

## **ANEXO X**

**Certificados de legitimación emitidos por Banco Bilbao  
Vizcaya Argentaria, S.A., en su calidad de banco  
depositario, acreditativos de la titularidad directa e  
indirecta de las acciones de la Sociedad Afectada de Co  
Sociedad de Gestión y Participación, S.A.**



## **Certificado de Legitimación**

Valores representados por medio de anotaciones en cuenta  
(Ley 6/2023, de 17 marzo y Real Decreto 814/2023, de 8 noviembre)

Sucursal de Cuenta: 6984

Certificado número: 17324432025102002

Código cuenta Valores: 0182-6984-98-0001732443

Fecha de Expedición: 20 de octubre de 2025.

Fecha de Validez hasta: hasta la primera de las siguientes fechas: (i) el de 20 abril 2026; o (ii) la fecha de liquidación de la oferta pública de adquisición de acciones de Grupo Catalana Occidente, S.A., formulada por Inoc, S.A. Si se alcanzaran los umbrales previstos en el artículo 47 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores tras la liquidación de dicha oferta pública y este certificado continuara en vigor, se extenderá su validez hasta la fecha de liquidación de las operaciones de compraventa forzosa.

**Titular/es**

LA PREVISION 96 S.A.

**NIF/CIF**

A08168155

| Código de Valor | Clase de Valor y emisión       | Núm. Valores | Valor Nominal |
|-----------------|--------------------------------|--------------|---------------|
| ES0116920333    | Grupo Catalana Occidente, S.A. | 30.103.560   | 9.031.068     |

| Número de Acciones |
|--------------------|
| 30.103.560         |

- **Derechos reales limitados u otros gravámenes:** NINGUNO.

- **Finalidad de Expedición:** El presente certificado se expide a los efectos de acreditar la titularidad e inmovilización de los valores detallados con motivo de la oferta pública de adquisición de acciones ordinarias de Grupo Catalana Occidente, S.A., formulada por Inoc, S.A.

- **Observaciones:**

Y para que así conste, a petición del interesado y en cumplimiento del art. 14 de la Ley 6/2023, de 17 marzo y de los artículos 21 y siguientes del Real Decreto 814/2023, de 8 noviembre, sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado, se expide el presente Certificado de conformidad con el registro contable de valores representados por medio de anotaciones en cuenta.

**BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.**  
**P.P.**

**Fdo. Jose Luis Morante Guerrero**

Notas:

1. Los valores a los que se refiere este certificado quedarán inmovilizados hasta la fecha de validez salvo que sea devuelto en fecha anterior.
2. Los certificados caducarán por el transcurso del plazo de vigencia en ellos establecido, que no podrá exceder de los plazos establecidos en el Real Decreto 814/2023, de 8 noviembre.



## **Certificado de Legitimación**

Valores representados por medio de anotaciones en cuenta  
(Ley 6/2023, de 17 marzo y R.D. 814/2023, de 8 noviembre)

Sucursal de Cuenta: 6984

Certificado número: 28024782025102003

Código cuenta Valores: 0182-6984-99-0002802478

Fecha de Expedición: 20 de octubre de 2025

Fecha de Validez: hasta la primera de las siguientes fechas: (i) el de 20 abril 2026; o (ii) la fecha de liquidación de la oferta pública de adquisición de acciones de Grupo Catalana Occidente, S.A., formulada por Inoc, S.A. Si se alcanzan los umbrales previstos en el artículo 47 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores tras la liquidación de dicha oferta pública y este certificado continuara en vigor, se extenderá su validez hasta la fecha de liquidación de las operaciones de compraventa forzosa.

### **Titular/es**

INOC, S.A.

### **NIF/CIF**

A28082626

| Código de Valor | Clase de Valor y emisión       | Núm. Valores | Valor Nominal   |
|-----------------|--------------------------------|--------------|-----------------|
| ES0116920333    | Grupo Catalana Occidente, S.A. | 44.328.842   | 13.298.652,60 € |

| Número de Acciones |
|--------------------|
| 44.328.842         |

- **Derechos reales limitados u otros gravámenes:** Garantía financiera pignoratícia de primer rango sobre la totalidad de las acciones de Grupo Catalana Occidente, S.A. titularidad de Inoc, S.A. a las que hace referencia este certificado, constituida mediante un contrato de garantías financieras pignoratícias (la **Garantía Financiera Pignoratícia**) elevado a público en virtud de escritura otorgada el 7 de mayo de 2025 ante el Notario de Barcelona, D. Miquel Tarragona Coromina, a favor de CaixaBank, S.A. como parte garantizada y banco agente y en garantía de las Obligaciones Garantizadas (tal y como dicho término se define en la Garantía Financiera Pignoratícia). La Garantía Financiera Pignoratícia ha sido inscrita en la Cuenta de Valores de Inoc, S.A. a favor de CaixaBank, S.A. como parte garantizada y banco agente de conformidad con lo previsto en los art. 21.1 y 24.7 del RD 814/2023, de 8 de noviembre.

- **Finalidad de Expedición:** El presente certificado se expide a los efectos de acreditar la titularidad, cargas e inmovilización de los valores detallados con motivo de la oferta pública de adquisición de acciones de Grupo Catalana Occidente, S.A., formulada por Inoc, S.A.

- **Observaciones:**

Y para que así conste, a petición del interesado y en cumplimiento del Art. 14 de la Ley 6/2023, de 17 marzo y de los artículos 21 y siguientes del Real Decreto 814/2023, de 8 noviembre, sobre sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado.

**BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.**

**P.P.**

**Fdo. Jose Luis Morante Guerrero**

Notas:

1. Los valores a los que se refiere este certificado quedarán inmovilizados hasta la fecha de validez salvo que sea devuelto en fecha anterior. La prenda en este caso quedará inscrita como derecho real hasta su vencimiento.
2. Los certificados caducarán por el transcurso del plazo de vigencia en ellos establecido, que no podrá exceder de los plazos establecidos en el Real Decreto 814/2023, de 8 noviembre.



## **Certificado de Legitimación**

Valores representados por medio de anotaciones en cuenta  
(Ley 6/2023, de 17 marzo y Real Decreto 814/2023, de 8 noviembre)

Sucursal de Cuenta: 6984

Certificado número: 152273662025102001

Código cuenta Valores: 0182-6984-95-0015227366

Fecha de Expedición: 20 de octubre de 2025.

Fecha de Validez: hasta la primera de las siguientes fechas: (i) el de 20 abril 2026; o (ii) la fecha de liquidación de la oferta pública de adquisición de acciones de Grupo Catalana Occidente, S.A., formulada por Inoc, S.A. Si se alcanzan los umbrales previstos en el artículo 47 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores tras la liquidación de dicha oferta pública y este certificado continuara en vigor, se extenderá su validez hasta la fecha de liquidación de las operaciones de compraventa forzosa.

**Titular/es**

CO SOCIEDAD DE GESTION Y PARTICIPACION, S.A.

**NIF/CIF**

A08252355

| Código de Valor | Clase de Valor y emisión       | Núm. Valores | Valor Nominal |
|-----------------|--------------------------------|--------------|---------------|
| ES0116920333    | Grupo Catalana Occidente, S.A. | 8.640        | 2.592         |

| Número de Acciones |
|--------------------|
| 8.640              |

- **Derechos reales limitados u otros gravámenes:** NINGUNO.

- **Finalidad de Expedición:** El presente certificado se expide a los efectos de acreditar la titularidad e inmovilización de los valores detallados con motivo de la oferta pública de adquisición de acciones ordinarias de Grupo Catalana Occidente, S.A., formulada por Inoc, S.A.

- **Observaciones:**

Y para que así conste, a petición del interesado y en cumplimiento del art. 14 de la Ley 6/2023, de 17 marzo y de los artículos 21 y siguientes del Real Decreto 814/2023, de 8 noviembre, sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado, se expide el presente Certificado de conformidad con el registro contable de valores representados por medio de anotaciones en cuenta.

**BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.**

**Fdo. Jose Luis Morante Guerrero**

Notas:

1. Los valores a los que se refiere este certificado quedarán inmovilizados hasta la fecha de validez salvo que sea devuelto en fecha anterior.
2. Los certificados caducarán por el transcurso del plazo de vigencia en ellos establecido, que no podrá exceder de los plazos establecidos en el Real Decreto 814/2023, de 8 noviembre.

## **ANEXO XI**

**Carta de Co Sociedad de Gestión y Participación, S.A. y de  
La Previsión 96, S.A. relativa a su compromiso de no  
pignoración de sus acciones de la Sociedad Afectada hasta  
que finalice la Oferta.**

## A LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

Co Sociedad de Gestión y Participación, S.A., sociedad anónima de nacionalidad española, provista de Número de Identificación Fiscal (N.I.F.) A-08.252.355, con domicilio social en la calle Méndez Álvaro, nº 31, Madrid, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, en la Hoja M-662.647, con código LEI 9598001W6DGGQGCUFJ93 ("**CO**"), y debidamente representada por Don Francisco José Arregui Laborda, Secretario del Consejo de Administración y apoderado en virtud de la escritura otorgada ante la Notario de Sant Cugat del Vallès (Barcelona) Don Antonio Luis García Bernat en fecha 11 de junio de 2009 con número 957 de protocolo

### DECLARA

1. Que, el pasado 27 de marzo de 2025, Inoc, S.A., sociedad perteneciente al grupo de sociedades del que CO es sociedad cabecera, anunció la formulación de una oferta pública voluntaria de adquisición de acciones sobre la totalidad de las acciones representativas del capital social de Grupo Catalana Occidente, S.A. (respectivamente, "**Catalana Occidente**" y la "**Oferta**"), la cual se encuentra pendiente de autorización por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
2. Que, CO es titular de forma directa de 8.640 acciones de Catalana Occidente, representativas del 0,0072% de su capital social.
3. Que, CO ha inmovilizado hasta la finalización de la Oferta las acciones de Catalana Occidente de las que es titular en virtud del certificado de legitimación emitido por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. de fecha 20 de octubre de 2025, que sustituye al certificado previamente emitido con fecha 31 de marzo de 2025.
4. Que, CO se compromete a no pignorar ninguna acción de Catalana Occidente hasta que finalice el período de aceptación de la Oferta.

En Sant Cugat del Vallès (Barcelona), a 24 de octubre de 2025.

Muy atentamente,

---

D. Francisco José Arregui Laborda  
Secretario del Consejo de Administración y apoderado

## A LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

La Previsión 96, S.A., sociedad anónima de nacionalidad española, provista de Número de Identificación Fiscal (N.I.F.) A-08.168.155, con domicilio social en la calle Méndez Álvaro, 31, Madrid, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, en la Hoja 660.343, con código LEI 959800VT09WDVL8KUY84 ("**LP96**"), y debidamente representada por Don Francisco José Arregui Laborda, Secretario del Consejo de Administración y apoderado en virtud de la escritura otorgada ante la Notario de Sant Cugat del Vallès (Barcelona) Doña Maria Concepción Alonso Vasallo en fecha 30 de septiembre de 2024 con número 1070 de protocolo

### DECLARA

1. Que, el pasado 27 de marzo de 2025, Inoc, S.A., sociedad que ostenta la condición de accionista de control de LP96, anunció la formulación de una oferta pública voluntaria de adquisición de acciones sobre la totalidad de las acciones representativas del capital social de Grupo Catalana Occidente, S.A. (respectivamente, "**Catalana Occidente**" y la "**Oferta**"), la cual se encuentra pendiente de autorización por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
2. Que, LP96 es titular de forma directa de 30.103.560 acciones de Catalana Occidente, representativas del 25,09% de su capital social.
3. Que, LP96 ha inmovilizado hasta la finalización de la Oferta las acciones de Catalana Occidente de las que es titular en virtud del certificado de legitimación emitido por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. de fecha 20 de octubre de 2025, que sustituye al certificado previamente emitido con fecha 31 de marzo de 2025.
4. Que, LP96 se compromete a no pignorar ninguna acción de Catalana Occidente hasta que finalice el período de aceptación de la Oferta.

En Sant Cugat del Vallès (Barcelona), a 24 de octubre de 2025.

Muy atentamente,

---

D. Francisco José Arregui Laborda  
Secretario del Consejo de Administración y apoderado

## **ANEXO XII**

**Carta de compromiso de no ejecución de la prenda sobre  
las acciones de la Sociedad Afectada de titularidad de  
Inocsa hasta que finalice la Oferta, expedida por  
Caixabank, S.A., en su calidad de acreedor pignoraticio.**

**COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**

Calle Edison, 4, 28006 – Madrid

En Barcelona, el 7 de mayo de 2025

Estimados Sres.:

Nos referimos a la oferta pública voluntaria de adquisición (la "**Oferta**") formulada por Inoc, S.A. (la "**Sociedad Oferente**") sobre la totalidad de las acciones representativas del capital social de Grupo Catalana Occidente, S.A. ("**GCO**"), respecto de la cual 74.441.042 acciones de GCO titularidad de la Sociedad Oferente, de Co Sociedad de Gestión y Participación, S.A. y La Previsión 96, S.A. ("**LP96**") han quedado inmovilizadas y no acudirán a la Oferta, de conformidad con el folleto presentado el 28 de abril de 2025 ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la Sociedad Oferente.

A los efectos de financiar la contraprestación en efectivo pagadera por la Sociedad Oferente bajo la Oferta y, mediante la emisión de avales, garantizar las obligaciones de pago en efectivo asumidas por la Sociedad Oferente bajo la Oferta, se ha suscrito un contrato de financiación en la presente fecha por, entre otros, la Sociedad Oferente como prestatario, LP96 como garante (los "**Obligados**") y CaixaBank, S.A. como entidad financiadora y avalista, que ha sido elevado a público en virtud de escritura otorgada ante el Notario de Barcelona, D. Miquel Tarragona Coromina, en esta misma fecha (el "**Contrato de Financiación**"). El Contrato de Financiación, junto con las cartas de comisiones y el resto de documentos financieros relacionados con el anterior serán referidos como los "**Documentos Financieros**".

Todas las obligaciones y responsabilidades de pago, tanto presentes como futuras, tanto existentes como eventuales o contingentes, solidarias o mancomunadas o cualesquiera otras, asumidas por los Obligados bajo los Documentos Financieros (las "**Obligaciones Garantizadas**") se encuentran íntegramente garantizadas por, entre otros, un derecho real de prenda de primer rango sobre las 44.328.842 acciones de GCO titularidad de la Sociedad Oferente constituido en el día de hoy (la "**Prenda**"), en virtud de un contrato de garantías financieras pignoraticias suscrito por, entre otros, la Sociedad Oferente, como pignorante y CaixaBank, S.A., como parte garantizada, elevado a público en virtud de escritura otorgada ante el Notario de Barcelona, D. Miquel Tarragona Coromina en esta misma fecha.

En virtud de lo anterior y a los efectos oportunos, por la presente declaramos y en lo menester certificamos que, ante un posible incumplimiento de las Obligaciones Garantizadas, esta entidad, en su propio nombre y representación, en su condición de parte garantizada bajo la Prenda, se compromete a no ejecutar la Prenda hasta la primera de las siguientes fechas: (i) la fecha en que se produzca la efectiva liquidación de la Oferta; (ii) la fecha en que la Oferta haya sido irrevocablemente retirada, anulada o declarada sin efecto o se haya desistido de la misma irrevocablemente, de acuerdo con la normativa aplicable; o (iii) el 1 de enero de 2026.



CaixaBank

---

El compromiso anterior en ningún caso implicará una renuncia por parte de esta entidad al ejercicio de sus derechos como parte garantizada bajo la Prenda, si no únicamente una suspensión temporal de su derecho a ejecutar la Prenda en caso de un incumplimiento de las Obligaciones Garantizadas, en los términos previstos en la misma, hasta la primera de las fechas previstas en el párrafo anterior.

Lo que se hace constar a los efectos oportunos, a 7 de mayo de 2025.

**CAIXABANK, S.A.**

---

P.p. D. José Luis Mora Jiménez

---

P.p. D. Felipe Augusto Oriol Miranda

## **ANEXO XIII**

**Informe de valoración de las acciones de la Sociedad  
Afectada.**



**Grupo Catalana Occidente, S.A.**

Informe de valoración de acuerdo con los requisitos del Real Decreto 1066/2007

22 de octubre de 2025

22 de octubre de 2025

**Inoc, S.A.**

Calle Méndez Álvaro, 31N

28045 | Madrid

---

**Deloitte Strategy, Risk & Transactions,  
S.L.U.**

Torre Picasso

Plaza Pablo Ruiz Picasso 1

28020, Madrid

Tel (+34) 91 514 50 00

[www.deloitte.es](http://www.deloitte.es)

Estimados Señores,

Adjuntamos nuestro informe (el “Informe”) en relación con nuestro trabajo de valoración en calidad de experto independiente sobre las acciones de Grupo Catalana Occidente, S.A. (“GCO”, el “Grupo”, la “Sociedad” o la “Sociedad Afectada”), en el contexto de la oferta pública voluntaria de adquisición (la “OPA” o la “Oferta”) que ha presentado Inoc, S.A. (“INOCSA”, el “Oferente”, la “Sociedad Oferente” o el “Cliente”).

En el contexto del procedimiento de autorización de la Oferta, INOCSA solicitó a Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U. (“Deloitte”) la preparación de un informe en el que se proporcione una valoración de las acciones de GCO atendiendo a los criterios de valoración indicados en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio, sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores (“RD 1066/2007”) para su consideración a los efectos de lo previsto en los artículos 9.3 y 11.d del RD 1066/2007.

Para la preparación del Informe, hemos realizado las revisiones, análisis y averiguaciones que hemos considerado necesarias y apropiadas a las circunstancias y hemos tenido en cuenta las condiciones generales de carácter económico, de mercado, nuestra experiencia en la valoración y la situación de los negocios y financiera de GCO que se desprende de su información financiera publicada, así como de la información de la Sociedad que el Cliente ha puesto a nuestra disposición.

En este sentido, queremos señalar que el consejo de administración de INOCSA, a través de su secretario facultado a tal efecto (la “dirección de INOCSA”), nos ha informado que el Cliente y la Sociedad han firmado un

acuerdo de colaboración mediante el cual el Comité de Dirección de GCO (la “dirección de GCO” o la “dirección de la Sociedad”) nos ha suministrado información no pública para la realización del Informe. Entre esta información no pública y confidencial, la dirección de la Sociedad nos ha facilitado el plan estratégico de los negocios de seguros tradicional, de crédito y el negocio funerario de la Sociedad (el “Plan Estratégico”, el “Plan a medio plazo” o “PMP”) en el que se exponen sus previsiones para los próximos años, junto con las estimaciones de solvencia para los negocios de seguros tradicional y de crédito (fondos propios disponibles de solvencia, ratios de solvencia objetivo y beneficios esperados incluidos en las primas futuras de los contratos de seguro existentes o “EPIFPs”) y la información financiera a 30 de septiembre de 2025 que no ha sido auditada, aún no ha sido aprobada por el consejo de administración y se publicará el 30 de octubre de 2025, así como la información financiera de los negocios al cierre del ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2024 (la “Fecha de Valoración”).

Nuestro trabajo se ha basado en información financiera pública de la Sociedad, la información no pública y confidencial facilitada por el Cliente y la Sociedad, otras fuentes públicas relevantes y se ha llevado a cabo entre el 31 de enero de 2025 y la fecha del Informe.

En cualquier caso, debemos señalar que nuestras conclusiones dependen de que la información que hemos considerado esté completa y sea precisa en todos sus aspectos. Sin embargo, el alcance de nuestro trabajo de valoración no nos permite aceptar la responsabilidad por la fiabilidad, exactitud o integridad de la información considerada.

Asimismo, debe considerarse que parte de nuestro análisis está basado en estimaciones de resultados futuros y otra información prospectiva que, por su naturaleza, está sujeta a incertidumbre y podría no materializarse como se hubiese previsto.

Deloitte no ha llevado a cabo, y no se le ha solicitado que lleve a cabo, una auditoría de la información facilitada para el desarrollo del trabajo, ni ha sometido dicha información a ningún proceso de verificación, no asumiendo por tanto ninguna responsabilidad acerca de la fiabilidad, integridad y exactitud de la misma.

Nuestro trabajo tampoco ha consistido en un proceso de Due Diligence ni trabajo similar que permita la evaluación de la situación financiera, legal, fiscal, laboral, registral, contable, medioambiental, técnica, operativa o de otro tipo de GCO.

Nuestro trabajo es de naturaleza independiente y no supone ninguna recomendación a la dirección de GCO o de INOCSA, a sus accionistas o a terceros, en relación con la posición que deberían tomar respecto a la Oferta u otras operaciones que les involucren.

Nuestro trabajo no tiene por objeto analizar la conveniencia de las estrategias de negocio actuales o pasadas del Oferente ni de la Sociedad Afectada, ni las razones de la operación en relación con otras estrategias de negocio o transacciones por las que hubiera podido optar.

Nuestro Informe ha sido preparado exclusivamente para su utilización por parte de nuestro Cliente y, atendiendo a su solicitud, se ha realizado atendiendo a los métodos de valoración establecidos en el artículo 10.5 del RD 1066/2007. Deloitte autoriza, la puesta a disposición de la Comisión

Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”) del Informe y, en su caso, una vez autorizada la citada OPA, se adjunte como información complementaria al folleto que se ponga a disposición de los accionistas de GCO siguiendo lo establecido legalmente previa aprobación de CNMV.

Hemos preparado el Informe única y exclusivamente para el objetivo y el contexto descritos y, en consecuencia, nuestro Informe no podrá utilizarse ni considerarse adecuado por Ustedes, ni terceras partes para propósitos diferentes a los descritos.

Hemos facilitado este Informe a fecha 22 de octubre de 2025 a la dirección de INOCSA para que nos confirme que, de acuerdo a su mejor entendimiento, (i) la información que nos han proporcionado con el objetivo de ejecutar nuestro encargo es completa y precisa en todos sus aspectos materiales a la fecha de nuestro Informe, y (ii) aceptan su responsabilidad respecto de las proyecciones y asunciones que las soportan y que se han utilizado en nuestro estudio, y nos confirman que siguen vigentes en las circunstancias presentes. La dirección de INOCSA ha facilitado la confirmación solicitada.

Con posterioridad a la Fecha de Valoración, la Sociedad ha publicado información financiera correspondiente al primer semestre del ejercicio 2025. Tras su revisión, consideramos que dicha información no supone un cambio significativo en las hipótesis utilizadas ni en las conclusiones alcanzadas en el presente Informe. Aunque a la fecha del Informe la Sociedad no ha publicado información financiera a 30 de septiembre de 2025, la dirección de GCO nos adelantó dicha información financiera no auditada y pendiente de aprobación por el consejo de administración. Tras su revisión, consideramos que la misma tampoco supone un cambio significativo en las hipótesis utilizadas ni en las conclusiones alcanzadas en el presente Informe.



Deloitte, habiendo prestado otros servicios de consultoría y asesoramiento a GCO distintos a los descritos en este trabajo que no guardan relación con la Oferta, confirma que ninguno de ellos supone ningún tipo de conflicto de independencia, una vez ha realizado los pertinentes procedimientos de comprobación a este respecto. Nuestros honorarios asociados al presente Informe son fijos e independientes del resultado de la Oferta, y se han estimado en función del equipo necesario y la experiencia de sus profesionales.

El Informe describe el propósito, uso y alcance de nuestro trabajo de valoración, las metodologías empleadas y los resultados de nuestro trabajo. El detalle del trabajo realizado para llegar a nuestra conclusión de valor se incluye en el Informe adjunto, por lo que esta carta deberá considerarse conjuntamente con dicho Informe. Asimismo, nuestro Informe deberá utilizarse considerando su contenido íntegro y no podrán utilizarse extractos del mismo.

Atentamente,

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

22 de octubre de 2025

# Índice

|                                                                |     |
|----------------------------------------------------------------|-----|
| Resumen Ejecutivo                                              | 08  |
| Descripción de la Oferta                                       | 11  |
| Objetivo y alcance del trabajo de valoración                   | 14  |
| Entorno económico                                              | 22  |
| Situación general de los negocios en los que opera la Sociedad | 25  |
| La Sociedad                                                    | 44  |
| Métodos de Valoración                                          | 54  |
| a. Valor teórico contable                                      | 56  |
| b. Valor liquidativo                                           | 63  |
| c. Cotización media ponderada                                  | 65  |
| d. Contraprestaciones ofrecidas con anterioridad               | 70  |
| e. Métodos de valoración comúnmente aceptados                  | 72  |
| Descuento de dividendos y Descuento de Flujos de Caja          | 73  |
| Múltiplos de mercado de compañías comparables                  | 98  |
| Múltiplos de mercado de transacciones comparables              | 104 |
| Anexos                                                         | 110 |

# Glosario

|                    |                                                    |                         |                                                                                                     |
|--------------------|----------------------------------------------------|-------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>%</b>           | Porcentaje                                         | <b>EBIT</b>             | Earnings before interest and taxes                                                                  |
| <b>€</b>           | Euro                                               | <b>EBITDA</b>           | Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization                                      |
| <b>12M</b>         | 12 meses                                           | <b>EEUU</b>             | Estados Unidos                                                                                      |
| <b>1S2X</b>        | Primer semestre año                                | <b>EIOPA</b>            | European Insurance and Occupational Pensions Authority                                              |
| <b>20XXE 20XXP</b> | Año Estimado                                       | <b>EOp</b>              | End of Period / Final del período                                                                   |
| <b>2S2X</b>        | Segundo semestre año                               | <b>EPIFPs</b>           | Expected Profits Included in Future Premiums / Beneficios Esperados Incluidos en las Primas Futuras |
| <b>AT</b>          | Activos Totales                                    | <b>ERP</b>              | Equity Risk Premium                                                                                 |
| <b>BBA</b>         | Building Block Approach                            | <b>ESG</b>              | Environmental, Social and Governance                                                                |
| <b>BCE</b>         | Banco Central Europeo                              | <b>EUR, €</b>           | Euro                                                                                                |
| <b>BME</b>         | Bolsas y Mercados Españoles                        | <b>EV</b>               | Enterprise Value                                                                                    |
| <b>BoP</b>         | Beginning of Period / Inicio del período           | <b>EV/EBIT</b>          | Enterprise Value / Earnings before interest and taxes                                               |
| <b>c.</b>          | Circa (aproximadamente)                            | <b>EV/EBITDA</b>        | Enterprise Value / Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization                   |
| <b>CAPEX</b>       | Capital Expenditures o Inversiones de Capital      | <b>FMI</b>              | Fondo Monetario Internacional                                                                       |
| <b>Capital IQ</b>  | S&P Global Market Intelligence                     | <b>Free float</b>       | Capital flotante                                                                                    |
| <b>CAPM</b>        | Capital Asset Pricing Model                        | <b>FWD</b>              | Forward                                                                                             |
| <b>CCAA</b>        | Cuentas Anuales                                    | <b>G, g</b>             | Tasa de crecimiento a perpetuidad                                                                   |
| <b>CE</b>          | Comunidad Europea                                  | <b>GCO</b>              | Grupo Catalana Occidente, S.A.                                                                      |
| <b>CNMC</b>        | Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia | <b>GGM</b>              | Gordon Growth Model                                                                                 |
| <b>CNMV</b>        | Comisión Nacional del Mercado de Valores           | <b>GWP</b>              | Gross Written Premiums                                                                              |
| <b>CNSF</b>        | Comisión Nacional de de Seguros y Finanzas         | <b>IA</b>               | Inteligencia Artificial                                                                             |
| <b>Cont.</b>       | Continuación                                       | <b>ICEA</b>             | Investigación Cooperativa entre Entidades Aseguradoras y Fondos de Pensiones                        |
| <b>CRP</b>         | Country Risk Premium (Prima por riesgo país)       | <b>ICISA</b>            | International Credit, Insurance & Safety Association                                                |
| <b>CSM</b>         | Contractual Service Margin                         | <b>IFRS 4, NIIF 4</b>   | Norma Internacional de Información Financiera relativa a Contratos de Seguros                       |
| <b>D</b>           | Deuda                                              | <b>IFRS 16, NIIF 16</b> | Norma Internacional de Información Financiera relativa a Arrendamientos                             |
| <b>DFC</b>         | Descuento de Flujos de Caja                        | <b>IFRS 17, NIIF 17</b> | Norma Internacional de Información Financiera relativa a Contratos de Seguros                       |
| <b>DFN</b>         | Deuda Financiera Neta                              | <b>INE</b>              | Instituto Nacional de Estadística                                                                   |
| <b>DDM</b>         | Descuento de Dividendos                            | <b>Ing.</b>             | Ingresos                                                                                            |
| <b>DDS</b>         | Directiva de Distribución de Seguros               | <b>INOCSA</b>           | INOC, S.A.                                                                                          |
| <b>DGSFP</b>       | Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones | <b>IPC</b>              | Índice de Precios al Consumo                                                                        |
| <b>E</b>           | Fondos propios                                     |                         |                                                                                                     |

# Glosario

|                   |                                                                                                                   |                        |                                                                                                                                                                 |
|-------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Kd</b>         | Coste de la deuda                                                                                                 | <b>pp.</b>             | Puntos porcentuales                                                                                                                                             |
| <b>Ke</b>         | Coste de los fondos propios                                                                                       | <b>PT</b>              | Total pasivo y patrimonio neto                                                                                                                                  |
| <b>KPI</b>        | Key Performance Indicator                                                                                         | <b>R<sup>2</sup></b>   | Coefficiente de determinación                                                                                                                                   |
| <b>LFRC</b>       | Pasivos de cobertura restante                                                                                     | <b>RD</b>              | Real Decreto                                                                                                                                                    |
| <b>LIC</b>        | Pasivos por siniestros incurridos                                                                                 | <b>RDL</b>             | Real Decreto-ley                                                                                                                                                |
| <b>LMVSI</b>      | Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión                            | <b>Rf</b>              | Risk free – Tasa libre de riesgo                                                                                                                                |
| <b>LP</b>         | Largo plazo                                                                                                       | <b>S.A.</b>            | Sociedad Anónima                                                                                                                                                |
| <b>M€</b>         | Millones de euros                                                                                                 | <b>SIBE</b>            | Sistema de Interconexión Bursátil                                                                                                                               |
| <b>Market Cap</b> | Capitalización Bursátil                                                                                           | <b>S.L.U.</b>          | Sociedad Limitada Unipersonal                                                                                                                                   |
| <b>MIA</b>        | Maryland Insurance Administration                                                                                 | <b>s/</b>              | Sobre                                                                                                                                                           |
| <b>MM€</b>        | Miles de millones de euros                                                                                        | <b>SCR</b>             | Requerimiento de Solvencia (Solvency Capital Requirement)                                                                                                       |
| <b>n.a.</b>       | Not available                                                                                                     | <b>Solvencia II</b>    | Normativa que emana de la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009                                                |
| <b>NIIF-UE</b>    | Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas por la Unión Europea mediante Reglamentos Comunitarios | <b>SOTP</b>            | Suma de partes (Sum of the parts)                                                                                                                               |
| <b>n.m.</b>       | Not meaningful                                                                                                    | <b>TACC</b>            | Tasa de Crecimiento Anual Compuesta                                                                                                                             |
| <b>OCDE</b>       | Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico                                                        | <b>TV o VT</b>         | Terminal Value - Valor Terminal                                                                                                                                 |
| <b>OMC</b>        | Organización Mundial del Comercio                                                                                 | <b>UE</b>              | Unión Europea                                                                                                                                                   |
| <b>ONU</b>        | Organización de Naciones Unidas                                                                                   | <b>UEM</b>             | Unión Económica y Monetaria                                                                                                                                     |
| <b>OPA</b>        | Oferta Pública de Adquisición                                                                                     | <b>UGE</b>             | Unidad Generadora de Efectivo                                                                                                                                   |
| <b>ORSA</b>       | Evaluación Propia de Riesgos y Solvencia                                                                          | <b>UNESPA</b>          | Unión Española de Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras                                                                                                       |
| <b>P/E</b>        | Price to Earnings                                                                                                 | <b>VaR</b>             | Value at Risk - Valor en Riesgo                                                                                                                                 |
| <b>P/GWP</b>      | Price to Gross Written Premiums                                                                                   | <b>VFA</b>             | Variable Fee Approach                                                                                                                                           |
| <b>P/R</b>        | Price to Revenues                                                                                                 | <b>VTC</b>             | Valor Teórico Contable                                                                                                                                          |
| <b>PAA</b>        | Premium Allocation Approach                                                                                       | <b>Valor razonable</b> | El precio que se recibiría por la venta de un activo o se pagaría para transferir un pasivo mediante una transacción ordenada entre participantes en el mercado |
| <b>Panasef</b>    | Asociación Nacional de Servicios Funerarios                                                                       | <b>WACC</b>            | Weighted Average Cost of Capital                                                                                                                                |
| <b>PCEA</b>       | Plan de Contabilidad de las Entidades Aseguradoras                                                                | <b>XTR</b>             | Trimestre del año                                                                                                                                               |
| <b>PGC</b>        | Plan General de Contabilidad aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre                           | <b>XY</b>              | Número de años                                                                                                                                                  |
| <b>PIB</b>        | Producto Interior Bruto                                                                                           | <b>β</b>               | Beta                                                                                                                                                            |
| <b>Pm/PM</b>      | Prima por riesgo de mercado                                                                                       | <b>BI</b>              | Beta apalancada                                                                                                                                                 |
| <b>PMP</b>        | Plan de negocio a medio plazo                                                                                     | <b>βr</b>              | Beta reapalancada                                                                                                                                               |

# Resumen Ejecutivo

# Introducción

## El 27 de marzo de 2025, INOCSA anunció la formulación de una oferta pública voluntaria de adquisición sobre la totalidad de las acciones representativas del capital de GCO

INOCSA es una sociedad constituida en 1957 y cuyo objeto social consiste en la adquisición, administración y venta de bienes, muebles e inmuebles, rústicos o urbanos, concesiones y valores mobiliarios. Sus ingresos provienen principalmente de los rendimientos financieros procedentes de participaciones en capital.

Por otro lado, GCO es un grupo asegurador que opera en el negocio de vida y no vida, seguro de crédito y negocio funerario. La sociedad dominante, Grupo Catalana Occidente, S.A., no ejerce directamente la actividad aseguradora, sino que es la cabecera de un grupo de entidades dependientes que se dedican principalmente a actividades aseguradoras. En la actualidad, INOCSA ostenta el control directo e indirecto del 62,03% de las acciones y el 63,07% de los derechos de voto de la Sociedad (excluyendo las acciones en autocartera).

La totalidad de las acciones de GCO están admitidas a negociación a través del Sistema de Interconexión Bursátil (“SIBE” o “Mercado Continuo”).

