.003	6.627	5.799	3.171	1.500	1.701	5.819	6.233	7.210	(8,0%)
Total Activo Corto Plazo	192.189	183.937	181.192	182.512	185.761	185.331	186.174	191.393	192.652	194.167	0,1%
Total activo	485.098	462.229	446.651	435.072	425.983	412.357	396.232	398.254	393.955	386.391	(2,5%)

Conclusiones de valoración

E. Descuento de flujos de caja disponibles para el Accionista (Cont.)



Proyección de balance consolidado (Pasivo) para el período 2014 a 2023 (€ '000)

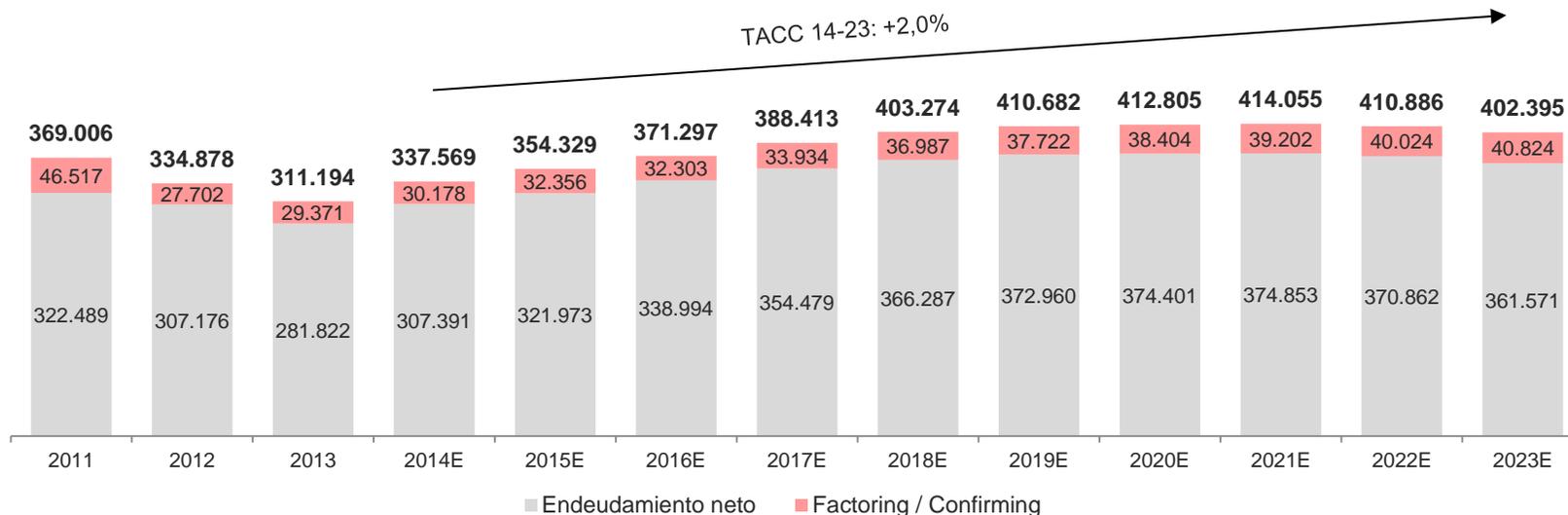
	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	TACC 14-23
Capital	(16.308)	(27.604)	(48.517)	(66.691)	(78.838)	(89.140)	(98.011)	(106.086)	(113.461)	(120.128)	24,8%
Remanentes & Reservas	(1.628)	(5.381)	(2.464)	2.267	6.174	10.388	13.986	18.553	23.673	29.433	n.a.
Diferencias de Cambios	(1.141)	(3.464)	(1.138)	(706)	(1.538)	(1.282)	(1.041)	(1.021)	(1.028)	(1.036)	(1,1%)
Patrimonio Neto	(19.077)	(36.449)	(52.119)	(65.130)	(74.202)	(80.035)	(85.066)	(88.553)	(90.816)	(91.732)	19,3%
Endeudamiento a largo plazo	322.711	327.678	345.692	362.582	375.797	384.284	389.942	400.422	406.191	407.737	2,7%
Pasivo por impuestos diferidos	2.950	2.950	2.950	2.950	2.950	2.950	2.950	2.950	2.950	2.950	-
Provisiones por contingencias	3.805	3.667	3.329	3.339	3.361	3.380	3.400	3.420	3.441	3.462	(1,0%)
Otros pasivos no corrientes	1.147	997	847	697	547	397	247	97	-	-	n.a.
Endeudamiento Grupo	81.537	70.773	57.445	43.863	30.997	17.835	4.300	4.198	4.098	4.000	(28,5%)
Pasivo a largo plazo	412.150	406.065	410.264	413.431	413.653	408.847	400.840	411.087	416.680	418.150	0,2%
Endeudamiento a corto plazo	1.887	2.298	(72)	(2.304)	(6.340)	(9.824)	(13.840)	(19.750)	(29.096)	(38.956)	n.a.
Proveedores	57.609	58.688	58.540	59.788	63.863	64.851	66.071	67.356	69.057	70.652	2,3%
Pasivos por impuestos corrientes	479	479	479	479	479	479	479	479	479	479	-
Cuentas a pagar a compañías del grupo	4.255	4.236	4.227	4.219	4.218	4.215	4.213	4.211	4.209	4.208	(0,1%)
Otras cuentas a pagar a corto plazo	6.140	5.621	5.438	5.317	5.253	5.190	5.132	5.080	5.032	4.989	(2,3%)
Provisiones	21.655	21.291	19.894	19.273	19.060	18.635	18.404	18.344	18.409	18.602	(1,7%)
Pasivo a corto plazo	92.025	92.612	88.506	86.772	86.532	83.545	80.459	75.720	68.091	59.973	(4,6%)
Total pasivo	485.098	462.229	446.651	435.072	425.983	412.357	396.232	398.254	393.955	386.391	(2,5%)

Fuente: Información proporcionada por Tavex y/o el Oferente

Conclusiones de valoración

E. Descuento de flujos de caja disponibles para el Accionista (Cont.)

Proyección de endeudamiento neto consolidado para el período 2011 a 2023 (€ '000)



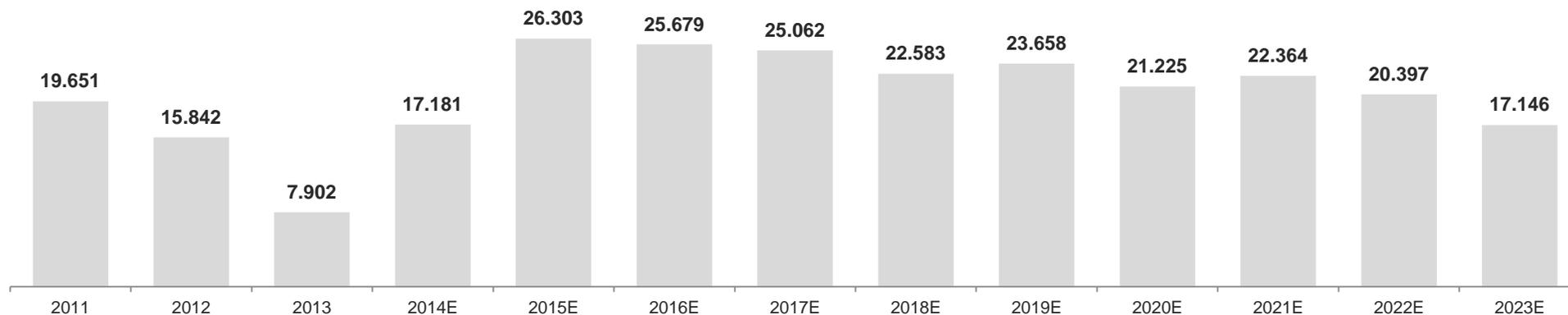
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Endeudamiento Bruto	378.491	356.863	314.234	324.598	329.976	345.621	360.278	369.457	374.460	376.102	380.672	377.095	368.781
Caja	56.002	49.686	32.412	17.207	8.003	6.627	5.799	3.171	1.500	1.701	5.819	6.233	7.210
Endeudamiento Neto (ex-confirming)	322.489	307.176	281.822	307.391	321.973	338.994	354.479	366.287	372.960	374.401	374.853	370.862	361.571
Factoring / Confirming	46.517	27.702	29.371	30.178	32.356	32.303	33.934	36.987	37.722	38.404	39.202	40.024	40.824
Deuda Financiera Neta	369.006	334.878	311.194	337.569	354.329	371.297	388.413	403.273	410.683	412.805	414.054	410.886	402.394
EBITDA	62.379	41.342	57.607	51.428	55.336	56.182	60.063	65.441	68.588	71.452	74.477	77.576	81.301
DFN/EBITDA	5,9x	8,1x	5,4x	6,6x	6,4x	6,6x	6,5x	6,2x	6,0x	5,8x	5,6x	5,3x	4,9x
Fondos propios	168.737	68.590	28.528	(19.077)	(36.449)	(52.119)	(65.130)	(74.202)	(80.035)	(85.066)	(88.553)	(90.816)	(91.732)

Fuente: Información proporcionada por Tavex y/o el Oferente

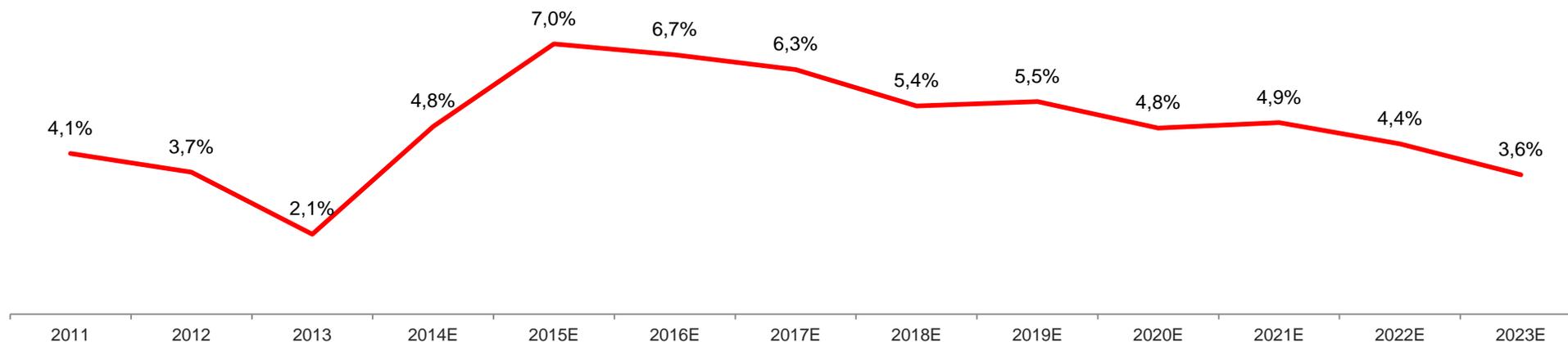
Conclusiones de valoración

E. Descuento de flujos de caja disponibles para el Accionista (Cont.)

Proyección de inversiones consolidadas para el período 2011 a 2023 (€ '000)



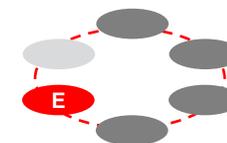
Inversiones sobre ventas para el período 2011 a 2023



Fuente: Información proporcionada por Tavex y/o el Oferente

Conclusiones de valoración

E. Descuento de flujos de caja disponibles para el Accionista (Cont.)



Proyección de estados de flujos de caja consolidados para el período 2014 a 2023 (€ '000)

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	TACC 14-23
EBITDA recurrente	51.428	55.336	56.182	60.063	65.441	68.588	71.452	74.477	77.576	81.301	5,2%
Resultado no recurrente	(2.153)	(1.849)	(1.832)	(1.838)	(1.875)	(1.904)	(1.934)	(1.966)	(1.999)	(2.032)	(0,6%)
Variación Circulante	(9.423)	(6.566)	(6.664)	(7.726)	(7.335)	(7.511)	(7.745)	(9.092)	(9.151)	(9.935)	0,6%
Total flujos de operación	39.852	46.921	47.686	50.499	56.232	59.173	61.773	63.419	66.427	69.333	6,3%
Inversiones	(17.181)	(26.303)	(25.679)	(25.062)	(22.583)	(23.658)	(21.225)	(22.364)	(20.397)	(17.146)	(0,0%)
Activaciones ⁽¹⁾	(2.697)	(2.721)	(2.755)	(2.803)	(2.869)	(2.932)	(2.995)	(3.061)	(3.128)	(3.196)	1,9%
Desinversiones ²	9.827	6.401	-	-	-	-	-	-	-	-	(100,0%)
Total flujos de inversión	(10.052)	(22.623)	(28.434)	(27.864)	(25.452)	(26.589)	(24.221)	(25.425)	(23.525)	(20.341)	4,6%
Gastos financieros	(43.370)	(48.026)	(52.615)	(50.887)	(48.834)	(45.950)	(44.545)	(42.912)	(43.217)	(43.084)	0,0%
Ingresos financieros	251	4.737	4.542	3.915	3.416	3.058	2.714	2.287	2.543	2.810	30,8%
Diferencias de cambio	(476)	(346)	(246)	(357)	(347)	(376)	(363)	(473)	(256)	(366)	(2,9%)
Variación deuda	13.795	19.338	29.067	24.695	14.986	10.683	4.642	3.105	(1.972)	(8.351)	n.a.
Total flujos financieros	(29.800)	(24.298)	(19.252)	(22.635)	(30.780)	(32.584)	(37.552)	(37.993)	(42.902)	(48.992)	7,2%
Flujo de caja disponible para el accionista	-	n.a.									

Fuente: Información proporcionada por Tavex y/o el Oferente

(1) Gastos de I+D activados

(2) Se refiere a: (i) la suma de importes de venta de determinados activos entre 2014 y 2015, tal y como está previsto en el balance de la Compañía a junio de 2014, (ii) importes procedentes de depósitos relacionados con litigios que se espera sean devueltos en ese referido período y (iii) la liquidación de Tervex (flujo de caja negativo)

Conclusiones de valoración

E. Descuento de flujos de caja disponibles para el Accionista (Cont.)



Otras consideraciones

- La Sociedad nos ha confirmado que no hay otros litigios, activos ociosos o no afectos al negocio, o posiciones acreedoras o de valor en Tervex que puedan afectar de forma significativa al valor de la Compañía.
- La Sociedad nos ha confirmado también que no existen subvenciones que hayan sido solicitadas, que estén previsto ser solicitadas y/o que estén pendientes de desembolso a la fecha de emisión de este informe.
- Finalmente, la Sociedad declara que no existen operaciones de desinversiones de activos o unidades de negocios en curso que estén negociándose a importes superiores a los implícitos en esta valoración, y que tampoco están previstas.

Tasa de descuento

- Se ha estimado una tasa de descuento teniendo en cuenta que:
 - El plan de negocio facilitado, sobre el cual se ha efectuado el presente ejercicio de valoración, está en €
 - Las unidades de negocio de la Compañía están localizadas en distintas geografías, por lo que se ha estimado un promedio ponderado de prima de riesgo país para el caso de descuento de flujos consolidado, utilizando la tasa específica de cada país en el caso de la suma de partes.
 - Se ha determinado una tasa de descuento del equity, teniendo en cuenta que se está realizando el ejercicio de valoración siguiendo la metodología de descuento de flujos de caja disponibles para el accionista.
 - No se han añadido primas adicionales por factores relacionados con el nivel de capitalización, liquidez, etc.
- En las siguientes páginas se detallan las fuentes y metodologías utilizadas en la determinación de las principales variables que impactan en la tasa de descuento.
- Como hipótesis generales, se han asumido las siguientes:
 - Tasa impositiva de un 34%¹ para el caso de descuento de flujos consolidado, utilizando la tasa específica de cada país en el caso de la suma de partes
 - Ratio de apalancamiento (D/EV) de un 84,0%, siguiendo una línea conservadora, con un ratio inferior al del actual apalancamiento de la Compañía de un 90% (2013) y al promedio para todo el período proyectado (98%), convergiendo al nivel D/EV en 2023 (83%)

Concepto	Hipótesis
Tasa libre de riesgo	1,0%
Prima de riesgo país	3,3%
Beta desapalancada	0,78
Beta apalancada	3,47
Tasa impositiva	34% ¹
Prima de riesgo de mercado	5,0%
Apalancamiento (D/EV)	84,0%
Tasa de descuento	21,7%

(1) Media ponderada considerando la tasa impositiva de largo plazo para las operaciones en Brasil (34%), Argentina (35%), América del Norte (30%), Europa (25%) y Corporate (25%)

Conclusiones de valoración

E. Descuento de flujos de caja disponibles para el Accionista (Cont.)

Componentes de la tasa de descuento: tasa libre de riesgo



- Tomamos como referencia de rentabilidad libre de riesgo la cotización a 22 de septiembre de 2014 de los bonos emitidos por el gobierno alemán a 10 años, la cual se sitúa en 1,01%
- Esta referencia es coherente con el ejercicio de valoración que estamos realizando ya que:
 - La moneda en la que está denominado el activo sin riesgo es la misma que la moneda de las proyecciones.
 - El bono alemán se considera la principal referencia de activo libre de riesgo en la zona Euro.
 - Aunque la Compañía tiene su sede en España, entendemos que actualmente el bono español puede contener implícitamente cierto riesgo país, por lo que, si se utilizase, podrían llegar a producirse duplicidades con la prima de riesgo país que consideramos posteriormente

E. Descuento de flujos de caja disponibles para el Accionista (Cont.)

Componentes de la tasa de descuento: Prima de riesgo país

- En el cálculo de la tasa de descuento, hemos considerado razonable una prima de riesgo país en torno a 3,3% para la valoración consolidada, y la prima correspondiente para cada uno de los países en el caso del análisis por suma de partes
- Para determinar dicha prima, hemos considerado una media ponderada del riesgo país de cada uno de los mercados en los que la Compañía tiene operaciones¹.
- Para realizar las estimaciones de prima de riesgo país para cada una de las divisiones de negocio de la Compañía se han tenido en cuenta los siguientes factores:
 - Se ha tenido en cuenta el mix geográfico de ventas de cada una de las divisiones. En este sentido, es necesario resaltar que en torno a un 50% de las ventas brutas de la división Europea en 2013 se realizaron en Marruecos, Túnez y Turquía, mientras que el restante 50% se distribuye entre un variado grupo de países europeos y asiáticos.
 - Se ha tenido en cuenta que en algunas divisiones de negocio la actividad productiva no se sitúa en la misma geografía que donde realiza sus ventas. En este sentido, es necesario resaltar que el 100% de la actividad productiva de las divisiones de Europa y América del Norte se sitúan en Marruecos y México respectivamente.
 - La determinación de la prima de riesgo país para cada una de las geografías se ha determinado en función del diferencial entre el bono nacional (en € o USD) y el bono de referencia alemán o estadounidense, en función de la moneda de referencia escogida.
 - En aquellas geografías en las que no hay emisiones de deuda pública de referencia disponibles o que son únicamente en la moneda nacional, se ha optado por tomar como referencia la prima de riesgo país por geografía que facilita Damodaran o estimaciones internas de Santander.
 - En el caso de Brasil, hemos tomado como referencia la cotización actual del índice EMBI + (Emerging Markets Bond Index Plus)

País	Prima de riesgo país
Brasil	2,2%
Argentina	7,5%
América del Norte	0,5%
Europa	2,5%
Corporate ⁽²⁾	1,2%
Media ponderada	3,3%¹

Fuente: Bloomberg a 22 de septiembre de 2014, Santander y Ipeadata

(1) Media ponderada calculada con el EBITDA 2023 de cada uno de los mercados en los que la Compañía tiene operaciones para el caso consolidado

(2) Equivalente al riesgo país de España

Componentes de la tasa de descuento: Beta

- El coeficiente beta representa el diferencial de riesgo de la actividad de la Compañía respecto al riesgo promedio del mercado. El coeficiente beta se ha calculado tomando como referencia el coeficiente beta de las compañías cotizadas comparables facilitadas por Bloomberg
- Se utilizó el mismo nivel de apalancamiento para todas las regiones donde la Compañía tiene operaciones, porque la gestión de la deuda es centralizada, pidiendo prestado a costos más bajos en Europa y pasando estos recursos a las operaciones locales. Por tanto, considerando la estrategia de financiación de Grupo Tavex, la metodología de suma de las partes trata la beta de todas las geografías por igual siguiendo esta lógica
- Se han seleccionado las betas ajustadas de 5 años con una frecuencia semanal.
- Las referencias obtenidas se han desapalancado con la estructura financiera actual de las compañías cotizadas comparables para llegar a una beta del activo, recordando que cuanto más apalancado es el activo, relativamente más baja será su beta desapalancada.
- Con base en nuestro análisis de las betas, hemos concluido que la beta desapalancada aplicable a Tavex es de 0,78, lo cual refleja a nuestro entender adecuadamente los riesgos operativos de las compañías que operan en este sector de bajo crecimiento y elevada madurez.

Compañía	País	Beta apalancada	DFN/(DFN+MC)	Beta Desapalanc.	R2	Beta Desapalanc. ⁽¹⁾
Hellenic Textiles	Grecia	0,43	98%	0,01	1%	--
Bossa	Turquía	0,76	39%	0,50	12%	0,50
Arvind	India	1,24	21%	1,06	24%	1,06
Raymond	India	1,03	29%	0,81	15%	0,81
KG Denim	India	1,00	66%	0,43	10%	0,43
Cedro	Brasil	0,47	71%	0,18	1%	--
Weiqiao	China	1,04	n.s. ⁽²⁾	1,04	28%	1,04
Black Peony	China	1,28	43%	0,82	42%	0,82
Santanense	Brasil	0,50	41%	0,34	3%	--
Media						0,78

Fuente: Bloomberg a 22 de septiembre de 2014

(1) Consideradas aplicables aquellas betas con una R² de al menos un 10%

(2) no significativo

Componentes de la tasa de descuento: Prima de riesgo de mercado

- En el cálculo de la tasa de descuento, hemos considerado razonable aplicar una prima de riesgo de mercado del 5%, esta hipótesis es una estimación de Santander basada en el análisis de diversas fuentes y estudios externos, tales como:
 - Estimaciones y estudios publicados por Damodaran: la última estimación publicada por Damodaran a 1 de enero de 2014 de la prima de riesgo de mercado para un mercado maduro se sitúa en un 5%.
 - Referencias facilitadas en el estudio “Market Risk Premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers (Pablo Fernández, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres, IESE Business School, University of Navarra, January 29, 2013)”: según dicho estudio se estima una media de un 6% y una mediana de un 5,5% de prima de riesgo de mercado aplicable a España, sobre una base de 958 encuestados. A continuación se muestran las medias y medianas de los resultados de dicho estudio para los principales mercados maduros.

País	Prima de riesgo de mercado - media	Prima de riesgo de mercado - mediana
Estados Unidos	5,5%	5,4%
España	6,0%	5,5%
Alemania	5,5%	5,0%
Reino Unido	5,5%	5,0%
Italia	5,6%	5,5%
Canadá	5,4%	5,5%
Francia	5,9%	6,0%
	5,6%	5,4%

- Referencias utilizadas por los analistas de Bolsa que explicitan la prima de riesgo de mercado utilizada en sus valoraciones: aplican mayoritariamente una prima de riesgo de mercado media del 4,5%

Entidad	Prima de riesgo de mercado - media
Barclays	4,5%
Deutsche Bank	4,5%
Morgan Stanley	4,0%
HSBC	5,5%
Santander	4,0%
	4,5%

Conclusiones de valoración

E. Descuento de flujos de caja disponibles para el Accionista (Cont.)

Conclusiones de valoración - flujo de caja consolidado

- Se ha realizado una valoración a 30 de junio de 2014, última fecha en la que hay información de endeudamiento real disponible.
- Respecto al valor terminal, se ha determinado en base al múltiplo EV/EBITDA 2013 de las compañías cotizadas comparables (6,2x) aplicado sobre el EBITDA proyectado a 2023 y descontado a valor actual.
- Adicionalmente se ha añadido un valor actual estimado de las bases imponibles negativas acumuladas por la Compañía y pendientes de compensación en 2023. Dicho valor ha sido determinado en base a una estimación del plazo en que dichas bases imponibles negativas podrán ser utilizadas a partir de 2023.
- Dado que las proyecciones consideran que la Compañía no generará flujo disponible para el accionista durante el período de proyección explícita, la valoración de ese período es 0, por lo que la valoración en base a esta metodología se basa totalmente en el valor terminal.
- Consideramos que el valor razonable en base a este método es de **0,18 € por acción** en la valoración consolidada.

Resumen valoración - consolidado

Concepto	Importe ('000 €)	Análisis de Sensibilidad – Valor por acción (€)							
Equity value – período explícito	-	Coste del Capital							
Equity value – Valor terminal	17.944	20,2%	20,7%	21,2%	21,7%	22,2%	22,7%	23,2%	
Valor BINs	2.461								
Equity value total	20.405								
Precio por acción (€)	0,18								
Deuda financiera neta a 30 de junio de 2014 ¹	362.963								
Minoritarios a 30 de junio de 2014	4								
Enterprise value total	383.372								
EV/EBITDA 2013	6,7x								
EV/EBITDA 2014	7,5x								
		5,7x	0,13	0,13	0,12	0,12	0,11	0,11	0,10
		6,0x	0,17	0,16	0,15	0,15	0,14	0,14	0,13
		6,2x	0,20	0,19	0,18	0,18	0,17	0,16	0,16
		6,5x	0,23	0,22	0,22	0,21	0,20	0,19	0,19
		6,7x	0,27	0,26	0,25	0,24	0,23	0,22	0,21

(1) Se considera pasivos por derivados financieros en el valor de 6.145 miles de Euros y también Factoring / Confirming en el valor de 32.045 miles de Euros en junio de 2014

Conclusiones de valoración

E. Descuento de flujos de caja disponibles para el Accionista (Cont.)

Conclusiones de valoración - flujo de caja por suma de partes

- Teniendo en cuenta el descuento de flujos de caja disponibles para el accionista, se han analizado por separado los flujos de caja por cada geografía donde la Compañía tiene operaciones.
- Entendemos que la empresa por estar actuando en diferentes regiones, está sujeto a las peculiaridades así como a los riesgos de las condiciones macroeconómicas e institucionales de cada región/país donde tiene operaciones.
- Es importante recordar que, si bien sus operaciones trabajan de forma independiente en las correspondientes geografías, en términos de endeudamiento la compañía trabaja como un grupo, buscando apalancarse en geografías con mejores condiciones de tasa y liquidez como Brasil y España para después distribuir estos recursos entre las diferentes geografías
- Dado que las proyecciones consideran que la Compañía no generará flujo disponible para el accionista durante el período de proyección explícita, la valoración de ese período es 0, por lo que la valoración en base a esta metodología se basa totalmente en el valor terminal
- Consideramos que el valor razonable en base a esta metodología es de **0,16 € por acción** en la valoración por suma de partes

Resumen valoración - suma de partes

Concepto	Importe ('000 €)
Equity value – período explícito	-
Equity value – Valor terminal	15.700
Valor BINs	2.508
Equity value total	18.208
Precio por acción (€)	0,16
Deuda financiera neta a 30 de junio de 2014 ¹	362.963
Minoritarios a 30 de junio de 2014	4
Enterprise value total	381.175
EV/EBITDA 2013	6,6x
EV/EBITDA 2014	7,4x

		Análisis de Sensibilidad – Valor por acción (€)						
		Coste del Capital						
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	Ke	+0,5%	+1,0%	+1,5%
EV/EBITDA (Valor Terminal)	5,7x	0,11	0,11	0,10	0,10	0,09	0,09	0,09
	6,0x	0,14	0,14	0,13	0,13	0,12	0,12	0,11
	6,2x	0,18	0,17	0,16	0,16	0,15	0,15	0,14
	6,5x	0,21	0,20	0,20	0,19	0,18	0,17	0,17
	6,7x	0,25	0,24	0,23	0,22	0,21	0,20	0,20

(1) Se considera pasivos por derivados financieros por valor de 6.145 miles de Euros y también Factoring / Confirming por valor de 32.045 miles de Euros a junio de 2014

Consideraciones acerca de la adecuación y de las conclusiones de esta metodología

1 Consideraciones acerca de las proyecciones facilitadas por la Compañía

- Se han utilizado las proyecciones del Plan Estratégico de Tavex de septiembre de 2014. Dichas proyecciones consideran un crecimiento sostenido de las ventas de un 3,3% anual desde 2014 a 2023 frente a la reducción de un 10,2% anual para el período 2011 a 2013.
- A nivel de EBITDA, las proyecciones consideran un crecimiento sostenido del EBITDA Recurrente de un 5,2% anual desde 2014 a 2023, frente a la reducción de un 3,9% anual para el período 2011 a 2013.
- A nivel de generación de caja, las proyecciones consideran que la Compañía seguirá necesitando incrementar su deuda para cubrir necesidades de caja durante gran parte del período proyectado. Estos incrementos de deuda hacen que la cifra de deuda financiera neta durante todo el período proyectado sea superior a la cifra de cierre de 2013, y que la reducción del ratio DFN/EBITDA (de 5,4x en 2013 a 4,9x en 2023) se derive principalmente del incremento del EBITDA durante el período de proyección
- Es necesario considerar, igualmente, que la capacidad de acceso al crédito de la Compañía depende mayoritariamente del apoyo de sus accionistas, y del acceso de éstos a entidades de crédito. Nuestra valoración se ha basado en que dicha capacidad de acceso al crédito continua en condiciones similares a las actuales, pero de no ser así, el valor de Tavex podría variar significativamente, llegando incluso a ser nulo.
- Las proyecciones facilitadas consideran que la Compañía no generará flujo disponible para el accionista durante el período de proyección explícita (hasta 2023).

2 Conclusiones de valoración

- Dado que las proyecciones consideran que la Compañía no generará flujo disponible para el accionista durante el período de proyección explícita, la valoración de ese período es 0, por lo que la valoración en base a esta metodología se basa totalmente en el valor terminal
- Dicho valor terminal se ha determinado en base al múltiplo EV/EBITDA LTM⁽¹⁾ de las compañías cotizadas comparables aplicado sobre el EBITDA proyectado a 2023, que tras ser deducida la deuda, es descontado al valor actual
- Consideramos que el valor razonable en base a este método es de **0,18 € por acción** en la valoración consolidada y de **0,16 € por acción** en la valoración por suma de partes

3 Adecuación y limitaciones de la metodología

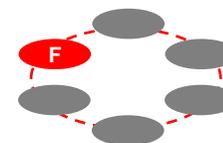
- Entendemos que esta metodología refleja de manera más fiel la capacidad de generación de caja de la Compañía a futuro, por lo que es adecuada para la determinación del valor de la misma
- Pese a lo anterior, dado que la valoración por descuento de flujos de caja disponibles para el accionista se basa totalmente en un valor terminal que se determina en base al múltiplo EV/EBITDA 2013 de las compañías cotizadas comparables, consideramos que las limitaciones que se explican en la sección de dicha metodología serían aplicables también a esta. Adicionalmente, consideramos relevante el hecho de que, de acuerdo a las proyecciones facilitadas, la compañía no generará flujo de caja disponible para el accionista durante el período de proyección explícita.