El Grupo y las entidades dependientes con actividad aseguradora en España están sujetas a la normativa reguladora de las entidades aseguradoras en España. La Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (“DGSFP”) supervisa a las entidades aseguradoras y reaseguradoras en materia de seguros y reaseguros privados, mediación de seguros, capitalización y fondos de pensiones.

Las sociedades dependientes con actividad aseguradora fuera de España regulada por diferentes organismos y sus respectivos territorios son: (I) Atradius Seguros de Crédito, S.A. en México, regulada por la Comisión Nacional

de Seguros y Finanzas (“CNSF”); y (II) Atradius Trade Credit Insurance, Inc. en Estados Unidos, regulada por la Maryland Insurance Administration (“MIA”).

Según el informe de gestión del ejercicio 2024, la Sociedad obtuvo unos ingresos de 5.998 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 3,5% respecto al mismo periodo del año anterior. Estos ingresos se desglosan en los tres negocios de GCO: 3.240 millones de euros en negocio tradicional, 2.495 millones de euros en negocio de seguro de crédito y 263 millones de euros en negocio funerario.

El 27 de marzo de 2025, INOCSA anunció la formulación de una oferta pública voluntaria de adquisición de acciones sobre la totalidad de las acciones representativas del capital social de GCO.

El 21 de octubre de 2025, el consejo de administración de INOCSA acordó por unanimidad la elevación del precio de la Oferta en los términos indicados en la publicación de información privilegiada de esa misma fecha.

En este contexto, hemos sido contratados por INOCSA para la emisión del presente informe de valoración de las acciones de GCO siguiendo las metodologías de valoración indicadas en el artículo 10 del RD 1066/2007.

# Conclusión del Informe

El RD 1066/2007 exige que se tengan en cuenta diversos métodos, que han sido analizados en el Informe, y que se justifique su respectiva relevancia. El valor por acción de GCO en nuestra opinión se sitúa entre 45,93 y 51,17<sup>(1)(3)</sup> euros, siendo el valor central de 48,34<sup>(2)(3)</sup>

| Método aplicado                                                | Valor por acción de GCO (euros)                                                     |
|----------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| Descuento de Dividendos y Descuento de Flujos de Caja          | 45,93 – 51,17 <sup>(1)(3)</sup>                                                     |
| Múltiplos de compañías cotizadas comparables                   | 47,75 – 51,49                                                                       |
| Múltiplos de transacciones de compañías comparables            | No calculado al no existir transacciones comparables para todos los negocios de GCO |
| Cotización media ponderada 30/09/2024 – 27/03/2025             | 38,16                                                                               |
| Valor Teórico Contable                                         |                                                                                     |
| Estados financieros consolidados (PCEA y NIIF-UE) – 31/12/2024 | 43,55 – 47,47 <sup>(3)</sup>                                                        |
| Estados financieros consolidados (PCEA y NIIF-UE) – 30/06/2025 | 47,38 – 51,31 <sup>(4)</sup>                                                        |
| Precio de OPA formulada en los 12 meses previos                | No ha habido                                                                        |
| Valor Liquidativo                                              | No calculado al considerarse significativamente inferior a otros métodos            |

Dentro del contexto y objetivos definidos en el presente Informe y sobre la base de los análisis realizados, aplicando los métodos indicados en el artículo 10.5 del RD 1066/2007, hemos evaluado los resultados de los métodos seleccionados teniendo en cuenta los méritos individuales de cada uno y la cantidad y la calidad de los datos disponibles. En este sentido, hemos considerado como más relevante el resultado obtenido de la aplicación del método del descuento de dividendos para el negocio asegurador y del descuento de flujos de caja para el negocio funerario, por ser generalmente aceptados y porque nos permiten apreciar mejor la captura de las posibles expectativas acerca de la potencial capacidad de GCO para generar retornos para sus accionistas en el futuro. El rango obtenido por el método del descuento de dividendos y del descuento de flujos de caja queda a su vez adecuadamente soportado por los resultados obtenidos de la aplicación, como método de contraste, de múltiplos de cotizadas comparables. La cotización es una referencia que no hemos considerado en la conclusión de valor por, entre otros, el hecho de que no recoge el valor actual del dividendo máximo repartible de acuerdo con el objetivo de solvencia de las metodologías principales. Por último, consideramos que el valor teórico contable consolidado no es una metodología de valoración adecuada debido a que, entre otros aspectos, es un método estático basado en criterios puramente contables y que no tiene en cuenta factores clave en la valoración de una compañía y, en particular, de una compañía aseguradora (sujeta a requerimientos regulatorios en materia de solvencia). De acuerdo con nuestro entendimiento de GCO, el sector, la actividad y sus características específicas, no hemos considerado relevantes otros métodos de valoración distintos a los utilizados en el Informe.

(1) El rango de valor se deriva a partir de los rangos estimados de tasa de descuento y de tasa de crecimiento a perpetuidad para los distintos negocios de GCO.

(2) El valor central se calcula con el valor medio de los rangos estimados de tasa de descuento y de tasa de crecimiento a perpetuidad para los distintos negocios de GCO, por lo que no es el promedio de los extremos del rango de valor.

(3) Valor por acción teniendo en cuenta el dividendo con cargo a reservas por importe de 0,207 euros por acción abonado el 12 de febrero de 2025, el dividendo complementario con cargo a los resultados del ejercicio 2024 por importe de 0,594 euros por acción abonado el 8 de mayo de 2025, el dividendo con cargo a reservas por importe de 0,25 euros por acción pagado el 9 de julio de 2025 y el dividendo con cargo a reservas por importe de 0,20 euros por acción abonado el 8 de octubre de 2025.

(4) Valor por acción teniendo en cuenta los dividendos con cargo a reservas por importe de 0,25 euros y 0,20 euros por acción pagados el 9 de julio de 2025 y el 8 de octubre de 2025, respectivamente.

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

# Descripción de la Oferta

# Descripción de la Oferta

## El 27 de marzo de 2025 INOCSA anunció una oferta pública voluntaria de adquisición sobre la totalidad de las acciones representativas del capital social de GCO

Si bien los términos y características detallados de la Oferta estarán contenidos en el folleto explicativo que se publicará, en su caso, tras la obtención de la correspondiente autorización de la CNMV (el “Folleto”), a continuación, resumimos los principales antecedentes y características de la OPA, de acuerdo con el anuncio a la CNMV, en relación con la oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de GCO por parte de INOCSA:

### Identificación de la Sociedad Oferente

- La Sociedad Oferente es Inoc, S.A., sociedad anónima de nacionalidad española, no cotizada, dedicada las actividades propias de una entidad holding, que dirige y gestiona participaciones en sociedades dedicadas principalmente a la actividad de seguros y a la gestión de cartera de inversiones, especialmente, en la gestión de estaciones de esquí (Baqueira Beret, S.A.). INOCSA está participada y controlada de forma directa por Co Sociedad de Gestión y Participación, S.A. (“CO” o “Cogespar” y, junto con todas sus filiales, el “Grupo CO” o el “Grupo mercantil CO”). CO también es una sociedad holding española, que dirige y gestiona participaciones en sociedades dedicadas principalmente a la actividad de seguros y a la gestión de cartera de inversiones, no existiendo ninguna persona física o jurídica que ejerza, de forma individual o concertada, directa o indirectamente, el control sobre CO. CO es titular directo del 57,69% del capital social de INOCSA, contando INOCSA con 544 accionistas además de CO, de los cuales sólo uno (Villasa, S.A.) ostenta un participación superior al 5% de su capital social.

### Decisión de formular la Oferta y tipo de Oferta

- El 27 de marzo de 2025, el consejo de administración de la Sociedad Oferente acordó por unanimidad la formulación de la Oferta, fijando sus principales términos y condiciones.
- El 21 de octubre de 2025, el consejo de administración de la Sociedad Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

Oferente acordó por unanimidad la elevación del precio de la Oferta en los términos indicados en la publicación de información privilegiada de esa misma fecha.

- La Oferta es voluntaria de conformidad con lo previsto en el artículo 117 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (“LMVSI”) y en el artículo 13 del RD 1066/2007.

### Sociedad Afectada

- La Sociedad Afectada es Grupo Catalana Occidente, S.A., sociedad anónima de nacionalidad española.
- El capital social de GCO asciende a 36.000.000 euros, representado por 120.000.000 de acciones ordinarias de 0,30 euros de valor nominal cada una, pertenecientes a una misma clase y serie, con idénticos derechos políticos y económicos, y totalmente suscritas y desembolsadas.
- Todas las acciones de GCO se encuentran admitidas a negociación en las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid a través del SIBE.

### Participación de la Sociedad Oferente en la Sociedad Afectada

- GCO está controlada por CO y, por tanto, forma parte del Grupo mercantil CO. CO es titular, directa e indirectamente, de 74.441.042 acciones de GCO, representativas del 62,03% de su capital social total y del 63,07% de sus derechos de voto (excluyendo las acciones en autocartera).

### Valores a los que se dirige la Oferta

- La Oferta se dirige a la totalidad de las acciones en que se divide el capital social de GCO, salvo por las 74.441.042 acciones de titularidad (directa o

# Descripción de la Oferta

## La Oferta se formuló como compraventa y, alternativamente, como un canje de acciones

### Valores a los que se dirige la Oferta (cont.)

indirecta) de CO que han sido inmovilizadas. En consecuencia, la Oferta se dirige de manera efectiva a 45.558.958 acciones de GCO, representativas del 37,97% de su capital social total.

- Los términos de la Oferta son idénticos para la totalidad de las acciones de GCO a las que se dirige y que, como ni la autocartera ni las acciones titularidad de los miembros de los órganos de administración de las sociedades del Grupo CO han sido inmovilizadas con ocasión de la Oferta, ésta se dirige también a dichas acciones.

### Contraprestación de la Oferta

- La Oferta se formuló como compraventa y, alternativamente, como un canje de acciones. La contraprestación inicial de la Oferta consistía en (i) un pago de 50 euros en efectivo por cada acción de GCO; o, alternativamente, (ii) un canje de acciones consistente en 1 nueva acción de clase B de INOCSA por cada 43,8419 acciones de GCO, con base en un precio de referencia por nueva acción de INOCSA de 2.192,10 euros.
- Los accionistas de GCO deben elegir una de las dos modalidades de contraprestación en su declaración de aceptación de la Oferta.
- Dada la ecuación de canje de la contraprestación en acciones, son necesarias, al menos, 44 acciones de GCO para recibir una nueva acción de INOCSA.
- Si GCO efectúa cualquier otra distribución de dividendos, reservas o prima de emisión, o cualquier otra distribución a sus accionistas desde la fecha del anuncio previo, siempre que la fecha de publicación del resultado de la Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

Oferta en los boletines de cotización coincida o sea posterior a la fecha ex-dividendo para dicha distribución, la contraprestación en efectivo se reducirá en el importe bruto por acción de la distribución.

- En el anterior supuesto, la contraprestación en acciones también se ajustará en los términos que se describen en el Folleto de la Oferta.
- Asimismo, si INOCSA y/o GCO efectúa cualquier otra distribución de dividendos o reservas o prima de emisión, o cualquier otra distribución a sus accionistas en dicho periodo, la contraprestación en acciones se ajusta en los términos que se describen en el Folleto de la Oferta.
- En este sentido: (i) tras los ajustes por dividendos anunciados en las comunicaciones de otra información relevante publicadas por INOCSA en la página web de la CNMV el 8 de mayo de 2025, el 3 de julio de 2025 y el 26 de septiembre de 2025, en relación con los dividendos abonados por GCO e INOCSA a sus accionistas el 8 de mayo de 2025, el 9 de julio de 2025 y el 8 de octubre de 2025; y (ii) la decisión de INOCSA de incrementar el precio de la Oferta en 0,75 euros anunciada en la comunicación de información privilegiada publicada por INOCSA en la página web de la CNMV el 21 de octubre de 2025, la ecuación de canje se obtiene teniendo en cuenta:
  - un precio de referencia por cada nueva acción de INOCSA de 2.186,24 euros; y
  - un precio de referencia de la acción de GCO de 49,75 euros.

El precio efectivo equivalente de la contraprestación en acciones es de 49,75 euros por acción de GCO, resultante de aplicar la ecuación de canje (1 nueva acción de INOCSA por cada 43,9446 acciones de GCO) al precio de referencia de 2.186,24 euros por cada nueva acción de INOCSA.

# Objetivo y alcance del trabajo de valoración

# Objetivo y Alcance del trabajo de valoración

Nuestro trabajo ha consistido en elaborar un informe de valoración de experto independiente siguiendo los métodos definidos por el artículo 10.5 del RD 1066/2007

## Objetivo

Deloitte ha sido contratado para la realización de un informe de experto independiente sobre el valor de las acciones de GCO, siguiendo los métodos de valoración del artículo 10.5 del RD 1066/2007.

De conformidad con lo previsto en el citado artículo 10.5 del RD 1066/2007, el informe de valoración deberá considerar los métodos que se definen a continuación:

- Valor teórico contable de la Sociedad Afectada y, en su caso, del Grupo consolidado, calculado con base en las últimas cuentas anuales auditadas y, si son de fecha posterior a éstas, sobre la base de los últimos estados financieros.
- Valor liquidativo de la Sociedad Afectada y, en su caso, del Grupo consolidado. 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 siempre que en el Informe se haga constar dicha circunstancia.
- Cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la opa mediante la comunicación de una información privilegiada, 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 a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión, y

- Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como descuento de dividendos, múltiplos de compañías y transacciones comparables u otros que resultaran de aplicación.

La aplicación de estos métodos se explica en detalle en la sección correspondiente.

# Objetivo y Alcance del trabajo de valoración

El análisis de valoración se refiere a 31 de diciembre de 2024 al ser la fecha de referencia de los últimos estados financieros auditados de GCO

## Fecha de Valoración y fecha del Informe

Si bien nuestros análisis de valoración se refieren al 31 de diciembre de 2024, la Fecha de Valoración, hemos tenido en cuenta la información publicada y/o facilitada por GCO y las variaciones en los datos macroeconómicos y de mercado entre la Fecha de Valoración y el 22 de octubre de 2025 (la “Fecha del Informe”).

## Eventos posteriores a la Fecha de Valoración

Con posterioridad, GCO ha publicado información financiera correspondiente al primer semestre del ejercicio 2025.

Se han analizado, en el contexto descrito en el presente Informe, ciertos hechos posteriores con el objetivo de ratificar, si procede, con base en la información facilitada y en nuestro juicio profesional, las conclusiones del Informe.

Los procedimientos más relevantes que hemos llevado a cabo relativos a los eventos posteriores a la Fecha de Valoración han sido los siguientes:

- Obtención y análisis de los estados financieros a 31 de marzo y 30 de junio de 2025, así como de los estados financieros a 30 de septiembre de 2025 que aún no han sido aprobados por el consejo de administración.
- Entrevistas con la dirección de GCO para entender la evolución de la Sociedad y cualquier otro aspecto relevante que debiera ser tenido en cuenta y que pudiera tener impacto en las conclusiones de nuestro trabajo.
- Análisis de la evolución de otros parámetros macroeconómicos y de mercado relevantes que puedan afectar a la valoración de la Sociedad.
- Obtención del valor teórico contable a 30 de junio de 2025.
- Análisis del valor teórico contable a 30 de septiembre de 2025 de acuerdo con el PCEA teniendo en cuenta la información financiera a dicha fecha, que

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

no ha sido auditada y que a la Fecha del Informe no es pública ni ha sido aprobada por el consejo de administración.

La dirección de INOCSA nos ha confirmado que, entre la Fecha de Valoración y la Fecha del Informe, no se ha puesto de manifiesto ningún aspecto acerca del desarrollo del negocio o cualquier hecho que a su leal saber y entender conozcan y deba considerarse en nuestro Informe, distinto de las distribuciones de dividendos de los meses de febrero, mayo, julio y octubre de 2025, de la operación de recompra de 26 tanatorios por parte de Mémora Servicios Funerarios, S.L.U. (“Mémora”) comunicada con fecha 17 de junio de 2025, que en febrero de 2022 habían sido vendidos en una operación de sale & leaseback, así como de la adquisición por parte de Mémora de Servicios Funerarios Sever, S.L., autorizada por la CNMC el 15 de julio de 2025. El impacto de estos hechos está recogido en las conclusiones del Informe.

Teniendo en cuenta todas las consideraciones descritas y la información puesta en nuestro conocimiento y analizada por nosotros en relación con los hechos acaecidos posteriormente a la Fecha de Valoración y los procedimientos llevados a cabo, con base en nuestro juicio profesional, consideramos que dicha información no supone un cambio significativo en las hipótesis utilizadas ni en las conclusiones alcanzadas en el presente Informe.

Por todo lo anterior, nuestra conclusión de valor del 100% de las acciones de GCO es válida a la Fecha del Informe.

En todo caso, cabe resaltar que cualquier cambio significativo o información nueva adicional sobre las condiciones económicas, cambios en el mercado o de las operaciones y resultados de la Sociedad, puestos de manifiesto con posterioridad a la Fecha del Informe, podría significar potencialmente un cambio en las conclusiones de valoración incluidas en el presente Informe.

# Objetivo y Alcance del trabajo de valoración

El Informe ha sido elaborado a partir de información pública y de la información facilitada por la dirección de INOCSA y de la Sociedad

## Eventos posteriores a la Fecha de Valoración (cont.)

Deloitte se exime de cualquier compromiso u obligación de informar a cualquier persona sobre las modificaciones de cualquier hecho o cuestión que afecte a esta valoración de los que pudiera tener conocimiento después de la Fecha del Informe y no asumimos ninguna obligación respecto de la actualización, revisión o confirmación de esta opinión en base a las circunstancias, desarrollos o eventos que tengan lugar después de la misma.

## Alcance del trabajo de valoración

Deloitte ha realizado las revisiones, análisis y averiguaciones que ha considerado necesarias y apropiadas a las circunstancias, con el objetivo de elaborar el informe de acuerdo con lo establecido en el artículo 10.5 del RD 1066/2007. En nuestros análisis hemos tenido en cuenta las condiciones generales de carácter económico, de mercado y la situación financiera de GCO, así como nuestra experiencia en la valoración de negocios financieros, aseguradores y compañías en general.

Nuestro trabajo no ha incluido la realización de una auditoría, revisión o compilación de la información financiera obtenida de fuentes públicas o que nos ha proporcionado el Cliente o la Sociedad y, por tanto, no expresaremos una opinión de auditoría ni otro tipo de garantía en relación con dicha información.

En nuestro trabajo de valoración hemos realizado, fundamentalmente, los procedimientos que se resumen a continuación:

- Análisis general de la situación actual del sector asegurador y funerario, así como de la situación macroeconómica y regulatoria a la que está sujeta la Sociedad;  
Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

- Análisis de las cuentas anuales consolidadas de la Sociedad y sociedades que componen GCO correspondientes al ejercicio 2024 junto con sus correspondientes informes de auditoría;
- Análisis de las cuentas anuales consolidadas de la Sociedad y sociedades que componen GCO correspondientes a los ejercicios 2022, 2023 y 2024, junto con los correspondientes informes de auditoría;
- Análisis de los estados financieros intermedios consolidados de la Sociedad y sociedades que componen GCO correspondientes a los ejercicios 2022, 2023, 2024 y 2025 junto con sus correspondientes informes de auditoría;
- Análisis de los estados financieros individuales de la Sociedad correspondientes a los ejercicios 2022, 2023 y 2024 junto con sus correspondientes informes de auditoría;
- Análisis de las presentaciones de información pública periódica de la Sociedad publicadas entre el primer trimestre de 2023 y el segundo trimestre de 2025, así como de la información financiera a 30 de septiembre de 2025, que a la Fecha del Informe no es pública y no ha sido aprobada por el consejo de administración;
- Análisis de los estados financieros trimestrales publicados por la Sociedad entre el primer trimestre de 2023 y el segundo trimestre de 2025 para entender la evolución de las principales métricas financieras, así como de los estados financieros a 30 de septiembre de 2025, que a la Fecha del Informe no son públicos y no han sido aprobados por el consejo de administración;
- Lectura y análisis de informes de analistas sobre GCO a los que hemos tenido acceso;

# Procedimientos y consideraciones generales

Las proyecciones financieras han sido analizadas partiendo del Plan Estratégico de la Sociedad, de las perspectivas de analistas y otra información pública

## Alcance del trabajo de valoración (cont.)

- Lectura de las comunicaciones de información privilegiada y otra información relevante de la Sociedad de los últimos 12 meses previos al 27 de marzo de 2025 (fecha en la que GCO emite una comunicación de información privilegiada en CNMV confirmando que ha recibido una propuesta de INOCSA con voluntad de excluir de Bolsa las acciones de GCO) y las comunicaciones al mercado de GCO pertinentes para nuestras conclusiones y desde dicha fecha hasta la Fecha del Informe;
  - Análisis de la relevancia de las distintas metodologías de valoración recogidas en el artículo 10.5 del RD 1066/2007, atendiendo a la calidad y cantidad de información disponible y considerando la situación de resultados de las operaciones de GCO, su situación financiera y las perspectivas futuras comunicadas;
  - Cálculo del valor teórico contable a partir de los estados financieros consolidados a 31 de diciembre de 2024 y a 30 de junio de 2025;
  - Análisis del valor teórico contable a 30 de septiembre de 2025 de acuerdo con el PCEA teniendo en cuenta la información financiera a dicha fecha, que no ha sido auditada y que a la Fecha del Informe no es pública ni ha sido aprobada por el consejo de administración.
  - Análisis de la conveniencia de utilizar o no la metodología del valor liquidativo;
  - Análisis de la cotización media ponderada de la acción de GCO en los 6 meses anteriores a la fecha del anuncio de la Oferta;
  - Análisis de OPAs y transacciones precedentes sobre las acciones de GCO;
  - Análisis del Plan Estratégico de la Sociedad facilitado por la dirección de la Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.
- Sociedad para los años 2025-2034 para el negocio de seguros de crédito y para los años 2025-2027 para el negocio tradicional de seguros y negocio funerario. El Plan Estratégico de la Sociedad para los años 2025-2027 (PMP) fue aprobado por el consejo de administración el 27 de junio de 2024;
- Análisis de las estimaciones de analistas para los años 2025 – 2027 de la Sociedad Afectada;
  - Análisis del Plan Estratégico mediante el contraste de los principales ratios, crecimientos y márgenes de dicho plan con las referencias de comparables de mercado a partir de informes de analistas;
  - Valoración por Descuento de Dividendos para el negocio de seguro de crédito y el negocio de seguro tradicional a partir de las proyecciones financieras facilitadas y de la estimación del coste de los recursos propios (“Ke”) y de otras hipótesis de valoración;
  - Valoración por Descuento de Flujos de Caja para el negocio funerario a partir de las proyecciones financieras facilitadas y de la estimación del coste medio ponderado de capital (“WACC”) y de otras hipótesis de valoración;
  - Análisis de sensibilidad de la valoración por Descuento de Dividendos y Descuento de Flujos de Caja considerando variaciones en determinadas hipótesis de valoración;
  - Análisis de compañías comparables cotizadas y de información pública disponible de transacciones precedentes sobre otras compañías del sector;
  - Análisis de valoración por múltiplos de cotizadas y transacciones;
  - Identificación de hechos posteriores a la Fecha de Valoración hasta la Fecha del Informe y su tratamiento a efectos de nuestra conclusión; y
- (1) Realizadas internamente con fines de gestión de riesgos, sin finalidad de valoración.

# Procedimientos y consideraciones generales

El resultado de nuestro trabajo, reflejado en el presente Informe, debe entenderse en el contexto que se realiza

## Alcance del trabajo de valoración (cont.)

- Obtención de una carta de la dirección de INOCSA en la que nos ha manifestado, entre otros aspectos: (i) que han puesto a nuestra disposición toda la información significativa de la que tienen conocimiento y que estiman relevante para la adecuada realización de nuestro trabajo, entre la que se encuentra el Plan Estratégico que representa su mejor estimación sobre la evolución futura del negocio, desde el conocimiento y experiencia de la Sociedad, teniendo en cuenta la situación y expectativas a nivel económico, financiero, contractual, comercial y legal; (ii) que la aplicación técnica del Plan Estratégico en la valoración es correcta; (iii) que el resultado de las valoraciones que disponen de determinados segmentos del negocio a través de diferentes metodologías<sup>(1)</sup> (Embedded Value y Appraisal Value) no es superior al rango de valor resultante de estos segmentos de negocio en este Informe (iv) que no han identificado ninguna manifestación de las que se les atribuye en el Informe que, en base a la información de la que disponen, no sea correcta; y (v) que entienden que el presente Informe responde a su encargo.

Asimismo, la dirección de INOCSA nos ha manifestado que:

- No existe (i) ningún litigio adverso que se estime necesario provisionar, distintos de los ya provisionados; (ii) ningún litigio material pendiente de resolución con impacto favorable ni (iii) otros activos ociosos o no afectos al negocio no reflejados en la valoración, que de forma significativa pudiesen afectar a la valoración de la Sociedad a la Fecha del Informe.
- No existen subvenciones que hayan sido solicitadas, que estén previstas ser solicitadas y/o que estén pendientes de desembolso a la Fecha del Informe que de forma significativa pudiesen afectar a la valoración de la Sociedad.

- No existen operaciones de desinversiones no reflejadas en esta valoración de activos o unidades de negocio en curso que estén negociándose a importes superiores a los implícitos en esta valoración.

## Consideraciones generales

En la realización de nuestro trabajo se ha empleado información financiera y no financiera obtenida de fuentes públicas, incluidos medios de información digitales y escritos, tales como S&P Capital IQ, Bloomberg, Refinitiv y AlphaSense, así como de informes de analistas, informes sectoriales e información facilitada por la dirección de INOCSA y de la Sociedad, a la cual hemos tenido pleno acceso durante la ejecución del ejercicio de valoración. Dada la naturaleza de la operación, debemos señalar que no se ha dispuesto de ningún trabajo de Due Diligence u otro tipo de análisis que haya podido realizar el Oferente o sus asesores. Asumimos que la información obtenida de INOCSA y de la Sociedad, de fuentes públicas u otras fuentes es fiable y suficiente. No obstante, no podemos garantizar la precisión de la información empleada.

Es importante señalar que la gestión actual de los negocios y la toma de decisiones de la Sociedad se realiza sobre información financiera reportada en las Normas Internacionales de Información Financiera ("NIIF"), en concreto en la NIIF 4, a la dirección del Grupo y, por tanto, la información por segmentos y área geográfica, el Plan Estratégico, la información de solvencia a la Fecha de Valoración y la recogida en las proyecciones financieras se desglosa bajo los principios contables establecidos por dicha normativa, hasta que la gestión del negocio y toma de decisiones se realicen sobre información financiera reportada (incluyendo el informe de gestión consolidado) bajo los principios establecidos en NIIF 17 (normativa contable aplicable en las cuentas anuales de la Sociedad a la Fecha de Valoración).

# Procedimientos y consideraciones generales

El resultado de nuestro trabajo, reflejado en el presente Informe, debe entenderse en el contexto que se realiza

## Consideraciones generales (cont.)

Desde el 1 de enero de 2023, y al ser una sociedad cotizada, GCO aplica en sus estados financieros consolidados la NIIF 17 - Contratos de seguro, cuya aplicación implica, entre otros impactos, un mayor desglose de información. Sin embargo, GCO continúa reportando sus estados financieros individuales y su información de gestión, en cuanto a inversiones financieras y contratos de seguro se refiere, bajo PCEA (Plan de Contabilidad de las Entidades Aseguradoras, aprobado por el Real Decreto 1317/2008, de 24 de julio), norma contable basada en los criterios de la NIIF 4 - Contratos de seguro. Existen diferencias de presentación y de contabilización del resultado financiero entre ambas normas, como la presentación, bajo NIIF 4, de los resultados financieros del negocio de seguro de vida en el resultado técnico, mientras que bajo NIIF 17 el resultado financiero se desglosa por separado. En este sentido, las entidades aseguradoras cotizadas españolas presentan sus resultados tanto bajo PCEA como bajo la NIIF 17.

Tal y como señala la Sociedad en su informe de gestión del ejercicio 2024, no hay diferencias entre ambas normativas en el apetito al riesgo, ni en el reparto de dividendos, ni en la generación de caja ni en la posición de solvencia y, por tanto, no tiene impacto en las conclusiones de valor del Informe.

Asimismo, es necesario añadir a estas diferencias el efecto de la aplicación de la NIIF 16 - Arrendamientos que, si bien a efectos de la valoración no la hemos tenido en cuenta por tratarse de una norma contable sin impacto en la valoración, los estados financieros consolidados de la Sociedad sí presentan sus cuentas de acuerdo a esta normativa. La NIIF 16 tiene un componente de gasto financiero como incremento del valor del pasivo porque utiliza el tipo de interés efectivo (tras el reconocimiento inicial del valor actual de los pagos futuros Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

durante la vida de los contratos de arrendamiento).

La dirección de la Sociedad nos ha facilitado el Plan Estratégico de los negocios de seguros tradicional, de crédito y el negocio funerario de la Sociedad en el que se exponen las previsiones de la dirección de la Sociedad para los próximos años, junto con las estimaciones de solvencia para los negocios de seguros tradicional y de crédito, así como el cierre de los negocios a la Fecha de Valoración. Consecuentemente, las proyecciones financieras utilizadas en el desarrollo de nuestro trabajo han sido realizadas mediante la aplicación del Plan Estratégico y demás información financiera facilitada por el Cliente y la Sociedad en base al mejor conocimiento de la dirección de la Sociedad de los negocios y de las perspectivas para los próximos años. Asimismo, hemos llevado a cabo el contraste de las principales métricas del Plan Estratégico con referencias de mercado de comparables. En cualquier caso, consideramos que la información de GCO a la que hemos tenido acceso y aquella otra que hemos elaborado es suficiente para la preparación de este Informe.

Queremos señalar que, debido al carácter incierto que tiene cualquier información basada en expectativas, podrían producirse diferencias entre las proyecciones y los resultados reales que, eventualmente, pudieran ser significativos e incidir en las conclusiones de este Informe.

En consecuencia, no asumiremos responsabilidad alguna que de ello se derive, ni tampoco en cuanto a la necesaria actualización de las proyecciones que habría de realizarse como consecuencia de aquellos hechos y circunstancias que se produzcan después de la Fecha del Informe. El hecho de que hagamos uso de dicha información no puede interpretarse como una garantía de su cumplimiento.

# Procedimientos y consideraciones generales

El resultado de nuestro trabajo, reflejado en el presente Informe, debe entenderse en el contexto que se realiza

## Consideraciones generales (cont.)

La realización de una estimación técnica del valor de un activo o negocio parte de ciertas asunciones, tanto en los métodos aplicados, como en las hipótesis asumidas en el cálculo del flujo de caja generado a futuro por el mismo. Por otra parte, quisiéramos destacar que no existe un único método estándar universal que proporcione un valor irrefutable de un activo o negocio, habida cuenta de que entre los elementos a valorar se encuentran, entre otros muchos de carácter material y objetivo, la capacidad de gestión de un equipo y las características y evoluciones del mercado. Asimismo, debe tenerse en consideración que en el contexto de un mercado abierto pueden existir precios diferentes para un mismo negocio debido a factores externos como el poder de negociación entre las partes, las distintas expectativas de evolución de mercado o a distintas posibilidades de materialización de economías adicionales (sinergias). Adicionalmente, debe tenerse en cuenta que la decisión sobre la OPA o cualquier otra operación relacionada dependerá de diversos factores que no están ligados con el trabajo sobre el que se basa este Informe y los asuntos que en él se presentan. Por estos motivos, cualquier estimación de valor debe entenderse en su contexto y siempre como un marco de referencia, sin que sea posible asegurar que ni las potenciales partes interesadas ni terceros estén necesariamente de acuerdo con las conclusiones de nuestro trabajo.

Cabe señalar que puede haber diferencias entre las sumas totales de los gráficos y las tablas mostradas en el Informe debido al redondeo de decimales.

El resultado de nuestro trabajo no puede interpretarse como una fairness opinion (en la que se evalúa si los términos de una transacción son justos o razonables, “fair”), ni expresa una opinión acerca del precio al que debería

estar cotizando la Sociedad. También quisiéramos señalar que nuestro trabajo no supone una evaluación ni una inspección de ningún activo o pasivo (ni contingente o de ninguna otra clase). De igual forma, nuestro trabajo tampoco ha consistido en la fijación de la contraprestación de la Oferta por parte del Oferente. Queremos resaltar que nuestro Informe no puede interpretarse como una recomendación para la Sociedad Afectada o sus accionistas en relación con la aceptación o no de los términos de la Oferta presentada por el Oferente.

# Entorno económico

# Situación de la economía mundial

El FMI ha reducido sus estimaciones de crecimiento de la actividad económica mundial como consecuencia de las nuevas medidas arancelarias impuestas entre economías con peso en el comercio global

La actividad económica mundial mostró una evolución ligeramente superior a la prevista en los últimos meses de 2024. Sin embargo, la introducción de nuevas medidas arancelarias por parte de economías clave ha modificado el entorno. El Fondo Monetario Internacional ajustó a la baja sus proyecciones de crecimiento global debido a las tensiones comerciales y la mayor incertidumbre que afectan la inversión y el comercio.

El proceso de reducción de la inflación global se ha estancado en los últimos meses, y en algunos casos ha mostrado un repunte, con un número creciente de países superando sus objetivos de inflación. La inflación de los servicios continúa en descenso, aunque permanece por encima de los niveles previos al repunte inflacionario. La inflación subyacente de bienes ha aumentado desde noviembre de 2024.

Según el FMI, los principales bancos centrales continuarán ajustando la política monetaria en los próximos trimestres, con ritmos distintos entre regiones. En Estados Unidos y la zona euro, se anticipan reducciones en los tipos de interés debido a la desaceleración de la inflación. En Japón, se espera una normalización gradual de la política monetaria, manteniendo el objetivo de estabilidad de precios.