(1) LTM: últimos doce meses

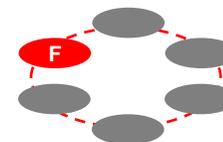
- El método de múltiplos de compañías cotizadas comparables consiste en la estimación del valor de la Compañía a partir de unos factores multiplicadores obtenidos de empresas comparables cotizadas en las bolsas de valores. Si bien esta metodología es útil para dar una referencia de valor desde una perspectiva de mercado, es necesario tener en cuenta que la comparabilidad de la muestra de compañías puede hacer que los resultados de valor no sean del todo precisos. Nos referimos a diferentes mercados de cotización, diferentes perfiles de compañías, con mayor o menor diversificación en otros productos o incluso negocios, etc.
- Los multiplicadores se obtienen relacionando la cotización de dichas empresas comparables con sus principales magnitudes financieras, tales como Ventas, EBITDA y EBIT, indicando así la relación existente entre ambas magnitudes.
- Los múltiplos obtenidos se aplican a las magnitudes de la compañía a valorar, obteniendo así una posible indicación de valor.
- La aplicabilidad de este método requiere de la existencia de un número representativo de compañías comparables, tanto en términos de negocio como financieros.
- La selección de compañías comparables se realiza en base a criterios tales como actividad o negocio principal al que se dedican, mercado en el que actúan, tamaño y estructura de márgenes. Utilizando estos criterios se selecciona una muestra reducida dentro del conjunto de compañías comparables. La selección de los comparables, a efectos de este análisis de valoración, pretende capturar a las compañías que operan en el mismo mercado y que están expuestas a las mismas dinámicas de la industria que Tavex.
- Asimismo, la aplicación de este método requiere que los multiplicadores obtenidos de la muestra de compañías comparables se apliquen sobre las magnitudes financieras de la compañía objeto de valoración, siempre y cuando esta no presente circunstancias que puedan considerarse anormales o atípicas en su rentabilidad.
- Asumiendo que los mercados financieros son eficientes, los valores que se obtendrían de la aplicación de este método constituyen una buena aproximación del posible valor de la compañía, en la medida en la que ésta se asemeje a aquellas seleccionadas en la muestra de comparación.
- A efectos del presente análisis, se ha considerado que el multiplicador relevante es EV / EBITDA, que es el más común para compañías de actividades industriales. El múltiplo EV / EBITDA no está afectado por el nivel de apalancamiento de las compañías comparables, que puede variar mucho y desvirtuar la comparación. Por esto, es más recomendable que otros múltiplos como el PER o P/BV.

Conclusiones de valoración

F. Múltiplos de compañías cotizadas comparables (Cont.)



Compañía	País	Cap. bursátil (Mill. de €)	EBITDA (CAGR 13-15)	EV / EBITDA			
				LTM	2014E	2015E	
ARVIND	INDIA	1.043	5,3%	10,3x	11,1x	9,3x	
BLACK PEONY	CHINA	739	n.a.	n.d.	n.d.	n.d.	
WEIQIAO TEXTILE	CHINA	478	-14,6%	1,6x	2,2x	2,1x	
RAYMOND	INDIA	367	-1,7%	7,5x	8,2x	7,7x	
BOSSA TICARET	TURQUÍA	84	n.a.	7,2x	n.d.	n.d.	
CIA TECIDOS SANTANENSE	BRASIL	43	n.a.	4,1x	n.d.	n.d.	
CIA DE FIACAO E TECIDOS	BRASIL	39	n.a.	9,6x	n.d.	n.d.	
KG DENIM	INDIA	7	n.a.	2,8x	n.d.	n.d.	
HELLENIC FABRICS	GRECIA	2	n.a.	n.d.	n.d.	n.d.	
GRUPO TAVEX – Según estimaciones analistas	ESPAÑA	24		7,7x	7,4x	6,7x	
GRUPO TAVEX – Según plan de negocio	ESPAÑA	24		7,7x	7,5x	7,0x	
				Media (ex-Tavex)	6,2x	7,2x	6,4x
				Mín. (ex-Tavex)	1,6x	2,2x	2,1x
				Máx. (ex-Tavex)	10,3x	11,1x	9,3x
				Media Ajustada (ex-Tavex)	6,2x	n.a.	n.a.



- En base a los múltiplos obtenidos y a las últimas magnitudes financieras de la Compañía, podríamos construir una estimación del valor total de la empresa (enterprise value), el valor atribuible a sus accionistas (equity value) y consecuentemente, el valor por acción
- Consideramos que el valor por acción derivado de la aplicación de esta metodología sería **-0,03 € por acción**

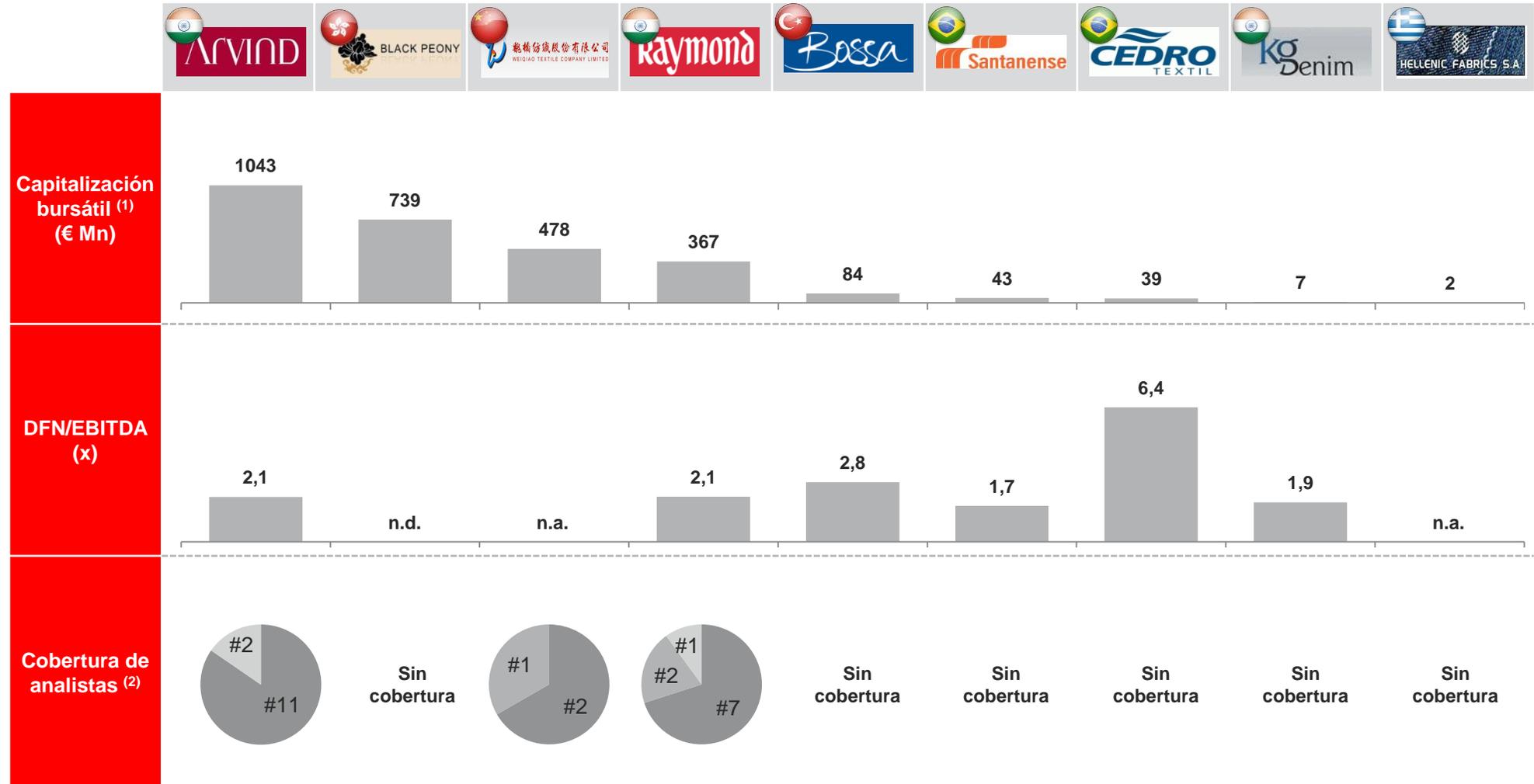
Valoración basada en Múltiplo EV/EBITDA

	Unidad	2013
Media ajustada	[X]	6,2
Magnitud para el período	[Mill. de €]	57,6
Valor total (Enterprise Value)	[Mill. de €]	359,6
Endeudamiento Neto a 30 de junio de 2014 ⁽¹⁾	[Mill. de €]	362,9
Minoritarios a 30 de junio de 2013	[Mill. de €]	0,0
Valor para el Accionista (Equity Value)	[Mill. de €]	-3,3
Acciones Ordinarias	[Mill. de acciones]	114,9
Valor por acción	[€]	-0,03

(1) Endeudamiento publicado por la Compañía a 30 de junio de 2014, incluyendo factoring y confirming

Conclusiones de valoración

F. Múltiplos de compañías cotizadas comparables (Cont.)



Comprar
 Mantener
 Vender
 # Analistas

(1) Capitalización Bursátil a fecha 22/09/2014
 (2) Recomendaciones de analistas a fecha 22/09/2014

F. Múltiplos de compañías cotizadas comparables (Cont.)

La correcta aplicabilidad del método de múltiplos de compañías cotizadas comparables requiere la existencia de un universo de compañías con similares características. Pese a que las compañías seleccionadas son competidores de la Compañía en sus negocios estratégicos, detallamos a continuación una serie de limitaciones que pueden impactar en el grado de comparabilidad entre el universo de compañías y la del objeto de nuestro análisis:

1 Tamaño y Liquidez

- Tal como se podrá observar en los gráficos anteriores, hay un total de 4 compañías cuya capitalización bursátil no supera los 80 Mill. de € (Santaenense, Cedro, KG Denim y Hellenic Fabrics).
- El reducido tamaño de estas compañías, conjuntamente con su reducida liquidez en términos de volumen negociado, hace que su valor bursátil, y por lo tanto los múltiplos de referencia, puedan no ser representativos del valor real de las compañías.
- Igualmente, es necesario tener en cuenta que, a pesar del tamaño de las compañías comparables, existe una diferencia significativa con las cuatro mayores de la muestra (Arvind, Weiqiao, Black Peony, Raymond) que merecería considerar cierto descuento a nivel de múltiplos respecto a Tavex.

2 Presencia geográfica

- De nuestro universo de compañías comparables consideradas, 5 de las 9 compañías (Arvind, Raymond, KG Denim, Weiqiao y Black Peony) presentan una fuerte exposición a los mercados asiáticos (3 en India y 2 en China), y no tienen presencia en las geografías de referencia de la Compañía (Brasil, Europa, EEUU).
- Consideramos que la valoración de dichas 5 compañías puede estar fundamentada en situaciones y/o expectativas de crecimiento distintos a los que serían aplicables a la Compañía.

3 Mix de productos

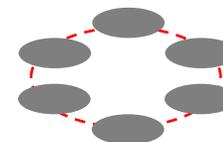
- El mix de productos/servicios es otro factor a tener en cuenta a la hora de definir la comparabilidad entre compañías. Dada la especificidad de las líneas de productos en las que la Compañía centra su actividad, es muy importante considerar que:
 - Hay un total de 3 compañías cuya actividad principal no es la fabricación de denim - Weiqiao, Raymond y KG Denim.
 - Otra compañía es un conglomerado con negocios diversificados, y la mayoría no comparables - Black Peony.
 - Las dos compañías indias Arvind y Raymond tienen presencia también en el sector automovilístico con una mayor diversificación de producto y ventas, lo que también debería reflejarse en cierta prima respecto a los múltiplos de las menos diversificadas.

4 Cobertura de Analistas

- Podemos observar que solo 4 compañías del universo seleccionado están siendo cubiertas por analistas, aquellas con mayor capitalización bursátil.
- Esto hace que el número de estimaciones para 2014 y 2015 sea limitado y que, por lo tanto, reduzca la aplicabilidad de estos múltiplos y, por tanto, se reduzca la muestra de múltiplos estimados a futuro a los de dos compañías que no pueden ser consideradas las más comparables ni las más representativas de la media

Conclusiones de valoración

Resumen de metodologías y conclusiones de valoración



	Precio por acción (€)	EV/EBITDA 2013	Relevancia del método	Consideraciones
Método A: Valor teórico contable o neto patrimonial de la Compañía	-0,07 €	6,2x		Al tratarse de una metodología que no tiene en cuenta la capacidad de generación de caja de la Compañía a futuro, consideramos que no es aplicable, dado que refleja únicamente la situación patrimonial de la Compañía a una determinada fecha
Método B: Valor liquidativo de la Compañía	-0,44 €	5,4x		Aunque el valor resultante de esta metodología es negativo, entendemos que refleja la situación patrimonial actual
Método C: Cotización media ponderada de los últimos 6 meses	0,24 €	6,8x		La escasa liquidez de la acción hace que su resultado pueda verse afectado por movimientos puntuales con volúmenes elevados, por lo que reduce significativamente el grado de relevancia de esta metodología
Método D: Valor de la contraprestación ofrecida en el caso de OPA U12M	n.a.	n.a.		No existe
Método E: Descuento de flujos de caja para el accionista	0,18 €	6,7x		Consideramos que esta metodología refleja de manera más fiel la capacidad de generación de caja de la Compañía a futuro, por lo que es adecuada para la determinación del valor de la misma
Consolidado Suma de Partes	0,16 €	6,6x		
Método F: Metodología de múltiplos de compañías cotizadas comparables	-0,03 €	6,2x		Aunque se han identificado a los principales competidores de la compañía, existen diversos factores que limitan en gran medida el grado de comparabilidad

Consideramos que el descuento de flujos de caja para el accionista es la metodología más adecuada desde un punto de vista técnico. Utilizando la cotización media ponderada de los últimos seis meses como una referencia adicional, a pesar de la escasa liquidez del valor, el rango de valoración razonable de la Compañía se sitúa entre 0,16 y 0,24 Euros a fecha de emisión del presente informe

100% relevante 0% no relevante

Anexo A

Análisis de valoración considerando el Préstamo Participativo

Análisis de valoración considerando el Préstamo Participativo

Descuento de flujos de caja disponibles para el Accionista

- Tal y como se refleja en la comunicación de resultados del primer semestre de 2014, el Consejo de Administración de Tavex aprobó el 24 de julio de 2014 la contratación de un préstamo participativo (el “Préstamo Participativo”) con su principal accionista, el Grupo Camargo Correa. El Préstamo Participativo asciende a 32 Mill. Euros y tiene unas condiciones económicas de mercado.
- La información proporcionada por Camargo Correa y la Compañía al respecto tiene el siguiente detalle:
 - Préstamo de 32 millones de € concedido en julio de 2014
 - Amortización del valor principal: en enero de 2015
 - Pago de intereses: en enero de 2015 equivalente al 9,6% del EBITDA entre agosto 2014 y enero 2015
- Este Préstamo Participativo fue una medida para restablecer la situación patrimonial de Tavex que, a finales de junio, es negativa. Su inclusión no tiene impacto en la valoración al no alterar el perfil de flujo para el accionista, negativo durante todo el período de proyección. Por esta razón, el Préstamo Participativo no ha sido incluido en la valoración.
- Con el fin de evidenciar que esta operación afecta de manera marginal la evaluación de la Compañía, se presenta en la siguiente hoja el flujo de caja libre teniendo en cuenta la operación de Préstamo Participativo.

Análisis de valoración considerando el Préstamo Participativo

Descuento de flujos de caja disponibles para el Accionista (Cont.)

Préstamo Participativo - variaciones consideradas en el flujo de caja (€ '000)

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	TACC 14-23
Préstamo participativo	-	(2.500)	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a.
Endeudamiento	761	70	(97)	(102)	(108)	(115)	(121)	(128)	(136)	(144)	n.a.
Gastos financieros	761	(2.430)	(97)	(102)	(108)	(115)	(121)	(128)	(136)	(144)	n.a.
Préstamo participativo	32.000	(32.000)	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a.
Endeudamiento	(32.761)	34.430	97	102	108	115	121	128	136	144	n.a.
Variación deuda	(761)	2.430	97	102	108	115	121	128	136	144	n.a.

Préstamo Participativo - variaciones consideradas en la deuda (€ '000)

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	TACC 14-23
Préstamo participativo	32.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a.
Endeudamiento	(32.761)	1.669	1.766	1.868	1.977	2.091	2.212	2.341	2.477	2.620	n.a.
Endeudamiento total	(761)	1.669	1.766	1.868	1.977	2.091	2.212	2.341	2.477	2.620	n.a.

Análisis de valoración considerando el Préstamo Participativo

Descuento de flujos de caja disponibles para el Accionista (Cont.)

Proyección de estados de flujos de caja consolidados para el período 2014 a 2023 (€ '000)

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	TACC 14-23
EBITDA recurrente	51.428	55.336	56.182	60.063	65.441	68.588	71.452	74.477	77.576	81.301	5,2%
Resultado no recurrente	(2.153)	(1.849)	(1.832)	(1.838)	(1.875)	(1.904)	(1.934)	(1.966)	(1.999)	(2.032)	(0,6%)
Variación Circulante	(9.423)	(6.566)	(6.664)	(7.726)	(7.335)	(7.511)	(7.745)	(9.092)	(9.151)	(9.935)	0,6%
Total flujos de operación	39.852	46.921	47.686	50.499	56.232	59.173	61.773	63.419	66.427	69.333	6,3%
Inversiones	(17.181)	(26.303)	(25.679)	(25.062)	(22.583)	(23.658)	(21.225)	(22.364)	(20.397)	(17.146)	(0,0%)
Activaciones ⁽¹⁾	(2.697)	(2.721)	(2.755)	(2.803)	(2.869)	(2.932)	(2.995)	(3.061)	(3.128)	(3.196)	1,9%
Desinversiones ²	9.827	6.401	-	-	-	-	-	-	-	-	(100,0%)
Total flujos de inversión	(10.052)	(22.623)	(28.434)	(27.864)	(25.452)	(26.589)	(24.221)	(25.425)	(23.525)	(20.341)	4,6%
Gastos financieros	(42.721)	(50.463)	(52.719)	(50.997)	(48.951)	(46.073)	(44.675)	(43.050)	(43.363)	(43.239)	0,1%
Ingresos financieros	251	4.737	4.542	3.915	3.416	3.058	2.714	2.287	2.543	2.810	30,8%
Diferencias de cambio	(476)	(346)	(246)	(357)	(347)	(376)	(363)	(473)	(256)	(366)	(2,9%)
Variación deuda	13.146	21.774	29.171	24.805	15.102	10.806	4.772	3.243	(1.826)	(8.197)	n.a.
Total flujos financieros	(29.800)	(24.298)	(19.252)	(22.635)	(30.780)	(32.584)	(37.552)	(37.993)	(42.902)	(48.992)	7,2%
Flujo de caja disponible para el accionista	-	n.a.									

Análisis de valoración considerando el Préstamo Participativo

Descuento de flujos de caja disponibles para el Accionista (Cont.)

Conclusiones de valoración en base a esta metodología

- Se ha realizado una valoración a 30 de junio de 2014, última fecha en la que hay información de endeudamiento real disponible
- Respecto al valor terminal, se ha determinado en base al múltiplo EV/EBITDA 2013 de las compañías cotizadas comparables (6,2x) aplicado sobre el EBITDA proyectado a 2023 y descontado a valor actual
- Adicionalmente se ha añadido un valor actual estimado de las bases imponibles negativas acumuladas por la Compañía y pendientes de compensación en 2023. Dicho valor a sido determinado en base a una estimación del plazo en que dichas bases imponibles negativas podrán ser utilizadas a partir de 2023. También ha tenido en cuenta que, según la legislación actual brasileña, existe una limitación al uso de las bases del 30% del total de la base imponible
- Dado que las proyecciones consideran que la Compañía no generará flujo disponible para el accionista durante el período de proyección explícita, la valoración de ese período es 0, por lo que la valoración en base a esta metodología se basa totalmente en el valor terminal
- Consideramos que el valor razonable en base a este método es de **0,17 € por acción**

Concepto	Importe ('000 €)	Análisis de Sensibilidad – Valor por acción (€)							
Equity value – período explícito	-	Coste del Capital							
Equity value – Valor terminal	17.495								
Valor BINs	2.536								
Equity value total	20.031								
Precio por acción (€)	0,17								
Deuda financiera neta a 30 de junio de 2014 ¹	362.963								
Minoritarios a 30 de junio de 2014	4								
Enterprise value total	382.998								
EV/EBITDA 2013	6,6x								
EV/EBITDA 2014	7,4x								
EV/EBITDA 2015	6,9x								
		EV/EBITDA (Valor Terminal)							
		5,7x	20,2%	20,7%	21,2%	21,7%	22,2%	22,7%	23,2%
		6,0x	0,13	0,12	0,12	0,11	0,11	0,11	0,10
		6,2x	0,16	0,16	0,15	0,14	0,14	0,13	0,13
		6,5x	0,20	0,19	0,18	0,17	0,17	0,16	0,16
		6,7x	0,23	0,22	0,21	0,20	0,20	0,19	0,18
			0,26	0,25	0,24	0,23	0,23	0,22	0,21

El principal cambio en el flujo disponible para el accionista cuando es considerado el Préstamo Participativo es el aumento en los gastos financieros en 2015, lo que resulta en la necesidad de deuda adicional. El aumento de la deuda reduce el valor terminal, afectando marginalmente la valoración por flujo de caja disponible, de manera que el precio resultante es de 0,17 € por acción

(1) Se considera pasivos por derivados financieros en el valor de 6.145 miles de Euros y también Factoring / Confirming en el valor de 32.045 miles de Euros en junio de 2014

Anexo B

Perfiles de compañías cotizadas comparables

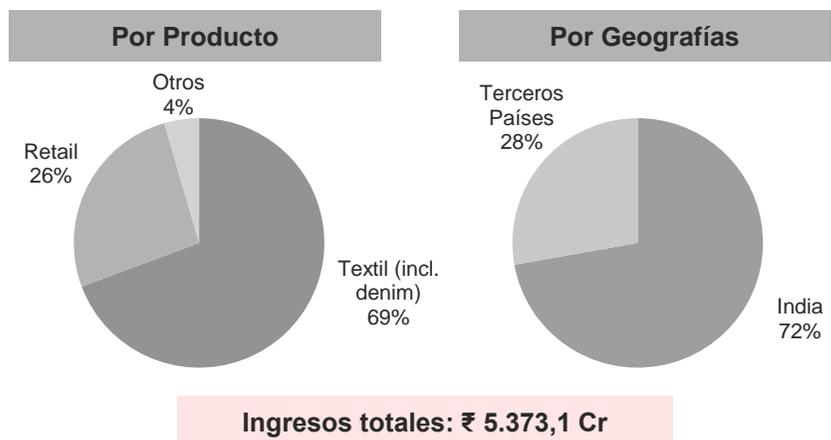
Perfiles de compañías cotizadas comparables

1. Arvind (India)

Breve descripción

- Arvind es una de las empresas textiles más importantes de India, con más de 80 años de presencia en el sector, y uno de los mayores fabricantes de denim a nivel mundial.
- La Compañía fabrica una amplia gama de camisería de algodón, pantalones *khakis*, distintos tipos de vaqueros y camisería casual.
- Arvind cuenta con oficinas en la India, EE.UU., Bangladesh y Hong Kong.
- A través de su filial Arvind Lifestyle Brands, la compañía distribuye y comercializa en la India varias marcas internacionales, como Arrow, Polo USA, Izod, Elle, Cherokee, etc. También opera las tiendas al por menor llamadas Megamart.
- Adicionalmente, Arvind tiene presencia en el sector de Telecom.

Desglose de ventas 2013



Evolución de la cotización⁽¹⁾



Magnitudes financieras⁽²⁾

	(unid.)	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos	(₹ Cr)	2.794,0	3.300,9	4.126,9	5.043,6	5.373,1
% Crecimiento	(%)	n.d.	18,1%	25,0%	22,2%	6,5%
EBITDA	(₹ Cr)	347,3	431,5	593,5	720,8	767,9
Margen EBITDA	(%)	12,4%	13,1%	14,3%	14,3%	14,3%
Beneficio Neto	(₹ Cr)	(109,4)	53,1	165,4	435,9	248,1
Margen Neto	(%)	n.s.	1,6%	4,0%	8,6%	4,6%

Fuentes: Información publicada por la compañía y Bloomberg

(1) Datos a 03/9/2014

(2) La compañía cierra su ejercicio a 31 de marzo de cada año

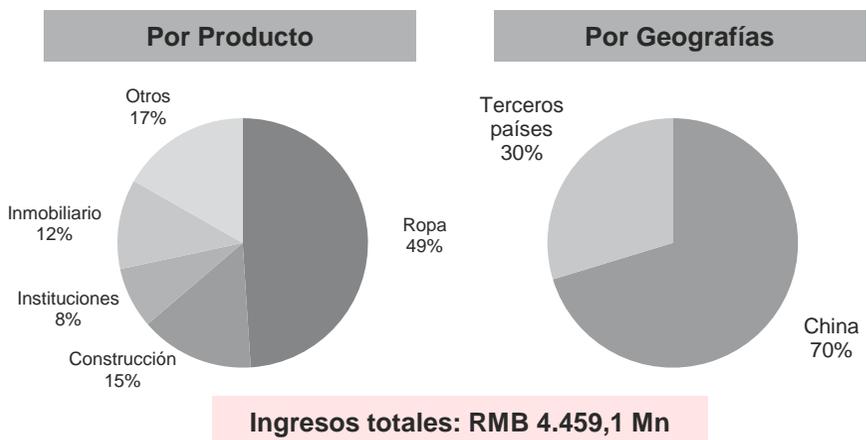
Perfiles de compañías cotizadas comparables

2. Black Peony (China)

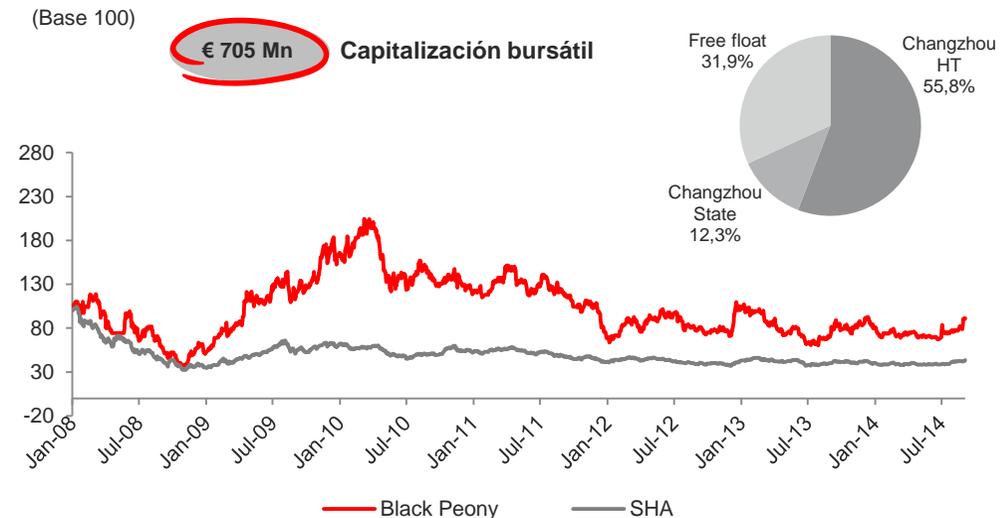
Breve descripción

- Compañía fundada en 1940 con sede en Changzhou (China), dedicada a la fabricación de telas y prendas de vestir.
- Con una capacidad anual de 60 Mn de metros de tela, la compañía emplea más de 4.000 personas a lo largo de todas sus actividades.
- Los intereses de Black Peony abarcan las industrias de construcción e inmuebles, aunque su principal negocio es la fabricación de textiles
Portfolio de productos incluye:
 - Tela para vaqueros (*denim*)
 - Tejidos de hilo tintado
 - Prendas de vestir
- La compañía distribuye sus productos y servicios principalmente en territorio nacional (84% sobre ventas totales), aunque exporta a más de 50 países

Desglose de ventas 2013



Evolución de la cotización⁽¹⁾



Magnitudes financieras

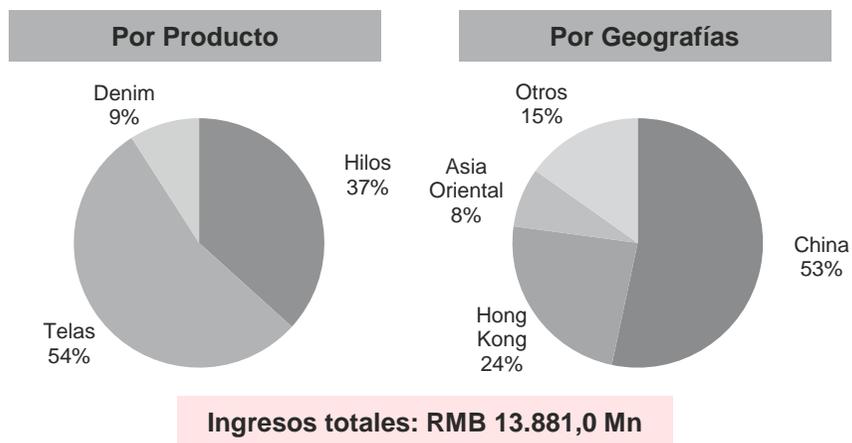
	(unid.)	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos	(RMB Mn)	2.319,5	2.614,5	3.222,4	3.561,2	4.459,1
% Crecimiento	(%)	0,8%	12,7%	23,2%	10,5%	25,2%
EBITDA	(RMB Mn)	476,7	309,8	378,2	460,4	662,2
Margen EBITDA	(%)	20,6%	11,8%	11,7%	12,9%	14,9%
Beneficio Neto	(RMB Mn)	364,3	388,9	301,4	389,0	428,4
Margen Neto	(%)	15,7%	14,9%	9,4%	10,9%	9,6%

3. Weiqiao (China)

Breve descripción

- Weiqiao es una compañía de origen chino, que se dedica a la producción, venta y distribución de hilados de algodón, tela gris y tela vaquera (*denim*).
- Gracias al crecimiento económico de China en los últimos 10 años, Weiqiao ha podido incrementar significativamente su capacidad de producción. Durante 2013, la producción de *denim* ascendió a un total de 73 millones de metros.
- Weiqiao ha ganado una fuerte posición en los mercados textiles internacionales, gracias al empleo de tecnología avanzada en unas instalaciones de última generación.
- La compañía dispone de 4 centros de producción, todos situados en la provincia Shandong (Weiqiao, Binzhou, Weihai y Zouping) y emplea cerca de 84.000 personas.