Se espera que la recuperación económica continúe en los próximos trimestres, impulsada por el consumo privado y el mercado laboral. No obstante, el impacto de las medidas comerciales y la incertidumbre en política económica podrían limitar la recuperación. Las proyecciones indican que el crecimiento del PIB podría situarse por debajo de las estimaciones iniciales si persisten las tensiones comerciales y los riesgos globales.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

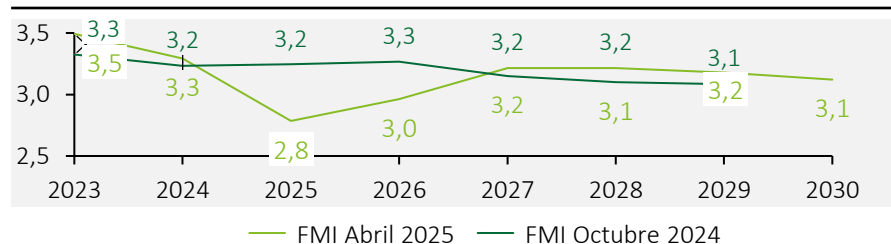
Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

## Perspectiva macroeconómica

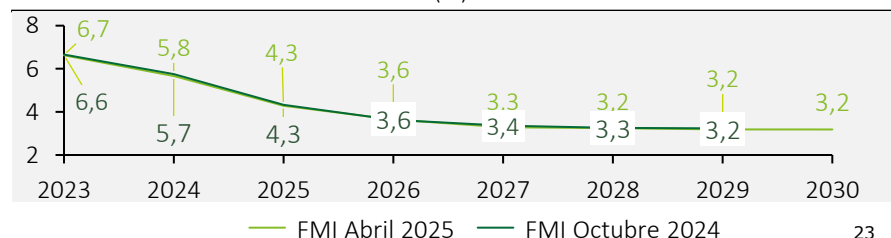
Según las últimas previsiones de FMI de abril de 2025, se han producido revisiones en las previsiones de crecimiento global para 2025 y 2026, en línea con la incertidumbre añadida por las nuevas medidas arancelarias, con una ligera revisión en las previsiones para 2027, 2028 y 2029. El comercio se ha mantenido, impulsado principalmente por un aumento de las exportaciones de China y las importaciones de Estados Unidos a fines de 2024. Los mercados emergentes enfrentan desafíos por conflictos geopolíticos y fenómenos meteorológicos extremos, afectando regiones como el Medio Oriente.

Las previsiones de inflación varían según la región. El FMI estima que la inflación global general alcanzará un 4,3 % en 2025 y un 3,6 % en 2026, con revisiones al alza en economías avanzadas y ajustes a la baja en economías emergentes.

### PIB real - mundial (%)



### Índice de Precios al Consumo - mundial (%)



Fuente: World Economic Outlook Database de abril 2025 y octubre 2024

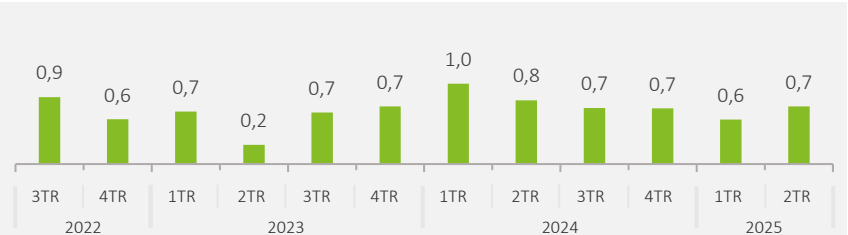
# Situación de la economía española

El PIB de la economía española aumentó a una tasa del 0,7% intertrimestral en el segundo trimestre de 2025

## Situación actual

De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística (“INE”), el PIB de la economía española aumentó a una tasa del 0,7% intertrimestral en el segundo trimestre de 2025 (una décima menos que en el trimestre precedente), ligeramente por debajo de las proyecciones del Banco de España para marzo, debido al retroceso de las importaciones. La variación interanual del PIB fue del 2,8%, tasa similar a la del trimestre precedente. La demanda nacional aportó 3,4 puntos y la externa contribuyó con -0,6 puntos.

Evolución del PIB de España – Tasa de variación intertrimestral (%)



Fuente: Banco de España e INE

Las condiciones financieras del sector privado español mejoraron desde 2022, lo que se tradujo en un crecimiento del consumo privado del 1,8% en 2023 y del 2,9% en 2024. La inflación también se redujo hasta el 3,4% en 2023 y el 2,9% en 2024. Aunque la tasa de desempleo ha disminuido, sigue siendo la más alta de la OCDE, llegando la tasa de desempleo al 10,9% en marzo de 2025. El déficit fiscal está disminuyendo, pero se considera necesario reforzar

| Indicador                           | 2022  | 2023  | 2024  |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|
| Crecimiento del consumo privado (%) | 4,8   | 1,8   | 2,9   |
| Tasa de desempleo (%)               | 13,0  | 12,2  | 11,3  |
| Crecimiento del IPC (%)             | 8,3   | 3,4   | 2,9   |
| Deuda pública (% del PIB)           | 113,7 | 111,0 | 108,5 |

Fuente: OCDE, Perspectivas Económicas.

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

la consolidación fiscal para que la deuda descienda y permitir un margen para el gasto por envejecimiento poblacional.

## Perspectiva macroeconómica

Atendiendo a las proyecciones macroeconómicas más recientes del Banco de España para la economía española de junio de 2025, el crecimiento del PIB de España, que en 2024 alcanzó el 3,1% en términos reales, se situará en el 2,4% en 2025, en el 1,8% en 2026 y en el 1,7% en 2027. En comparación con las proyecciones publicadas en marzo, las actuales comportan una revisión a la baja de 0,3 pp. en el crecimiento del PIB en 2025.

Por el lado de los precios, la inflación general, que en el promedio de 2024 fue del 2,9%, se estima que descienda hasta el 2,4% en 2025 y hasta el 1,7% en 2026. La estimación para el año 2027 es la vuelta a una senda de niveles de inflación normalizada en el entorno del 2,5%. Esta normalización se produciría como resultado de una ralentización del ritmo de crecimiento de los precios de la energía y los alimentos, así como de los efectos de la política monetaria. Por su parte, el componente subyacente de los precios se estima que crezca un 2,5% este año (0,2 pp. menos que en 2024) debido a la bajada de los tipos de interés por parte del BCE, estimándose una desaceleración hasta el 2,0% en los dos años siguientes.

Proyecciones de PIB e inflación para España (%)

|           | 2025             | 2026             | 2027             |
|-----------|------------------|------------------|------------------|
| PIB       | 2,4%<br>↓ 0,3 pp | 1,8%<br>↓ 0,1 pp | 1,7%<br>= 0,0 pp |
| Inflación | 2,4%<br>↓ 0,1 pp | 1,7%<br>= 0,0 pp | 2,5%<br>↑ 0,1 pp |

Nota: Últimas estimaciones de Banco de España y comparativa con estimación anterior.

Fuente: Banco de España.

# Situación general de los principales negocios en los que opera la Sociedad

# Entorno de mercado | Medidas regulatorias y económicas

El sector asegurador está altamente regulado por la importancia que tiene en la economía, sobre todo en una economía como la europea y, en especial, la economía española

## NIIF 17 – Contratos de Seguros

La NIIF 17 es una norma contable internacional que entró en vigor el 1 de enero de 2023, reemplazando a la NIIF 4, con el objetivo de estandarizar la contabilidad de los contratos de seguro a nivel global. La norma establece tres métodos para registrar los pasivos por cobertura restante (“LFRC”) de los contratos de seguro. La LFRC recoge las obligaciones que tiene una aseguradora de cubrir eventos asegurados que aún no han ocurrido bajo contratos de seguros ya emitidos:

- Método general (Building Block Approach o “BBA”);
- Método de asignación de primas (Premium Allocation Approach o “PAA”). Simplificación opcional aplicable en general para los contratos con periodo de cobertura igual o inferior a 1 año; y,
- Enfoque de margen variable (Variable Fee Approach o “VFA”) aplicable a seguros de participación discrecional (Unit Link y productos similares).

Bajo el enfoque general, la LFRC de los contratos de seguro, previamente agrupados, se registra por el agregado de (i) el valor actual ajustado por el riesgo no financiero de sus flujos de efectivo futuros (flujos de efectivo derivados del cumplimiento), que deben incorporar toda la información disponible de una manera consistente con la información de mercado observable; más (ii) una cantidad que representa el beneficio no devengado en el grupo de contratos (el margen de servicio contractual, Contractual Service Margin o “CSM”). El CSM se reconoce en resultados durante el periodo de cobertura del grupo de contratos. Si un grupo de contratos genera o llega a generar pérdidas, éstas se reconocen inmediatamente.

En el método PAA el pasivo por la cobertura restante se reconoce como las primas recibidas menos cualquier flujo de efectivo de adquisición. Ese pasivo se reconoce en resultados en el periodo de cobertura.

En el método VFA se emplea el modelo general, si bien el CSM se reconoce de una manera sistemática a lo largo de la duración del contrato para reflejar la transferencia de servicios de inversión.

Adicionalmente a la LFRC se debe reconocer un pasivo por siniestros incurridos (“LIC”) calculado como el valor actual ajustado por el riesgo no financiero de los pagos futuros por los siniestros incurridos más sus gastos de gestión asociados.

Por su parte, en los contratos de reaseguro cedido la LFRC se registra por el Método BBA o PAA en función de sus características y la LIC se registra igual que para los contratos de seguro.

En la cuenta de resultados se deben presentar por separado los resultados del servicio de seguro (ingresos ordinarios de seguros menos los gastos del servicio de seguro) y los ingresos o gastos financieros de seguros.

## Directiva (UE) 2016/97 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de enero de 2016, sobre la distribución de seguros (“DDS”)

El Real Decreto-ley 3/2020, de 4 de febrero (el “RDL 3/2020”), traspone a la legislación española la DDS. El propósito principal de la norma es la protección de los consumidores de seguros, además de la promoción de la libertad de contratación. En este sentido, la novedad más importante que introduce la norma es la regulación de las normas de conducta exigibles en el desarrollo de las actividades de distribución de seguros.

EL RDL 3/2020 regula de forma detallada la información a facilitar a los clientes antes de la celebración del contrato de seguro, la distribución de productos de inversión basados en seguros, las prácticas de venta combinada y vinculada de seguros y el control y gobernanza de los productos de seguros.

# Entorno de mercado | Medidas regulatorias y económicas

## La evolución del sector asegurador se puede ver afectada por los distintos desarrollos regulatorios

### Modificación de la Directiva 2009/138/CE (Solvencia II)

El 9 de enero de 2025 se publicó la Directiva (UE) 2025/2 del Parlamento y del Consejo, de 27 de noviembre de 2024, que modifica la Directiva Solvencia II. Las principales áreas modificadas corresponden a:

- Medidas de proporcionalidad: se elevan los umbrales para eximir a un mayor número de entidades del alcance de Solvencia II. Se introduce el concepto de “Entidades pequeñas y no complejas”;
- Ajustes en el cálculo del capital de solvencia: entre otras medidas, se modifican los criterios para delimitar el concepto de renta variable a largo plazo, con una carga de capital diferenciada y se introducen cambios en el ajuste por casamiento;
- Ajustes en la estructura de tipos de interés y en el ajuste por volatilidad: se establece un nuevo enfoque para extrapolar la estructura temporal de tipos de interés sin riesgo, considerando un mayor número de instrumentos financieros. El ajuste de volatilidad se separa en una volatilidad por moneda y un macroajuste aplicable cuando el país exceda ciertos umbrales;
- Pilar II: se incorporan en la Evaluación Propia de Riesgos y Solvencia (“ORSA”) nuevos requisitos de gobernanza, nuevos riesgos en la gestión (ciberseguridad, liquidez y sostenibilidad), consideraciones macro prudenciales y análisis de impactos del cambio climático; y,
- Pilar III: se proponen cambios en el informe sobre situación financiera y de solvencia.

Los estados miembros deben trasponer a su legislación nacional esta directiva antes del 29 de enero de 2027, de forma que sus medidas se apliquen a partir del 30 de enero de ese año.

### Directiva (UE) 2025/1 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2024 (“Directiva de Recuperación y Resolución de Seguros”)

El 9 de enero de 2025 se publicó la Directiva de Recuperación y Resolución de Seguros cuyo objetivo es preparar mejor a las aseguradoras y a las autoridades de la Unión Europea ante situaciones de estrés financiero significativo, permitiendo que estas últimas intervengan de forma temprana y rápida, incluso a nivel transfronterizo.

Cada Estado Miembro deberá crear una Autoridad de Resolución, que será responsable de desarrollar las estrategias y herramientas para gestionar una posible crisis o quiebra.

La Directiva supondrá que las aseguradoras desarrollen planes de recuperación, mientras que las autoridades de resolución, en colaboración con las entidades, deben crear los planes de resolución.

Entre la primera mitad de 2025 y octubre de 2026 European Insurance and Occupational Pensions Authority (“EIOPA”) tiene previsto elaborar normas técnicas y directrices para desarrollar ciertos apartados de la Directiva.

Los estados miembros deben trasponer a su legislación nacional esta directiva antes del 29 de enero de 2027, de forma que sus medidas se apliquen a partir del 30 de enero de ese año.

a) Negocio de seguros tradicional

# Entorno de mercado | Negocio tradicional

Las primas de seguros decrecen un 1,6% en el año 2024, y el ahorro gestionado en Vida crece un 3,3%

## Entorno sectorial en España

El volumen de primas para el conjunto del sector asegurador español en el ejercicio 2024 alcanzó los 75.161 millones, lo que supone un descenso del 1,6%, frente al crecimiento del 17,8% registrado en 2023, con un comportamiento dispar entre los ramos de vida y no vida. En el primer semestre de 2025, el volumen de primas experimentó un aumento del 12,2% en comparación con el mismo periodo del ejercicio anterior.

En el ramo de no vida, el volumen de primas alcanzó los 46.333 millones de euros en 2024, con un crecimiento del 7,8%, superior al 6,8% reflejado en 2023. A 30 de junio de 2025, dicho volumen alcanzó los 25.981 millones de euros, aumentando un 8,0% con respecto al mismo periodo del año anterior.

En el ramo de vida, el ahorro gestionado, representado por las provisiones técnicas, alcanzó los 210.577 millones de euros en 2024, lo que supone un crecimiento del 3,3%, frente al crecimiento del 5,2% de 2023. A 30 de junio de 2025, el ahorro gestionado alcanzó los 215.008 millones de euros, y las primas aumentaron un 18,2% respecto al mismo periodo del año anterior.

GCO ocupa el puesto número 7 en el ranking de primas por seguro a 31 de diciembre de 2024 y a 30 de junio de 2025, ostentando una cuota de mercado del 4,8% y 4,4%, respectivamente.

Por ramos, GCO ocupa el puesto número 5 en el ranking de primas de seguros directas de no vida a cierre de 2024 frente al puesto número 4 a 30 de junio de 2025, con crecimientos del 6,9% y 6,5%, respectivamente. Para el negocio de vida, GCO ocupa el puesto número 8 en el ranking de primas de seguros directas a cierre de 2024, con un crecimiento del 1,0%, y el puesto número 10 a 30 de junio de 2025, con un crecimiento del 5,2%.

### Principales grupos aseguradores

| Grupo                   | Primas (M€) | Cuota (%) |
|-------------------------|-------------|-----------|
| 1 Vidacaixa             | 10.386      | 13,8%     |
| 2 Mapfre                | 8.588       | 11,4%     |
| 3 Grupo Mutua Madrileña | 7.868       | 10,5%     |
| 4 Allianz               | 3.758       | 5,0%      |
| 5 Grupo AXA             | 3.694       | 4,9%      |
| 6 Generali              | 3.609       | 4,8%      |
| 7 GCO                   | 3.584       | 4,8%      |
| 8 Zurich                | 3.405       | 4,5%      |
| 9 Santalucía            | 2.234       | 3,0%      |
| 10 Grupo Helvetia       | 2.198       | 2,9%      |
| 11 Resto                | 25.837      | 34,4%     |
| Total                   | 75.161      | 100,0%    |

### Principales grupos del ramo no vida

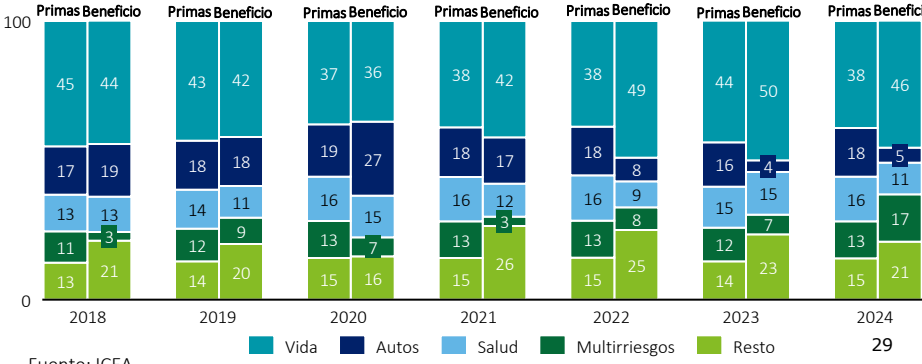
| Grupo                   | Primas (M€) | Cuota (%) |
|-------------------------|-------------|-----------|
| 1 Grupo Mutua Madrileña | 7.445       | 16,1%     |
| 2 Mapfre                | 6.334       | 13,7%     |
| 3 Allianz               | 3.140       | 6,8%      |
| 4 Grupo AXA             | 2.763       | 6,0%      |
| 5 GCO                   | 2.725       | 5,9%      |
| 6 Resto                 | 23.926      | 51,6%     |
| Total                   | 46.333      | 100,0%    |

### Principales grupos del ramo vida

| Grupo               | Primas (M€) | Cuota (%) |
|---------------------|-------------|-----------|
| 1 Vidacaixa         | 10.350      | 35,9%     |
| 2 Mapfre            | 2.253       | 7,8%      |
| 3 Zurich            | 2.015       | 7,0%      |
| 4 Santander Seguros | 1.527       | 5,3%      |
| 5 BBVA Seguros      | 1.325       | 4,6%      |
| 6 Grupo AXA         | 931         | 3,2%      |
| 7 Generali          | 897         | 3,1%      |
| 8 GCO               | 859         | 3,0%      |
| 9 Resto             | 8.670       | 30,1%     |
| Total               | 28.827      | 100,0%    |

Fuente: Boletín de diciembre de 2024 de ICEA

### Primas y resultado de la cuenta técnica por ramos (%)



## Entorno de mercado | Negocio tradicional

El volumen de primas registrado en el negocio de no vida fue de 46.333 millones de euros en el 2024, lo que supone un crecimiento del 7,8% con respecto de 2023

### Negocio de no vida en España

El volumen de primas de los ramos de no vida en el ejercicio 2024 se sitúa en torno a los 46.333 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 7,8% frente al 6,8% registrado en 2023 (42.990 millones de euros). Dentro de las primas de no vida un 28,4% corresponde a la modalidad de automóviles, un 26,0% a los seguros de salud, un 24,0% a las modalidades de resto de ramos No Vida y un 21,5% a la modalidad de multirriesgos.

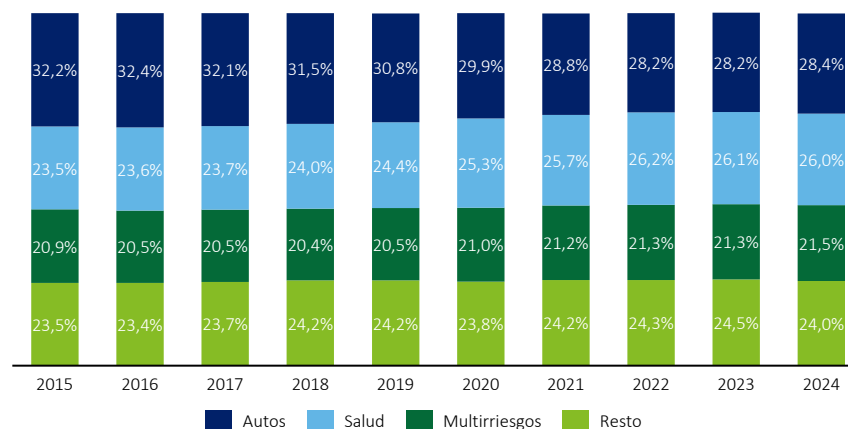
Del volumen de primas registradas en el 2024, dentro de los principales ramos de no vida, el mejor comportamiento correspondió al seguro de automóviles, que cerró el año 2024 con un volumen de primas de 13.180 millones de euros, lo que supone un 28,4% del volumen de primas totales del negocio de no vida y un crecimiento del 8,9% con respecto del volumen de primas registradas en el año 2023. El ramo de multirriesgos, por su parte, finalizó 2024 con un volumen de primas de 9.968 millones de euros, lo que representa un 21,5% del negocio de no vida y un crecimiento del 8,6% con respecto del año 2023.

En cuanto al ramo de salud, alcanzó un volumen de primas de 12.059 millones de euros, lo que supuso un 26,0% del total del volumen de primas de no vida y un crecimiento de 7,4% con respecto del 2023.

Por último, el resto de ramos de no vida alcanzó un volumen de primas de 11.127 millones de euros, lo que supuso un 24,0% del total del negocio de no vida y un crecimiento del 6,2% con respecto del registrado en 2023.

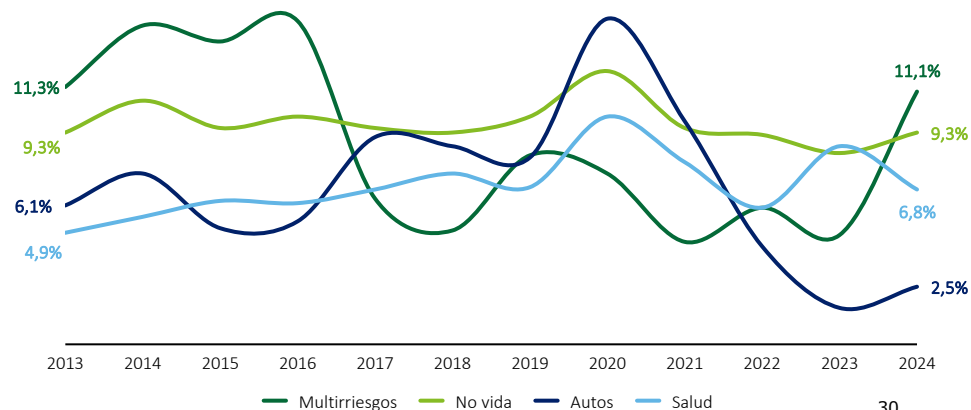
A cierre de 2024, el resultado de la cuenta técnica del ramo de multirriesgos se situó en el 11,1%, por encima de la rentabilidad observada en el ramo de no vida (9,3%), salud (6,8%) y auto (2,5%).

### Distribución por ramos del volumen de primas de seguros no vida



Fuente: ICEA – Anuario 2023 para 2013-2023 e Informe de Evolución del Mercado Asegurador para 2024

### Evolución del resultado de la cuenta técnica del negocio retenido por ramos no vida



Fuente: ICEA – Anuario 2023 para 2013-2023 e Informe Económico del Sector Asegurador para 2024

# Entorno de mercado | Negocio tradicional

El ramo de automóviles representó el 28,4% de las primas totales del negocio de no vida en España en 2024

## Seguro de automóviles

Según información reportada por ICEA, durante el periodo 2005-2016, los negocios de vida, salud y multirriesgos ganaron peso en detrimento del ramo de autos y del resto de seguros de no vida. A partir del año 2017, dicha tendencia se revirtió y el negocio de autos recuperó peso progresivamente. En este sentido, en el año 2024, las primas de autos experimentaron un crecimiento del 8,9%, representando el 28,4% de las primas totales de no vida, mientras que en el primer semestre de 2025 experimentaron un crecimiento del 8,9%, representando el 28,0% de las primas totales de no vida.

El ramo de autos es un sector concentrado, donde las cinco entidades más grandes acumulan el 65,4% de la cuota de mercado. Mapfre, S.A. (“Mapfre”), Grupo Mutua Madrileña y Allianz SE (“Allianz”) son las tres mayores aseguradoras, con cuotas de mercado en el año 2024 del 18,7%, 17,8% y 12,4% respectivamente. A 31 de diciembre de 2024, GCO ocupaba el puesto 7 en el ranking por primas del ramo de autos, con una cuota de mercado del 5,7%, manteniéndose en el puesto 7 a 30 de junio de 2025, con una cuota del 6,0%.

Los seguros de auto registraron una ratio de siniestralidad media del c.73 % durante el periodo 2016-2023, incrementándose hasta el 80,5% en 2024, debido al contexto de elevada inflación, que eleva los costes medios de los siniestros. La media del periodo 2016-2023 está impactada por la Covid-19, ya que en 2020 dicha ratio se redujo 10,2 puntos, situándose en el 64,5%.

En este sentido, en 2024, el ratio combinado del ramo de autos (representa el porcentaje de las primas devengadas que se destina a cubrir siniestros y gastos generales; un valor inferior al 100 % indica rentabilidad técnica, mientras que por encima del 100 % refleja pérdidas en la actividad aseguradora) se situó en el 101,5%, superior a la de 2023 (100,9%). Del mismo modo, el resultado financiero sobre primas muestra una tendencia creciente como consecuencia del incremento de los tipos de interés a los que se remuneran los productos de renta fija.

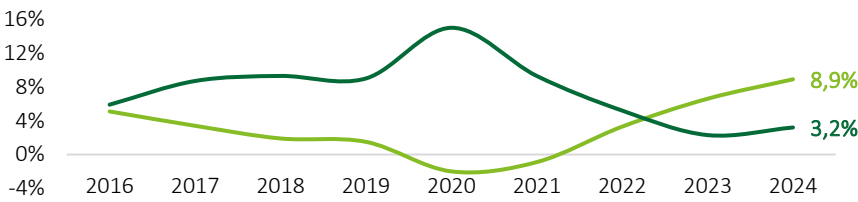
Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

### Principales entidades del ramo automóviles

| Grupo                   | Primas (M€)  | Cuota (%)    |
|-------------------------|--------------|--------------|
| 1 Mapfre                | 2.468        | 18,7%        |
| 2 Grupo Mutua Madrileña | 2.342        | 17,8%        |
| 3 Allianz               | 1.631        | 12,4%        |
| 4 Generali              | 1.169        | 8,9%         |
| 5 Grupo AXA             | 1.011        | 7,7%         |
| <b>Total</b>            | <b>8.621</b> | <b>65,4%</b> |
| ...                     |              |              |
| 7 GCO                   | 748          | 5,7%         |

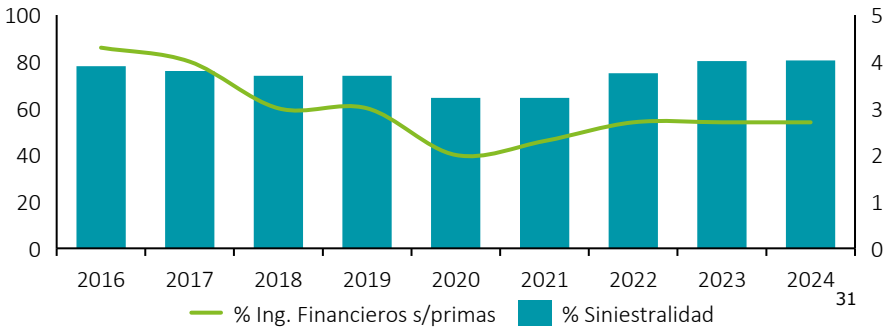
Fuente: ICEA – Boletín N°208  
2024 – Ene 2025

### Análisis del crecimiento - rentabilidad



S/ primas imputadas. Negocio directo.  
Fuente: ICEA – Anuario ICEA del Sector Asegurador  
2024 – May 2025

### Análisis de siniestralidad – Ing. financieros netos (%)



Fuente: ICEA – Anuario ICEA del Sector Asegurador 2024 – May 2025

# Entorno de mercado | Negocio tradicional

El ramo de multirriesgos en 2024 es el tercero en mayor contribución al negocio de no vida en España por volumen de primas con un 21,5%

## Seguro de multirriesgos

Los seguros multirriesgo, compuestos principalmente por seguros de hogar, comunidades de vecinos, comercio e industria experimentaron un crecimiento en primas del 8,8% en el 2024. Las primas de dicho ramo representaron el 21,5% de las primas totales de no vida durante el año 2024. A 30 de junio de 2025, el crecimiento en primas es del 6,8%, representando el 21,2% de las primas de no vida.

El seguro de multirriesgos es un ramo donde las cinco entidades más grandes acumulan el 55,0% de la cuota de mercado. En este sentido, Mapfre es la aseguradora con mayor cuota de mercado en el año 2024 (18,3%), mientras que el resto de las compañías aseguradoras mantienen cuotas inferiores al 9,5%. GCO ocupa el quinto puesto con una cuota de mercado del 8,9% y un volumen de primas de 888 millones de euros. En el primer semestre de 2025, GCO ocupaba el tercer puesto en el ranking de primas con una cuota de mercado del 9,4%.

En el 2024, la ratio de siniestralidad se redujo 7 puntos porcentuales con respecto al ejercicio anterior, trasladándose dicho efecto a la reducción del ratio combinado, que se situó en el 92,2%, 2,7 puntos porcentuales inferior al registrado en el año 2023 (94,9%).

En línea con lo comentado anteriormente, el resultado de la cuenta técnica sobre primas muestra un crecimiento respecto del año 2023, siendo del 13,8% en el año 2024 vs el 5,4% en el año 2023.

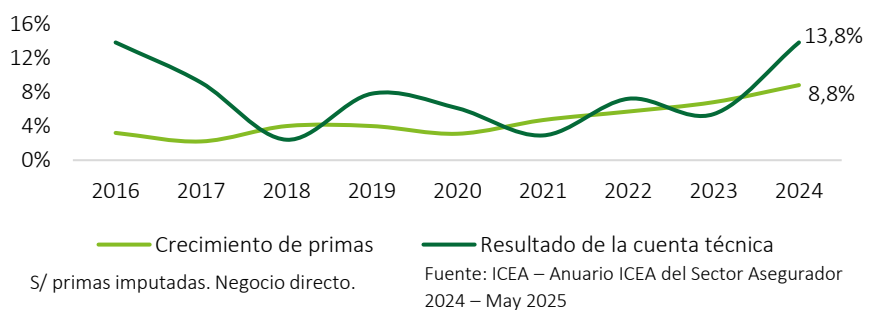
Cabe mencionar que los operadores de bancaseguros tienen especial relevancia en este ramo ya que un volumen relevante de negocio es comercializado por medio de ellos, por lo que los acuerdos con los bancos es un aspecto a tener en cuenta en la evolución de este ramo.

## Principales entidades del ramo multirriesgos

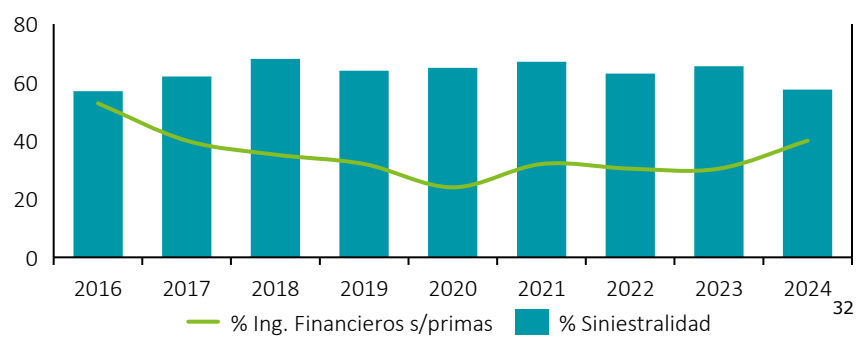
| Grupo                   | Primas (M€) | Cuota (%) |
|-------------------------|-------------|-----------|
| 1 Mapfre                | 1.826       | 18,3%     |
| 2 Grupo Mutua Madrileña | 943         | 9,5%      |
| 3 Allianz               | 937         | 9,4%      |
| 4 Generali              | 892         | 9,0%      |
| 5 GCO                   | 888         | 8,9%      |
| Total                   | 5.486       | 55,0%     |

Fuente: ICEA – Boletín N°208  
2024 – Ene 2025

## Análisis del crecimiento - rentabilidad



## Análisis de siniestralidad – Ing. financieros netos (%)



## Entorno de mercado | Negocio tradicional

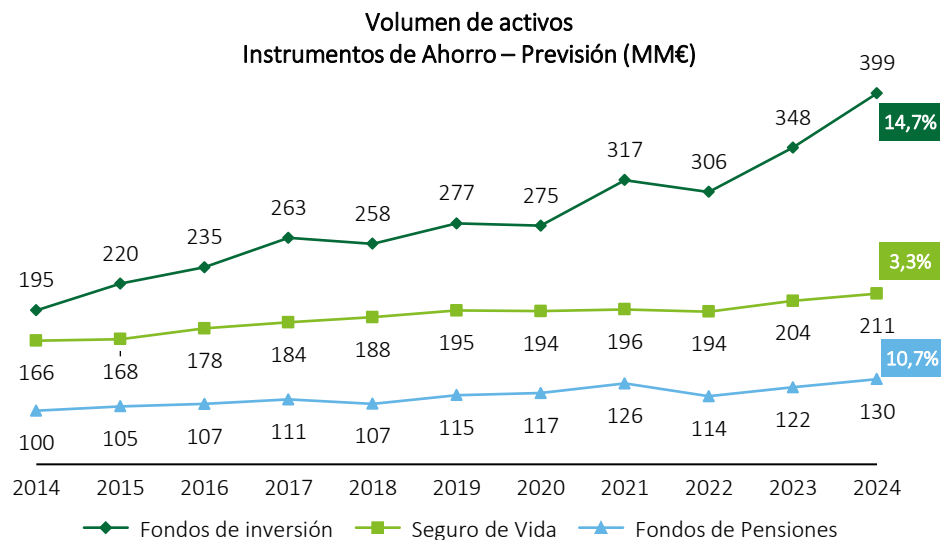
El volumen de primas en el negocio de vida se situó en 28.827 millones de euros en el 2024, lo que supuso un descenso del 13,6% con respecto de 2023

### Negocio de vida en España

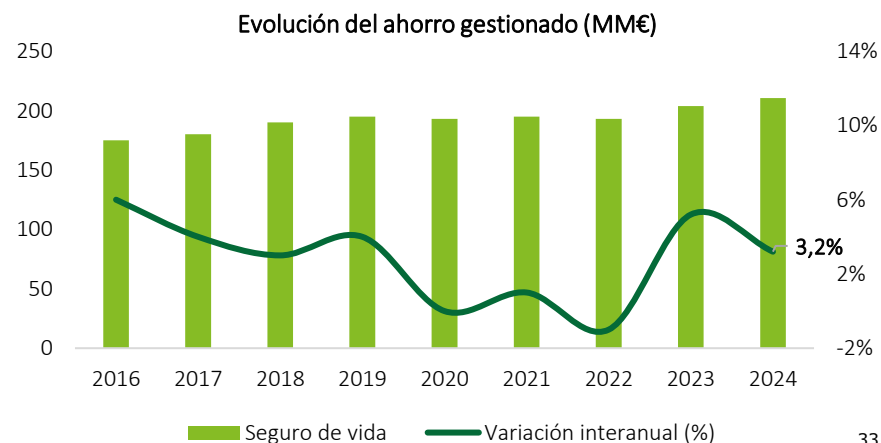
El volumen de primas registrado en el negocio de vida para el año 2024 alcanzó los 28.827 millones de euros, un 38,35% respecto del total de primas del negocio asegurador y que supone un descenso del 13,6% con respecto a 2023. En el primer semestre de 2025, el volumen de primas se situó en 19.448 millones de euros, lo que representa un aumento del 18,2% respecto al mismo período del año anterior. El volumen de ahorro gestionado por los seguros de vida, representado por las provisiones técnicas, se situó a 31 de diciembre de 2024 en 210.577 millones de euros, con un crecimiento del 3,2% frente al aumento del 5,2% registrado en 2023, siendo inferior al observado en fondos de inversión (14,7%) y planes de pensiones (10,7%). A 30 de junio de 2025, el volumen de ahorro se situó en 215.008 millones de euros.