Desglose de ventas 2013



Evolución de la cotización⁽¹⁾



Magnitudes financieras

	(unid.)	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos	(RMB Mn)	14.333,1	17.887,4	15.232,0	15.248,0	13.881,0
% Crecimiento	(%)	n.d.	24,8%	-14,8%	0,1%	-9,0%
EBITDA	(RMB Mn)	2.980,0	4.067,8	2.104,6	2.664,4	2.824,0
Margen EBITDA	(%)	20,8%	22,7%	13,8%	17,5%	20,3%
Beneficio Neto	(RMB Mn)	890,3	1.635,4	239,3	479,0	626,9
Margen Neto	(%)	6,2%	9,1%	1,6%	3,1%	4,5%

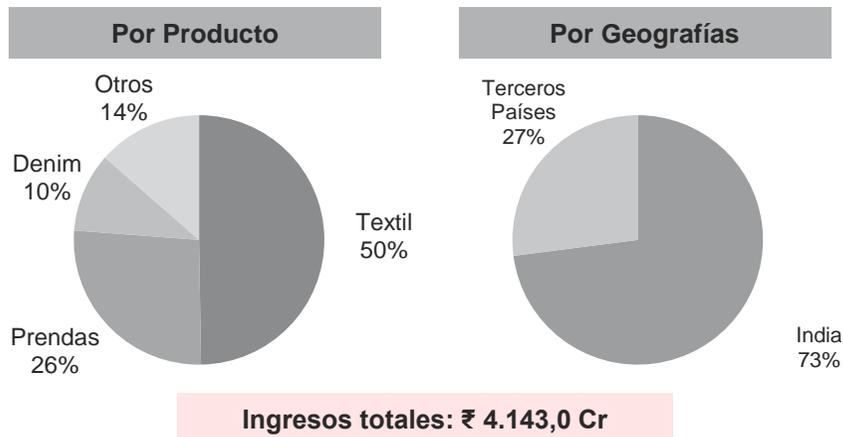
Perfiles de compañías cotizadas comparables

4. Raymond (India)

Breve descripción

- Compañía líder en la fabricación de textiles y ropa de marca, con intereses en los sectores de ingeniería (bases de datos) e industria. Sede en Mumbai y con fábricas que se extienden por toda India
- Los productos de Raymond están disponibles en más de 400 ciudades a través de más de 3.000 tiendas en la India, y se exportan a más de 55 países en el mundo, incluidos UE, EE.UU., Japón y Australia
- Opera a través de seis principales líneas de negocio:
 - Textiles - tela decorativa, mantas, alfombras bufandas etc.
 - Segmento de *denim*, Raymond ofrece productos como la tela para vaqueros e hilados de algodón.
 - Prendas de vestir – ropas confeccionadas y de diseño.
 - Negocio de hardware.
 - Negocio de componentes automovilísticos.

Desglose de ventas 2013



Evolución de la cotización⁽¹⁾



Magnitudes financieras⁽²⁾

	(unid.)	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos	(₹ Cr)	2.662,1	2.617,3	3.110,1	3.724,1	4.143,0
% Crecimiento	(%)	n.d.	(1,7%)	18,8%	19,7%	11,2%
EBITDA	(₹ Cr)	162,7	349,0	483,8	535,2	445,2
Margen EBITDA	(%)	6,1%	13,3%	15,6%	14,4%	10,7%
Beneficio Neto	(₹ Cr)	(229,8)	(50,1)	38,0	143,0	11,7
Margen Neto	(%)	n.s.	n.s.	1,2%	3,8%	0,3%

Fuentes: Información publicada por la compañía y Bloomberg

(1) Datos a 03/9/2014

(2) La compañía cierra su ejercicio a 31 de marzo de cada año

Perfiles de compañías cotizadas comparables

5. Bossa (Turquía)

Breve descripción

- Bossa es una de las mayores empresas textiles de Turquía. La compañía está integrada en toda la cadena de fabricación (distintos procesos de hilado, tejido, teñido y acabado de materias primas) para ofrecer una amplia gama de telas acabadas para:
 - Tela de vaqueros o *denim*
 - Ropa formal/casual
 - Camisas
- La compañía cuenta con tres plantas productivas y emplea más de 2.600 personas
- La producción anual durante 2013 se ha situado en 36,9 Mn de metros, de los cuales 63% corresponde a tela para vaqueros
- Principal accionista con un 98% es Akkardan, principal suministrador de componentes para la industria automovilística en Turquía

Desglose de ventas 2013



Evolución de la cotización⁽¹⁾



Magnitudes financieras

	(unid.)	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos	(TRL Mn)	240,4	311,3	338,9	362,8	371,8
% Crecimiento	(%)	n.d.	29,5%	8,9%	7,1%	2,5%
EBITDA	(TRL Mn)	15,0	18,7	70,1	29,5	54,7
Margen EBITDA	(%)	6,2%	6,0%	20,7%	8,1%	14,7%
Beneficio Neto	(TRL Mn)	-4,4	4,2	51,2	21,1	17,3
Margen Neto	(%)	-1,8%	1,3%	15,1%	5,8%	4,6%

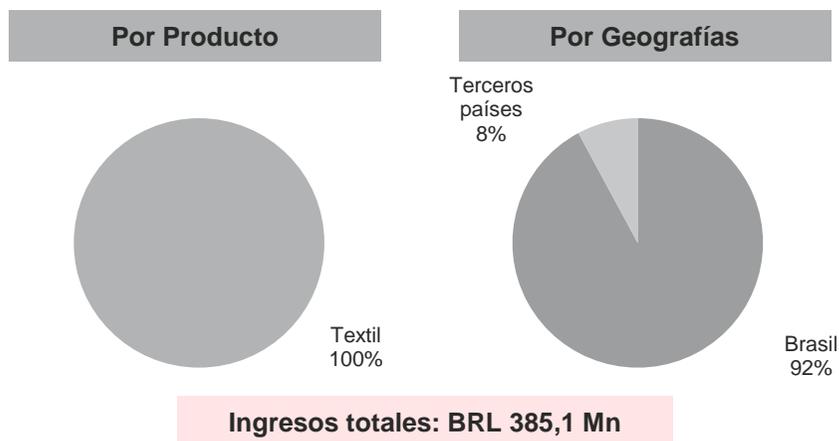
Fuentes: Información publicada por la compañía y Bloomberg
 (1) Datos a 03/9/2014

6. Santanense (Brasil)

Breve descripción

- Tecidos Santanense es uno de los mayores fabricantes de textil en Brasil, con casi 120 años de presencia en el sector de textil.
- La compañía centra su actividad en el hilado, tejido y posterior acabado de distintas telas de vestir, principalmente ropa deportiva y *denim*. Otros productos incluyen la ropa de trabajo y de protección (PPE).
- La compañía tiene su sede en Belo Horizonte, mientras que sus 3 plantas productivas están situadas en el estado de Minas Gerais (Montes Claros, Minas Gerais y Pará Itauna). La capacidad de producción anual asciende a más de 60 millones de metros/año.
- Santanense comercializa sus productos a través de las marcas WorkLand - Texwear, Confeccoes TopFire, Santanense, etc.
- Los productos de la compañía son comercializados principalmente en Brasil, Argentina y los Estados Unidos.

Desglose de ventas 2013



Evolución de la cotización⁽¹⁾



Magnitudes financieras

	(unid.)	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos	(BRL Mn)	265,5	316,3	370,4	371,6	385,1
% Crecimiento	(%)	n.d.	19,2%	17,1%	0,3%	3,6%
EBITDA	(BRL Mn)	38,0	45,3	44,3	63,0	60,8
Margen EBITDA	(%)	14,3%	14,3%	12,0%	17,0%	15,8%
Beneficio Neto	(BRL Mn)	18,8	22,7	24,4	32,0	35,4
Margen Neto	(%)	7,1%	7,2%	6,6%	8,6%	9,2%

Fuentes: Información publicada por la compañía y Bloomberg
 (1) Datos a 03/9/2014

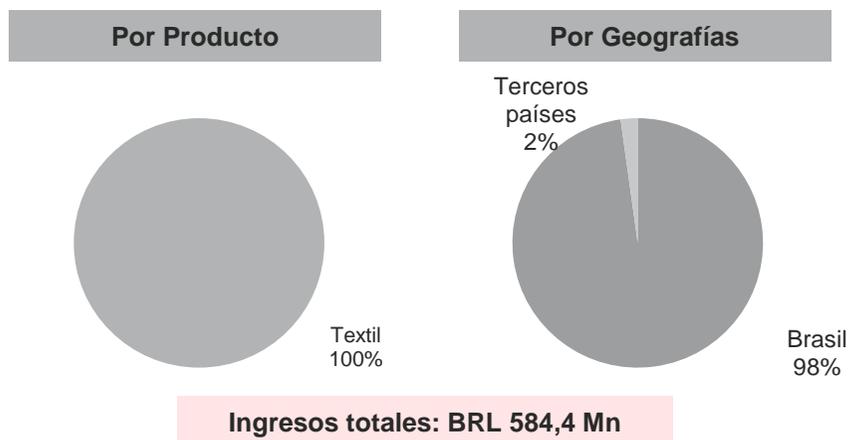
Perfiles de compañías cotizadas comparables

7. Cedro (Brasil)

Breve descripción

- Con más de 130 años de tradición, Cedro es una de las principales compañías textiles de Brasil, con capital 100% brasileño y capacidad de producción de 168 millones de metros cuadrados de telas al año.
- Con sede en Belo Horizonte, su principal actividad es la fabricación de *denim* y telas. Tres principales líneas de negocio:
 - Línea Moda
 - Línea Profesional
 - Línea Telas Técnicas
- Cedro emplea cerca de 3.000 personas en las 5 fábricas ubicadas en las ciudades de Sete Lagoas, Caetanópolis y Pirapora. Además, posee dos centros logísticos en las ciudades brasileñas de Contagem y Pirapora.
- La practica totalidad de ventas se efectúa en territorio nacional.

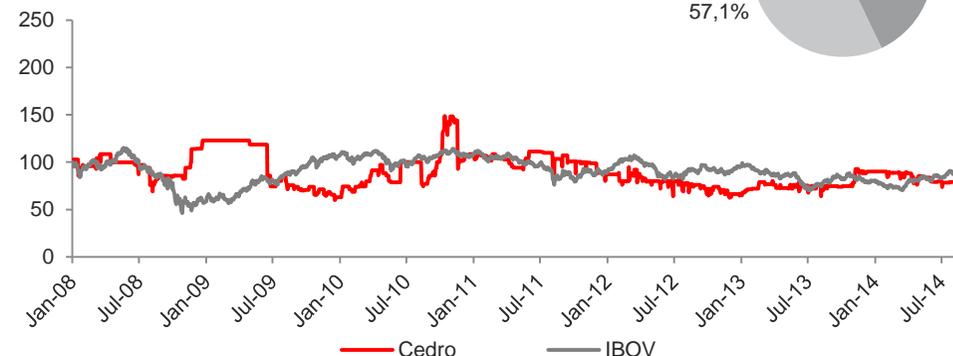
Desglose de ventas 2013



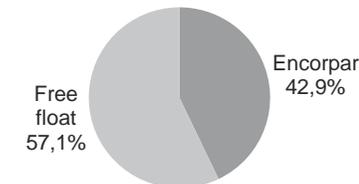
Evolución de la cotización⁽¹⁾

(Base 100)

€ 41 Mn Capitalización bursátil



Principales accionistas



Magnitudes financieras

	(unid.)	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos	(BRL Mn)	358	494,3	527,3	504,9	584,4
% Crecimiento	(%)	n.d.	38,1%	6,7%	-4,2%	15,7%
EBITDA	(BRL Mn)	48,4	43	56,1	45,8	54,4
Margen EBITDA	(%)	13,5%	8,7%	10,6%	9,1%	9,3%
Beneficio Neto	(BRL Mn)	3,3	14,7	15,9	16,4	16,1
Margen Neto	(%)	0,9%	3,0%	3,0%	3,2%	2,8%

Fuentes: Información publicada por la compañía y Bloomberg
 (1) Datos a 03/9/2014

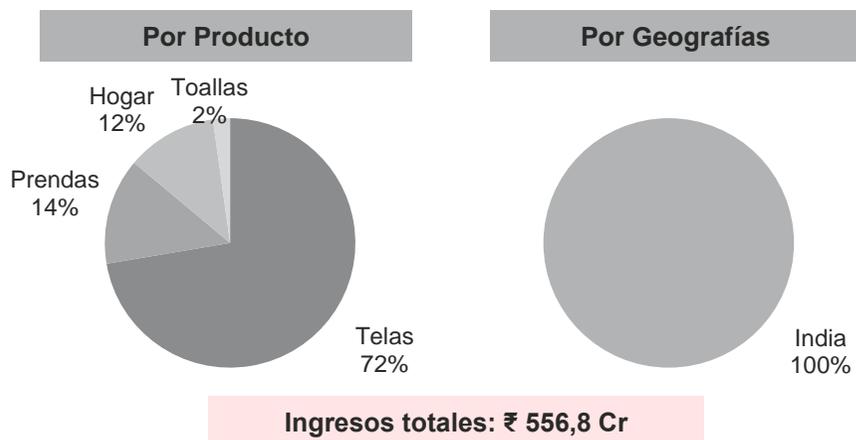
Perfiles de compañías cotizadas comparables

8. KG Denim (India)

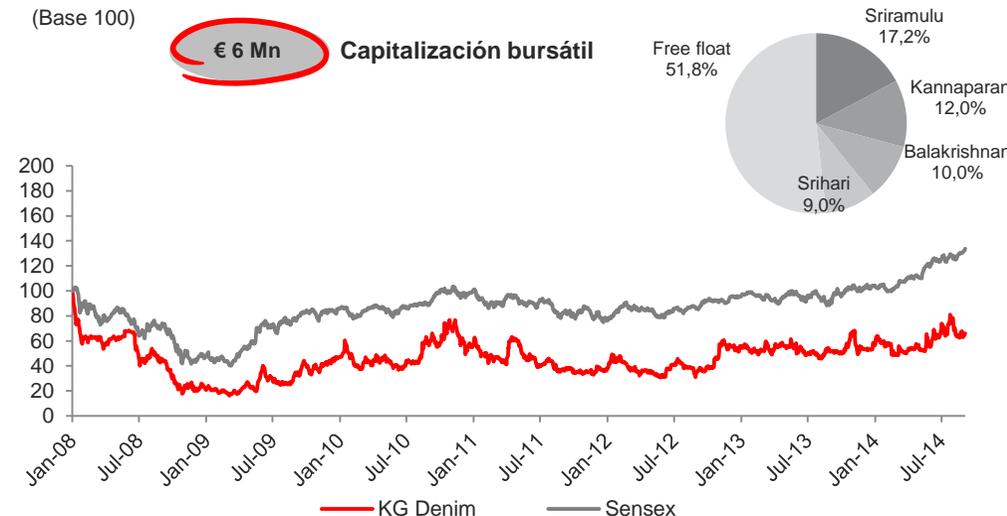
Breve descripción

- Compañía textil fundada en 1935 con sede en la India, La empresa se dedica a la fabricación y venta de tejidos y prendas de vestir. La gama de productos incluye productos de *denim*, tela para otros tejidos, textiles para el hogar y prendas de vestir
- KG Denim desarrolla sus actividades bajo las siguientes líneas de negocio:
 - Denim – este segmento comercializa más de 75 tipos de tela para vaqueros de distintas calidades y rangos de precio
 - Pantalones (no denim) – comenzó actividad en 2005- fabrica amplia variedad de sargas de mezclilla para fabricantes de primer nivel como Abercrombie & Fitch, GAP, Tommy Hilfiger, Zara etc.
 - Ropa de vestir – orientados al mercado indio.
 - Textil para el hogar – productos de alta calidad para baño, cocina y ropa de cama.
- La practica totalidad de las ventas proceden de territorio nacional.