Las primas del negocio de vida alcanzaron al cierre de 2023 los 33.360 millones de euros, un 43,7% de las primas totales, aumentando un 36,0% respecto de 2022, superior al 4,2% de crecimiento registrado en el 2022. Este crecimiento se debe fundamentalmente a las modalidades de vida ahorro, que crecieron un 46,3% hasta alcanzar los 28.313 millones de euros (84,9% del total de volumen de primas del negocio de vida en 2023) debido al favorable contexto de subidas de tipos de interés iniciadas en 2022, lo que hizo que este producto se comercializara en aquellas modalidades que garantizan un tipo de interés.

En cuanto a las primas de vida riesgo, que representan un 18,6% del total de vida, se elevaron hasta los 5.358 millones de euros en 2024, incrementándose un 6,2% con respecto de las registradas en el año 2023 debido a los efectos inflacionarios y al incremento en la edad de los asegurados. En el primer semestre de 2025, las primas de vida riesgo alcanzaron los 3.188 millones de euros, con un incremento del 6,4% sobre el mismo período del año anterior.



Fuente: ICEA – Boletín N°208 2024 – Ene 2025

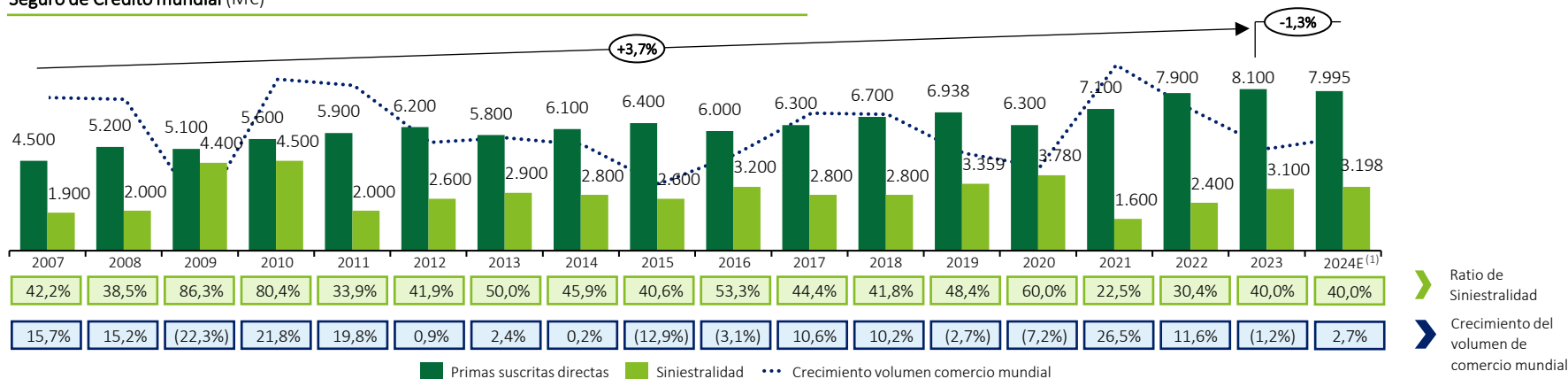


## b) Negocio de seguros de crédito

## Entorno de mercado | Seguro de crédito

Se espera que las insolvencias globales repunten un 11% en 2024 y un 2% en 2025, acercándose a niveles previos a la pandemia

Seguro de Crédito mundial (M€)



- El mercado mundial de seguros de crédito está dominado por tres compañías que poseen más del 70% de la cuota de mercado en base a su volumen de primas: i) Grupo Atradius Crédito y Caucción (“ACyC”), ii) Allianz Trade (previamente Euler Hermes) y iii) Coface, S.A. (“Coface”).
- Para 2024 se prevé un decrecimiento del volumen de primas de 1,3%, así como una siniestralidad del 40,0% <sup>(1)</sup>. En cuanto a las insolvencias globales, Allianz Trade espera que aumenten un 11% en 2024 y un 2% en 2025, acercándose a su nivel previo a la pandemia. En la mayoría de los países del mundo se observa una fuerte aceleración de las insolvencias en 2024, estimándose que 4 de cada 5 países tendrán un crecimiento de las insolvencias en 2024, incluidos grandes mercados como EEUU y Alemania. Singapur (+39%), Canadá (+39%) y Países Bajos (+35%) son los que se esperan que registren los mayores aumentos en 2024. La disminución de la presión inflacionaria ha permitido a los bancos centrales de las economías avanzadas comenzar a reducir las tasas de interés, lo que debería estimular el consumo, aumentar la inversión y apoyar una recuperación gradual del comercio global. Sin embargo, siguen existiendo riesgos significativos a la baja, incluidos conflictos regionales, tensiones geopolíticas e incertidumbre en las políticas.
- Adicionalmente, se ha comparado la evolución del seguro de crédito con el comercio mundial debido a su correlación. La Organización Mundial del Comercio (“OMC”) estima un crecimiento del volumen del comercio mundial del 2,7% para el año 2024 (0,1 pp. por encima de la previsión anterior), al que le seguirá un aumento del 3,0% en el 2025 (0,3 pp. por debajo de la previsión anterior). Para la OMC, la débil demanda en Europa, el rendimiento más fuerte de lo esperado en Asia y el crecimiento constante del PIB global son factores clave que influyen en el crecimiento del comercio mundial de mercancías. Sin embargo, persisten riesgos significativos, especialmente en relación con posibles conflictos en el Medio Oriente que podrían afectar el transporte y los precios de la energía.

(1) El crecimiento en primas y la ratio de siniestralidad han sido estimadas a partir de información de analistas sobre Coface y proyecciones elaboradas por la dirección de la Sociedad.

Fuente: International Credit Insurance & Surety Association (“ICISA”), OMC, notas de prensa e informes de analistas.

## c) Resumen de situación de mercado del negocio de seguros

# Entorno de mercado | Resumen de situación del negocio asegurador

El crecimiento del sector asegurador se ha sustentado en el incremento de primas, en un contexto de pérdida de relevancia estructural y presión competitiva

## Situación de mercado del negocio asegurador

En el informe *“Global Insurance Report 2025: The pursuit of growth”* de McKinsey se menciona que el crecimiento del sector asegurador en los últimos años ha venido determinado casi en exclusiva por el aumento del precio de las primas, no por un aumento real del volumen de negocio. Dicho informe pone de manifiesto que el sector asegurador se encuentra en una situación de pérdida de relevancia estructural, como se refleja en la disminución de los niveles de primas sobre PIB, aspecto que también destaca el informe de ICEA *“2009-2024 ¿En qué hemos cambiado? Perspectivas de futuro: escenarios más probables”*.

Al mismo tiempo, el informe de McKinsey señala que el sector se enfrenta a una competencia cada vez mayor por parte de nuevos operadores de mercado más ágiles e innovadores que presionan a las aseguradoras tradicionales en márgenes y cuota de mercado. A esta situación se añade el hecho de que el aumento de los fenómenos climáticos extremos está elevando los costes de siniestralidad en seguros de hogar y auto, teniendo las aseguradoras un margen limitado para trasladar estos costes a los precios de las primas. En este sentido, el informe *“Report on the impact of inflation on the insurance sector”* de EIOPA señala que la traslación de la inflación a las primas no se produce de forma inmediata y está limitado por la competencia del mercado, lo que refleja que el crecimiento del sector no está ligado de forma directa a la evolución de la inflación.

Por otro lado, el informe de McKinsey hace referencia a las transformaciones sociales desfavorables para el ramo vida que se vienen produciendo y que seguirán produciéndose a futuro como el descenso de la natalidad, hogares no tradicionales o una menor cultura de aseguramiento, lo que debilita la

demanda del producto de vida. Esta situación, que se espera que se mantenga en el largo plazo, la hemos considerado a la hora de estimar la tasa de crecimiento a perpetuidad para calcular el valor terminal, tal y como se indica en la sección *“Descuento de dividendos”*. En la misma línea, el informe *“Spain Life Insurance Industry Outlook 2024 - 2028”* de Report Linker expone que se espera que los ingresos por seguros de vida en España crezcan a una tasa de crecimiento medio anual del 0,5% hasta 2028, especificando que se prevé que las primas brutas emitidas para los seguros de vida en España disminuyan ligeramente en ese periodo (a una tasa de crecimiento anual compuesta del -0,2%). Asimismo, el informe muestra que desde 2015 el mercado español ha experimentado un descenso anual del 0,3% en las primas brutas emitidas.

Por último, el informe *“Spain Insurance Industry Outlook 2024 - 2028”* de Report Linker expone que, en términos de primas brutas emitidas, se espera que experimenten en España una tasa de crecimiento medio anual de 1,3% hasta 2028, mencionando también que desde 1988 las primas brutas emitidas en España han disminuido a una media del 0,6% anual.

## d) Negocio funerario

## Entorno de mercado | Negocio funerario

### La industria funeraria, fuertemente afectada por la COVID-19 en 2020 y 2021, continúa adaptándose a las nuevas necesidades del mercado

El mercado de prestación de los servicios funerarios en España está experimentando una importante transformación en los últimos años como respuesta a las nuevas necesidades, lo que permitió cubrir la situación de excepcionalidad causada por la pandemia. Esta transformación se está caracterizando por los siguientes aspectos:

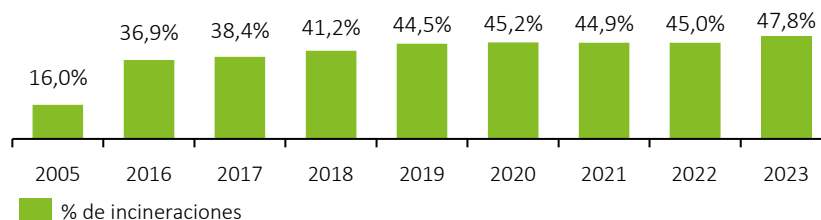
- Se ha llevado a cabo un proceso de modernización y profesionalización del sector con el objetivo de mejorar la calidad del servicio funerario.
- La evolución de la oferta y la demanda ha supuesto una generalización de los servicios integrales, que permite gestionar a través de la empresa funeraria todas las actividades que se realizan desde que se produce el fallecimiento hasta el momento de la inhumación o cremación.
- La demanda creciente de los servicios de velatorios ha provocado que en los últimos años se hayan realizado importantes inversiones tanto en la construcción de nuevas infraestructuras como en la mejora de las instalaciones existentes. De esta forma, la oferta de velatorios ha pasado de 600 instalaciones en 2004 a 2.525 en 2023, contando con más de 7.000 salas para una media de 1.193 fallecimientos diarios. Esto implica que existen 5,9 salas de velatorio por fallecido.
- La industria espera que la demanda de incineración vs. inhumación alcance el 60%/40% en los próximos años, frente al aproximadamente 48%/52% actual. Este aumento se debe casi en exclusiva al crecimiento de las incineraciones en las capitales de provincia, donde se pasa del 51,4% observado en 2022 al 55,2% en 2023, bajando fuera de las capitales de provincia del 48,6% al 44,8%. Como respuesta a esta demanda, las empresas funerarias han invertido en hornos crematorios, quintuplicando su número en España desde 2004 (107 hornos en 2004 vs. 537 en 2023), consolidándose como el país europeo con mayor número de hornos crematorios.
- Las empresas funerarias han crecido en tamaño y facturación en los últimos 10 años, pasando de ser empresas familiares de ámbito local a

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

expandirse por todo el territorio nacional. En este contexto, se han creado grupos de sociedades funerarias respaldados por aseguradoras, lo que apunta a un incremento paulatino y constante hacia la concentración del sector.

El sector funerario va a continuar experimentando una intensa transformación en los próximos años con la tecnificación de las empresas, con un nuevo mapa funerario nacional menos atomizado, con el desarrollo de las nuevas tecnologías, las políticas de ESG y con todos los cambios en los que está inmerso el sector servicios. No obstante, sigue habiendo un gran número de operadores con una facturación inferior a millón de euros al año, siendo uno de los principales indicadores del elevado nivel de dispersión todavía existente en el sector. Esto es resultado del marco normativo aplicable a la prestación de servicios funerarios, caracterizado por la dispersión, heterogeneidad y descentralización. La distribución competencial entre la Administración General del Estado, las Comunidades Autónomas y las entidades locales, así como la situación política del país, son factores relevantes en este sentido.

**Evolución de la incineración en España**



**Evolución de la incineración por área**

| % de incineración por área | 2022  | 2023  |
|----------------------------|-------|-------|
| Capitales                  | 51,4% | 55,2% |
| Resto                      | 48,6% | 44,8% |

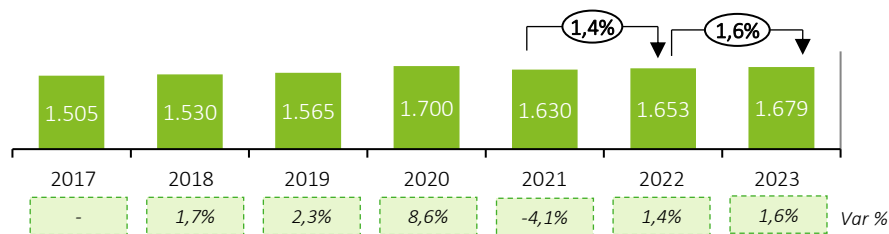
Fuente: Panasef, Radiografía del Sector Funerario 2024.

## Entorno de mercado | Negocio funerario - La oferta

### El sector funerario presenta importantes barreras de entrada que limitan la aparición de nuevos competidores

El sector de servicios funerarios es un sector maduro, que ha alcanzado una fase de desarrollo donde el crecimiento es estable pero limitado, la demanda es relativamente predecible a largo plazo y, aunque el sector se ha modernizado y profesionalizado con el objetivo de mejorar la calidad del servicio funerario, la innovación o disrupción es baja en comparación con sectores emergentes. De hecho, el sector de los servicios funerarios facturó 1.679 millones de euros en el ejercicio 2023, siendo 26 millones de euros superior respecto al año anterior (incremento del 1,58%), manteniéndose la tendencia al alza observada durante los años anteriores. Durante el año 2023 fallecieron en España 434.742 personas (según datos publicados por el INE), un 5,7% menos que en 2022. En 2023, a pesar de haber tenido lugar menos defunciones que en 2022, la facturación es más alta debido al aumento observado del coste del servicio. La facturación del sector supuso un 0,12% del Producto Interior Bruto (PIB) de España, 0,1 puntos inferior que en 2022.

**Volumen de facturación de servicios funerarios** (millones de euros)



Fuente: Panasef, Radiografía del Sector Funerario 2024.

A pesar del elevado número de empresas funerarias existentes, los 5 grandes grupos privados que operan a nivel nacional concentran aproximadamente un tercio del volumen de facturación de la industria funeraria en España. GCO es líder en la prestación de servicios funerarios en España tras la incorporación

de Mémora, seguido de Albia (controlada por la aseguradora Santalucía), Servisa (forma parte de la aseguradora Ocaso), Grupo ASV y Enalta (antigua Funespaña, perteneciente a Mapfre). La mayor parte de las empresas funerarias están participadas por uno o varios grupos funerarios, estando la propiedad de las mismas significativamente concentrada. Esto refleja una estructura madura con competidores establecidos. Esta concentración se ve favorecida por las importantes barreras de entrada del sector, resumidas a continuación:



**Barreras Legales:** Las normativas autonómicas y locales establecen las condiciones y requisitos para el ejercicio de este tipo de actividad.



**Infraestructuras:** Necesidad de disponer de instalaciones e infraestructuras para poder atender a la demanda (tanatorios, hornos crematorios, cementerios, etc). A pesar del elevado número de defunciones en años recientes, el sector dispone de capacidad más que suficiente para cubrir la demanda de servicios (1.549 incineraciones/día para una demanda de 570 y +7.000 salas para una demanda de 1.193 fallecimientos/día).

La oferta de instalaciones funerarias no está tan condicionada por el número de fallecimientos por zona, sino más bien por la concentración de la población en grandes municipios. En este sentido, de acuerdo con los datos de Naciones Unidas, España se encuentra entre los países con mayor porcentaje de población residente en zonas urbanas<sup>1</sup> del mundo. En efecto, Madrid, con un número de fallecidos significativo, tiene menos instalaciones por fallecido que el resto de las comunidades autónomas.

(1) De acuerdo con la definición de Naciones Unidas, se consideran zonas urbanas aquellos municipios o unidades administrativas locales con más de 10.000 habitantes.

Fuente: Panasef, Radiografía del Sector Funerario 2024 y Naciones Unidas.

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

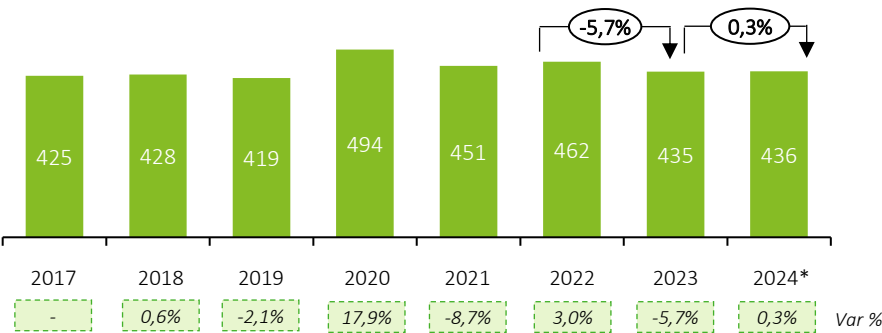
# Entorno de mercado | Negocio funerario - La demanda

El número total de fallecidos en España en el año 2024 se situó en línea con las defunciones observadas durante el año anterior

El sector de servicios funerarios se considera un sector maduro que tiene una demanda estable y predecible excepto en situaciones excepcionales como la pandemia de COVID-19, al ser dependiente de la tasa de mortalidad.

De acuerdo con el INE, en el año 2024, en comparación con el año anterior, el número de defunciones observadas es prácticamente idéntico (con una diferencia aproximada de entre 1.000 y 2.000 defunciones más este año). De esta manera, el número total de fallecidos en el presente año se situó en cifras similares a las registradas en España en el año anterior.

Evolución de defunciones en España (miles)



\* Dato provisional elaborado por el INE.

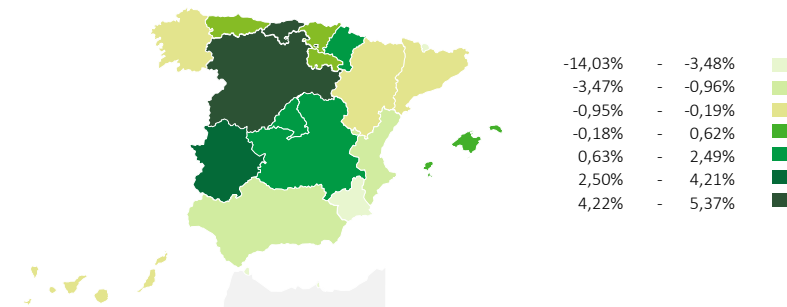
Fuente: INE.

Acumulado de defunciones por grupo de edad y variación anual (2022-2024)

| Acumulado semana 52 | 2024    | 2023    | 2022    | 24 vs. 23 | 24 vs. 22 | 23 vs. 22 |
|---------------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|
| De 0 a 9 años       | 1.343   | 1.247   | 1.295   | 7,7%      | 3,7%      | -3,7%     |
| De 10 a 19 años     | 634     | 585     | 715     | 8,4%      | -11,3%    | -18,2%    |
| De 20 a 29 años     | 1.398   | 1.303   | 1.516   | 7,3%      | -7,8%     | -14,1%    |
| De 30 a 39 años     | 2.728   | 2.801   | 2.984   | -2,6%     | -8,6%     | -6,1%     |
| De 40 a 49 años     | 8.441   | 8.441   | 9.077   | 0,0%      | -7,0%     | -7,0%     |
| De 50 a 59 años     | 23.196  | 23.882  | 25.121  | -2,9%     | -7,7%     | -4,9%     |
| De 60 a 69 años     | 48.059  | 45.792  | 48.944  | 5,0%      | -1,8%     | -6,4%     |
| De 70 a 79 años     | 82.236  | 81.880  | 86.548  | 0,4%      | -5,0%     | -5,4%     |
| Más de 80 años      | 268.404 | 268.811 | 285.416 | -0,2%     | -6,0%     | -5,8%     |
| Total               | 436.439 | 434.742 | 461.616 | 0,4%      | -5,5%     | -5,8%     |

Fuente: INE, número de defunciones a 31 de diciembre de 2022, 2023 y 2024.

Variación anual del acumulado de defunciones por región (2024/2023)



Fuente: INE, variación interanual del acumulado de defunciones semanales a 31 de diciembre de 2024.

# Entorno de mercado | Negocio funerario - Tendencia esperada

La pirámide poblacional invertida condiciona la evolución esperada del negocio funerario

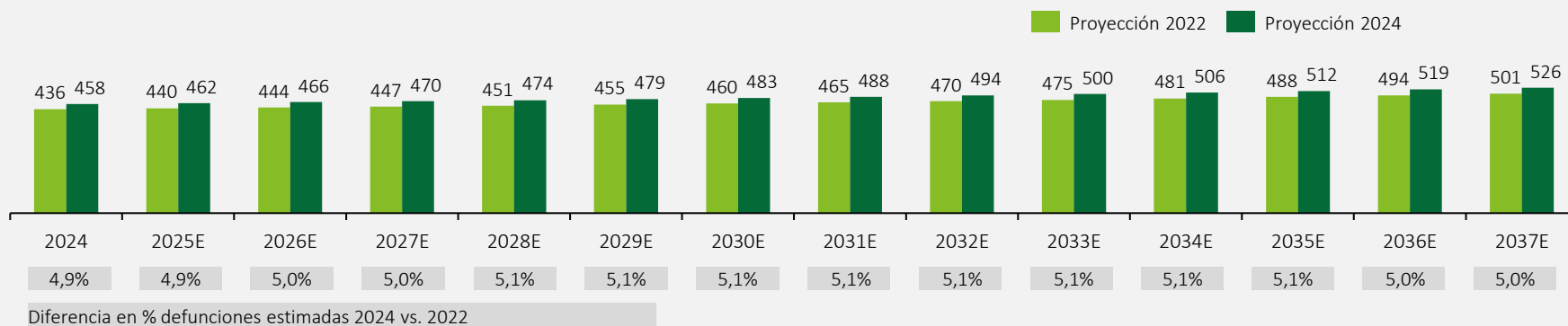
En cuanto a las tendencias de largo plazo en el sector, éstas están marcadas por la pirámide invertida de población. Este envejecimiento poblacional supondrá un incremento paulatino del número de defunciones en el país.

De acuerdo a las estimaciones más recientes del INE, como consecuencia de la combinación del descenso de la natalidad y del envejecimiento de la población, se espera que en España haya más defunciones que nacimientos (saldo vegetativo negativo, compensado por un saldo migratorio positivo) durante los próximos 50 años. En este contexto, se espera que la forma de la pirámide poblacional se invierta aún más, acaparando el rango de edad de 50 a 70 años casi el 30% de la población española en el año 2037.

Pirámide poblacional española en 2023 (izq.) y proyectada en 2037 (dcha.)



Evolución de defunciones en España (miles)



Fuente: proyecciones elaboradas por el INE para 2024 – 2072. El INE ofrece proyecciones poblacionales con un horizonte de 50 años con periodicidad bianual.

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

## Entorno de mercado | Negocio funerario - Seguro de decesos

El seguro de decesos está ampliamente extendido en España, cubriendo a aproximadamente la mitad de la población y siendo una de las modalidades de seguro más habituales del país junto con el seguro de vida y el seguro de automóvil

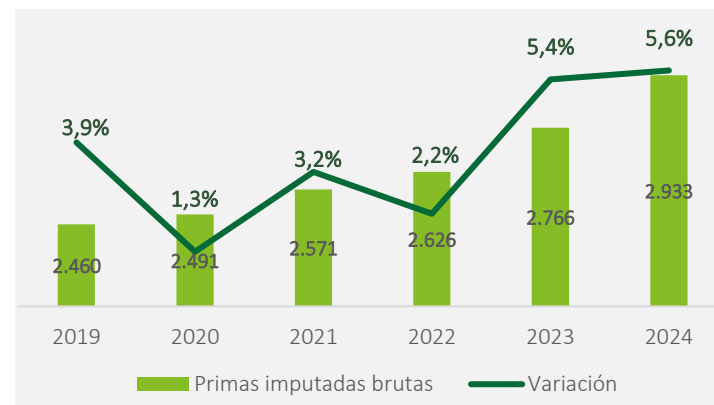
Según los últimos datos de Unespa, el seguro de decesos está extendido en España, aun tratándose de un seguro no obligatorio. 22,3 millones de españoles contaban con un seguro de decesos a cierre de 2023, lo que supone el 46% de la población total, porcentaje que se muestra estable, e incluso ligeramente creciente, durante los últimos años. Este elevado nivel de penetración de los seguros de decesos en España es una peculiaridad de nuestro mercado, en el que también llama la atención su universalidad, o su significatividad en casi todos los territorios. No obstante, la presencia del seguro de decesos no es igual en todas las provincias. Si se compara la cifra de asegurados con el total de la población, la mayor aceptación de esta protección se encuentra en Cádiz. En Cádiz, un 78% de la población está cubierta por una póliza de decesos. Le siguen Ávila (76%), Badajoz, (73%), Ciudad Real (70%) y Jaén (65%). La presencia más baja se da en Soria (19%), Teruel, (20%), Huesca (21%), Baleares (22%) y Navarra (23%).

De acuerdo con datos de Panasef, la demanda de servicios funerarios está significativamente intermediada a través de entidades aseguradoras, siendo estas responsables de cerca del 60% de los servicios funerarios en España, frente a un 40% que corresponden a usuarios privados.

Durante 2024, el ramo de decesos siguió la senda de crecimiento que caracteriza a este ramo, alcanzando los 2.933 millones de euros en primas imputadas brutas. Además, el ritmo de crecimiento se incrementó respecto a periodos anteriores, en línea con el ejercicio 2023.

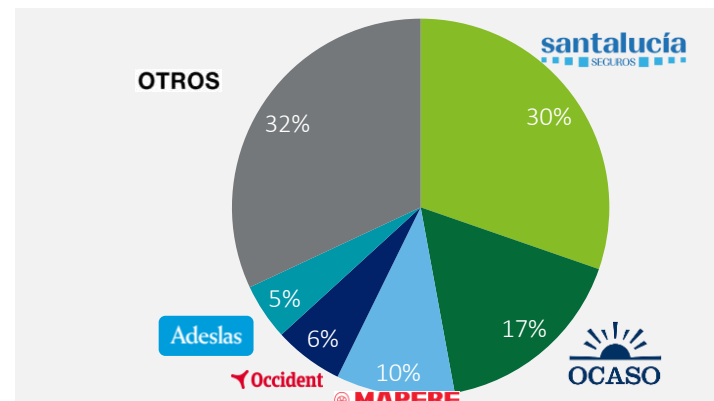
Al cierre de 2024 operaban en decesos 58 entidades aseguradoras españolas. En los últimos años se ha producido una concentración del mercado de seguros de decesos, alcanzando las cinco primeras entidades aseguradoras en España casi el 68% de las primas de decesos emitidas en nuestro país.

Primas brutas (M€) y variación interanual de primas (%) – Decesos (2024)



Fuente: Anuario de ICEA para los años 2019 – 2023. Para el 2024, se utilizan datos provisionales del Informe nº1832 de ICEA de Evolución del sector a diciembre de 2024.

Aseguradoras por volumen de primas emitidas (%) – Decesos (2024)



Fuente: Informe Nº 1.832: Evolución del Mercado Asegurador de diciembre 2024. Asociación ICEA.

# La Sociedad

# Visión general de la Sociedad

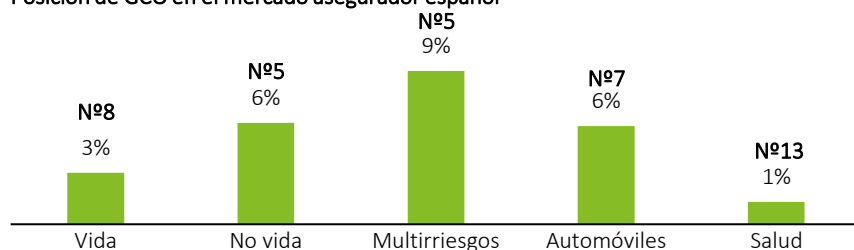
GCO es una entidad aseguradora española cotizada y supervisada por la DGSFP que opera en los negocios de seguros tradicional, crédito y negocio funerario

## Introducción

GCO es una multinacional que desarrolla la actividad aseguradora operando en más de 50 países, prestando servicio a más de 4,5 millones de asegurados. Grupo Catalana Occidente S.A. es la sociedad holding que actúa como matriz del Grupo, cuyas acciones cotizan en las bolsas de Madrid y Barcelona, en el Mercado Continuo y está sujeta a la supervisión de la CNMV. Asimismo, como entidad aseguradora, el Grupo está sujeto a la supervisión de la DGSFP.

A 31 de diciembre de 2024, en España, el Grupo ocupa la séptima posición en el ranking de principales grupos aseguradores con una cuota de mercado del 4,8%, ocupando la quinta posición en el ranking de no vida con una cuota del 5,9% y la octava posición en el ranking de vida con una cuota de mercado del 3,0%. A 30 de junio de 2025, el Grupo ocupa la séptima posición en el ranking de grupos aseguradores, con una cuota del 4,4%, la cuarta posición en no vida (cuota del 5,9%) y la décima posición en vida (cuota del 2,4%).

### Posición de GCO en el mercado asegurador español



Fuente: ICEA – Boletín N°208 2024 – Ene 2025

De acuerdo con el informe de gestión de 31 de diciembre de 2024 y de 30 de junio de 2025 de GCO, el Grupo basa su estrategia en: (i) crecimiento, por medio de los mercados a los que se dirige a través de los productos y servicios y el establecimiento de los canales de distribución para llegar a los clientes,

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

(ii) rentabilidad a través de la gestión del riesgo técnico-actuarial, diversificación en las inversiones y procesos, y (iii) solvencia. Sus principales líneas de negocio son:

- **Negocio de seguros tradicional:** el Grupo desarrolla su actividad en el negocio de seguros tradicional a través de Occident, que opera en los ramos de vida, diversos, automóviles y multirriesgo, entre otros. El negocio tradicional aporta el 54,0% del volumen de negocio del Grupo a 31 de diciembre de 2024, frente a 55,7% a 30 de junio de 2025. La distribución del negocio tradicional es multirriesgos 27,6%, vida 26,1%, 23,3% automóviles, 12,8% diversos, 5,4% decesos y salud 4,8% a 31 de diciembre de 2024, siendo similar a la distribución del negocio a 30 de junio de 2025.
- **Negocio de seguros de crédito:** se dedica a ofrecer servicios de protección de crédito a plazos, así como bonding o seguro de bonos, reaseguro, servicios de información y de recuperación de deuda. Este negocio aporta un 41,6% del volumen de negocio del Grupo a 31 de diciembre de 2024, frente a 40,2% a 30 de junio de 2025. A 31 de diciembre de 2024 se diversifica un 78,1% en seguro de crédito, 8,5% reaseguro aceptado, 6,7% seguro de caución, 6,1% ingresos por información y 0,6% ingresos por actividades complementarias, siendo similar a la distribución del negocio a 30 de junio de 2025.
- **Negocio funerario:** se dedica a la prestación de servicios funerarios en la península ibérica, principalmente en el territorio español a través de sus instalaciones que incluyen tanatorios y crematorios propios en 24 provincias españolas y Portugal. Este negocio aporta un 4,4% del total de volumen de negocio a través de Grupo Mémora y Asistea a 31 de diciembre de 2024, frente a 4,1% a 30 de junio de 2025.

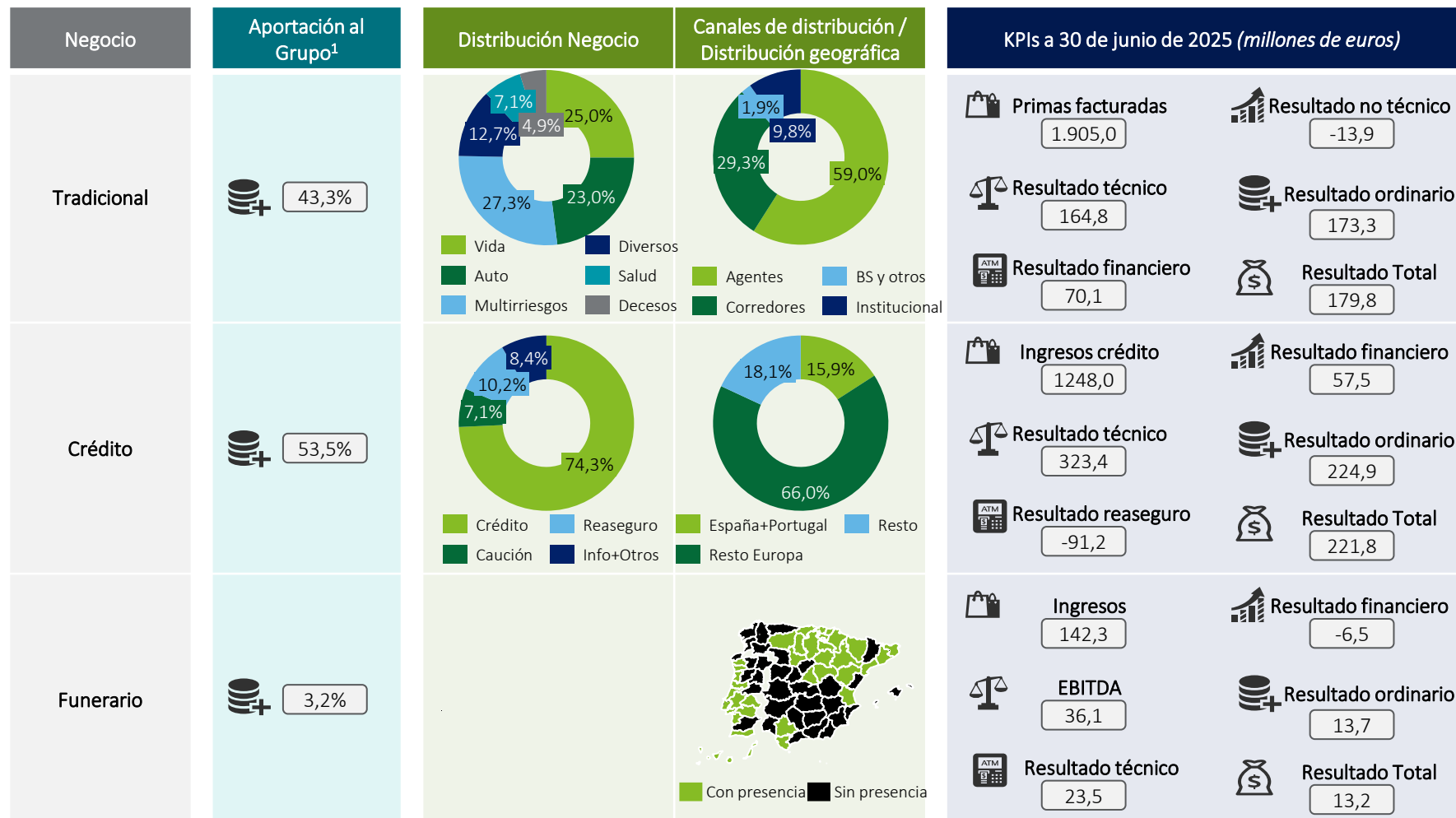
# Visión general de la Sociedad

La contribución a resultados de los negocios de GCO se divide en seguros tradicional (43,0%), seguros de crédito (54,8%) y funerario (2,2%) a 31 de diciembre de 2024

| Negocio     | Aportación al Grupo <sup>1</sup> | Distribución Negocio                                                                                                                       | Canales de distribución / Distribución geográfica                                                                 | KPIs a 31 de diciembre de 2024 (millones de euros)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|-------------|----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Tradicional | <div> <div>43,0%</div> </div>    | <div> <div> <div>Vida</div> <div>Auto</div> <div>Multirriesgos</div> <div>Decesos</div> <div>Salud</div> <div>Diversos</div> </div> </div> | <div> <div> <div>Agentes</div> <div>Corredores</div> <div>BS y otros</div> <div>Institucional</div> </div> </div> | <div> <div> <div>Primas facturadas</div> <div>3.239,8</div> </div> <div> <div>Resultado no técnico</div> <div>-34,7</div> </div> <div> <div>Resultado técnico</div> <div>297,2</div> </div> <div> <div>Resultado ordinario</div> <div>292,3</div> </div> <div> <div>Resultado financiero</div> <div>104,7</div> </div> <div> <div>Resultado Total</div> <div>295,9</div> </div> </div> |
| Crédito     | <div> <div>54,8%</div> </div>    | <div> <div> <div>Crédito</div> <div>Reaseguro</div> <div>Caución</div> <div>Info+Otros</div> </div> </div>                                 | <div> <div> <div>España+Portugal</div> <div>Resto</div> <div>Resto Europa</div> </div> </div>                     | <div> <div> <div>Ingresos crédito</div> <div>2.438,8</div> </div> <div> <div>Resultado financiero</div> <div>101,1</div> </div> <div> <div>Resultado técnico</div> <div>578,5</div> </div> <div> <div>Resultado ordinario</div> <div>392,3</div> </div> <div> <div>Resultado reaseguro</div> <div>-157,5</div> </div> <div> <div>Resultado Total</div> <div>377,7</div> </div> </div>  |
| Funerario   | <div> <div>2,2%</div> </div>     |                                                                                                                                            | <div> <div> <div>Con presencia</div> <div>Sin presencia</div> </div> </div>                                       | <div> <div> <div>Ingresos</div> <div>262,8</div> </div> <div> <div>Resultado financiero</div> <div>-17,1</div> </div> <div> <div>EBITDA</div> <div>63,7</div> </div> <div> <div>Resultado ordinario</div> <div>18,1</div> </div> <div> <div>Resultado técnico</div> <div>40,0</div> </div> <div> <div>Resultado Total</div> <div>15,1</div> </div> </div>                              |

## Visión general de la Sociedad

La contribución a resultados de los negocios de GCO se divide en seguros tradicional (43,3%), seguros de crédito (53,5%) y funerario (3,2%) a 30 de junio de 2025



Fuente: Información obtenida del informe de gestión a 30 de junio de 2025 de GCO elaborado bajo NIIF4  
Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

<sup>1</sup> Contribución a resultados del Grupo

# Balance consolidado: Activo

La principal partida del activo es la relativa a los activos financieros, que representa c.68,1% del activo total a 31 de diciembre de 2024

## Balance consolidado de GCO

De acuerdo con las cuentas anuales de la Sociedad elaboradas bajo normativa internacional a 31 de diciembre de 2024, GCO presenta un activo total de 19.245 millones de euros, lo que supone un incremento del 9,2% respecto al de 31 de diciembre de 2023.

De las partidas de activo, la principal partida son los activos financieros, que a 31 de diciembre de 2024 alcanzan los 13.099 millones de euros, lo cual supone un incremento del 11,3% con respecto del balance de diciembre de 2023. Entre los activos financieros, la partida con mayor peso es la relativa a valor razonable con cambios en otro resultado global, que representa el 52,5% sobre activos totales y el 77,1% de los activos financieros a cierre de 2024.

En relación con el inmovilizado intangible se observa un incremento durante el año 2023, principalmente motivado por la adquisición de Grupo Mémora por 401,3 millones de euros (siendo el Enterprise Value cercano a los 600 millones de euros) cuyo fondo de comercio de acuerdo con las cuentas anuales a 31 de diciembre de 2024 alcanza los 435 millones de euros (este importe es superior al de 2023 debido principalmente a la adquisición de Tanatorio Palencia).

Derivado de la adquisición de Grupo Mémora, dado que el precio se pagó en efectivo, se observa durante el año 2023 una reducción de la partida efectivo y activos líquidos equivalentes. Adicionalmente, cabe señalar que la partida de tesorería no recoge en su totalidad la posición de liquidez del Grupo a 31 de diciembre de 2024, ya que las inversiones en depósitos y fondos monetarios se incluyen dentro de inversiones financieras.

Asimismo, hay que considerar que GCO no contabiliza las plusvalías de sus inmuebles, de forma que estos aparecen a coste amortizado y, de acuerdo con lo indicado por la dirección de GCO, la rentabilidad de las inversiones está recogida en el Plan Estratégico.  
Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

| Activo (millones de euros)                                                 | 2022          | 2023          | 2024          | %s/AT 2024    |
|----------------------------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Efectivo y activos líquidos equivalentes                                   | 2.126         | 1.374         | 1.427         | 7,4%          |
| Activos financieros a valor razonable con cambios en resultados            | 1.689         | 1.738         | 2.027         | 10,5%         |
| Activos financieros a valor razonable con cambios en otro resultado global | 8.293         | 9.176         | 10.096        | 52,5%         |
| <i>Instrumentos de patrimonio</i>                                          | <i>1.430</i>  | <i>1.855</i>  | <i>2.110</i>  | <i>11,0%</i>  |
| <i>Valores representativos de deuda</i>                                    | <i>6.752</i>  | <i>7.216</i>  | <i>7.883</i>  | <i>41,0%</i>  |
| <i>Depósitos en entidades de crédito</i>                                   | <i>112</i>    | <i>105</i>    | <i>104</i>    | <i>0,5%</i>   |
| Activos financieros a coste amortizado                                     | 638           | 856           | 976           | 5,1%          |
| Activos por contratos de seguro                                            | 106           | 123           | 162           | 0,8%          |
| Activos por contratos de reaseguro                                         | 772           | 780           | 799           | 4,2%          |
| Inmovilizado material e inversiones inmobiliarias                          | 1.138         | 1.243         | 1.433         | 7,4%          |
| Inmovilizado intangible                                                    | 923           | 1.591         | 1.596         | 8,3%          |
| Participaciones en entidades valoradas por el método de la participación   | 112           | 119           | 125           | 0,6%          |
| Activos fiscales                                                           | 404           | 448           | 486           | 2,5%          |
| Otros activos                                                              | 143           | 172           | 119           | 0,6%          |
| Activos mantenidos para la venta                                           | 35            | 0             | 0             | 0,0%          |
| <b>Total Activo</b>                                                        | <b>16.379</b> | <b>17.619</b> | <b>19.245</b> | <b>100,0%</b> |
| <b>Variación interanual (%)*</b>                                           |               |               |               |               |
| Efectivo y activos líquidos equivalentes                                   | n.a.          | -35,4%        | 3,9%          |               |
| Instrumentos de patrimonio                                                 | n.a.          | 29,8%         | 13,7%         |               |
| Valores representativos de deuda                                           | n.a.          | 6,9%          | 9,2%          |               |
| Depósitos en entidades de crédito                                          | n.a.          | -6,3%         | -1,1%         |               |
| Activos financieros a coste amortizado                                     | n.a.          | 34,2%         | 14,0%         |               |
| Total activo                                                               | n.a.          | 7,6%          | 9,2%          |               |

\*No se ha estimado la variación del período 21-22 por diferencias en la normativa en que se reportan los resultados (NIIF4 vs NIIF17).

# Balance consolidado: Pasivo y Patrimonio Neto

La principal partida del pasivo es la relativa a los pasivos por contratos de seguro, que representa c.81,1% del pasivo a 31 de diciembre de 2024

## Balance consolidado de GCO

En relación con el pasivo, alcanza una cifra de 12.956 millones de euros a 31 de diciembre de 2024, lo que supone un incremento del 7,9% con respecto de diciembre de 2023.

La principal partida dentro del pasivo son los pasivos por contratos de seguro, que alcanzan una cifra de 10.504 millones de euros, los cuales representan el 81,1% del pasivo de GCO a 31 de diciembre de 2024. Estos suponen un incremento del 6,8% con respecto al 31 de diciembre de 2023. Dentro de los mismos, los pasivos por siniestros incurridos son los que vienen mostrando un mayor crecimiento. Este incremento refleja: (i) un crecimiento en el volumen de negocio, y (ii) ajustes actuariales para reflejar cambios en la siniestralidad. Por otro lado, el pasivo para la cobertura restante (“LFRC”), que recoge las obligaciones que tiene una aseguradora de cubrir eventos asegurados que aún no han ocurrido bajo contratos de seguros ya emitidos, aumentaron un 5,3% entre el ejercicio 2023 y 2024, alcanzando una proporción del 41,7% sobre el pasivo total.

Los pasivos financieros a coste amortizado suponen un 10,1% del pasivo de GCO, con un incremento del 16,4% con respecto a 31 de diciembre de 2023, debido principalmente a la emisión de bonos subordinados realizada por ACyC., al incremento del saldo de pasivos por arrendamiento y gastos periodificados, así como al aumento de las obligaciones con asegurados como resultado del crecimiento del negocio.

El patrimonio neto alcanza los 6.289 millones de euros (incremento del 12,0% con respecto al 31 de diciembre de 2023), con un importe de intereses minoritarios de 538 millones de euros a 31 de diciembre de 2024 (incremento del 4,9% con respecto de diciembre de 2023).

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

| Pasivo (millones de euros)                              | 2022          | 2023          | 2024          | %s/PT 2024    |
|---------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Pasivos financieros a coste amortizado                  | 936           | 1.129         | 1.314         | 6,8%          |
| Pasivos por contratos de seguro                         | 9.610         | 9.840         | 10.504        | 54,6%         |
| <i>Pasivo para la coberura restante</i>                 | 7.629         | 7.623         | 8.030         | 41,7%         |
| <i>Pasivo por siniestros incurridos</i>                 | 1.982         | 2.217         | 2.474         | 12,9%         |
| Pasivos por contratos de reaseguro                      | 0             | 1             | 5             | 0,0%          |
| Provisiones no técnicas                                 | 245           | 245           | 176           | 0,9%          |
| Pasivos fiscales                                        | 588           | 671           | 855           | 4,4%          |
| Otros pasivos                                           | 124           | 118           | 103           | 0,5%          |
| Pasivos vinculados con activos mantenidos para la venta | 22            | 0             | 0             | 0,0%          |
| <b>Pasivo</b>                                           | <b>11.525</b> | <b>12.003</b> | <b>12.956</b> | <b>67,3%</b>  |
| Fondos propios                                          | 4.067         | 4.521         | 4.971         | 25,8%         |
| Otro resultado global acumulado                         | 333           | 583           | 780           | 4,1%          |
| Interes minoritarios                                    | 454           | 513           | 538           | 2,8%          |
| <b>Patrimonio Neto</b>                                  | <b>4.854</b>  | <b>5.616</b>  | <b>6.289</b>  | <b>32,7%</b>  |
| <b>Total Pasivo y Patrimonio Neto</b>                   | <b>16.379</b> | <b>17.619</b> | <b>19.245</b> | <b>100,0%</b> |
| <b>Variación interanual (%)*</b>                        |               |               |               |               |
| Pasivos financieros a coste amortizado                  | n.a.          | 20,6%         | 16,4%         |               |
| Pasivo para la coberura restante                        | n.a.          | -0,1%         | 5,3%          |               |
| Pasivo por siniestros incurridos                        | n.a.          | 11,9%         | 11,6%         |               |
| Provisiones no técnicas                                 | n.a.          | -0,1%         | -28,4%        |               |
| Fondos propios                                          | n.a.          | 11,1%         | 10,0%         |               |

\*No se ha estimado la variación del período 21-22 por diferencias en la normativa en que se reportan los resultados (NIIF 4 vs NIIF 17).

# Cuenta de resultados consolidada

El volumen de negocio total ha aumentado un 3,1% en el ejercicio 2024 y el resultado atribuido del Grupo se ha situado en 636,4 millones de euros

## Cuenta de Resultados consolidada de GCO

En el ejercicio 2024, el volumen de negocio total de GCO aumentó un 3,1% impulsado por el crecimiento en el negocio tradicional (+5,8% con respecto al cierre de diciembre de 2023). El seguro de crédito reportó una subida de 0,3% con respecto al ejercicio 2023.

El resultado del servicio de seguro, con 712 millones de euros, crece un 0,9% con respecto del ejercicio 2023 principalmente derivado de un aumento de los ingresos por recuperaciones de reaseguro que experimentaron un aumento durante el ejercicio 2024.

El resultado neto de las inversiones alcanzó los 510 millones de euros en el ejercicio 2024, lo que implica un crecimiento del 23,8% con respecto del ejercicio 2023 derivado de: (i) mejores rendimientos de las inversiones por condiciones de mercado favorables, (ii) cambios en la composición de la cartera que permiten beneficiarse del momento de mercado, y (iii) entorno de tipo de interés favorable que ha permitido obtener un mayor rendimiento en la cartera de renta fija.

El resultado antes de impuestos para el ejercicio 2024 fue de 923 millones de euros, lo que implica un aumento del 10,1% con respecto del ejercicio 2023, principalmente impactado por un incremento del resultado neto de inversiones, que registró un incremento del 23,8% con respecto del ejercicio 2023.

El resultado neto consolidado en el ejercicio 2024 fue de 697 millones de euros, de los cuales 636 millones de euros corresponden al resultado atribuible al grupo.

| Cuenta de Resultados (Millones de euros)                      | 2022   | 2023   | 2024   |
|---------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|
| Ingresos del servicio de seguro                               | 4.420  | 4.768  | 4.918  |
| Gastos del servicio de seguro                                 | -3.349 | -3.776 | -3.972 |
| Resultado asociado a los contratos de seguro emitidos         | 1.071  | 993    | 947    |
| Resultado asociado a los contratos de reaseguro mantenidos    | -312   | -287   | -234   |
| Resultado del servicio de seguro                              | 759    | 706    | 712    |
| Resultado neto de inversiones                                 | 5      | 412    | 510    |
| Total de ingresos o gastos financieros de seguros             | 67     | -309   | -348   |
| Resultado neto de seguros e inversiones                       | 832    | 809    | 874    |
| Resultado antes de impuestos                                  | 751    | 838    | 923    |
| Impuestos                                                     | -181   | -198   | -225   |
| Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas | 570    | 641    | 697    |
| Otros ingresos y gastos                                       | -41    | 4      | 0      |
| Resultado consolidado del ejercicio                           | 529    | 645    | 697    |
| Resultado atribuido a la entidad dominante                    | 473    | 581    | 636    |
| <b>Variación interanual (%)*</b>                              |        |        |        |
| Ingresos del servicio de seguro                               | n.a.   | 7,9%   | 3,1%   |
| Gastos del servicio de seguro                                 | n.a.   | 12,8%  | 5,2%   |
| Resultado neto de seguros e inversiones                       | n.a.   | -2,7%  | 8,1%   |
| Resultado consolidado del ejercicio                           | n.a.   | 22,1%  | 8,1%   |

\*No se ha estimado la variación del período 21-22 por diferencias en la normativa en que se reportan los resultados (NIIF 4 vs NIIF 17).

## Cuenta de resultados – Negocio tradicional

Positiva evolución del negocio tradicional con crecimiento del 5,8% de los ingresos del servicio de seguro y un resultado antes de impuestos de 415 millones de euros en 2024

### Cuenta de Resultados – Negocio tradicional

Los ingresos por contratos de seguros del negocio tradicional asegurador de GCO incrementaron un 5,8% en el ejercicio 2024 con respecto al ejercicio 2023, situándose en los 2.611 millones de euros, continuando con la tendencia de crecimiento observada durante los últimos ejercicios principalmente impulsada por los ramos de auto y multirriesgos.

El resultado asociado a los contratos de seguro emitidos alcanzó en el ejercicio 2024 los 377 millones de euros, lo que supuso un incremento del 19,5% con respecto al ejercicio 2023. No obstante, a finales de 2023 se observa que dicho resultado fue inferior al obtenido durante el ejercicio 2022, principalmente derivado del incremento de los gastos del servicio de seguro.

En cuanto al resultado neto de las inversiones, en el ejercicio 2024 alcanzó los 443 millones de euros, lo que supuso un incremento del 18,1% con respecto al ejercicio 2023. Este mayor resultado viene derivado del incremento de los tipos de interés realizado desde mediados del año 2022.

El resultado neto de seguros e inversiones alcanzó los 483 millones de euros en el ejercicio 2024, lo que representó un crecimiento del 23,2% con respecto al ejercicio 2023, principalmente impulsado por el ramo de multirriesgos.

El resultado antes de impuestos en el ejercicio 2024 alcanzó los 415 millones de euros, lo que implica un crecimiento del 25,7% con respecto al ejercicio 2023, siguiendo con la tendencia observada durante el ejercicio 2023, que registró un crecimiento con respecto del ejercicio 2022 del 27,8%, derivado principalmente del incremento en el resultado neto de las inversiones.

| Cuenta de Resultados<br>Negocio Tradicional (Millones de euros) | 2022   | 2023   | 2024   |
|-----------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|
| Ingresos del servicio de seguro                                 | 2.334  | 2.468  | 2.611  |
| Gastos del servicio de seguro                                   | -1.980 | -2.152 | -2.234 |
| Resultado asociado a los contratos de seguro emitidos           | 354    | 316    | 377    |
| Resultado asociado a los contratos de reaseguro mantenidos      | -39    | -25    | -32    |
| Resultado del servicio de seguro                                | 314    | 291    | 345    |
| Resultado neto de inversiones                                   | 6      | 375    | 443    |
| Total de ingresos o gastos financieros de seguros               | 85     | -274   | -305   |
| Resultado neto de seguros e inversiones                         | 405    | 392    | 483    |
| Otros ingresos y gastos                                         | -146   | -62    | -68    |
| Resultado antes de impuestos*                                   | 259    | 331    | 415    |
| <b>Variación interanual (%)**</b>                               |        |        |        |
| Ingresos del servicio de seguro                                 | n.a.   | 5,7%   | 5,8%   |
| Gastos del servicio de seguro                                   | n.a.   | 8,7%   | 3,8%   |
| Resultado neto de seguros e inversiones                         | n.a.   | -3,1%  | 23,2%  |
| Resultado antes de impuestos                                    | n.a.   | 27,8%  | 25,7%  |

\*En las CCAA de GCO no se recoge la estimación del resultado después de impuestos por negocio.

\*\*No se ha estimado la variación del período 21-22 por diferencias en la normativa en que se reportan los resultados (NIIF 4 vs NIIF 17).

## Cuenta de resultados – Negocio de seguro de crédito

Durante el ejercicio del año 2024, se observa un aumento de los ingresos del servicio de seguro de crédito, con una caída del 1,2% del resultado antes de impuestos

### Cuenta de Resultados – Negocio de seguro de crédito

En el negocio del seguro de crédito, en el ejercicio 2024 el Grupo aumentó sus ingresos del servicio de seguro un 0,3% con respecto del ejercicio 2023 hasta alcanzar los 2.307 millones de euros. Adicionalmente, los gastos del servicio de seguro se incrementaron un 7,1% durante el mismo periodo.

El resultado asociado a los contratos de seguros emitidos de crédito se situó en 569 millones de euros, un 15,9% menos que en el mismo periodo de 2023, continuando con la tendencia decreciente observada durante el ejercicio del 2023 del 5,6%.

Por su parte, el resultado neto de las inversiones con 101 millones de euros en el ejercicio 2024 es superior al del ejercicio 2023, debido principalmente a ingresos financieros de su cartera derivado del impulso del incremento de los tipos de interés.

En cuanto al resultado neto de seguros e inversiones, en el ejercicio 2024 alcanzó los 425 millones de euros, lo que supuso una reducción del 5,4% con respecto al ejercicio 2023 derivado de un menor resultado del servicio de seguro (367 millones de euros en el ejercicio 2024 vs 415 millones de euros en el ejercicio 2023).

En consecuencia, en el ejercicio 2024, el resultado antes de impuestos se situó en 488 millones de euros, un 1,2% menor que en el ejercicio 2023, rompiendo con la tendencia de aumento del resultado antes de impuestos observado en el año 2023 (1,8%).

| Cuenta de Resultados<br>Negocio de Crédito (Millones de euros) | 2022   | 2023   | 2024   |
|----------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|
| Ingresos del servicio de seguro                                | 2.086  | 2.300  | 2.307  |
| Gastos del servicio de seguro                                  | -1.368 | -1.623 | -1.738 |
| Resultado asociado a los contratos de seguro emitidos          | 717    | 677    | 569    |
| Resultado asociado a los contratos de reaseguro mantenidos     | -272   | -262   | -202   |
| Resultado del servicio de seguro                               | 445    | 415    | 367    |
| Resultado neto de inversiones                                  | -2     | 70     | 101    |
| Total de ingresos o gastos financieros de seguros              | -17    | -35    | -43    |
| Resultado neto de seguros e inversiones                        | 426    | 450    | 425    |
| Otros ingresos y gastos                                        | 59     | 44     | 63     |
| Resultado antes de impuestos*                                  | 485    | 494    | 488    |
| <b>Variación interanual (%)**</b>                              |        |        |        |
| Ingresos del servicio de seguro                                | n.a.   | 10,3%  | 0,3%   |
| Gastos del servicio de seguro                                  | n.a.   | 18,6%  | 7,1%   |
| Resultado neto de seguros e inversiones                        | n.a.   | 5,6%   | -5,4%  |
| Resultado antes de impuestos                                   | n.a.   | 1,8%   | -1,2%  |

\*En las CCAA de GCO no se recoge la estimación del resultado después de impuestos por negocio.

\*\*No se ha estimado la variación del periodo 21-22 por diferencias en la normativa en que se reportan los resultados (NIIF 4 vs NIIF 17).

Fuente: Análisis interno de Deloitte basado en Cuentas Anuales consolidadas del Grupo.

## Cuenta de resultados – Negocio funerario

GCO adquirió el 9 de febrero de 2023 el 100% del Grupo Mémora que pertenecía al fondo de pensiones Ontario Teachers' Pension Plan

### Cuenta de resultados – Negocio funerario

El negocio funerario de GCO está compuesto de dos entidades principalmente: (i) Asistea y (ii) Mémora. Con fecha 9 de febrero de 2023, Grupo Catalana Occidente adquiere Mémora, primer grupo de la Península Ibérica en la organización de servicios funerarios y en la gestión de tanatorios, cementerios y crematorios con presencia directa en 24 provincias y en Portugal. La estrategia del negocio funerario del Grupo ha sido el crecimiento del negocio principalmente por adquisiciones de compañías.

El negocio funerario ha experimentado un incremento en ingresos derivado de que en 2023 no se incluye el mes de enero (por estacionalidad, uno de los más importantes) dado que Grupo Mémora comenzó a formar parte del Grupo en febrero de 2023, una vez obtenidas las autorizaciones correspondientes. Es por ello que los crecimientos de 2023 y 2024 se ven impactados por esta situación.

El margen EBITDA en el ejercicio 2024 es del 24,2% similar al observado en el ejercicio 2023.

El resultado antes de impuestos se eleva a 23,0 millones de euros, lo que representa un incremento del 38,6% con respecto al ejercicio 2023 derivado principalmente de un incremento del EBITDA y un mantenimiento de los niveles de amortización.

En relación con el resultado ordinario, el negocio funerario alcanzó los 18,1 millones en el ejercicio 2024, lo que implica un crecimiento del 33,1% con respecto al ejercicio 2023. Finalmente, el resultado total del negocio funerario en el ejercicio 2024 alcanzó los 15,1 millones de euros, lo que implica un crecimiento del 36,0% con respecto del observado en el ejercicio 2023.

| Cuenta de Resultados<br>Negocio Funerario (Millones de euros) | 2022  | 2023  | 2024  |
|---------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|
| Ingresos                                                      | 32,8  | 227,0 | 262,8 |
| EBITDA                                                        | 8,1   | 54,2  | 63,7  |
| Amortizaciones                                                | -2,1  | -21,3 | -23,6 |
| Resultado técnico después de gastos                           | 6,0   | 32,9  | 40,0  |
| Resultado financiero                                          | -0,3  | -16,3 | -17,1 |
| Resultado antes de impuestos                                  | 5,7   | 16,6  | 23,0  |
| Impuesto de sociedades                                        | 1,0   | 3,0   | 4,9   |
| Resultado ordinario                                           | 4,8   | 13,6  | 18,1  |
| Resultado no ordinario                                        | -0,2  | -2,5  | -3,0  |
| Resultado total                                               | 4,6   | 11,1  | 15,1  |
| <b>Variación interanual (%)*</b>                              |       |       |       |
| Ingresos                                                      | n.a.  | n.a.  | 15,8% |
| EBITDA                                                        | n.a.  | n.a.  | 17,5% |
| Resultado antes de impuestos                                  | n.a.  | n.a.  | 38,6% |
| Resultado total                                               | n.a.  | n.a.  | 36,0% |
| <b>Otros Ratios (%)</b>                                       |       |       |       |
| Margen EBITDA                                                 | 24,7% | 23,9% | 24,2% |

\*No se ha estimado la variación del período 21-22 por la ausencia de publicación de detalle de la Cuenta de Resultados del negocio funerario en 2021 y 2022.

\*No se ha estimado la variación del período 22-23 por falta de comparabilidad de los datos debido a la adquisición de Mémora por parte de GCO en febrero de 2023.

Fuente: Análisis interno de Deloitte basado en Cuentas Anuales consolidadas del Grupo.

# Métodos de valoración

# Métodos de Valoración

## Hemos considerado las diferentes metodologías indicadas en el artículo 10.5 del RD 1066/2007

En esta sección se describen los métodos considerados y se justifica su respectiva relevancia para GCO en el contexto de la oferta pública de adquisición.

### a) Valor Teórico Contable

Se ha calculado el valor teórico contable de GCO con base en las últimas cuentas anuales auditadas consolidadas de la Sociedad de 31 de diciembre de 2024, así como en los estados financieros semestrales consolidados a 30 de junio de 2025 revisados por el auditor.

### b) Valor Liquidativo

El valor liquidativo de la Sociedad no se ha calculado porque resultaría inferior a los demás resultados de este Informe.

### c) Cotización media ponderada en un determinado periodo

Se ha calculado la cotización media ponderada de las acciones de GCO durante el semestre inmediatamente anterior a la comunicación de GCO a CNMV del anuncio de la OPA el 27 de marzo de 2025 (30/09/2024 – 27/03/2025), cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.

### d) Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad en una OPA

No se ha formulado ninguna oferta pública de adquisición sobre GCO durante los 12 meses anteriores a la Oferta.

### e) Métodos de valoración comúnmente aceptados

Se han incluido como métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, el descuento de dividendos, el descuento de flujos de caja y los múltiplos de compañías y de transacciones comparables.

De acuerdo con nuestro entendimiento de GCO, el sector, la actividad y sus características específicas, no hemos considerado relevantes otros métodos de valoración distintos a los utilizados en el Informe.

## a) Valor Teórico Contable

# Valor Teórico Contable

Los últimos estados financieros de GCO se corresponden con los semestrales consolidados a 30 de junio de 2025 sobre los que su auditor ha llevado a cabo una revisión limitada

## Descripción del Valor Teórico Contable

El método del Valor Teórico Contable ("VTC") se basa en la estimación del valor de una compañía en función de su patrimonio neto, entendiendo éste como la diferencia entre sus activos y sus pasivos, registrados a valor contable. El VTC por acción es el resultado de dividir la cifra de recursos propios de la Sociedad (patrimonio neto atribuible a la sociedad dominante) entre el número de acciones emitidas por la misma, netas de autocartera o acciones propias.

El RD 1066/2007 establece que el VTC de la Sociedad Afectada, y en su caso, del grupo consolidado, debe ser calculado con base en las últimas cuentas anuales auditadas y, si son de fecha posterior a éstas, sobre la base de los últimos estados financieros. En este sentido, calculamos el VTC resultante de considerar:

- El patrimonio neto consolidado incluido en las cuentas consolidadas (bajo NIIF-UE) de la Sociedad del ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2024, teniendo en cuenta el número de acciones en circulación, excluido el número de acciones propias mantenidas en autocartera a 31 de diciembre de 2024 informado en las cuentas anuales.
- El patrimonio neto consolidado incluido en los estados financieros consolidados de la Sociedad de 30 de junio de 2025, teniendo en cuenta el número de acciones en circulación, excluido el número de acciones propias mantenidas en autocartera a 30 de junio de 2025, informado en las notas explicativas a los estados financieros semestrales consolidados.

## Aspectos a considerar

Como método de valoración, el VTC representa un enfoque estático pues considera los activos y pasivos en el momento de la valoración a su valor  
Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

registrado conforme a la normativa contable de aplicación. Los criterios de valoración para determinar el valor contable de cada uno de los activos y pasivos que se registran en el balance a una fecha determinada no son en algunos casos criterios de valor de mercado (entendido éste como el importe por el que el comprador y el vendedor intercambiarían el activo o pasivo objeto de la transacción, estando ambos interesados y debidamente informados sobre los aspectos de la misma, la cual se debe realizar en condiciones de independencia mutua).

El VTC constituye un método estático de valoración que ofrece una imagen puntual de la situación patrimonial de la Sociedad en una fecha determinada e indica los recursos propios contables de que dispone aquélla. En este sentido, dos empresas con un mismo valor contable podrían presentar diferencias en su valor real o de mercado, ya que, entre otros aspectos, cada una de ellas podría tener distintas expectativas de crecimiento, rentabilidades esperadas y/o niveles de riesgo, circunstancias que no quedarían reflejadas en el método estático de valoración del VTC.

Adicionalmente, las normas contables de aplicación para la Sociedad en la preparación de sus estados financieros consolidados (NIIF-UE) establecen en algunos casos criterios de valoración para determinar el valor contable de ciertos activos y pasivos cuyo resultado puede diferir, incluso significativamente, del valor razonable o de mercado de éstos. Es importante señalar también que el marco conceptual de las NIIF-UE indica en su apartado 1-7 que *"Los informes financieros con propósito general no están diseñados para mostrar el valor de la entidad que informa; pero proporcionan información para ayudar a los inversores, prestamistas y otros acreedores existentes o potenciales a estimar el valor de la entidad que informa"*. Igualmente, el apartado 1.6 del marco conceptual señala que *"los informes financieros con propósito general no proporcionan ni pueden proporcionar toda la*

# Valor Teórico Contable

El VTC es un método que refleja únicamente el patrimonio contable de una empresa en una fecha determinada, basado en criterios puramente contables

## Aspectos a considerar (cont.)

*información que necesitan los inversores, prestamistas y otros acreedores existentes o potenciales. Esos usuarios necesitan considerar la información pertinente de otras fuentes, por ejemplo, las condiciones económicas generales y las expectativas, los sucesos y la situación política, y las perspectivas del sector y de la empresa."*

El VTC, a pesar de contar con la ventaja de que puede ser calculado fácilmente y el acceso a la información que se necesita es directo y trazable, resulta de la aplicación de principios y normas contables establecidos por el regulador que se encuentren vigentes en el momento de la formulación de los estados financieros, así como de los criterios que la dirección de cada compañía, dentro de las mencionadas normas, considere más adecuados. De este modo, se podrían obtener distintos VTC para una misma empresa dependiendo de la normativa contable concreta que se aplique.

La Sociedad desarrolla su actividad aseguradora fundamentalmente a través de sus filiales Occident, S.A.U. de Seguros y Reaseguros ("Occident") y ACyC, que presentan sus cuentas anuales individuales bajo PCEA. La contabilización de los pasivos por contratos de seguros bajo PCEA sigue las directrices de la NIIF 4 y lo dispuesto en la Ley de Ordenación y Supervisión del Seguro Privado y el Reglamento que la desarrolla, mientras que en las cuentas anuales consolidadas bajo NIIF-UE se emplea la NIIF 17 para la contabilización de los pasivos por contratos de seguros.

En relación con lo anterior, la Sociedad lleva a cabo la gestión de sus negocios y la toma de decisiones bajo PCEA, tal y como indica en las cuentas anuales consolidadas a 31 de diciembre de 2024 y en las notas explicativas a los estados financieros semestrales consolidados a 30 de junio de 2025, publicando un patrimonio neto consolidado bajo esta normativa en las cuentas anuales Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

consolidadas a 31 de diciembre de 2024 y en las notas explicativas a los estados financieros semestrales consolidados a 30 de junio de 2025. Es por esa razón, que mostramos también el VTC resultante de considerar el patrimonio neto consolidado de GCO a 31 de diciembre de 2024 y a 30 de junio de 2025 de acuerdo con el PCEA, tal y como se muestra en la tabla de la página siguiente.

En particular, el valor por acción de la Sociedad post-dividendos resultante de la aplicación de la metodología de VTC es de 47,47 euros a 31 de diciembre de 2024 y 51,31 euros a 30 de junio de 2025 de acuerdo con NIIF-UE, norma contable de aplicación para la Sociedad en la preparación de sus estados financieros consolidados. Por otro lado, el valor por acción de la Sociedad post-dividendos resultante de la aplicación de la metodología de VTC es de 43,55 euros a 31 de diciembre de 2024 y 47,38 euros a 30 de junio de 2025 de acuerdo con PCEA, norma contable de aplicación para la preparación de los estados financieros individuales de las sociedades aseguradoras de GCO.