Desglose de ventas 2013



Evolución de la cotización⁽¹⁾



Magnitudes financieras⁽²⁾

	(unid.)	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos	(₹ Cr)	220,5	284,9	378,3	434,6	556,8
% Crecimiento	(%)	n.d.	29,2%	32,8%	14,9%	28,1%
EBITDA	(₹ Cr)	52,5	67,0	38,8	48,6	62,4
Margen EBITDA	(%)	23,8%	23,5%	10,3%	11,2%	11,2%
Beneficio Neto	(₹ Cr)	(1,3)	(1,3)	3,8	7,5	15,8
Margen Neto	(%)	n.s.	n.s.	1,0%	1,7%	2,8%

Fuentes: Información publicada por la compañía y Bloomberg

(1) Datos a 03/9/2014

(2) La compañía cierra su ejercicio a 31 de marzo de cada año

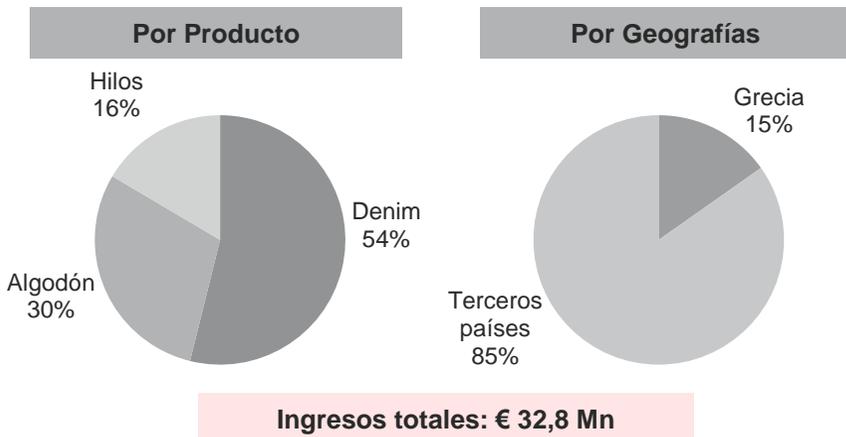
Perfiles de compañías cotizadas comparables

9. Hellenic Fabrics (Grecia)

Breve descripción

- Fundada en 1974, Hellenic Fabrics es uno de los principales fabricantes de *denim* en Europa y el único en Grecia.
- Más del 90% de las ventas provienen del exterior, principalmente ventas al Oriente Medio, Europa del Este y el Norte de África.
- La compañía esta controlada por la familia Accas (propietaria del 64,4% de las acciones).
- La compañía cuenta con un centro de producción en Pella (Grecia) de última generación, cuya capacidad anual asciende a 15 millones de metros de *denim*.
- Hellenic Fabrics, participa en el accionariado de varias compañías dedicadas al tratamiento de algodón. También posee una fábrica en Túnez para el suministro de tejidos para las fabricas del Grupo Benetton en el país.

Desglose de ventas 2012



Evolución de la cotización⁽¹⁾



Magnitudes financieras

	(unid.)	2009	2010	2011	2012	Sep'13 LTM
Ingresos	(€ Mn)	64,3	57,1	43,2	32,8	29,6
% Crecimiento	(%)	(21,6%)	(11,2%)	(24,3%)	(24,1%)	(9,7%)
EBITDA	(€ Mn)	(7,4)	(6,1)	(11,5)	(11,4)	(13,3)
Margen EBITDA	(%)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Beneficio Neto	(€ Mn)	(15,2)	(14,8)	(20,0)	(19,7)	(15,8)
Margen Neto	(%)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

Fuentes: Información publicada por la compañía y Bloomberg
 (1) Datos a 03/9/2014

Anexo C

Consideraciones sobre la Suma de Partes

Consideraciones sobre la Suma de Partes

Brasil

- Brasil incluye los negocios de *denim*, los cuales representan aproximadamente un 60% del volumen medio total, y de *workwear*, que suponen el restante 40% .
- Volumen: para todo el período 2013-2023, el negocio de *workwear* presenta crecimientos anuales significativamente superiores a los del negocio *denim* (2,6% vs. 0,9%). Esta diferencia viene dada por la hipótesis de impacto “*ciclo del denim*” que está asumiendo la Compañía y que supone una ligera disminución del volumen proyectado en el negocio de *denim* a partir del 2018 y hasta el 2023 . Para el negocio de *workwear* se proyectan crecimientos anuales del 3%, en línea con el crecimiento estimado del PIB.
- Precio: se estima un crecimiento del segmento de *denim* al mismo ritmo que la inflación de costes, mientras que para el segmento de *workwear* se prevé una recuperación de los precios en 2015 (reanudación de la demanda del mercado) y un crecimiento en línea con la inflación de costes de 2016 hasta 2023.
- En términos de costes se ha estimado para ambos segmentos que la materia prima (algodón, productos químicos, *spandex*, poliéster) se verá impactada por la depreciación monetaria (R\$ contra US\$) y que siguen las tendencias globales estimadas. Por otro lado, se estima que los costes relacionados con mano de obra y costes fijos (electricidad, etc) sigan la inflación y añadan ganancias de productividad a través de la actualización tecnológica que el grupo prevé hacer.

Consideraciones sobre la Suma de Partes

América del Norte

- Volúmenes : También se estima un impacto del ciclo bajo del *denim* con una recuperación para el período 2016 y 17 (en línea con la evolución de la economía americana) y con estabilización a partir de 2018 y hasta 2023 (límite de la capacidad de producción)
- Precios: Se han asumido precios con bajo crecimiento hasta 2015 (ciclo bajo de denim) y, posteriormente, en línea con la estimación de inflación de costes para la mayor parte de los años hasta 2023. En el período 2013-2023, el crecimiento anual estimado de coste unitario se sitúa en torno al 0,8% (en moneda local)
- Costes: no se ha estimado incremento de los precios del algodón en USD y si de otros costes variables y costes fijos, que se han indexado a la inflación anual del 3,7% de Méjico

Europa

- Los volúmenes se han mantenido estables hasta 2017, momento en el que se espera una leve recuperación de la demanda del mercado europeo. Se estima que a partir de 2017 se inicie un período expansivo de la demanda (recuperación de la economía europea) con estabilización a partir de 2018
- En términos de precios, se ha considerado un incremento por mejoría del mix entre 2014 y 2015, una cierta corrección en 2016 hay corrección por mayor tensión de demanda (anti-ciclo del denim) y crecimiento con la inflación a partir de 2017.
- Finalmente, en términos de costes: se asume que el precio del algodón es creciente en todo el período por mayores precios y por la apreciación del US\$. Se espera también que la materia prima relacionada con productos químicos se incremente como consecuencia de la inflación y de los tipos de cambios. Para el resto de costes (personal, mantenimiento otros) se ha ligado el crecimiento a la inflación.

Consideraciones sobre la Suma de Partes

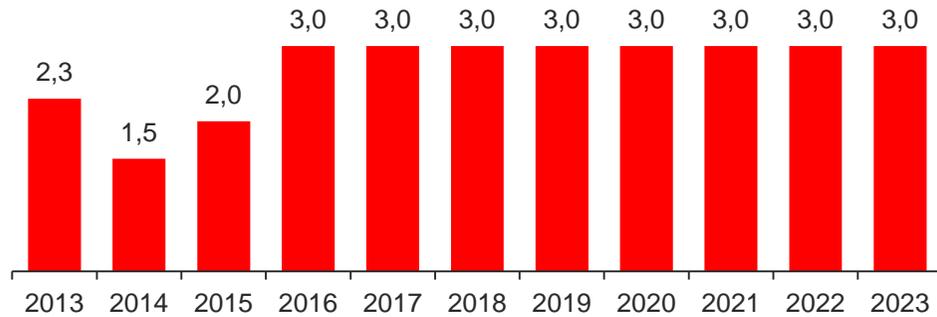
Argentina

- Argentina incluye los negocios de *denim*, el cual representa aproximadamente un 58% del volumen medio total , y de *workwear*, que supone el restante 42%.
- Volumen:
 - Para el segmento del *denim* se proyectan incrementos de volumen, aunque la tasa de crecimiento a largo plazo es coherente con la estimación de crecimiento de PIB
 - Para el segmento de *workwear* se estima un aumento de volumen en línea con el crecimiento del PIB
- Precios (*denim* y *workwear*): se han estimado en línea con la inflación del sector de textiles con menor transferencia de la variación del cambio hasta el año de 2016 y a partir de 2018 se considera la recuperación de precios con la mayor estabilización de la economía Argentina, lo que supone una hipótesis fuerte en el plan de negocio de la Compañía
- En términos de costes, los relacionados con materia prima (algodón y químicos) se han estimado en línea con la expectativa sobre evolución de la economía mundial y de consumo en los países emergentes de mano de obra están ajustados a la variación del dólar. El resto están vinculados a la inflación estimada, tomando en consideración la evolución del tipo de cambio

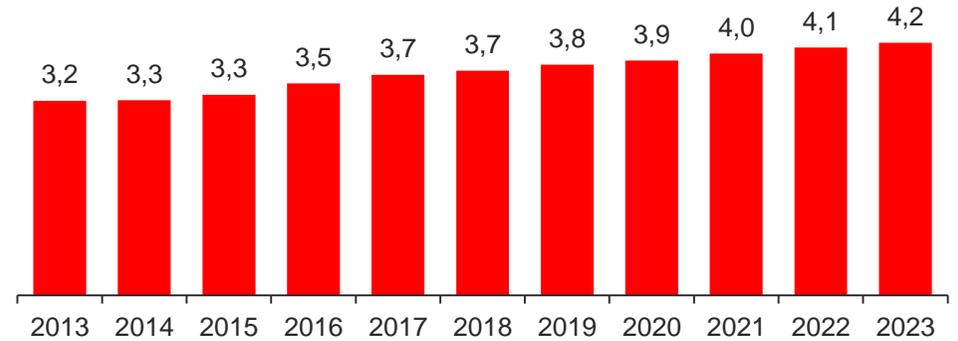
Consideraciones sobre la Suma de Partes

Brasil – Hipótesis macroeconómicas¹

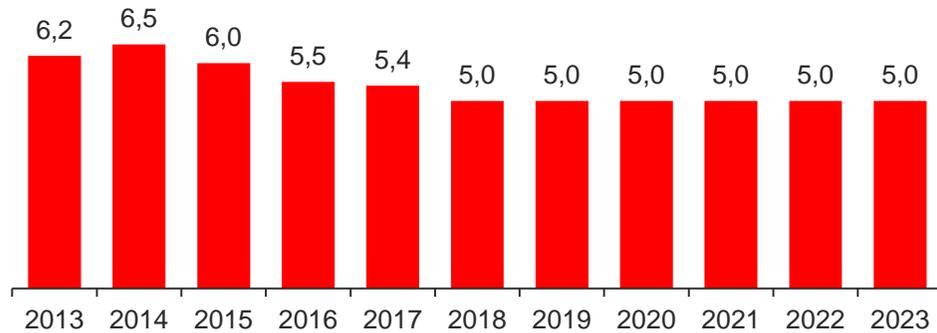
Crecimiento PIB (%)



Tipos de Cambio – BRL / EUR

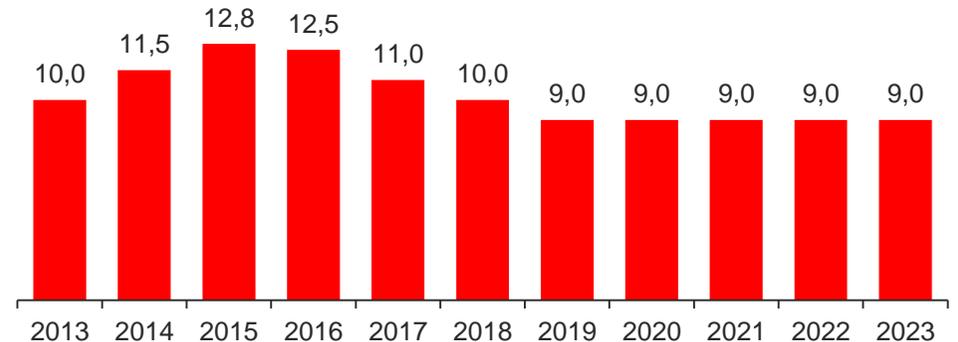


Tasa de Inflación (%)



Tasa de interés de mercado – CDI (%)

(% fin del año)

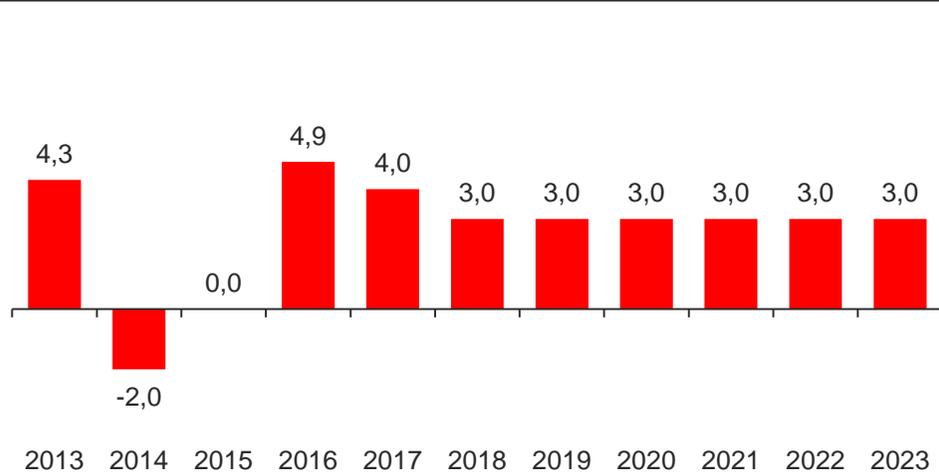


(1) Proyecciones internas de la Compañía y consideradas consistentes por Santander

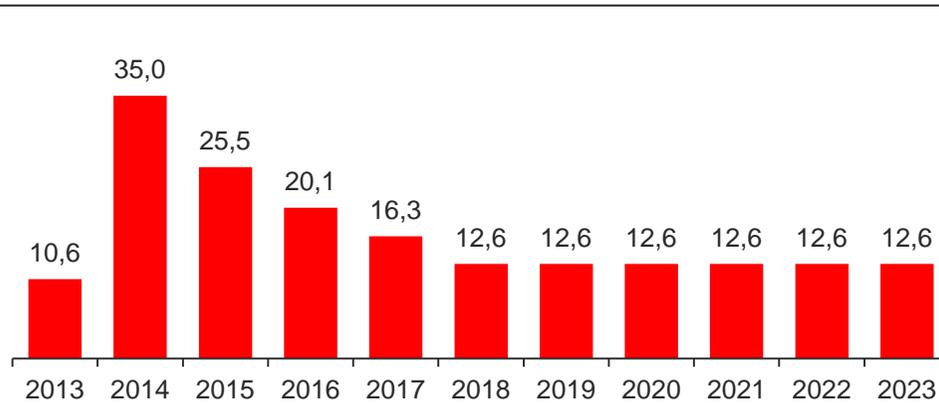
Consideraciones sobre la Suma de Partes

Argentina – Hipótesis macroeconómicas¹

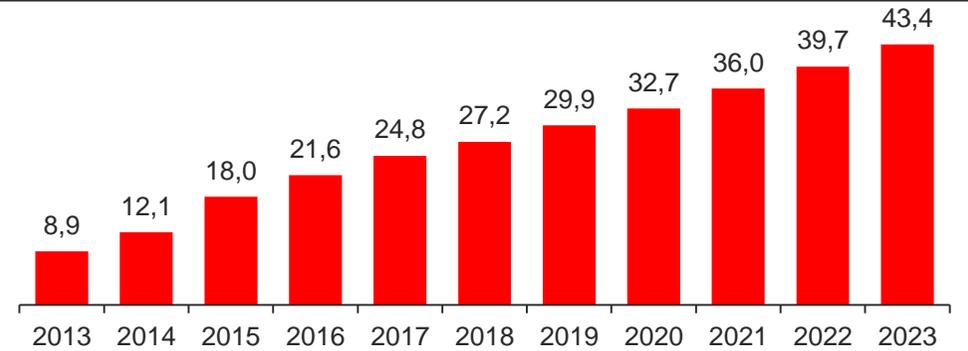
Crecimiento PIB (%)