Por tanto, cabe señalar que el patrimonio neto reportado conforme a NIIF 17 es superior al registrado bajo NIIF 4. La principal diferencia entre NIIF-UE y PCEA radica en el tratamiento contable de los pasivos por contratos de seguros, siendo más elevadas las provisiones exigidas bajo PCEA.

Adicionalmente, GCO nos ha adelantado la información financiera a 30 de septiembre de 2025, que no ha sido auditada y que a la Fecha del Informe no es pública ni ha sido aprobada por el consejo de administración. A partir de esta información hemos obtenido el VTC resultante de considerar el patrimonio neto consolidado de GCO a 30 de septiembre de 2025 de acuerdo con el PCEA. Teniendo en consideración el dividendo pagado el 8 de octubre de 2025, el VTC se sitúa por debajo del precio de la Oferta. Este último, tras los ajustes por dividendos y la decisión de INOCSA de incrementar el precio de la Oferta anunciada en la comunicación de información privilegiada de 21 de octubre de 2025, se establece en 49,75 euros por acción.

# Valor Teórico Contable

Hemos calculado el VTC a nivel consolidado a 31 de diciembre de 2024 y a 30 de junio de 2025 de acuerdo con normativa internacional (NIIF-UE) y local (PCEA)

| Fuente                                                          | Cuentas Anuales            |                            | Estados financieros intermedios |                            |
|-----------------------------------------------------------------|----------------------------|----------------------------|---------------------------------|----------------------------|
| Datos en millones (euros y acciones)                            | Consolidado NIIF-UE        | Consolidado PCEA-NIIF 4    | Consolidado NIIF-UE             | Consolidado PCEA-NIIF 4    |
| Fecha de referencia                                             | 31/12/2024                 | 31/12/2024                 | 30/06/2025                      | 30/06/2025                 |
| Fondos propios                                                  | 4.971                      | -                          | 5.232                           | -                          |
| Otro resultado global acumulado                                 | 780                        | -                          | 876                             | -                          |
| Participaciones no dominantes                                   | 538                        | -                          | 557                             | -                          |
| <b>Patrimonio neto</b>                                          | <b>6.289</b>               | <b>5.769</b>               | <b>6.665</b>                    | <b>6.153</b>               |
| Participaciones no dominantes                                   | (538)                      | (481)                      | (557)                           | (509)                      |
| <b>Patrimonio neto atribuido a la sociedad dominante (A)</b>    | <b>5.751</b>               | <b>5.288</b>               | <b>6.109</b>                    | <b>5.645</b>               |
| Número de acciones ordinarias en circulación <sup>(1)</sup> (B) | 118                        | 118                        | 118                             | 118                        |
| <b>VTC por acción (euros) (C) = (A) / (B)</b>                   | <b>48,73</b>               | <b>44,80</b>               | <b>51,76</b>                    | <b>47,83</b>               |
| <b>VTC por acción post-dividendos (euros)</b>                   | <b>47,47<sup>(2)</sup></b> | <b>43,55<sup>(2)</sup></b> | <b>51,31<sup>(3)</sup></b>      | <b>47,38<sup>(3)</sup></b> |

(1) Número de acciones en circulación, excluido el número de acciones propias mantenidas en autocartera a 31 de diciembre de 2024 y a 30 de junio de 2025 (en millones de acciones). El número total de acciones es de 120.000.000 y el número de acciones en autocartera es de 1.977.283, siendo el número de acciones ordinarias en circulación de 118.022.717.

(2) VTC teniendo en cuenta el dividendo con cargo a reservas por importe de 0,207 euros por acción que fue abonado el 12 de febrero de 2025, el dividendo complementario con cargo a los resultados del ejercicio 2024 por importe de 0,594 euros por acción que fue abonado el 8 de mayo de 2025, el dividendo con cargo a reservas por importe de 0,25 euros por acción pagado el 9 de julio de 2025 y el dividendo con cargo a reservas por importe de 0,20 euros por acción abonado el 8 de octubre de 2025.

(3) VTC teniendo en cuenta el dividendo con cargo a reservas por importe de 0,25 euros por acción pagado el 9 de julio de 2025 y el dividendo con cargo a reservas por importe de 0,20 euros por acción abonado el 8 de octubre de 2025 por haberse pagado con posterioridad a 30 de junio de 2025.

# Valor Teórico Contable

## Un cambio de normativa contable no supone un cambio en el valor de una sociedad

### Aspectos a considerar (cont.)

Como hemos indicado con anterioridad, el PCEA es la norma contable que está en vigor en España para la preparación de las cuentas anuales individuales de las entidades aseguradoras. Esta norma exige que las entidades aseguradoras mantengan, como mínimo y en todo momento, provisiones para sus contratos de seguros calculadas de conformidad con la Ley de Ordenación y Supervisión del Seguro Privado y el Reglamento que lo desarrolla. Esa circunstancia impediría a la Sociedad cualquier reparto de patrimonio que implicara que las provisiones por contratos de seguros quedarán por debajo de su valor calculado bajo PCEA. Occident y ACyC están obligadas a cumplir con las exigencias del PCEA.

Adicionalmente, el patrimonio contable no es una referencia válida para compañías aseguradoras ya que están sujetas a requerimientos regulatorios específicos en materia de solvencia, establecidos bajo la normativa de Solvencia II. En el marco de Solvencia II, las aseguradoras deben mantener unos fondos propios de solvencia mínimos que garanticen su capacidad para afrontar los riesgos asumidos y cumplir con sus obligaciones frente a los asegurados. Por lo tanto, cualquier distribución o reparto de patrimonio contable que suponga incumplir dichos requerimientos de solvencia no podría llevarse a cabo. Estos requerimientos de solvencia implican tener una ratio de solvencia mínima del 175% en el negocio de seguros tradicional y del 200% en el negocio de seguros de crédito (véase páginas 80 y 86 del Informe).

Asimismo, es importante destacar que, bajo la normativa española, los dividendos no se reparten de acuerdo al patrimonio consolidado sino que deben repartirse teniendo en cuenta el patrimonio de las cuentas anuales individuales, el cual la Sociedad calcula conforme a PGC y las compañías aseguradoras de la Sociedad conforme a PCEA.

Por otro lado, cabe destacar que uno de los componentes del patrimonio neto consolidado de la Sociedad es el “Otro resultado global acumulado”, que recoge principalmente los cambios en el valor razonable de los instrumentos de capital medidos a valor razonable con cambios en otro resultado global que no se reclasifican a resultados. Esta partida refleja la volatilidad de los mercados de renta variable, habiendo pasado de 708 millones de euros a 31 de diciembre de 2024 a 829 millones de euros a 30 de junio de 2025 a consecuencia del comportamiento de estos mercados durante el primer semestre de 2025. La materialización de esta partida dependerá básicamente del comportamiento futuro de dichos mercados.

Además, la capitalización bursátil de GCO se ha situado sistemáticamente en niveles inferiores a su patrimonio neto. En este contexto, hemos realizado un análisis comparativo de la capitalización bursátil de GCO con respecto del patrimonio neto reportado desde el 30 de junio de 2021 hasta el 27 de marzo de 2025 (fecha en la que se anunció la formulación de la Oferta) sin considerar la NIIF 17 (bajo PCEA), así como con respecto al patrimonio neto reportado bajo NIIF-UE con NIIF 17 desde la entrada en vigor de dicha norma el 1 de enero de 2023.

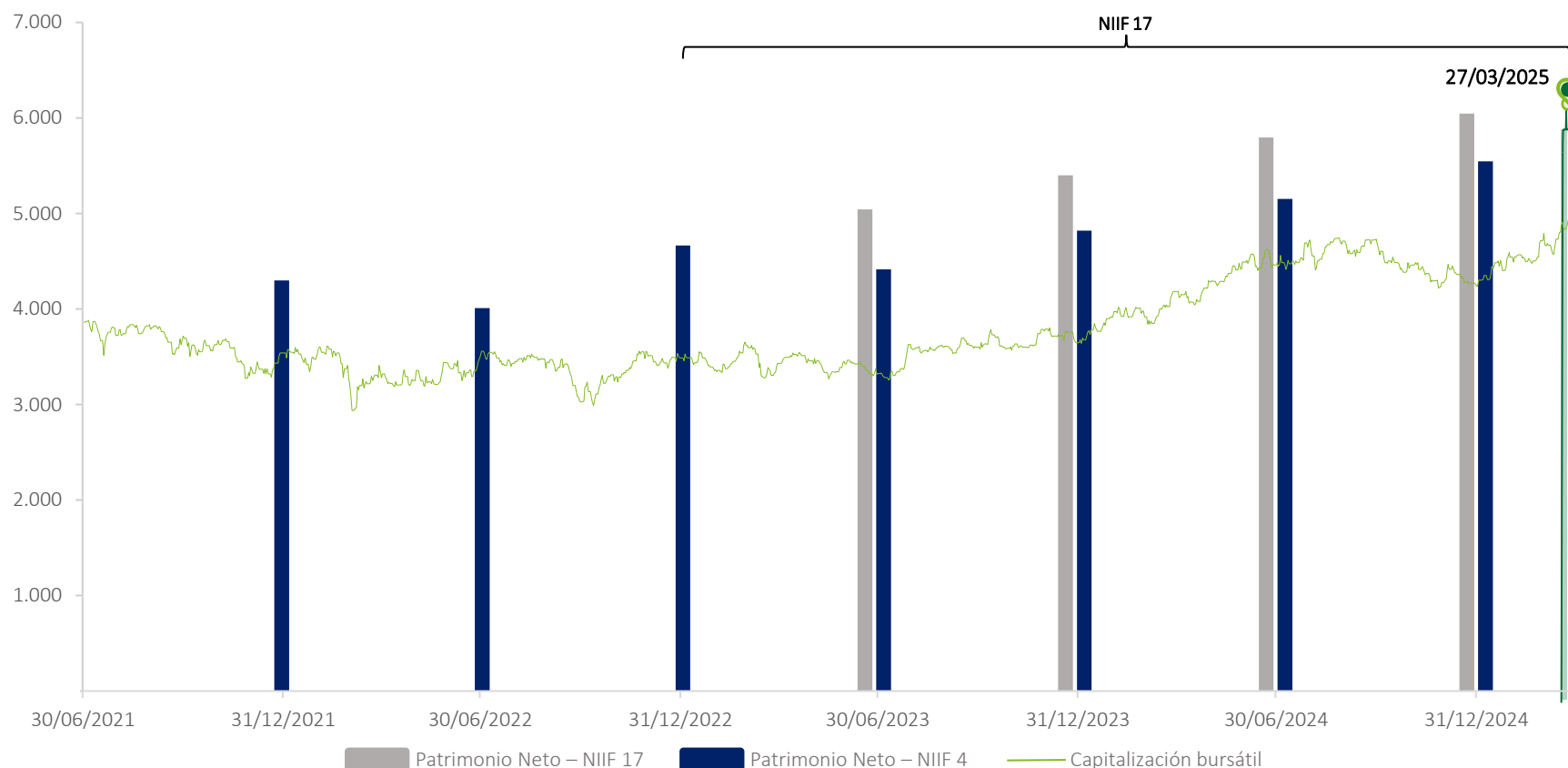
Tal y como se muestra en el gráfico de la siguiente página de este Informe, durante todo el periodo analizado la capitalización bursátil de GCO se ha situado por debajo de su patrimonio neto, lo que sugiere que este último no ha constituido una referencia de valor relevante para el mercado, independientemente del marco contable aplicado.

# Valor Teórico Contable

Históricamente la capitalización de mercado de la Sociedad se ha situado por debajo de 1,0x de su patrimonio neto

Aspectos a considerar (cont.)

Evolución del patrimonio neto consolidado y capitalización bursátil de la Sociedad (M€)



Fuente: Información proporcionada por S&P Capital IQ, cuentas anuales, estados financieros intermedios e información de gestión de la Sociedad.

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

# Valor Teórico Contable

Los factores descritos nos llevan a considerar que el VTC no es una metodología adecuada para nuestra conclusión de valor

## Conclusión

Tal como se ha comentado anteriormente, la información contable con la que se calcula el VTC no está diseñada para mostrar el valor de una compañía, como así reconoce de forma explícita el regulador contable en el marco conceptual de la NIIF-UE.

El VTC es un método que refleja únicamente el patrimonio contable de una empresa en una fecha determinada, basado en criterios puramente contables y difiriendo en función de la normativa contable de aplicación. En este sentido, es importante señalar que un cambio de normativa contable no supone un cambio de valor en una sociedad, por lo que no puede considerarse como una metodología adecuada para el cálculo de su valor. Occident y ACyC deben cumplir con las obligaciones contables del PCEA.

Adicionalmente, el VTC no tiene en consideración factores clave en la valoración de una compañía como la relación entre la rentabilidad generada por la empresa y su coste de capital, aspectos que sí recoge la metodología principal de valoración (DDM para los negocios aseguradores y DCF para el negocio funerario de la Sociedad).

Por otro lado, el patrimonio contable no es una referencia válida para compañías aseguradoras ya que están sujetas a requerimientos regulatorios específicos en materia de solvencia, establecidos bajo la normativa de Solvencia II. En el marco de Solvencia II, las aseguradoras deben mantener unos fondos propios de solvencia mínimos, por lo que cualquier distribución o reparto de patrimonio contable que suponga incumplir dichos requerimientos de solvencia no podría llevarse a cabo. Los negocios de seguros tradicional y de seguros de crédito de GCO deben cumplir con los ratios de solvencia en base al objetivo establecido por la Sociedad como límite interno de apetito al riesgo (175% y 200%, respectivamente).

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

La metodología de DDM, tal como señala el profesor Aswath Damodaran en su documento Valuing Financial Service Firms, es la más apropiada para valorar compañías financieras, resultando menos adecuado el uso de otros métodos como el VTC por no considerar precisamente estas limitaciones regulatorias que determinan la capacidad de distribuir dividendos junto con los objetivos de solvencia de las entidades aseguradoras.

Por todos estos factores, consideramos que el VTC no es una metodología adecuada para la conclusión de valor.

Nuestra conclusión sobre esta metodología en general y los aspectos adicionales indicados en este apartado, justifican que no es relevante a los efectos de valorar las acciones de GCO que el VTC consolidado a 30 de junio de 2025 bajo NIIF 17 sea superior al rango de valor de las acciones de GCO incluido en la conclusión del Informe.

## b) Valor Liquidativo

# Valor liquidativo

De la aplicación de esta metodología resultarían valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos

## Descripción del valor liquidativo

El valor de liquidación de una empresa trata de reflejar el valor neto que se obtendría de la misma bajo la hipótesis de una eventual situación de disolución o cese definitivo de las actividades. Se trata de un enfoque que no considera la asunción de continuidad de los negocios o el principio de empresa en funcionamiento.

Es decir, se basa fundamentalmente en el valor que se obtendría en el supuesto de que se realicen todos los activos y se liquiden todos los pasivos, contando con los posibles gastos asociados (indemnizaciones al personal, gastos de desinstalación, honorarios de profesionales independientes, etc.).

## Aspectos a considerar

Las ventas que se realizan en el proceso de liquidación de una sociedad corresponden en la mayoría de las ocasiones a transacciones que no se realizan en condiciones normales de mercado, sino que responden a operaciones forzadas afectadas por la celeridad que tenga la sociedad en realizar sus activos, su menor poder negociador y otros condicionantes que pudieran afectar negativamente al valor razonable esperado de los activos y pasivos involucrados.

En este caso particular cabe destacar que la Sociedad opera en un sector altamente regulado, lo cual podría afectar a los plazos y la aprobación de los potenciales compradores.

También debe señalarse que ciertos activos, como los activos por impuestos diferidos, en este escenario de liquidación, podrían no ser recuperables en su totalidad.

Por los motivos presentados, consideramos que de la aplicación de este método resultarían valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, no siendo preciso su cálculo de acuerdo con el artículo 10 del RD 1066/2007.

## c) Cotización media ponderada

# Cotización media ponderada de las acciones

El artículo 10 del RD 1066/2007 establece el precio medio ponderado del semestre anterior a la Oferta como uno de los métodos a considerar

## Cotización media ponderada de las acciones

En términos generales, el valor de cotización en la Bolsa de Valores refleja los precios a los que el mercado intercambia títulos por unidades monetarias y, por lo tanto, constituye en sí mismo una referencia de valor, siempre que dicho valor de cotización venga reflejado por unos niveles de liquidez representativos.

El artículo 10 del RD 1066/2007, exige considerar la cotización media ponderada del semestre inmediatamente anterior al anuncio de la Oferta, por lo que se ha considerado el semestre anterior al 27 de marzo de 2025.

La representatividad del precio de cotización en relación con el valor de una compañía viene determinada por su capitalización, el capital flotante, el volumen de negociación y su volatilidad, aspectos que condicionan su liquidez.

La capitalización bursátil de GCO proporcionado por la base de datos S&P Capital IQ a 27 de marzo de 2025 ascendía a 4.986 millones de euros. A 27 de marzo de 2025, Grupo Catalana Occidente se situaba en el percentil 75% en términos de capitalización en el segmento de empresas cotizadas españolas en el mercado continuo, ocupando el puesto 29 de 116 de las compañías que cotizan en el mercado continuo español.

El capital flotante (free-float) de la Sociedad a 27 de marzo de 2025 proporcionado por la base de datos S&P Capital IQ era del 34,3%, siendo INOCSA con una participación directa del 36,94% del capital de Grupo Catalana Occidente, su accionista principal. El segundo accionista con más de un 10% del capital social de la compañía es La Previsión 96, S.A., con una participación del 25,09%, sociedad que a su vez está participada por INOCSA en un 72,25%. El free-float del conjunto de los 116 valores del Mercado Conjunto de la Bolsa y Mercados Españoles es en media cercano al 50%, siendo el de Mapfre de un 30%. En el caso de las entidades aseguradoras europeas el capital flotante se

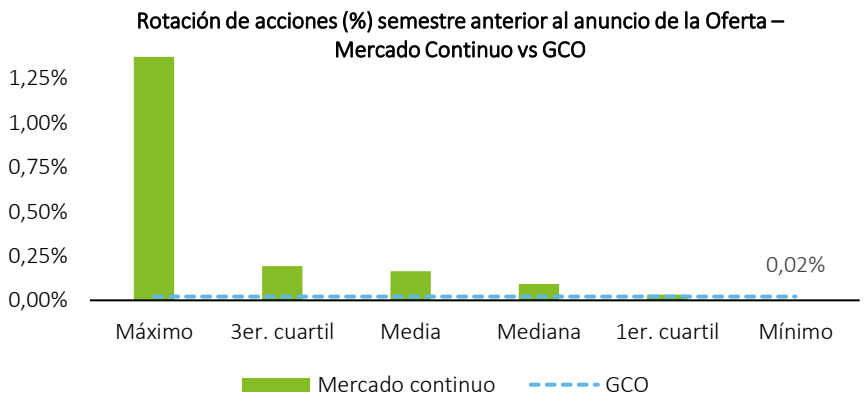
sitúa cercano al 80%.

En el periodo de seis meses anterior a la comunicación de información privilegiada en el que Grupo Catalana Occidente anunciaba haber recibido la Oferta, de fecha 27 de marzo de 2025, la media de los últimos 6 meses del volumen de contratación diario fue de 25.392 acciones.

| Volumen medio de acciones |        |
|---------------------------|--------|
| 1 mes                     | 28.383 |
| 3 meses                   | 20.359 |
| 6 meses                   | 25.054 |
| 12 meses                  | 21.375 |

Fuente: Información proporcionada por BME.

La ratio de liquidez, que representa el cociente entre el volumen de acciones negociadas diarias y las acciones en circulación, se sitúa en un 0,02% en el periodo, ocupando el puesto 94 de 116 del conjunto de valores del Mercado Conjunto de la Bolsa y Mercados Españoles y que se sitúa por debajo de la media y la mediana de la ratio de liquidez del conjunto de valores del Mercado Conjunto de la Bolsa y Mercados Españoles.



# Cotización media ponderada de las acciones

La cotización media ponderada durante el semestre inmediatamente anterior a la fecha de la Oferta fue de 38,16 euros por acción

Además de la ratio de liquidez, hemos revisado las directrices europeas publicadas por ESMA (“European Securities and Markets Authority”), las cuales establecen los criterios de determinación de un mercado líquido para un emisor en particular.

Según las directrices establecidas en artículo 1 del Reglamento Delegado (UE) 2017/567 de la Comisión, de 18 de mayo de 2016, el cual establece los criterios para la determinación de un mercado líquido, tal como se define en el artículo 2, apartado 1, punto 17, letra b), del Reglamento (UE) número 600/2014, se considerará que una acción negociada diariamente tiene un mercado líquido cuando se cumplan las siguientes condiciones:

- a. Que el capital flotante de la acción sea:
- i. igual o superior a 100.000.000 EUR, en el caso de las acciones admitidas a negociación en un mercado regulado,

ii. igual o superior a 200.000.000 EUR, en el caso de las acciones negociadas únicamente en sistemas multilaterales de negociación;
- b. que el número diario medio de operaciones con la acción sea igual o superior a 250; y
- c. que el efectivo medio diario negociado en relación con la acción sea igual o superior a 1.000.000 EUR.

Adicionalmente, a efectos del apartado 1, letra a) del artículo 1, el capital flotante de una acción se calculará multiplicando el número de acciones en circulación por el precio por acción, excluidas las participaciones individuales en la acción que excedan del 5% de los derechos de voto totales del emisor, a menos que dichas participaciones estén en manos de organismos de inversión colectiva o fondos de pensiones. Los derechos de voto se calcularán por referencia al número total de acciones a las que correspondan dichos derechos,

con independencia, en su caso, de la suspensión del ejercicio del derecho de voto.

Siguiendo estos criterios, el ESMA, en los últimos cálculos disponibles sobre las acciones de GCO, determina que las acciones sobre dicho emisor son líquidas (“liquid”).

| Código ISIN  | Metodología | Cálculo desde la fecha | Cálculo hasta la fecha | Análisis de liquidez |
|--------------|-------------|------------------------|------------------------|----------------------|
| ES0116920333 | YEAR        | 01-01-2023             | 31-12-2023             | Líquida              |
| ES0116920333 | YEAR        | 01-01-2024             | 31-12-2024             | Líquida              |

Por otro lado, la volatilidad anualizada de la acción de GCO a 27 de marzo de 2025 se sitúa en torno al 15,0%, por debajo de la volatilidad media del conjunto de valores del Mercado Conjunto de la Bolsa y Mercados Españoles que asciende a 30,8%.

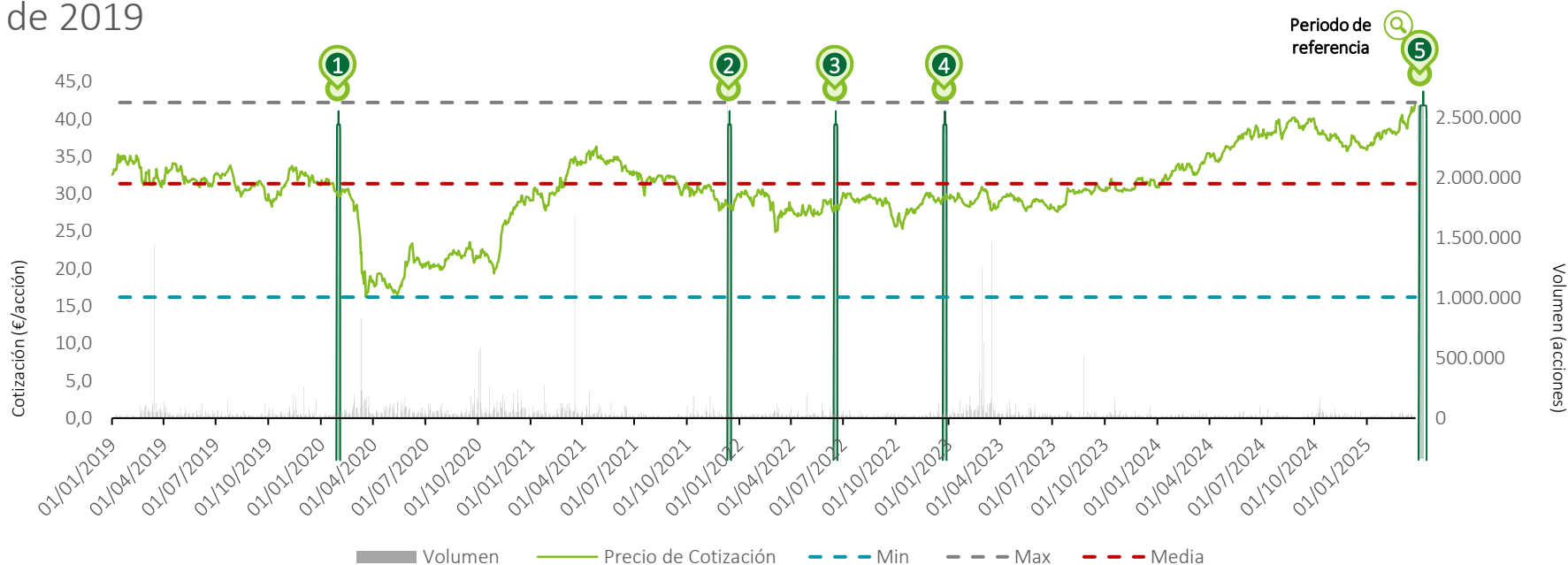
Lo anterior nos permite considerar que, dado el tamaño relativo y el sector en el que opera la Sociedad, los niveles de liquidez de la negociación bursátil de las acciones de GCO no permiten razonablemente considerar el precio de cotización como la mejor referencia del valor de las acciones.

Es por ello que, de acuerdo con lo indicado en el artículo 10 del RD 1066/2007, hemos analizado la evolución del precio por acción de GCO durante el semestre anterior al 27 de marzo de 2025.

La cotización media ponderada de los valores durante los seis meses inmediatamente anteriores al anuncio por parte de Grupo Catalana Occidente de la OPA ascendió a 38,16 euros por acción según recoge el Certificado de la Bolsa de Valores de Barcelona, S.A.U (véase Anexo 11). Esta cotización ha sido calculada como la media simple de los precios medios ponderados de los periodos.

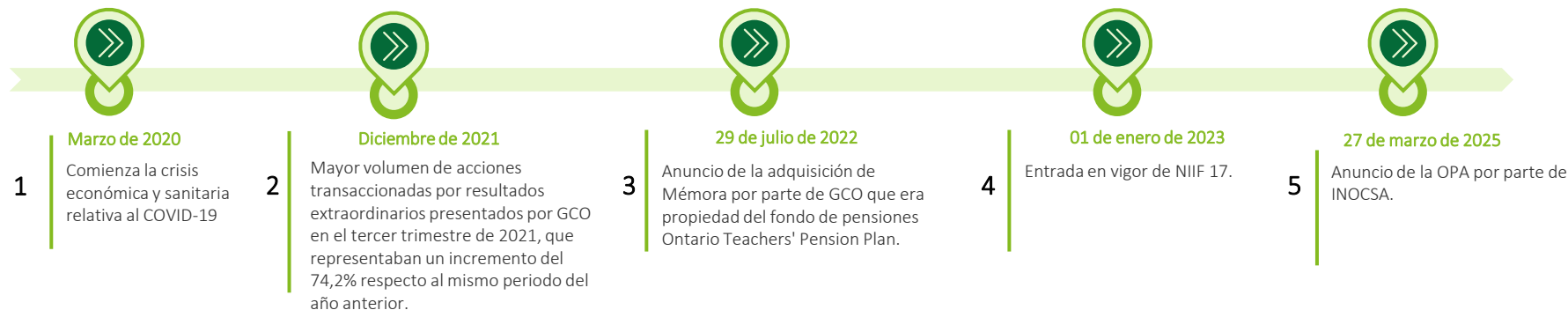
# Cotización media ponderada de las acciones

Se ha analizado el precio y el volumen transaccionado de las acciones de GCO desde enero de 2019



Fuente: Información obtenida de la fuente de datos pública Capital IQ.

Nota: Cifras en euros



## Cotización media ponderada de las acciones

El valor actual del dividendo máximo repartible de acuerdo con el objetivo de solvencia de las metodologías principales no se recoge en el precio de la acción, haciendo que el precio de cotización pudiera no ser la mejor referencia del valor de las acciones de GCO

La cotización media ponderada de los valores durante los seis meses inmediatamente anteriores al anuncio por parte de Grupo Catalana Occidente de la OPA se detalla a continuación:

**27 de marzo de 2025****6 meses**

Cotización media ponderada

**38,16**

Fuente: Certificado de la Bolsa de Valores de Barcelona, S.A.U (véase Anexo 11).

### Conclusión

La cotización media ponderada se sitúa muy por debajo de la valoración obtenida mediante la metodología de DDM para los negocios aseguradores y DCF para el negocio funerario. Esta diferencia, en nuestra opinión, podría explicarse por las expectativas a futuro de las metodologías principales no reflejadas en el precio de la acción.

La cotización es una referencia que no hemos considerado en la conclusión de valor por, entre otros, el hecho de que el valor actual del dividendo máximo repartible de acuerdo con el objetivo de solvencia de las metodologías principales no se recoge en el precio de la acción. Si bien, hemos realizado un análisis de la cotización media ponderada durante los últimos seis meses previos al anuncio de la Oferta, resultando en un precio por acción de 38,16 euros, según el Certificado de la Bolsa de Valores de Barcelona, S.A.U. que puede verse en el Anexo 11.

d) Contraprestaciones ofrecidas con anterioridad

# Contraprestaciones ofrecidas con anterioridad

El artículo 10.5.d del RD 1066/2007 establece como uno de los métodos el valor de la contraprestación ofrecida en OPAs formuladas sobre la Sociedad en el último año

## Contraprestaciones OPAs ofrecidas con anterioridad

El artículo 10.5.d del RD 1066/2007 establece que, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del anuncio de la OPA, el valor de la correspondiente contraprestación debe considerarse.

### Conclusión

Durante los últimos 12 meses previos a la fecha del anuncio de la OPA, no se ha formulado ninguna OPA sobre GCO distinta de la descrita en este Informe.

## e) Métodos de valoración comúnmente aceptados

# Descuento de Dividendos y Descuento de Flujos de Caja

# Descuento de Dividendos

Es la metodología de mayor aceptación para la valoración de entidades aseguradoras y la que consideramos más adecuada para la valoración de los negocios tradicional y de crédito

Dada la actividad de la Sociedad y las diferencias entre los distintos negocios, hemos aplicado un enfoque basado en la suma de partes (“SOTP”, por sus siglas en inglés). Este método indica el valor como agregación de los diferentes valores razonables determinados para cada uno de los negocios de la Sociedad. En este sentido, los negocios aseguradores han sido valorados a través del Descuento de Dividendos (“DDM”) y el negocio funerario a través del Descuento de Flujos de Caja (“DFC”).

Hemos analizado la razonabilidad del Plan Estratégico de la Sociedad para los años 2025 – 2034 para el negocio de seguros de crédito y para los años 2025 – 2027 para el negocio de seguros tradicional y negocio funerario teniendo en cuenta, entre otros, su coherencia con la trayectoria histórica de la Sociedad y con los crecimientos esperados por el sector. Consideramos que las proyecciones del Plan Estratégico en su conjunto son razonables y, por ello, hemos basado nuestro análisis en el mencionado Plan Estratégico proporcionado por la dirección de GCO.

## Descripción del DDM

El DDM es el método de mayor aceptación en la comunidad de negocios y en los mercados financieros internacionales para la valoración de compañías del sector asegurador.

Este método consiste en la estimación de los dividendos teóricos que podrían distribuirse en el futuro una vez cubiertos los requerimientos de solvencia objetivo de forma que el valor es el resultado del sumatorio del valor presente de estos dividendos futuros que la sociedad tendría capacidad de distribuir.

La aceptación del DDM como método de valoración por la comunidad de negocios está basada, entre otros, en los siguientes motivos:

- Se trata de un método teóricamente correcto, de adecuada aplicación y generalmente aceptada bajo la premisa de negocio en continuidad; Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

- Es un método dinámico, enfocado hacia perspectivas futuras del negocio; y
- Se basa en la idea de que el valor viene determinado por su capacidad para generar en el futuro recursos financieros susceptibles de ser detraídos del negocio y repartidos a los accionistas sin comprometer su solvencia y estructura financiera.

Tal y como señala el profesor Aswath Damodaran en su documento *Valuing Financial Service Firms*, el DDM es el método más apropiado para valorar compañías financieras, precisamente porque permite reflejar que sólo el exceso de capital sobre los requerimientos regulatorios y los objetivos de solvencia establecidos puede ser efectivamente distribuido. Según Damodaran, el uso de otros métodos resultaría menos adecuado en estos casos, dado que no consideran correctamente las limitaciones regulatorias que impiden distribuir la totalidad de los beneficios.

Su aplicación permite obtener un valor de las acciones mediante la estimación del valor actual de los dividendos futuros estimados. Este método supone determinar un período explícito de proyección durante el cual se estiman los dividendos distribuibles. Una vez determinados para el período de proyección explícito, se estima el valor terminal, que representa el valor de los dividendos generados por el negocio más allá del último ejercicio proyectado.

## Proceso de valoración – DDM

En este sentido, hemos estimado el valor de los **negocios de seguros tradicional** y de **crédito** de la Sociedad mediante la aplicación de este método, habiéndose dividido el proceso de valoración en las siguientes fases:

1. Análisis de la información financiera pública de GCO (cuentas anuales, presentaciones de resultados, informes de solvencia y otra información publicada por la dirección de la Sociedad Afectada).
2. Entendimiento de las perspectivas de la industria y de GCO atendiendo a 74

# Descuento de Dividendos

El estudio se basa en el Plan Estratégico y las proyecciones de la dirección de la Sociedad hasta 2034 para el negocio de crédito, informes de analistas y sectoriales

## Proceso de valoración – DDM

informes sectoriales y de analistas (para más detalle acerca de los informes de analistas empleados y la fecha de referencia de éstos, por favor refiéranse al Anexo 3).