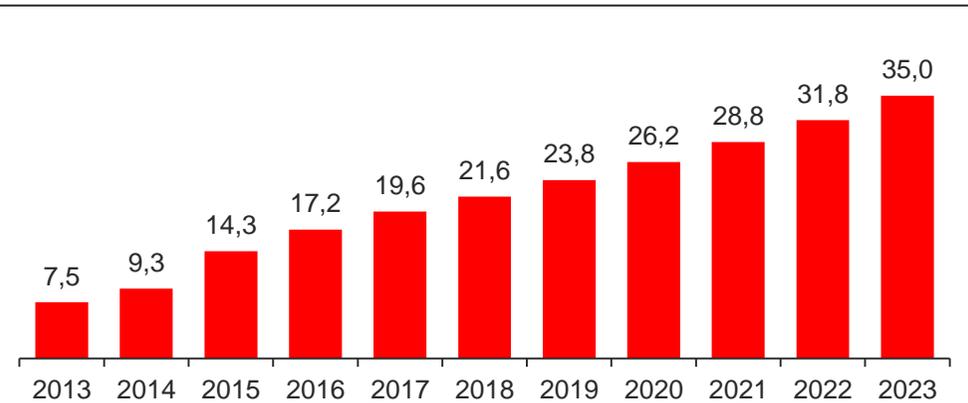
Tasa de Inflación (%)



Tipos de Cambio – ARS / EUR



Tipos de Cambio – ARS / USD

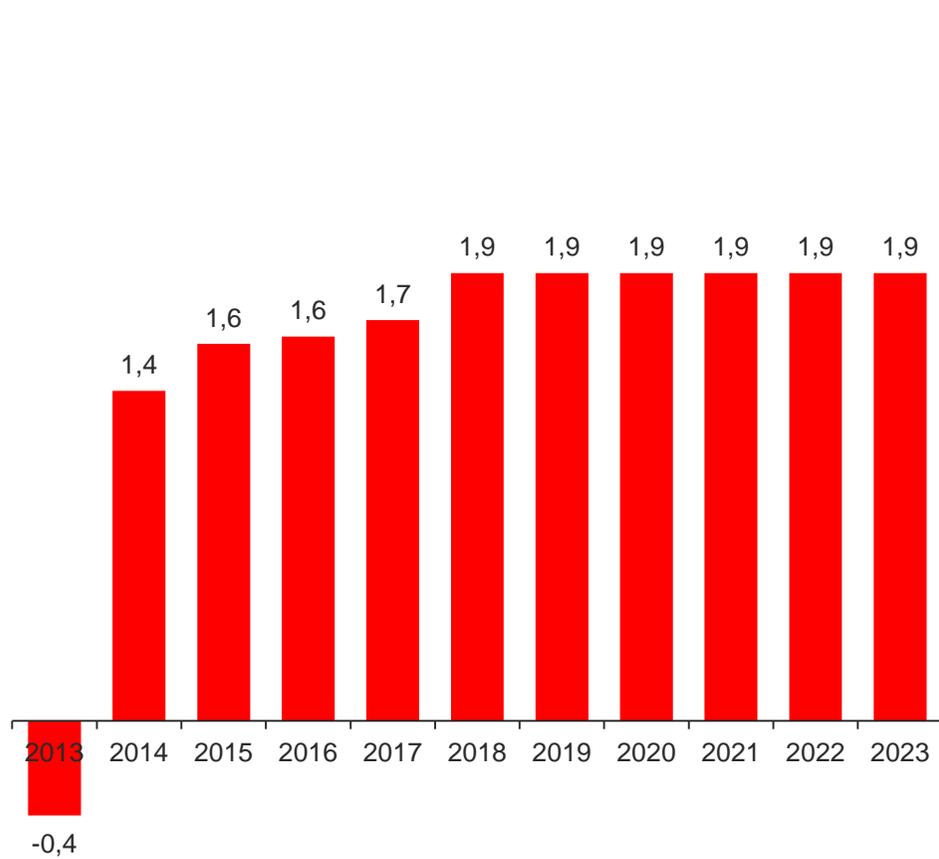


(1) Proyecciones internas de la Compañía y consideradas consistentes por Santander

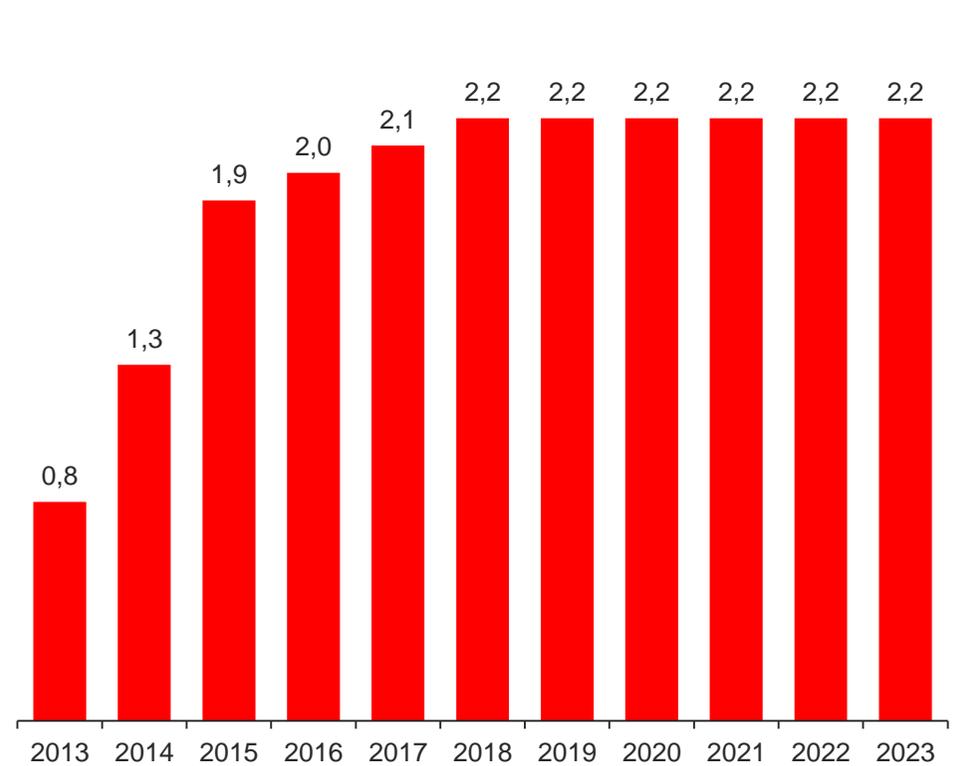
Consideraciones sobre la Suma de Partes

Europa – Hipótesis macroeconómicas¹

Crecimiento PIB (%)



Tasa de Inflación Europa (%)

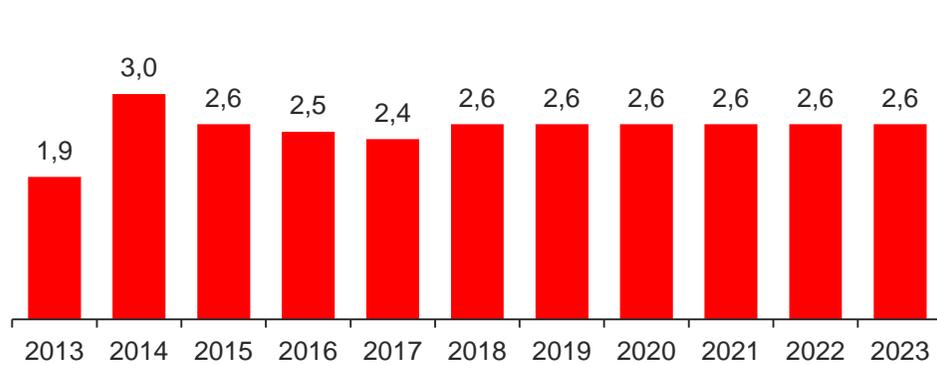


(1) Proyecciones internas de la Compañía y consideradas consistentes por Santander

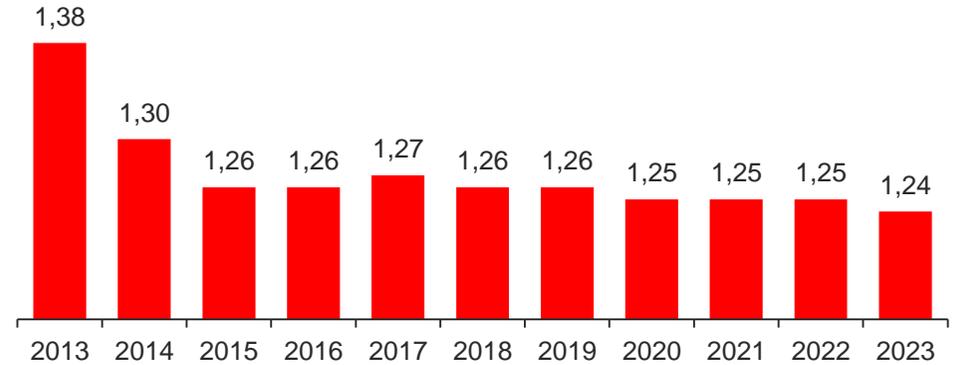
Consideraciones sobre la Suma de Partes

América del Norte – Hipótesis macroeconómicas¹

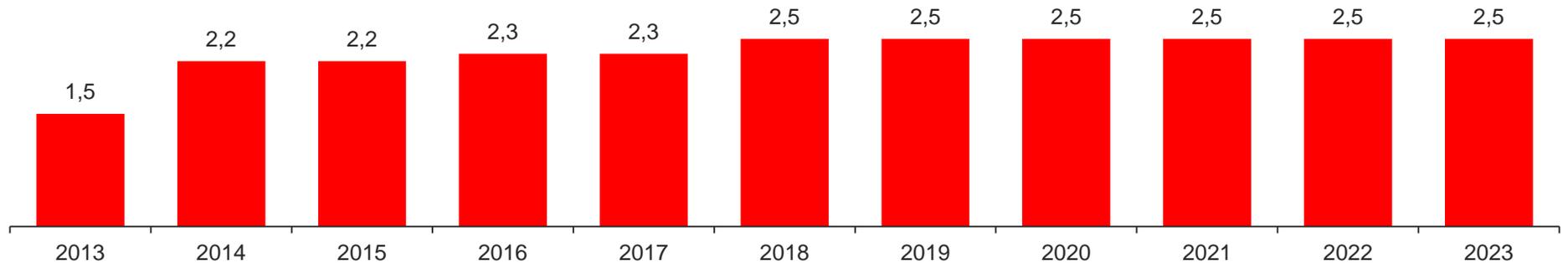
Crecimiento PIB US (%)



Tipos de Cambio – USD / EUR



Tasa de Inflación US (%)

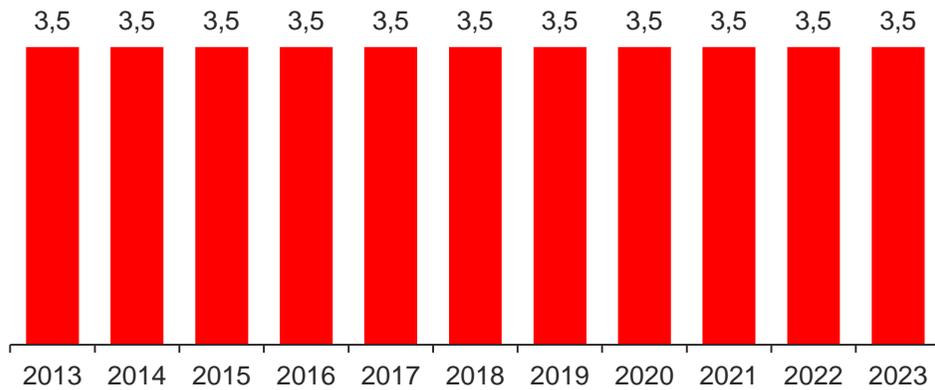


(1) Proyecciones fornecidas por la Compañía y consideradas consistentes por Santander

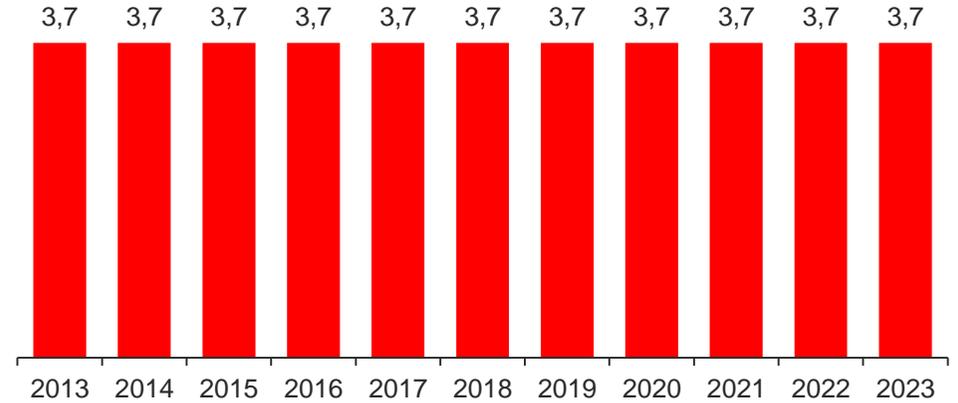
Consideraciones sobre la Suma de Partes

América del Norte – Hipótesis macroeconómicas¹

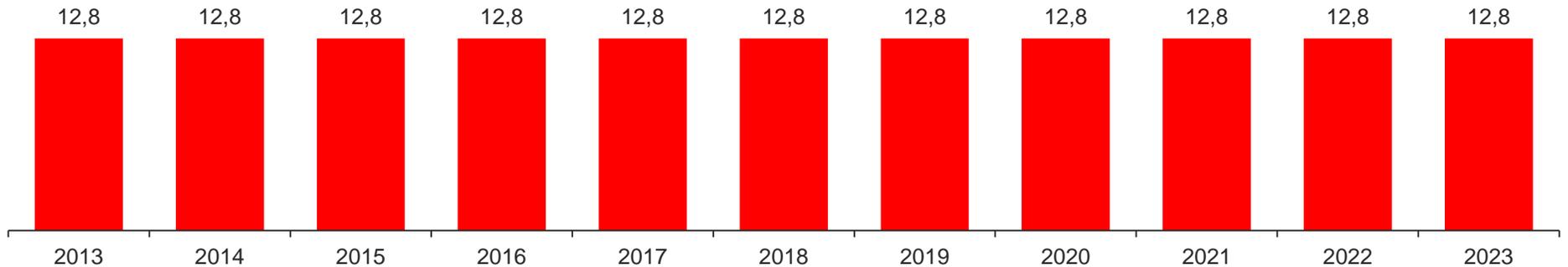
Tasa de Interés - Mexico(%)



Tasa de Inflación Mexico (%)



Tipos de Cambio – MXP / USD



(1) Proyecciones fornecidas por la Compañía y consideradas consistentes por Santander



Santander

GLOBAL BANKING & MARKETS

SANTANDER
BEST GLOBAL BANK



Dow Jones
Sustainability Indexes
Member 2012/13



FTSE4Good

**TEXTO DE LAS PROPUESTAS DE ACUERDOS A ADOPTAR, EN SU CASO, POR
LA JUNTA GENERAL EXTRAORDINARIA DE ACCIONISTAS DE
GRUPO TAVEX, S.A.**
(la “Sociedad”)

EN RELACIÓN CON EL PUNTO PRIMERO DEL ORDEN DEL DÍA: examen y aprobación, en su caso, de la exclusión de negociación en las Bolsas de Valores de las acciones representativas del capital social de la Sociedad y de la consiguiente oferta pública de adquisición sobre la totalidad de las acciones representativas del capital social de la Sociedad a ser formulada por A.Y.U.S.P.E. Empreendimentos e Participações S.A.

A la vista del informe formulado por el consejo de administración de la Sociedad con fecha 26 de septiembre de 2014 sobre la exclusión de negociación en Bolsa de las acciones de la Sociedad, se acuerda:

I. Exclusión de negociación

Aprobar la exclusión de negociación en las Bolsas de Valores de Madrid, Bilbao y Valencia y, consecuentemente, de su contratación a través del Sistema de Interconexión Bursátil (Mercado Continuo) de la totalidad de las acciones representativas del capital social de la Sociedad, todo ello con expreso sometimiento a lo dispuesto en el artículo 34 y concordantes de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (la “**LMV**”), y el artículo 10 y concordantes del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de ofertas públicas de adquisición de valores (el “**RD 1066/2007**”).