3. Análisis de las proyecciones financieras facilitadas por la dirección de GCO para el periodo comprendido entre el 31 de diciembre de 2024 y el 31 de diciembre de 2027 para el negocio de seguros tradicional y entre el 31 de diciembre de 2024 y el 31 de diciembre de 2034 para el negocio de seguros de crédito. Estas proyecciones recogen las estimaciones incluidas en el Plan Estratégico de la Sociedad para el periodo 2025-2027 aprobado el 27 de junio de 2024 para ambos negocios aseguradores, así como las estimaciones de la dirección de la Sociedad para el negocio de seguros de crédito para el periodo 2028-2034 de cara a cubrir un ciclo completo del mismo. Estas proyecciones financieras se componen de cuenta de pérdidas y ganancias, posición de solvencia a la Fecha de Valoración y proyecciones de solvencia y en su análisis se ha tenido en cuenta principalmente lo siguiente:

- a) Análisis de la información histórica de los negocios de seguros tradicional y de crédito;
- b) Obtención y análisis del cierre de los negocios de seguros tradicional y de crédito a Fecha de Valoración;
- c) Análisis del Plan Estratégico elaborado por la dirección de la Sociedad para el periodo 2025 – 2027 (PMP) y aprobado por el consejo de administración el 27 de junio de 2024;
- d) Obtención de las proyecciones realizadas por la dirección de la Sociedad relativas al período 2028 - 2034 para considerar un ciclo económico completo en el seguro de crédito;

- e) Contraste de ciertas asunciones e hipótesis empleadas en el Plan Estratégico con referencias históricas y de mercado;
- f) Evaluación de la coherencia interna de las asunciones e hipótesis establecidas;
- g) Análisis de la evolución de los parámetros macroeconómicos relevantes en el ejercicio de valoración;
- h) Análisis de la evolución de la situación general del sector a nivel global de acuerdo con las previsiones publicadas por diferentes organismos.

En este sentido, queremos señalar que el horizonte temporal se extiende hasta el ejercicio 2027 en el caso del negocio de seguros tradicional dado que es el periodo del Plan Estratégico y para el cual se dispone de referencias en informes de analistas que cubren la Sociedad. En el caso del negocio de seguro de crédito además de las proyecciones del Plan Estratégico hasta el año 2027, hemos dispuesto de proyecciones para el periodo 2028-2034 preparadas por la dirección de la Sociedad para cubrir un ciclo económico completo para el negocio de seguros de crédito.

4. Estimación del año normalizado (una vez finalizado el periodo cubierto por el Plan Estratégico de 2025 – 2027 en el caso del negocio de seguros tradicional y una vez finalizado el periodo 2025-2034 en el caso del negocio de seguros de crédito). En nuestro trabajo este año normalizado se corresponde con el 2027 en el negocio de seguros tradicional y con el año 2034 en el caso del negocio de seguros de crédito.

Dado que el negocio de seguro de crédito es muy dependiente del ciclo económico, debe tenerse en cuenta el rendimiento previsto a lo largo de un ciclo económico completo, que la dirección de GCO ha determinado en 10 años, y que alcanza hasta el año 2034.

# Descuento de Flujos de Caja

Es la metodología de mayor aceptación para la valoración de entidades no financieras y la que consideramos más adecuada para la valoración del negocio funerario

Por ello, en la estimación del año normalizado se ha considerado la variación de las hipótesis de negocio a lo largo de un ciclo económico completo, con especial foco en las hipótesis de seguro (ratio combinado) y del reaseguro (porcentaje de primas cedidas, siniestralidad cedida y comisiones cedidas).

5. Estimación del dividendo teórico distribuible atendiendo a la evolución prevista de la cuenta de pérdidas y ganancias y los requerimientos de solvencia asociados a los objetivos y requerimientos marcados por la Sociedad.
6. Una vez estimados los dividendos distribuibles durante el periodo de proyección y posteriormente el dividendo distribuible en el periodo normalizado (dividendo normalizado), se ha calculado el valor terminal como el valor actual de una renta perpetua de dicho dividendo normalizado a través de la metodología Gordon Growth Model (“GGM”).
7. Los dividendos teóricos distribuibles tanto para el periodo de proyección como para el dividendo normalizado han sido actualizados aplicando una tasa de descuento. El detalle del cálculo de la tasa de descuento puede verse más adelante en esta misma sección del Informe y en el Anexo 4.
8. Debido a la importancia de algunas de las hipótesis utilizadas, hemos realizado determinados análisis de sensibilidad.
9. Del valor total de los negocios de seguros hemos deducido el valor correspondiente a los intereses minoritarios de cada negocio.
10. Cálculo del valor por acción considerando el valor de los negocios de seguros y negocio funerario y el número de acciones en circulación, excluyendo el número de acciones propias en autocartera.

## Descripción del DFC

El DFC se basa en el concepto general de que el valor de un negocio equivale al valor presente de los rendimientos futuros generados por su actividad. Su aplicación permite obtener un valor de empresa o negocio mediante la actualización de los flujos de tesorería a generar por dicho negocio y disponibles para los proveedores de capital (accionistas y prestamistas, en su caso). Este método supone determinar un período explícito de proyección durante el cual se estiman los flujos de caja libres. Una vez determinados para el período de proyección explícito, se estima el valor residual, que representa el valor de los fondos generados por el negocio más allá del último ejercicio proyectado. Tanto los flujos de caja calculados como el valor residual son descontados a la tasa de descuento estimada.

Una vez determinado el valor del negocio, se calcula el valor atribuible a las acciones considerando los activos y pasivos no incorporados en el flujo de caja libre, principalmente, deuda financiera neta y activos y pasivos no operativos, así como eliminando la proporción del negocio atribuible a los accionistas minoritarios.

La aceptación del DFC como método de valoración por la comunidad de negocios está basada, entre otros, en los siguientes motivos:

- Se trata de un método teóricamente correcto, de adecuada aplicación y generalmente aceptada en el caso de negocios en marcha;
- Es un método dinámico, enfocado hacia perspectivas futuras del negocio; y,
- Fundamenta el valor de un negocio en su capacidad de generación de fondos y permite identificar las claves de la generación de valor.

# Descuento de Flujos de Caja

El estudio se basa en el Plan Estratégico de la Sociedad, informes de analistas e información sectorial disponible

## Proceso de valoración – DFC

En este sentido, hemos estimado el valor del **negocio funerario** de la Sociedad mediante la aplicación de este método, habiéndose dividido el proceso de valoración en las siguientes fases:

1. Análisis de la información financiera pública de GCO (cuentas anuales, presentaciones de resultados y otra información publicada por la dirección de la Sociedad Afectada).
  2. Entendimiento de las perspectivas de la industria y de GCO atendiendo a informes sectoriales y de analistas (para más detalle acerca de los informes de analistas empleados y la fecha de referencia de estos, por favor refiéranse al Anexo 3).
  3. Análisis de las proyecciones financieras facilitadas por la dirección de la Sociedad para el periodo comprendido entre el 31 de diciembre de 2024 y el 31 de diciembre de 2027, sin tener en cuenta el efecto de la aplicación de NIIF 16 en relación con los arrendamientos, al tratarse de una norma contable sin impacto en la valoración, tal y como se recoge en el apartado “Consideraciones generales” de la sección “Objetivo y Alcance” del presente Informe. Estas proyecciones recogen las estimaciones incluidas en el Plan Estratégico de la Sociedad para el periodo 2025-2027 aprobado el 27 de junio de 2024. Estas proyecciones financieras se componen de cuenta de pérdidas y ganancias, balance del negocio funerario a la Fecha de Valoración y, en su análisis, se ha tenido en cuenta principalmente lo siguiente:
    - a) Análisis de la información histórica del negocio funerario;
    - b) Obtención y análisis del cierre del negocio funerario a Fecha de Valoración;
    - c) Análisis del Plan Estratégico elaborado por la dirección de la Sociedad para el periodo 2025– 2027;
    - d) Contraste de ciertas asunciones e hipótesis empleadas en el Plan Estratégico con referencias históricas y de mercado;
    - e) Evaluación de la coherencia interna de las asunciones e hipótesis establecidas;
    - f) Análisis de la evolución de los parámetros macroeconómicos relevantes en el ejercicio de valoración;
    - g) Análisis de la evolución de la situación general del sector de acuerdo con las previsiones publicadas por diferentes organismos.
- En este sentido, queremos señalar que el horizonte temporal se extiende hasta el ejercicio 2027 que es el periodo del Plan Estratégico y para el cual se dispone de referencias en informes de analistas.
4. Estimación del año normalizado (una vez finalizado el periodo cubierto por el Plan Estratégico de 2025 – 2027). En nuestro trabajo este año normalizado se corresponde con el 2027, año en el que el negocio funerario de la Sociedad se espera que opere en un contexto de crecimiento y rentabilidad estabilizados. Merece especial mención que, tal y como se recoge en los apartados “Negocio funerario – La oferta” y “Negocio funerario – La demanda” de la sección “Situación de Mercado” del presente Informe, el sector de servicios funerarios es un sector maduro, que ha alcanzado una fase de desarrollo donde el crecimiento es estable pero limitado, la demanda es relativamente predecible a largo plazo y la innovación o disrupción es baja en comparación con sectores emergentes.

# Descuento de Flujos de Caja

El estudio se basa en el Plan Estratégico de la Sociedad, informes de analistas e información sectorial disponible

## Proceso de valoración – DFC (cont.)

5. Estimación del flujo de caja libre atendiendo a la evolución prevista de la cuenta de pérdidas y ganancias, el CAPEX y el working capital del negocio funerario.
6. Se ha considerado el tipo impositivo nominal de aplicación en España que es del 25% en base a lo establecido en la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.
7. Una vez estimados los flujos de caja libres durante el periodo de proyección y posteriormente el flujo de caja en el periodo normalizado, se ha calculado el valor terminal como el valor actual de una renta perpetua de dicho flujo de caja normalizado considerando una tasa de crecimiento a perpetuidad basada en el crecimiento esperado de la inflación y de las defunciones a largo plazo, variables que determinan el crecimiento del negocio funerario.
8. Los flujos de caja libres tanto para el periodo de proyección como para el periodo normalizado han sido actualizados aplicando una tasa de descuento. El detalle del cálculo de la tasa de descuento puede verse más adelante en esta misma sección del Informe y en el Anexo 4.
9. Para el cálculo del valor del negocio funerario hemos considerado la deuda financiera neta, así como otros activos y pasivos no operativos dentro del balance del negocio funerario a la Fecha de Valoración.
10. Debido a la importancia de algunas de las hipótesis de valoración utilizadas, hemos realizado determinados análisis de sensibilidad.
11. Del valor total del negocio funerario hemos detráído el valor correspondiente a los intereses minoritarios del mismo.
12. Cálculo del valor por acción considerando el valor de los negocios de seguros y negocio funerario y el número de acciones en circulación, excluyendo el número de acciones propias en autocartera.

# Descuento de Dividendos – Negocio tradicional

La valoración por DDM considera el Plan Estratégico para el periodo 2025-2027 así como las proyecciones de SCR y el objetivo de solvencia del 175%

## Proyecciones financieras

La valoración del negocio tradicional de la Sociedad a través del DDM considera las proyecciones financieras del Plan Estratégico elaborado por la dirección de GCO para el periodo 2025 – 2027 hasta el resultado antes de impuestos (véase Anexo 1) y sin tener en cuenta el efecto de la aplicación de NIIF 16 en relación con los arrendamientos, sin que ello tenga impacto en los resultados de valoración de las acciones de la Sociedad. El ejercicio de valoración considera el tipo impositivo nominal de aplicación en España que es del 25% en base a lo establecido en la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.

Como se indica en el apartado “Consideraciones generales” de la sección “Objetivo y Alcance” del presente Informe, la gestión actual de los negocios y de la Sociedad se realiza sobre información financiera reportada en NIIF 4 a la dirección del Grupo y, por tanto, la información por segmentos y área geográfica, el Plan Estratégico, la información de solvencia a la Fecha de Valoración y la recogida en las proyecciones financieras se desglosa bajo los principios contables establecidos por dicha normativa en lo que a inversiones financieras y contratos de seguros se refiere, hasta que la gestión del negocio y toma de decisiones se realicen sobre información financiera reportada (incluyendo el informe de gestión consolidado) bajo los principios establecidos en NIIF 17 (normativa contable aplicable en las cuentas anuales de la Sociedad a la Fecha de Valoración). Tal y como señala la Sociedad en su informe de gestión del ejercicio 2024, no hay diferencias entre ambas normativas en el apetito al riesgo, ni en el reparto de dividendos, ni en la generación de caja ni en la posición de solvencia y, por tanto, no tiene impacto en las conclusiones de valor del Informe.

No obstante, hay que señalar que en comparación con la NIIF 4, la NIIF 17 supone un cambio en la presentación de las partidas del balance y de la cuenta de resultados. En particular, los ingresos y gastos financieros de seguros bajo

NIIF 17 recogen el efecto del interés acreditado en el valor presente de los pasivos por contratos de seguro, así como el efecto de la actualización de la tasa de descuento para aquellos pasivos por contratos de seguro medidos bajo BBA o VFA y asignados a la cuenta de resultados.

Hemos llevado a cabo el contraste de las principales ratios del Plan Estratégico del negocio tradicional de la Sociedad (crecimiento de primas, ratio de siniestralidad y ratio combinado) con las referencias de analistas que incluyen desglose del negocio tradicional de la propia Sociedad, así como de Mapfre, que es la única entidad aseguradora cotizada junto con GCO en el mercado español, mercado en el que opera la Sociedad en el negocio tradicional (véase Anexo 3). A pesar de ser cotizada, no hemos considerado Línea Directa Aseguradora, S.A. porque su negocio es fundamentalmente negocio de auto.

## Cálculo del dividendo distribuible

Para el cálculo del dividendo distribuible del negocio tradicional el ejercicio de valoración parte de los fondos propios disponibles de dicho negocio a la Fecha de Valoración, que ascienden a 3.324 millones de euros. Bajo la normativa de Solvencia II, dichos fondos propios disponibles incluyen los beneficios esperados de las primas futuras de los contratos de seguro existentes (*expected profits included in future premiums* o “EPIFPs”), que descontados a valor presente ascienden a 1.373 millones de euros a la Fecha de Valoración según la información facilitada por GCO. De acuerdo con el marco de Solvencia II, para descontar a valor presente los EPIFPs se utiliza la curva EIOPA, que está basada en los rendimientos de los bonos gubernamentales libres de riesgo en la zona euro ajustados por una serie de factores técnicos.

Teniendo en cuenta tanto el resultado previsto en el Plan Estratégico, como las proyecciones de SCR y el objetivo de solvencia establecido por la Sociedad, se consideran como dividendos aquellos que podrían distribuirse una vez cubiertos los requerimientos de solvencia.

# Descuento de Dividendos – Negocio tradicional

## Para estimar la tasa de descuento (coste del capital) se ha utilizado el modelo Capital Asset Pricing Model

Para el reparto de dividendos se han considerado las proyecciones de SCR realizadas por la dirección de GCO y una ratio de solvencia objetivo del 175%, en base a la ratio de gestión interna establecida por la Sociedad en su estrategia de riesgos de solvencia, aprobada por el consejo de administración, la cual condiciona su política de gestión de capital. En este sentido y de acuerdo con lo indicado por la dirección de la Sociedad, por debajo de la ratio de gestión interna establecida en el 175%, la dirección de GCO implementaría medidas de gestión de capital (entre ellas, principalmente, la limitación en el reparto de dividendos). Los niveles de apetito al riesgo y las medidas de gestión de capital incluidas en la estrategia de riesgos de solvencia de GCO han sido remitidos a la DGSFP en el marco de las tareas de supervisión que ésta realiza periódicamente, sin que haya manifestado objeciones al respecto. El documento ORSA remitido también a la DGSFP hace referencia a esta ratio de gestión interna del 175% en el apartado de conciliación de las proyecciones del ORSA con la estrategia de riesgos, nivel que se fijó como referencia también en el análisis de los posibles impactos de la crisis ocasionada por el COVID-19 en el informe sobre la situación financiera y de solvencia de cierre de 2019 publicado por la Sociedad. Asimismo, la ratio de solvencia del negocio tradicional de la Sociedad del 175% permite el cumplimiento del reglamento de Solvencia II.

Teniendo en cuenta los fondos propios disponibles a 31 de diciembre de 2024 (3.324 millones de euros) y el SCR del 175%, el exceso de solvencia inicial es de 539 millones de euros.

Hemos aplicado el criterio de descontar los dividendos distribuibles a periodos completos a final del año dado que el dividendo no puede ser repartido hasta que se produzca su aprobación por parte de la junta general de accionistas. Considerando que el dividendo que aprueba la junta general de accionistas se produce a mediados del ejercicio siguiente, consideramos razonable aplicar un criterio end-year (como aproximación a la media entre los dividendos a cuenta pagados durante el año y el que aprueba la junta general de accionistas a mediados del ejercicio siguiente).

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

En este sentido, se deja constancia de que GCO e INOCSA acostumbran a pagar dividendos en los meses de febrero, mayo, julio y octubre de cada año.

Una vez descontados los dividendos distribuibles, hemos reducido el dividendo distribuible descontado de cada periodo por los EPIFPs ya considerados en los fondos disponibles a la Fecha de Valoración, siendo de 126,9 millones de euros en 2025, 95,5 millones de euros en 2026 y 87,4 millones de euros en 2027. Por los 1.062,8 millones de euros restantes de EPIFPs relativos a ejercicios posteriores al 2027, hemos reducido en dicho importe el dividendo distribuible descontado correspondiente al valor terminal.

### Periodo de proyección

El periodo de proyección comprende los años de 2025 a 2027 en base a las proyecciones financieras recogidas en el Plan Estratégico elaborado por la dirección de GCO.

### Valor terminal

Para el cálculo del valor terminal el ejercicio de valoración se basa en la metodología de GGM. El modelo de crecimiento de Gordon es un tipo de método de ingreso económico capitalizado en el que el ingreso económico normalizado se considera un nivel base razonable desde el cual proyectar un crecimiento sostenible. La fórmula para el modelo de crecimiento de Gordon es la siguiente:  $VT = (Dividendo\ VT) / (Ke - g)$ ; la cual, parte del dividendo normalizado basado en la proyección del año 2027, siendo:

- Dividendo VT. Dividendo obtenido considerando un crecimiento de la cuenta de resultados del año 2027 en línea con la tasa de crecimiento a perpetuidad y manteniendo la proporción de SCR sobre primas del año 2027 para la estimación de SCR;
- Ke: Coste de los recursos propios (véase Anexo 4); y
- g: Tasa de crecimiento a perpetuidad.

## Descuento de Dividendos – Negocio tradicional

Se ha considerado la rentabilidad del bono alemán a 30 años como la referencia de la tasa libre de riesgo, situándose en un nivel del 2,6% a la Fecha de Valoración

### Tasa de descuento

La tasa de descuento es el factor utilizado para convertir un flujo monetario futuro en su valor actual. La tasa de descuento debe considerar el valor temporal del dinero y el riesgo inherente del negocio objeto de valoración.

En el caso de los negocios financieros la tasa de descuento que se emplea es el coste de los recursos propios (“Ke” según su acrónimo en inglés, “coste del capital” o “coste de los recursos propios”) y refleja el rendimiento requerido por un inversor para realizar una inversión determinada.

Para la estimación del coste de los recursos propios, la metodología empleada en nuestro estudio se apoya en la aplicación de la teoría del *Capital Asset Pricing Model* (“CAPM”), que es uno de los modelos de valoración de activos más extendidos en el ámbito financiero. Según el CAPM, la rentabilidad exigida por un inversor a un activo se determinará en función del riesgo sistemático (aquel no eliminable por la diversificación) que implica la inversión en dicho activo. De acuerdo con este modelo, la rentabilidad de un activo vendrá determinada por la tasa libre de riesgo más una prima adicional que incentive al inversor a asumir un mayor riesgo. Esta prima vendrá determinada a su vez por la rentabilidad esperada de mercado y la beta del activo, que representa la sensibilidad de dicho activo a los movimientos del mercado (riesgo sistemático o no diversificable). De acuerdo con el CAPM, el coste de los recursos propios responde a la siguiente fórmula:

$$K_e = R_f + CRP + (\beta I * PM)$$

donde:

*Ke*: Coste de los recursos propios

*Rf*: Tasa libre de riesgo

*βI*: Beta apalancada

*PM*: Prima por riesgo de mercado

*CRP*: Country Risk Premium (Prima por riesgo país)

La proposición formulada así es concordante con los resultados empíricos que muestran mercados relativamente eficientes respecto de la relación entre riesgo (medido a través del coeficiente de volatilidad, “β”) y rendimiento, considera que los beneficios de la diversificación y presenta un menor nivel de subjetividad que otros métodos (Build-up Model, Arbitrage Pricing Theory, Fama French 3-factor Model o Market Derived Capital Pricing Model). Por su simplicidad y robustez teórica y por superar en aplicabilidad al resto de alternativas, el CAPM es generalmente empleado por la comunidad financiera. Por tanto, nuestro ejercicio de valoración se basa en los valores que resultan de actualizar el dividendo distribuible proyectado con la tasa de descuento calculada aplicando el CAPM.

Dado que los dividendos se han proyectado en euros, moneda funcional y de presentación de la Sociedad, se ha calculado consistentemente una tasa de descuento en esta moneda.

En las siguientes secciones explicamos nuestra aproximación general para la estimación de los distintos parámetros que componen la tasa de descuento.

### Tasa libre de riesgo

La tasa libre de riesgo se define como la rentabilidad que ofrece el mercado por una inversión en un activo calificado libre de riesgo crediticio. Se trata de un concepto teórico que asume que en la economía existe una alternativa de inversión que no tiene riesgo para el inversor.

No obstante, en la práctica, ante la inexistencia de activos en el mercado completamente exentos de la posibilidad de impago, el uso de bonos gubernamentales como aproximación a una tasa libre de riesgo se ha convertido en una metodología comúnmente aceptada y justificada por la comunidad financiera en su conjunto.

# Descuento de Dividendos – Negocio tradicional

La prima de mercado se ha calculado siguiendo un enfoque prospectivo y para el cálculo de la beta se ha empleado la de la Sociedad y la de comparables en cada negocio

## Tasa de descuento (cont.)

En el siguiente gráfico se muestra la evolución de la rentabilidad (*yield*) del bono alemán a 30 años de los últimos 20 años, pasando por diferentes situaciones macroeconómicas que a su vez desencadenaron en decisiones de política monetaria por parte de los reguladores (reducción de los tipos de interés de referencia, posterior incremento de los tipos de interés de referencia). Para más detalles por favor refiéranse a la sección “Entorno económico”.

En este contexto, se ha considerado la rentabilidad del bono alemán a 30 años como la referencia de la tasa libre de riesgo, situándose en un nivel del 2,6% a la Fecha de Valoración.

### Rentabilidad del bono a 30 años de Alemania



### Prima de riesgo mercado

La prima de mercado se define como el retorno adicional sobre el tipo libre de riesgo que un inversor racional exigiría por invertir en activos de renta variable. La suma de ambos parámetros constituye el retorno del conjunto del mercado y para su cálculo se dispone de varias fuentes de evidencia, siendo las principales (i) las que se derivan de información histórica y (ii) las que se basan en las expectativas de inversores y expertos financieros.

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

Para nuestro trabajo hemos realizado un enfoque prospectivo de la rentabilidad implícita para el accionista en el índice bursátil de referencia (DAX 40, índice compuesto por las 40 empresas de mayor cotización en la Bolsa de Valores de Frankfurt). Para ello hemos llevado a cabo un descuento de dividendos teniendo en consideración las estimaciones de dividendos, recompra de acciones y estimación de crecimiento de analistas hasta la Fecha de Valoración de las compañías que componen el índice DAX 40, resultando en

un retorno de mercado del 8,1% para el mercado alemán (análisis interno de Deloitte basado en información proporcionada por la base de datos S&P Capital IQ), al cual, una vez sustraída la tasa libre de riesgo, arroja una prima de mercado del 5,5%.

### Beta

Este parámetro mide el riesgo particular del negocio, que es representada por la volatilidad del sector en relación con la media del mercado.

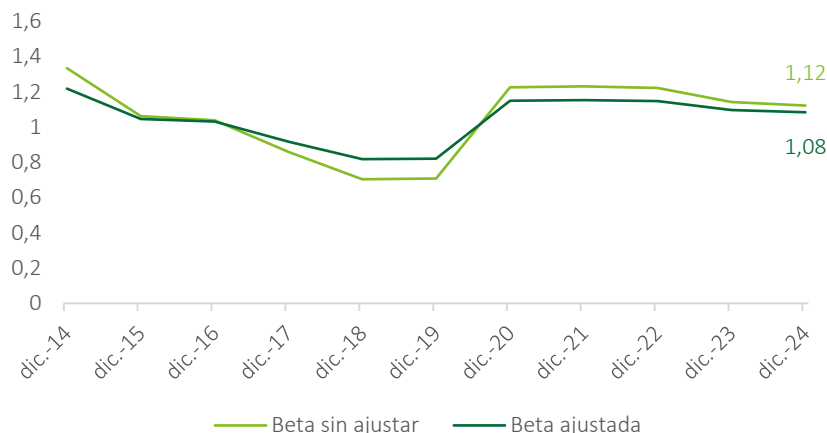
De acuerdo con diversos estudios, típicamente se considera apropiado para el cálculo de betas considerar información mensual relativa a 5 años (60 observaciones), ya que generalmente las regresiones utilizando información mensual presentan errores estándar menores que aquellas que utilizan información semanal o diaria y haberse comprobado que la media del error estándar cae a medida que se aumenta el número de observaciones siendo significativa esta caída a partir de las 40 observaciones.

## Descuento de Dividendos – Negocio tradicional

El rango de tasa de descuento estimado en euros para el negocio tradicional de la Sociedad se situaría entre el 8,9% y el 9,3% a la Fecha de Valoración

### Tasa de descuento (cont.)

#### Evolución de la beta de Grupo Catalana Occidente



Fuente: Análisis interno de Deloitte basado en información proporcionada por S&P Capital IQ.

Al ser la Sociedad una compañía cotizada dispone de beta observable. A este respecto, la beta sin ajustar correlacionada contra el índice en el que cotiza la propia entidad se sitúa en el 1,12 (beta informada por la base de datos S&P Capital IQ tomando datos mensuales de los últimos 5 años). En tanto que la beta se deriva de la regresión lineal del precio de una acción contra un índice de referencia y estos constan de un número de observaciones limitado, dicha estimación puede incorporar errores estadísticos que diversos estudios (véase Marshall Blume, “Betas and their regression tendencies” o “Tim Ogier, John Rugman Lucinda Spider, “The real cost of capital”) han demostrado que pueden ser corregidos si se ajusta el cálculo original mediante la fórmula:  $Beta\ ajustada = B\ raw * P + 1.0 * (1-P)$ , donde,  $P$  = medida del error de estimación y  $1.0$  = beta del índice de referencia. Considerando el ajuste mencionado anteriormente, la beta ajustada de la Sociedad se situaría en 1,08 a la Fecha de Valoración.

En este sentido, debemos señalar que la Sociedad se compone de tres negocios con distinto perfil de riesgo, por lo que hemos analizado la beta de las comparables de cada uno de los negocios para el cálculo de la tasa de descuento. En el caso del negocio tradicional de la Sociedad, el criterio de selección de compañías comparables es el siguiente:

- Negocio de vida: Entidades cotizadas en Europa dentro del sector de “*Life Insurance*” en S&P Capital IQ, habiendo seleccionado aquellas con un porcentaje de primas/ingresos superior al 60% en el negocio de vida. Las compañías que cumplen este criterio son Assicurazioni Generali S.p.A., Swiss Life Holding AG, NN Group N.V., Phoenix Group Holdings plc y Ageas SA/NV.
- Negocio de no vida: Entidades cotizadas en Europa del sector de “*Property and Casualty Insurance*” en S&P Capital IQ, habiendo seleccionado aquellas con un porcentaje de primas/ingresos superior al 60% en el negocio de no vida. Las compañías que cumplen este criterio son Mapfre, Allianz, AXA SA, Zurich Insurance Group AG, Baloise Holding AG, Unipol Assicurazioni S.a.P., Helvetia Holding AG, Línea Directa Aseguradora, S.A., Powsezechny Zaklad Ubezpieczen SA y ASR Nederland N.V.

Hemos excluido aquellas comparables con un número de observaciones inferior a 60 que se corresponde con las observaciones mensuales de 5 años, así como aquellas cuya regresión lineal presentaba un  $R^2$  inferior al 20%.

El rango de beta empleado se corresponde con el mínimo y el máximo de las siguientes betas: (i) la media de las betas de las compañías cotizadas comparables; (ii) la mediana de las betas de las compañías cotizadas comparables; y (iii) la beta de Grupo Catalana Occidente (1,08), todas ellas obtenidas de la base de datos S&P Capital IQ tomando datos mensuales de los últimos 5 años y ajustadas por la metodología de Marshall Blume.

## Descuento de Dividendos – Negocio tradicional

El rango de tasa de crecimiento a perpetuidad se sitúa entre el 0,5% y el 1,5% para el negocio tradicional de la Sociedad

### Tasa de descuento (cont.)

| Vida               |             | No Vida                     |             |
|--------------------|-------------|-----------------------------|-------------|
| Compañía           | Beta 5Y     | Compañía                    | Beta 5Y     |
| Assic. Generali    | 0,95        | Mapfre, S.A.                | 0,92        |
| Swiss Life Holding | 1,24        | Allianz SE                  | 1,05        |
| NN Group N.V.      | 0,95        | AXA SA                      | 1,28        |
| Phoenix Group      | 0,95        | Zurich Insurance Group AG   | 0,91        |
| ageas SA/NV        | 0,82        | Baloise Holding AG          | 1,07        |
| <b>Media</b>       | <b>0,98</b> | Unipol Assicurazioni S.p.A. | 1,08        |
| <b>Mediana</b>     | <b>0,95</b> | Helvetia Holding AG         | 1,10        |
|                    |             | Línea Directa Aseguradora   | n.a.        |
|                    |             | Powszechny Zakład           | 0,98        |
|                    |             | ASR Nederland N.V.          | 1,01        |
|                    |             | <b>Media</b>                | <b>1,04</b> |
|                    |             | <b>Mediana</b>              | <b>1,05</b> |

Para el cálculo de la beta para el negocio tradicional, se ha realizado una ponderación en base al peso de las primas adquiridas del ramo de vida (25,1%) y de no vida<sup>(1)</sup> (74,9%) sobre las primas adquiridas totales del negocio de seguros tradicional de la Sociedad en el último año del Plan Estratégico (2027).

### Prima por riesgo país (“CRP”, por sus siglas en inglés)

Para la estimación de la tasa de descuento del negocio tradicional de la Sociedad, se ha considerado un enfoque global, partiendo de una tasa libre de riesgo y una prima de riesgo del mercado alemán, e incorporando posteriormente el CRP. Esta prima por riesgo país hace referencia a: (i) riesgo económico, (ii) riesgo de tipo de cambio, (iii) riesgo político, (iv) riesgo soberano y (v) riesgo de transferencia (entendido como el potencial riesgo de limitar el

<sup>1</sup> Las primas adquiridas de seguros de salud y decesos de la Sociedad han sido clasificadas dentro del ramo de no vida, a efectos de facilitar su comparación con las compañías comparables.

flujo de capitales por la acción de un gobierno). Se ha calculado el CRP de España mediante el diferencial de bonos con respecto al bono alemán a 10 años a la Fecha de Valoración, resultando en un CRP del 0,7%.

### Conclusión de la tasa de descuento – Negocio tradicional

El rango de tasa de descuento se situaría entre el 8,9% y el 9,3%.

| Conclusión                                     | Min Vida    | Min No Vida | Max Vida    | Max No Vida |
|------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Parámetros                                     |             |             |             |             |
| Tasa libre de riesgo                           | 2,6%        | 2,6%        | 2,6%        | 2,6%        |
| Prima de mercado                               | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        |
| Beta                                           | 0,95        | 1,04        | 1,08        | 1,08        |
| Coste preliminar de los recursos propios       | 7,8%        | 8,3%        | 8,0%        | 8,4%        |
| Prima por riesgo país (CRP)                    | 0,7%        | 0,7%        | 0,7%        | 0,7%        |
| <b>Coste de los recursos propios</b>           | <b>8,5%</b> | <b>9,0%</b> | <b>9,3%</b> | <b>9,3%</b> |
| % de primas por ramo                           | 25,1%       | 74,9%       | 25,1%       | 74,9%       |
| <b>Coste de los recursos propios ponderado</b> | <b>8,9%</b> |             | <b>9,3%</b> |             |

Nota: Para más detalle acerca de cada una de las métricas, véase Anexo 4.

Debemos señalar que hemos analizado las tasas de descuento que emplean analistas que siguen la acción de la Sociedad y que desglosan tasa de descuento para cada uno de los negocios de GCO. En este sentido, la tasa de descuento estimada a través de la metodología de CAPM se sitúa cercana al rango mínimo de la tasa de descuento estimada por analistas para el negocio tradicional, que se encuentra entre el 9,0% y el 10,5% (véase Anexo 13). En el caso de considerar una tasa de descuento superior el valor del negocio de seguros tradicional sería inferior.

## Descuento de Dividendos – Negocio tradicional

A la valoración de la totalidad del negocio tradicional se ha restado el valor correspondiente a los accionistas minoritarios

### Tasa de crecimiento a perpetuidad

La tasa de crecimiento a perpetuidad refleja el crecimiento sostenido del negocio más allá del periodo de proyección.

El ejercicio de valoración considera una tasa de crecimiento a perpetuidad del 1,0%, teniendo en consideración que el negocio asegurador en España es un negocio maduro y altamente competitivo, en el que la traslación de la inflación a las primas resulta limitada, tal y como se recoge en diversos informes sectoriales<sup>(1)</sup> (los “Informes Sectoriales”). Véase mayor detalle en el apartado “Resumen de situación de mercado del negocio de seguros” de la sección “Situación general de los principales negocios en los que opera la Sociedad” del presente Informe.

Esta tasa de crecimiento a perpetuidad es consistente con la empleada por GCO en el ejercicio de test de deterioro de la UGE Occident Seguros. Asimismo, el ejercicio de valoración considera un rango de tasa de crecimiento a perpetuidad entre 0,5% y 1,5%, siendo éste el rango resultante del mínimo y del máximo del crecimiento a perpetuidad estimado por analistas para el negocio tradicional de la Sociedad (véase Anexo 13).

### Minoritarios

Para el cálculo del valor correspondiente a los accionistas minoritarios del negocio tradicional de la Sociedad se ha considerado el cociente entre el resultado atribuible a minoritarios del negocio tradicional y el total del

(1) “Report on the impact of inflation on the insurance sector” – EIOPA; “Global Insurance Report 2025: The pursuit of growth” - McKinsey; “Spain Insurance Industry Outlook 2024 – 2028” - ReportLinker; “Spain Life Insurance Industry Outlook 2024 – 2028” – ReportLinker; “2009-2024 ¿En qué hemos cambiado? Perspectivas de future: escenarios más probables” – ICEA.

resultado neto del negocio tradicional en el año 2024, de acuerdo con la información recogida en el informe de gestión de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024 (véase mayor detalle en el Anexo 5).