II. Oferta pública de adquisición

Tomar razón de la voluntad manifestada por A.Y.U.S.P.E. Empreendimentos e Participações S.A. (el “**Oferente**”) de formular y promover una oferta pública de adquisición conforme a lo previsto en el artículo 34.5 de la LMV y en el artículo 10 del RD 1066/2007 (la “**Opa de Exclusión**”), dirigida a todos los accionistas de la Sociedad para la adquisición de las acciones de las que estos fueran titulares, y aprobar la formulación de la Opa de Exclusión, con arreglo al precio, términos y condiciones que seguidamente se indican:

- **Oferente:** A.Y.U.S.P.E. Empreendimentos e Participações S.A., constituida de acuerdo con las leyes de la República Federativa de Brasil, con domicilio social en São Paulo, Av. Brig. Faria Lima, 3.600, 12º andar, sala 12, inscrita en el CNPJ/MF (*Cadastro Nacional de Pessoa Juridica-Ministerio da Fazenda*) bajo el número 19.760.405-000156.

A.Y.U.S.P.E. es una sociedad controlada por Camargo Corrêa S.A. (“**CCSA**”), quien a los efectos del artículo 5 del RD 1066/2007 es titular de 57.657.345 acciones de Tavex representativas del 50,18% de los derechos de voto de Tavex (de conformidad con lo dispuesto en el artículo 5.3 del RD 1066/2007, y a los efectos de determinar el porcentaje de derechos de voto de Tavex que le son atribuidos al Grupo Camargo Corrêa, es preciso descontar la autocartera).

- Valores a los que se extiende la Opa de Exclusión: la Opa de Exclusión se dirigirá a todos los titulares de las acciones de la Sociedad salvo a aquellos que hubieran votado a favor de la exclusión en la presente Junta General de Accionistas y que adicionalmente inmovilicen sus valores hasta que transcurra el plazo de aceptación al que se refiere el artículo 23 del RD 1066/2007. En este sentido, al menos el Grupo Camargo Corrêa y la Sociedad, titulares de 57.657.345 acciones (representativas del 49,698 % del capital social) y 1.108.373 acciones (representativas del 0,955%), respectivamente, procederán a inmovilizar dichas acciones hasta la conclusión del plazo de aceptación de la oferta.

Se hace constar que el Consejo de Administración de Tavex, en su reunión celebrada el 26 de septiembre de 2014 ha acordado proceder a la inmovilización, hasta la liquidación de la Opa de Exclusión, de las 1.108.373 acciones propias de la Sociedad que se encuentran en cartera.

Al no existir derechos de suscripción, obligaciones convertibles o canjeables en acciones, warrants o cualesquiera instrumentos similares, que puedan dar derecho, directa o indirectamente, a la suscripción o adquisición de sus acciones ni tampoco acciones sin voto, la Opa de Exclusión no se dirigirá a tales valores o instrumentos.

- Contraprestación: la Opa de Exclusión se formulará como compraventa consistiendo en dinero la totalidad de la contraprestación, que será satisfecha al contado en el momento de liquidarse la operación. El precio de la oferta se ha fijado en la cantidad de 0,24 euros por acción. Este precio cumple con lo previsto en el artículo 10.6 del RD 1066/2007 ya que no es inferior al mayor que resulta entre el precio equitativo al que se refiere el artículo 9 del RD 1066/2007 y el que resulta de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el artículo 10.5 del RD 1066/2007.

Se hace constar que ni el Oferente ni CCSA, ni las sociedades de su grupo (incluida Tavex), ni los administradores de todas las anteriores, han efectuado ninguna operación de compra de las acciones de la Sociedad en los 12 meses anteriores al 26 de septiembre de 2014 (esto es, la fecha del hecho relevante en el que el Oferente anunció que iba a realizar la Opa de Exclusión), por encima del mencionado precio de 0,24 euros por acción.

- Finalidad: la Opa de Exclusión se formula con ocasión de la exclusión de negociación en Bolsa de Valores de las acciones de la Sociedad, la cual tendrá lugar en la fecha de liquidación de la oferta, en los términos y de conformidad con lo previsto en el artículo 34 de la LMV y en el artículo 10 del RD 1066/2007.
- Condición: la efectividad de la Opa de Exclusión no se sujetará a condición alguna.
- Compraventa forzosa: es intención del Oferente ejercitar el derecho de venta forzosa en el supuesto de que, como consecuencia de la Opa de Exclusión, se cumplan las condiciones previstas en el artículo 47 y siguientes del RD 1066/2007.

III. Delegación de facultades a favor del consejo de administración

En relación con este acuerdo, se acuerda delegar en el consejo de administración todas y cada una de las siguientes facultades, con expresas facultades de sustitución en cualquiera de los

miembros del consejo de administración y en los términos más amplios que en Derecho se requieran para:

- (i) Realizar cuantos actos o negocios jurídicos sean necesarios o convenientes para la ejecución de este acuerdo, otorgando cuantos documentos públicos o privados estimaren necesarios o convenientes para la más plena eficacia del mismo.
- (ii) Subsanan, aclarar, interpretar, precisar o completar el presente acuerdo o los que se recogiesen en cuantas escrituras o documentos se otorguen en ejecución del mismo y de modo particular, cuantas omisiones, defectos o errores de fondo o de forma impidieran la admisión del presente acuerdo y de sus consecuencias por la Comisión Nacional del Mercado de Valores o cualesquiera otras instituciones u organismos o su inscripción en el Registro Mercantil.
- (iii) Tomar conocimiento y aceptar en nombre y representación de la Sociedad cuantas modificaciones, mejoras y términos y condiciones adicionales pudieran plantearse por el Oferente en relación con la Opa de Exclusión, siempre y cuando se ajusten a las previsiones relativas a las ofertas públicas de adquisición de valores y siempre y cuando el precio de la Opa de Exclusión no sea inferior al aprobado por la Junta General y que resulta de este acuerdo.
- (iv) Presentar y tramitar la totalidad de los expedientes y documentación necesaria ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores correspondientes, la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal (“**Iberclear**”), las entidades participantes o encargadas del registro contable de las anotaciones en cuenta u otros organismos públicos o privados cuando fuere necesario.
- (v) Realizar todas las actuaciones necesarias para, tras la Opa de Exclusión, obtener la exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad que, de manera automática deberán quedar excluidas de cotización oficial una vez se haya liquidado la Opa de Exclusión, de acuerdo con lo dispuesto en el RD 1066/2007 y así lo haya verificado expresamente la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- (vi) Representar a la Sociedad ante cualesquiera organismos, oficinas públicas, registros, entidades, públicos o privados, nacionales o extranjeros, ante los que sea necesario llevar a cabo cualesquiera actuaciones relativas a la exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad y, en particular, de las citadas en el apartado iv anterior.
- (vii) Comparecer ante los Registros Mercantiles que sean competentes, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores correspondientes, Iberclear y cualesquiera otras autoridades, organismos o entidades, públicas o privadas, firmando al efecto cuantos documentos, públicos o privados, y realizando y dando cumplimiento a cuantos trámites y actuaciones sean precisos o convenientes para la ejecución y buen fin del presente acuerdo, pudiendo en particular y a título meramente enunciativo y no limitativo, determinar, aclarar, precisar, modificar e interpretar su contenido en todas las condiciones de los mismos en lo no previsto por la presente Junta General de Accionistas, incluso modificando la redacción y las condiciones en aquellos aspectos que sean precisos al objeto de ajustar su texto y contenidos a cualesquiera modificaciones legislativas o recomendaciones de

carácter no vinculante que pudieran producirse desde la fecha de adopción del acuerdo y la de su presentación o inscripción en cualquier registro público, y a las calificaciones que sobre dichos documentos pudieran realizar cualquiera de las autoridades y organismos anteriormente citados o cualesquiera otros competentes, formalizando los documentos complementarios que sean precisos al respecto, así como subsanar cualesquiera defectos, omisiones o errores que fueren apreciados o puestos de manifiesto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores o el Registro Mercantil.

(viii) Llevar a cabo cuantos actos, conexos o complementarios, fueren necesarios o convenientes para el buen fin del presente acuerdo.

EN RELACIÓN CON EL PUNTO SEGUNDO DEL ORDEN DEL DÍA: derogación del Reglamento de la Junta General de Accionistas.

Se acuerda derogar el Reglamento de la Junta General de Accionistas de la Sociedad.

La eficacia del presente acuerdo queda condicionada suspensivamente a la exclusión de cotización de las acciones de la Sociedad.

EN RELACIÓN CON EL PUNTO TERCERO DEL ORDEN DEL DÍA: modificación del sistema de representación de las acciones de la Sociedad.

1. Acuerdo de transformación

Modificar la forma de representación de las acciones de la Sociedad de anotaciones en cuenta a títulos nominativos. Los títulos nominativos serán entregados a los accionistas en proporción a su participación en el capital de la Sociedad.

La eficacia del presente acuerdo queda condicionada suspensivamente a (i) la exclusión de cotización de las acciones de la Sociedad, y (ii) su aprobación por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de acuerdo con lo previsto en el artículo 3 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de valores bursátiles.

Consecuentemente, y sujeto a la condición suspensiva prevista en el párrafo anterior, se modificará el artículo 6 de los Estatutos de la Sociedad, cuya redacción será la siguiente:

“Artículo 6.- Representación de las acciones

Las acciones estarán representadas por medio de títulos, que podrán incorporar una o más acciones de la misma serie, estarán numeradas correlativamente, se extenderán en libros talonarios, contendrán como mínimo las menciones exigidas por la Ley e irán firmadas por un Administrador, cuya firma podrá figurar impresa mediante reproducción mecánica, cumpliéndose lo dispuesto en la Ley.

El accionista tendrá derecho a recibir los títulos que le correspondan, libre de gastos.”

2. Procedimiento de transformación

En caso de cumplirse la condición suspensiva prevista en el apartado anterior, la reversión y la inscripción de las acciones nominativas en el Libro Registro de Acciones Nominativas de la Sociedad se realizarán de acuerdo con el siguiente procedimiento:

- (i) Inscripción en el Registro Mercantil de Guipúzcoa: una vez excluidas de cotización las acciones de la Sociedad y obtenida la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se procederá a la inscripción en el Registro Mercantil de Guipúzcoa de la modificación del artículo 6 de los Estatutos Sociales, como consecuencia de la reversión de la forma de representación de las acciones.

Igualmente, se procederá al depósito ante la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal (“**Iberclear**”) de un testimonio notarial de la escritura pública inscrita en el Registro Mercantil de Guipúzcoa en el que se acredite la efectividad de la inscripción.

- (ii) Publicación: se publicará un anuncio en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en uno de los diarios de mayor de circulación de Guipúzcoa, informando de la reversión de la representación de las acciones.
- (iii) Certificación: Iberclear (entidad encargada del registro contable de las anotaciones en cuenta de la Sociedad) que tiene inscritas en sus registros contables la totalidad de las acciones de la Sociedad, expedirá certificación comprensiva de la identidad de los accionistas de la Sociedad, número de acciones anotadas en sus respectivos registros contables, y remitirá dicha certificación a la Sociedad.
- (iv) Inscripción en el Libro Registro de Acciones Nominativas: la Sociedad (i) efectuará el cuadro de la operación, determinando el número de títulos nominativos que ha de corresponder a cada accionista, de conformidad con la certificación de Iberclear y (ii) realizará las correspondientes inscripciones en el Libro Registro de Acciones Nominativas.
- (v) Comunicación a Iberclear: finalizada la inscripción de las acciones nominativas en el Libro Registro de Acciones Nominativas, el secretario no miembro del Consejo de Administración de la Sociedad expedirá una certificación de la inscripción de las acciones en el Libro Registro de Acciones Nominativas, que remitirá a Iberclear para que proceda a dar de baja las anotaciones en cuenta de la Sociedad.

3. Apoderamiento al Consejo de Administración

Se faculta al Consejo de Administración, con expresas facultades de sustitución, sin carácter limitativo y tan ampliamente como en Derecho sea necesario, para que lleve a cabo las siguientes actuaciones:

- (i) Solicitar la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores para la modificación de la forma de representación de las acciones de la Sociedad de anotaciones en cuenta a títulos físicos.

- (ii) Comparecer ante Iberclear y ante cualesquiera autoridades administrativas competentes, con el fin de realizar cualesquiera declaraciones y cuantos trámites y actuaciones sean necesarios o convenientes para la validez y eficacia del presente acuerdo.
- (iii) Otorgar y suscribir cuantos documentos públicos o privados resulten necesarios o convenientes, incluso publicaciones en medios de comunicación, escrituras de aceptación, ratificación, subsanación, adición, aclaración o rectificación y consignar los antecedentes, supuestos, cláusulas y condiciones que tenga a bien estipular y, a estos efectos, comparecer ante Notario. Convenir los pactos y condiciones que estime oportunos, sometiéndose a la ley y jurisdicción que estime procedente, realizar y recibir toda clase de declaraciones de voluntad, manifestaciones y notificaciones, y presentar los documentos públicos o privados en cualquier tipo de registro u oficina para su inscripción.
- (iv) Realizar cuantas actuaciones sean procedentes en orden a conseguir la inscripción de este acuerdo en el Registro Mercantil, quedando facultado para la ejecución, interpretación, desarrollo, subsanación y complemento de este acuerdo, incluida la adaptación del mismo a la calificación verbal o escrita del Registrador Mercantil o de cualesquiera otras autoridades, funcionarios e instituciones competentes para ello, así como para solicitar su inscripción parcial, en su caso, conforme a lo previsto en el Artículo 63 del Reglamento del Registro Mercantil.
- (v) Realizar cualesquiera actuaciones complementarias o relacionadas que sean necesarias o aconsejables para la completa ejecución del acuerdo adoptado.

EN RELACIÓN CON EL PUNTO CUARTO DEL ORDEN DEL DÍA: delegación de facultades para formalizar, interpretar, subsanar y ejecutar los acuerdos adoptados por la Junta General de Accionistas.

Sin perjuicio de las delegaciones incluidas en los anteriores acuerdos, facultar expresamente y con carácter solidario e indistinto a los consejeros de la Sociedad D. Marcio García de Souza y D. Javier Vega de Seoane Azpilicueta, así como a D. Manuel Díaz de Marcos, secretario no miembro del consejo de administración, para que con toda amplitud que en Derecho fuera necesario o menester, puedan llevar a cabo cuantos trámites y actuaciones sean necesarias e incluso convenientes hasta lograr la plena efectividad y buen fin de todos los acuerdos adoptados en la presente Junta General de Accionistas, y de modo particular, para señalar la fecha en que los acuerdos hayan de llevarse a efecto, y en general para subsanar, aclarar, interpretar, precisar, complementar e integrar los anteriores acuerdos, incluyendo la publicación de cuantos anuncios resultaren preceptivos o meramente convenientes, así como cuantos puedan producirse con ocasión de las escrituras, documentos públicos o privados y, en general, de cualquier instrucción documental que se otorgare en ejecución de los mismos, redactando y suscribiendo cuantos documentos sean necesarios.

Facultar asimismo a los consejeros de la Sociedad don Marcio García de Souza y don Javier Vega de Seoane Azpilicueta, así como a don Manuel Díaz de Marcos, secretario no miembro del consejo de administración, para que cualquiera de ellos, indistintamente, puedan comparecer ante notario y otorgar toda clase de documentos públicos y privados que sean

necesarios hasta la inscripción definitiva de los acuerdos en el Registro Mercantil, pudiendo solicitar la inscripción parcial, y para tramitar y resolver cualesquiera incidencias de los procedimientos antes indicados.