A la valoración de la totalidad del negocio tradicional de la Sociedad, se ha restado el valor correspondiente a los accionistas minoritarios.

### Otros activos y pasivos

De acuerdo con lo indicado por la dirección de la Sociedad, la valoración considera el importe correspondiente a la partida “Efectivo y otros activos líquidos equivalentes” de GCO a nivel individual a 31 de diciembre de 2024 por importe de 258 millones de euros al no estar considerada en la valoración de los negocios de la Sociedad.

# Descuento de Dividendos – Negocio de crédito

La valoración por DDM del negocio de crédito considera el Plan Estratégico para el periodo 2025-2027 y proyecciones hasta el año 2034 para cubrir un ciclo de negocio completo

## Proyecciones financieras

La valoración del negocio de crédito de la Sociedad a través del DDM considera las proyecciones financieras del Plan Estratégico elaborado por la dirección de GCO para el periodo 2025 – 2027 hasta el resultado antes de impuestos. El negocio de crédito es muy dependiente del ciclo económico, por lo que, en la valoración de un negocio de estas características debe tenerse en cuenta el rendimiento previsto a lo largo de todo un ciclo. Es por ello que la dirección de GCO ha ampliado el periodo de proyección hasta 2034 para considerar un ciclo económico completo, con el objetivo de reflejar el efecto cíclico del negocio de seguros de crédito (véase Anexo 1). A estos efectos, la dirección de GCO estima en sus proyecciones financieras que se producirá una crisis económica asumiendo los crecimientos y ratios observados en el negocio de crédito de la Sociedad en el año 2020 (véase Anexo 1).

Hemos llevado a cabo el contraste de las principales ratios del Plan Estratégico del negocio de crédito de la Sociedad (crecimiento de primas, ratio de siniestralidad y ratio combinado) con las referencias de analistas que incluyen desglose del negocio de crédito de la propia Sociedad, así como de Coface, S.A. y Tiptree, Inc. (“Tiptree”), que son las únicas entidades aseguradoras cotizadas especializadas en el mercado de seguros de crédito (véase Anexo 3).

## Cálculo del dividendo distribuible

Para el cálculo del dividendo distribuible del negocio de crédito el ejercicio de valoración parte de los fondos propios disponibles de dicho negocio a la Fecha de Valoración, que ascienden a 3.224 millones de euros. Bajo la normativa de Solvencia II, dichos fondos propios disponibles incluyen los EPIFPs, que descontados a valor presente ascienden a 185 millones de euros a la Fecha de Valoración. De acuerdo con el marco de Solvencia II, para descontar a valor presente los EPIFPs se utiliza la curva EIOPA, que está basada en los rendimientos de los bonos gubernamentales libres de riesgo en la zona euro ajustados por una serie de factores técnicos.  
Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

Teniendo en cuenta tanto el resultado previsto en el Plan Estratégico para el periodo 2025 – 2027 y en la extensión realizada por la dirección de GCO hasta 2034, como las proyecciones de SCR y el objetivo de solvencia, se consideran como dividendos aquellos que podrían distribuirse una vez cubiertos los requerimientos de solvencia.

Para el reparto de dividendos se ha considerado una ratio de solvencia objetivo superior a la considerada en el negocio tradicional como consecuencia del mayor riesgo asociado con el seguro de crédito, tanto en términos de probabilidad de impago como de la potencial magnitud de las pérdidas, que justifica la necesidad de una mayor solvencia para este negocio. En este sentido, hemos considerado una ratio de solvencia objetivo del 200% en base al objetivo establecido por la Sociedad como límite interno de apetito al riesgo.

La ratio de solvencia del 200% se considera en el documento de riesgos de solvencia de la Sociedad aprobado por el consejo de administración en el que se muestran tablas publicadas por Moody's de calificaciones crediticias orientativas en función de la ratio de solvencia real para mantener la asignación de un rating A1, que es el que actualmente tiene la Sociedad. La Sociedad establece este límite interno de apetito al riesgo para no ver reducida su calificación crediticia debido a que una disminución de la misma conllevaría, entre otros, la pérdida de un importante volumen de clientes que por sus políticas de gobierno únicamente contratan con aseguradoras con nivel de calificación igual o superior al de la Sociedad, o bien la disminución de la prima media de la cartera, y, por tanto, una caída en los resultados que se recogen en el Plan Estratégico de la Sociedad, o incluso suponer la inviabilidad del negocio.

Asimismo, la ratio de solvencia del negocio de crédito de la Sociedad del 200% calculada en base a un modelo interno aprobado por la DGSFP permite el cumplimiento del reglamento de Solvencia II.

# Descuento de Dividendos – Negocio de crédito

El rango de tasa de descuento del negocio de crédito se situaría entre el 9,1% y el 9,7% a la Fecha de Valoración

Teniendo en cuenta los fondos propios disponibles a la Fecha de Valoración (3.224 millones de euros) y el SCR del 200%, el exceso de solvencia inicial es de 568 millones de euros (véase Anexo 2).

Hemos aplicado el criterio de descontar los dividendos distribuibles a periodos completos a final del año dado que el dividendo no puede ser repartido hasta que se produzca su aprobación por parte de la junta general de accionistas.

Una vez descontados los dividendos distribuibles, hemos reducido el dividendo distribuible descontado correspondiente al año 2025 por los EPIFPs ya considerados en los fondos disponibles a la Fecha de Valoración, teniendo en cuenta que el 100% de dichos EPIFPs se materializarán a lo largo del año 2025 dado que el negocio de seguros de crédito se caracteriza por su naturaleza de corto plazo.

## Periodo de proyección

El periodo de proyección comprende los años de 2025 a 2034 para considerar un ciclo económico completo, con el objetivo de reflejar el efecto cíclico del negocio de seguros de crédito (véase Anexo 1). A estos efectos, la dirección de GCO estima en sus proyecciones financieras que se producirá una crisis económica en el año 2028 asumiendo los crecimientos y ratios observados en el negocio de crédito de la Sociedad en el año 2020 (véase Anexo 8).

Para el periodo 2029 – 2034, la dirección de GCO ha considerado:

- Una evolución lineal en el crecimiento de los ingresos hasta alcanzar niveles acordes a la tasa de crecimiento a perpetuidad en 2034;
- Una disminución lineal en la ratio de siniestralidad y en la ratio de gastos operativos sobre ingresos hasta alcanzar el 52,3% y el 35,4% en 2034, respectivamente, en línea con los niveles observados históricamente en un ciclo económico completo (periodo 2008 – 2019);

- Una evolución lineal de las ratios de primas cedidas sobre primas devengadas, siniestralidad cedida sobre primas devengadas y de comisiones del reaseguro sobre las primas devengadas hasta alcanzar en 2034 el 35,0% en primas cedidas y siniestralidad cedida y el 43,0% en comisiones de reaseguro, en línea con las condiciones de los acuerdos vigentes que ostenta la Sociedad con terceros;
- Un crecimiento del resultado no técnico, del resultado financiero y de los gastos de dirección y otros generales de administración por los servicios prestados por GCO acorde a la tasa de crecimiento a perpetuidad; y
- Un aumento lineal del resultado neto de las inversiones hasta alcanzar en 2034 un nivel correspondiente a la media del resultado neto de las inversiones de los últimos 5 años a la fecha de realización de las proyecciones (periodo 2019 – 2023).

## Tipo impositivo

Se ha considerado un tipo impositivo del 25% en línea con lo indicado por la dirección de INOCSA que se corresponde con el tipo impositivo nominal de los países en los que opera el negocio de crédito ponderado por los ingresos por primas de dichos países a la Fecha de Valoración.

## Valor terminal

Al igual que para la estimación de valor del negocio tradicional, para el cálculo del valor terminal el ejercicio de valoración del negocio de crédito se basa en la metodología de GGM, que es un tipo de método de ingreso económico capitalizado en el que el ingreso económico normalizado se considera un nivel base razonable desde el cual proyectar un crecimiento sostenible. El dividendo normalizado se obtiene considerando un crecimiento de la cuenta de resultados del año 2034 en línea con la tasa de crecimiento a perpetuidad y manteniendo la proporción de SCR sobre primas del año 2034 para la estimación de SCR.

# Descuento de Dividendos – Negocio de crédito

El rango de tasa de descuento del negocio de crédito se situaría entre el 9,1% y el 9,7% a la Fecha de Valoración

## Tasa de descuento

Para la estimación de la tasa de descuento del negocio de crédito de la Sociedad, la metodología es la misma que la empleada y descrita para el negocio tradicional.

En el caso del negocio de crédito de la Sociedad, el criterio de selección de compañías comparables es el siguiente: entidades cotizadas en Europa y Estados Unidos que se identifican dentro del sector de “*Property & Casualty Insurance*”, habiendo seleccionado aquellas especializadas en el negocio de crédito en base a la descripción del negocio que proporciona S&P Capital IQ. Las compañías que cumplen este criterio son Coface y Tiptree. El rango de beta empleado se corresponde con el mínimo y el máximo de las siguientes betas: (i) el mínimo y máximo de las betas de Coface y Tiptree; y (ii) la beta de Grupo Catalana Occidente (1,08), todas ellas obtenidas de la base de datos S&P Capital IQ tomando datos mensuales de los últimos 5 años ajustada por la metodología de Marsahll Blume.

| Compañía      | Beta 5Y     |
|---------------|-------------|
| Coface, S.A.  | 1,10        |
| Tiptree, Inc. | 1,21        |
| <b>Mínimo</b> | <b>1,10</b> |
| <b>Máximo</b> | <b>1,21</b> |

Para la estimación de la tasa de descuento del negocio de crédito de la Sociedad, se ha considerado también un enfoque global, partiendo de una tasa libre de riesgo y una prima de riesgo del mercado alemán, e incorporando posteriormente el CRP. Para el negocio de crédito de la Sociedad, se ha calculado el CRP mediante el diferencial ponderado del bono soberano a 10 años de Alemania respecto al bono de los países en los que tiene presencia geográfica la Sociedad en el negocio de crédito a 31 de diciembre de 2024. La ponderación se ha realizado teniendo en cuenta los ingresos por primas de la Sociedad en el negocio de crédito en cada una de las geografías a 31 de Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

diciembre de 2024. Para más detalle sobre el cálculo de la prima de riesgo país véase Anexo 4. Debemos señalar que para la estimación de la rentabilidad del bono a 10 años de los países con distinta moneda que el euro se ha aplicado el diferencial de Fisher para convertir la rentabilidad del bono de dichos países de su moneda local a euros. Las referencias de inflación a largo plazo utilizadas son las publicadas a más largo plazo (2029) por el FMI en octubre de 2024

## Conclusión de la tasa de descuento – Negocio de crédito

El rango de tasa de descuento de aplicación a los dividendos proyectados del negocio de crédito de la Sociedad estimada a través de la metodología del CAPM según se ha descrito con anterioridad se situaría entre el 9,1% y el 9,7%:

| Conclusión                               | Mínimo      | Máximo      |
|------------------------------------------|-------------|-------------|
| Parámetros                               |             |             |
| Tasa libre de riesgo                     | 2,6%        | 2,6%        |
| Prima de mercado                         | 5,5%        | 5,5%        |
| Beta                                     | 1,08        | 1,21        |
| Coste preliminar de los recursos propios | 8,6%        | 9,2%        |
| Prima por riesgo país (CRP)              | 0,5%        | 0,5%        |
| <b>Coste de los recursos propios</b>     | <b>9,1%</b> | <b>9,7%</b> |

Debemos señalar que hemos analizado las tasas de descuento que emplean analistas que siguen la acción de la Sociedad y que desglosan tasa de descuento para cada uno de los negocios de GCO. En este sentido, el rango de tasa de descuento estimado a través de la metodología de CAPM se sitúa por debajo del rango de tasa de descuento estimado por analistas para el negocio de crédito, que se sitúa entre el 10,5% y el 11,0% (véase Anexo 13). En el caso de considerar una tasa de descuento superior el valor del negocio de crédito sería inferior.

## Descuento de Dividendos – Negocio de crédito

El rango de tasa de crecimiento a perpetuidad se sitúa entre el 0,5% y el 1,5% para el negocio de crédito de la Sociedad

### Valor terminal

Al igual que para la estimación de valor del negocio tradicional, el cálculo del valor terminal el ejercicio de valoración del negocio de crédito se basa en la metodología de GGM, considerando un dividendo normalizado. El dividendo normalizado se obtiene considerando un crecimiento de la cuenta de resultados del año 2034 en línea con la tasa de crecimiento a perpetuidad y manteniendo la proporción de SCR sobre primas del año 2034 para la estimación de SCR.

### Tasa de crecimiento a perpetuidad

La tasa de crecimiento a perpetuidad refleja el crecimiento sostenido del negocio más allá del periodo de proyección.

El ejercicio de valoración considera una tasa de crecimiento a perpetuidad del 1,0%, teniendo en consideración que es un negocio maduro y altamente competitivo con base en los Informes Sectoriales.

Esta tasa de crecimiento a perpetuidad es consistente con la empleada por GCO en el ejercicio de test de deterioro de la UGE Atradius N.V. Asimismo, el ejercicio de valoración considera un rango de tasa de crecimiento a perpetuidad entre 0,5% y 1,5%, siendo éste el rango resultante del mínimo y del máximo del crecimiento a perpetuidad estimado por analistas para el negocio de crédito de la Sociedad (véase Anexo 13).

### Minoritarios

Para el cálculo del valor correspondiente a los accionistas minoritarios del negocio de crédito de la Sociedad se ha considerado el cociente entre el resultado atribuible a minoritarios del negocio de crédito y el total del resultado neto del negocio de crédito en el año 2024, de acuerdo con la información recogida en el informe de gestión de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024 (véase mayor detalle en el Anexo 5).

A la valoración de la totalidad del negocio de crédito de la Sociedad, se ha restado el valor correspondiente a los accionistas minoritarios.

# Descuento de Flujos de Caja – Negocio funerario

## La valoración por DFC del negocio funerario considera el Plan Estratégico de la Sociedad para el periodo 2025-2027

### Proyecciones financieras

La valoración del negocio funerario de la Sociedad a través del DFC considera las proyecciones financieras del Plan Estratégico elaborado por la dirección de GCO para el periodo 2025 – 2027 (véase Anexo 1), sin tener en cuenta el efecto de la aplicación de NIIF 16 en relación con los arrendamientos, tal y como se recoge en el apartado “Consideraciones generales” de la sección “Objetivo y Alcance” del presente Informe.

Hemos llevado a cabo el contraste de las principales ratios del Plan Estratégico del negocio funerario de la Sociedad (crecimiento de ingresos y margen EBITDA) con las referencias de analistas que incluyen desglose del negocio funerario de la propia Sociedad, así como de las comparables consideradas para el negocio funerario (véase Anexo 3).

### Cálculo del flujo de caja libre

Para el cálculo del valor del negocio funerario de la Sociedad el ejercicio de valoración parte del EBIT neto de impuestos del Plan Estratégico elaborado por la dirección de GCO para el periodo 2025 - 2027. Para llegar al flujo de caja libre de cada periodo, añadimos las amortizaciones y las variaciones de capital circulante y restamos las inversiones en CAPEX.

Se ha considerado la cifra de amortizaciones del Plan Estratégico elaborado por la dirección de GCO para el periodo 2025 – 2027 y un CAPEX en línea con la amortización de cada periodo más un crecimiento de acuerdo con la tasa de crecimiento a perpetuidad (g). La proporción de dicha estimación de CAPEX sobre los ingresos de cada periodo está alineada con la que presentan las entidades cotizadas comparables seleccionadas a efectos de la estimación de la tasa de descuento y de la aplicación de la metodología de valoración de múltiplos de mercado de compañías comparables (véase Anexo 7).

Para la estimación de la variación del capital circulante, como no se ha  
Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

dispuesto de un balance proyectado para el periodo 2025 – 2027, se ha considerado que se mantienen los periodos de cobro y de pago de los ejercicios 2023 y 2024 (véase mayor detalle en el Anexo 9).

Hemos aplicado el criterio de descontar los flujos de caja a periodos completos a final del año dado que el dividendo de la Sociedad no puede ser repartido hasta que se produzca su aprobación por parte de la junta general de accionistas.

### Tipo impositivo

El ejercicio de valoración considera el tipo impositivo nominal de aplicación en España que es del 25% en base a lo establecido en la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.

Como el balance del negocio funerario de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024 tiene unos créditos fiscales por pérdidas a compensar por importe de 6,7 millones de euros, hemos calculado por separado el valor actual neto de los ahorros fiscales futuros originados por la compensación de bases imponibles negativas disponibles, considerando las limitaciones establecidas en la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (véase mayor detalle en el apartado “Otros ajustes – Apartado c)” y el Anexo 2).

### Valor terminal

Al igual que en la valoración de los negocios aseguradores, para el cálculo del valor terminal del negocio funerario se basa en la metodología de GGM. La fórmula para GGM es la siguiente:  $VT = (\text{Flujo de Caja VT}) / (WACC - g)$ ; la cual, parte del flujo de caja normalizado basado en la proyección del año 2027, siendo:

- Flujo de Caja VT. Flujo de caja obtenido considerando un crecimiento de la cuenta de resultados del año 2027 en línea con la tasa de crecimiento a perpetuidad;

# Descuento de Flujos de Caja – Negocio funerario

Para estimar la tasa de descuento se ha utilizado el modelo Capital Asset Pricing Model para estimar el Weighted Average Cost of Capital (“WACC”)

## Tasa de descuento

- WACC: Coste medio ponderado del capital (véase Anexo 4); y
- G: Tasa de crecimiento a perpetuidad (véase Anexo 6).

Para el cálculo del flujo de caja del VT hemos estimado un CAPEX equivalente a la amortización, para la cual se ha estimado un crecimiento de acuerdo con la tasa de crecimiento a perpetuidad. Se ha estimado también la variación del capital circulante de acuerdo con la tasa de crecimiento a perpetuidad.

Para el negocio funerario, la tasa de descuento se ha calculado en base al coste medio ponderado del capital (“WACC” por sus siglas en inglés). La WACC representa una combinación del coste de la deuda y el coste de capital.

Es una práctica de valoración generalmente aceptada utilizar un modelo matemático como el CAPM y los inputs relevantes de los mercados de capitales para estimar el coste de capital y el coste de deuda apropiado para estimar la WACC.

$$WACC = K_e * E/(D+E) + K_d * D/(D+E)$$

donde:

Ke: Coste de los recursos propios  
Kd: Coste de los recursos ajenos  
E: Valor de los fondos propios  
D: Valor de la deuda  
t: Tipo impositivo

De acuerdo con este modelo, la rentabilidad de un activo vendrá determinada por la tasa libre de riesgo más una prima adicional que incentive al inversor a asumir un mayor riesgo. Esta prima vendrá determinada a su vez por la Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

rentabilidad esperada de mercado y la beta del activo, que representa la sensibilidad de dicho activo a los movimientos del mercado (riesgo sistemático o no diversificable).

Por tanto, nuestro estudio de valoración se basa en los valores que resultan de actualizar el flujo de caja libre proyectado con la tasa de descuento calculada aplicando la WACC.

Dado que los flujos de caja libre se han proyectado en euros, moneda funcional y de presentación de la Sociedad, se ha calculado consistentemente una tasa de descuento en esta moneda.

Para la estimación de la tasa libre de riesgo y la prima de riesgo mercado del negocio funerario de la Sociedad, la metodología es la misma que la empleada y descrita para los negocios tradicional y de crédito. En las siguientes secciones explicamos nuestra aproximación general para la estimación del resto de los distintos parámetros que componen la tasa de descuento.

## Beta reapalancada

Para eliminar el efecto del apalancamiento (deuda) en la beta apalancada de cada compañía cotizada comparable, convertimos la beta apalancada en una beta desapalancada. Utilizamos la siguiente fórmula para calcular las betas desapalancadas de las compañías cotizadas comparables: Beta desapalancada = Beta apalancada / [1 + (1-Tasa impositiva) × Deuda/Equity].

En base a los datos obtenidos de S&P Capital IQ, calculamos la media tanto de la deuda como de recursos propios. En nuestro análisis de la tasa de descuento, utilizamos una ratio de deuda sobre recursos propios y una ratio de recursos propios sobre deuda basado en un análisis estadístico de la media. Estas hipótesis incorporan datos de mercado consistentes con las asunciones de los participantes de mercado (es decir, las compañías cotizadas comparables).

# Descuento de Flujos de Caja – Negocio funerario

El rango de tasa de descuento estimado en euros para el negocio funerario de la Sociedad se situaría entre el 6,6% y el 6,8% a la Fecha de Valoración

## Tasa de descuento (cont.)

Adicionalmente, ajustamos la beta desapalancada para incorporar la estructura de capital seleccionada. De esta manera, calculamos una beta reapalancada con la siguiente fórmula:  $Beta\ reapalancada = Beta\ desapalancada \times [1 + (1 - Tasa\ impositiva) \times Deuda/Equity]$ .

El criterio de selección de compañías comparables es entidades cotizadas en EEUU, Canadá, Australia, Europa Occidental y Japón, que se identifican en la industria de *Funeral Homes and Funeral Services, Cemeteries, Funeral Homes and Crematories* en S&P Capital IQ. Las compañías que cumplen este criterio son Carriage Services, Inc., Propel Funeral Partners Limited, Service Corporation International y Tear Corporation.

El rango de beta considerado en el cálculo de la tasa de descuento se basa en la media y mediana de las compañías cotizadas comparables seleccionadas tomando datos mensuales de los últimos 5 años extraídos de S&P Capital IQ, ajustados por la metodología de Marshall Blume:

| Compañía                          | Beta desapalancada 5Y |
|-----------------------------------|-----------------------|
| Carriage Services, Inc.           | 0,56                  |
| Propel Funeral Partners Limited   | 0,72                  |
| Service Corporation International | 0,70                  |
| Tear Corporation                  | 0,42                  |
| <b>Media</b>                      | <b>0,60</b>           |
| <b>Mediana</b>                    | <b>0,63</b>           |

## Prima por riesgo país (“CRP”, por sus siglas en inglés)

Para la estimación de la prima de riesgo país del negocio funerario, se ha utilizado la misma metodología que la empleada y descrita para el negocio tradicional mediante el diferencial entre el bono de Alemania a 10 años (2,4%) y el bono de España a 10 años (3,1%) a 31 de diciembre de 2024.

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

## Coste de la deuda (“Kd”, por sus siglas en inglés)

El coste de la deuda estimado antes de impuestos se calcula como la tasa libre de riesgo más un margen basado en la ratio de cobertura, de las compañías cotizadas comparables seleccionadas, que resulta en 2,3%, e incorporando el efecto de la prima de riesgo país de cada país explicada anteriormente.

## Tipo impositivo

El tipo impositivo aplicable es el tipo nominal de aplicación en España que es del 25% en base a lo establecido en la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.

## Estructura de apalancamiento

La estructura de apalancamiento ( $D/(D+E)$ ) del negocio funerario se ha estimado en base a los datos obtenidos de S&P Capital IQ de deuda y recursos propios de las cotizadas comparables, calculamos la ratio de apalancamiento medio de las compañías que es del 36,2%.

| Compañías                         | Valor total de la deuda (M€) | Valor total del capital propio (M€) | Valor total del capital (M€) | Deuda sobre capital | Capital propio sobre capital total |
|-----------------------------------|------------------------------|-------------------------------------|------------------------------|---------------------|------------------------------------|
| Carriage Services, Inc.           | 529                          | 586                                 | 1.115                        | 47,4%               | 52,6%                              |
| Propel Funeral Partners Limited   | 67                           | 484                                 | 551                          | 12,2%               | 87,8%                              |
| Service Corporation International | 4.663                        | 11.151                              | 15.814                       | 29,5%               | 70,5%                              |
| Tear Corporation                  | 75                           | 60                                  | 135                          | 55,7%               | 44,3%                              |
| <b>Media</b>                      |                              |                                     |                              | <b>36,2%</b>        | <b>63,8%</b>                       |

## Descuento de Flujos de Caja – Negocio funerario

El rango de tasa de crecimiento a perpetuidad se sitúa entre el 2,0% y el 2,7%, en línea con variables macroeconómicas y estimación de defunciones por región

### Conclusión de la tasa de descuento – Negocio funerario

El rango de tasa de descuento de aplicación a los flujos de caja proyectados del negocio funerario de la Sociedad estimada según se ha descrito con anterioridad se situaría entre el 6,6% y el 6,8%:

| Conclusión                                      | Mínimo      | Máximo      |
|-------------------------------------------------|-------------|-------------|
| <b>Parámetros</b>                               |             |             |
| Tasa libre de riesgo                            | 2,6%        | 2,6%        |
| Prima de mercado                                | 5,5%        | 5,5%        |
| Beta reapalancada                               | 0,85        | 0,90        |
| Coste preliminar de los recursos propios        | 7,3%        | 7,5%        |
| Prima por riesgo país (CRP)                     | 0,7%        | 0,7%        |
| <b>Coste de los recursos propios</b>            | <b>8,0%</b> | <b>8,2%</b> |
| Coste de la deuda antes de impuestos            | 5,6%        | 5,6%        |
| Tasa impositiva                                 | 25%         | 25%         |
| <b>Coste de la deuda después de impuestos</b>   | <b>4,2%</b> | <b>4,2%</b> |
| E/(E + D): Capital propio sobre capital total   | 63,8%       | 63,8%       |
| D/(D + E): Ratio de apalancamiento              | 36,2%       | 36,2%       |
| <b>Coste medio ponderado del capital (WACC)</b> | <b>6,6%</b> | <b>6,8%</b> |

Nota: Para más detalle acerca de cada una de las métricas ver Anexo 3.

Debemos señalar que hemos analizado las tasas de descuento que emplean analistas que siguen la acción de la Sociedad y que desglosan tasa de descuento para cada uno de los negocios de GCO, siendo las recogidas para el negocio funerario no comparables a la tasa de descuento estimada al no estimar la WACC, siguiendo el mismo enfoque que para el resto de los negocios aseguradores de GCO.

A efectos de comparar la tasa de descuento utilizada, hemos analizado la tasa de descuento utilizada por las comparables del negocio funerario para el cálculo del test de deterioro en sus últimas cuentas anuales disponibles:

| Compañía                          | UGEs        | WACC |
|-----------------------------------|-------------|------|
| Service Corporation International | Funerarias  | 6,8% |
| Service Corporation International | Cementerios | 6,8% |

La tasa de descuento que emplean las comparables en sus ejercicios de test de deterioro se encuentra en el rango alto de la empleada en el ejercicio de valoración. Adicionalmente, hemos analizado las tasas de descuento que emplean analistas que siguen la acción de las compañías comparables del negocio funerario. En este sentido, el rango de tasa de descuento estimado para la valoración del negocio funerario se sitúa por debajo del rango de tasa de descuento estimado por analistas para comparables (véase Anexo 13). En cualquier caso, debemos señalar que el uso de una tasa de descuento superior supondría un menor valor del negocio funerario.

### Tasa de crecimiento a perpetuidad

La tasa de crecimiento a perpetuidad refleja el crecimiento sostenido del negocio más allá del periodo de proyección. Para la obtención de la tasa de crecimiento a perpetuidad del ejercicio de valoración del negocio funerario hemos considerado variables macroeconómicas y demográficas de las regiones en las que opera la Sociedad. La tasa de crecimiento a perpetuidad estimada es consistente con la empleada por GCO en el ejercicio de test de deterioro de la UGE Mémora. Adicionalmente, hemos llevado a cabo un contraste con referencias de mercado de analistas que siguen la cotización de las compañías comparables en el negocio funerario.

# Descuento de Flujos de Caja – Negocio funerario

El ejercicio de valoración considera el resto de activos y pasivos así como la deuda financiera neta del balance del negocio funerario a la Fecha de Valoración

## Tasa de crecimiento a perpetuidad (cont.)

Hemos aplicado al negocio funerario una tasa de crecimiento a perpetuidad entre 2,0% y 2,7%, siendo 2,4% el rango medio. El rango bajo de la tasa de crecimiento a perpetuidad (2,0%) se ha estimado como la estimación del crecimiento de la tasa de inflación para el año 2029 estimada por el FMI. Con respecto al rango alto (2,7%), se ha estimado como la suma de (i) la estimación del crecimiento de defunciones proporcionado por el INE (para España) y por la ONU (para Portugal) para el año 2029, ponderado por los ingresos regionales de la UGE negocio funerario a 30 de septiembre de 2024; y (ii) la estimación del crecimiento de la tasa de inflación para el año 2029 estimada por el FMI (véase mayor detalle en el Anexo 6).

Adicionalmente, hemos analizado la tasa de crecimiento a perpetuidad utilizada por las comparables del negocio funerario para el cálculo del test de deterioro en sus últimas cuentas anuales disponibles.

| Compañía                          | UGEs        | G    |
|-----------------------------------|-------------|------|
| Propel Funeral Partners Ltd       | -           | 5,2% |
| Service Corporation International | Funerarias  | 1,0% |
| Service Corporation International | Cementerios | 2,8% |

Las referencias de test de deterioro de las últimas cuentas anuales de compañías comparables del negocio funerario presentan una dispersión significativa, si bien el rango de tasa de crecimiento a perpetuidad empleado en el ejercicio de valoración del negocio funerario se encuentra dentro del rango mínimo y máximo de dichas referencias,

## Otros ajustes

Una vez determinado el valor del negocio funerario de la Sociedad, se calcula el valor atribuible a las acciones considerando los activos y pasivos no incorporados en el flujo de caja libre, principalmente, deuda financiera neta y activos y pasivos no operativos, así como eliminando el valor atribuible a los accionistas minoritarios.

Para la deuda financiera neta se han considerado a su valor en libros el efectivo y otros activos líquidos equivalentes, los préstamos y otros activos financieros, las deudas con entidades de crédito y otras deudas con entidades del grupo y asociadas del balance del negocio funerario a 31 de diciembre de 2024, según se detalla a continuación:

| Deuda Financiera Neta (Millones de euros)        | 31/12/2024 |
|--------------------------------------------------|------------|
| Efectivo y otros activos líquidos equivalentes   | (34)       |
| Préstamos y otros activos financieros            | (8)        |
| Deudas con entidades de crédito                  | 1          |
| Otras deudas con entidades del grupo y asociadas | 196        |
| <b>Total</b>                                     | <b>154</b> |

Asimismo, se han considerado como otros activos y pasivos no operativos, al no estar considerados en los flujos del Plan Estratégico elaborado por la dirección de la Sociedad, los activos financieros disponibles para la venta, inversiones inmobiliarias, participaciones en empresas asociadas, activos y pasivos fiscales diferidos y provisiones no técnicas del balance del negocio funerario a la Fecha de Valoración, según se detalla a continuación:

# Descuento de Flujos de Caja – Negocio funerario

El ejercicio de valoración considera el resto de activos y pasivos así como la deuda financiera neta del balance del negocio funerario a la Fecha de Valoración

| Otros activos y pasivos no operativos (Millones de euros) | 31/12/2024  |
|-----------------------------------------------------------|-------------|
| Activos financieros disponibles para la venta             | 4           |
| Inversiones inmobiliarias <b>A</b>                        | 1           |
| Participaciones en entidades asociadas <b>B</b>           | 7           |
| Activos por impuesto diferido                             | 14          |
| Activos por diferencias temporarias deducibles            | 8           |
| Derechos por deducciones y bonificaciones                 | 0           |
| Créditos por pérdidas a compensar <b>C</b>                | 6           |
| Provisiones no técnicas                                   | (1)         |
| Pasivos por impuesto diferido                             | (62)        |
| <b>Total</b>                                              | <b>(38)</b> |

## A Inversiones inmobiliarias

El negocio funerario de la Sociedad cuenta, a 31 de diciembre de 2024, con activos inmobiliarios no arrendados y que no se emplean en la explotación del negocio, cuyo valor se adiciona al Enterprise Value dado que los rendimientos asociados a los mismos no se ven recogidos en los flujos de caja proyectados.

Hemos considerado el valor de estos activos en base a su valor en libros. No obstante, para que un cambio en la valoración de dichos activos tuviera un impacto de 0,01€ en el valor por acción de la Sociedad, debería darse una revalorización en torno al 123% sobre el valor en libros. Por tanto, se trata de un conjunto de activos con un impacto residual en la valoración de GCO.

## B Sociedades asociadas consolidadas por el método de puesta en equivalencia

El balance del negocio funerario de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024 cuenta con inversiones en numerosas sociedades asociadas que consolidan por el método de puesta en equivalencia o método de la participación, contabilizadas a 31 de diciembre de 2024 por un importe de 6,9 millones de euros. Hemos considerado el valor de estos activos en base a su valor en libros.

## C Créditos fiscales por pérdidas a compensar

El balance del negocio funerario de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024 cuenta con créditos fiscales por pérdidas a compensar por importe de 6,7 millones de euros. A la Fecha del Informe, la dirección de GCO nos ha confirmado que no existen bases imponibles negativas no activadas.

Hemos calculado por separado el valor actual neto de los ahorros fiscales futuros originados por la compensación de bases imponibles negativas disponibles, descontando el ahorro fiscal al coste de los recursos propios. Para calcularlo, hemos considerado las limitaciones establecidas en la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (véase Anexo 2).

## Otros – Hecho posterior a la Fecha de Valoración

Con fecha 17 de junio de 2025, Mémora comunicó que había cerrado la compra de 26 tanatorios en España. Previamente, en febrero de 2022, Mémora vendió esa misma cartera de tanatorios al fondo estadounidense WP Carey en una operación de sale & leaseback. Durante este periodo, Mémora siguió ofreciendo sus servicios, en régimen de alquiler.

Según las indicaciones de la dirección de la Sociedad, el precio pagado por la recompra de los 26 tanatorios ha sido de 140 millones de euros. Esta operación se enmarca dentro de la estrategia de visión a largo plazo de GCO en el que considera que la propiedad de los tanatorios donde se desarrolla la prestación de los servicios funerarios permite asegurar el negocio a largo plazo, garantizar su mantenimiento y ofrecer así la máxima calidad y excelencia en la prestación de servicios a los clientes.

# Descuento de Flujos de Caja – Negocio funerario

El valor del negocio funerario se ve minorado por el valor correspondiente a los accionistas minoritarios

## Otros – Hecho posterior a la Fecha de Valoración (cont.)

El impacto en la valoración del negocio funerario de la Sociedad derivado de esta recompra, que resumimos a continuación, ha sido calculado en el Anexo 2:

- Salida de efectivo de 140 millones de euros;
- Ahorro de los alquileres de los 26 tanatorios y su consiguiente impacto fiscal; y,
- Amortización y CAPEX de mantenimiento de los 26 tanatorios y ahorro fiscal derivado de dicha amortización.

## Minoritarios

Para el cálculo del valor correspondiente a los accionistas minoritarios del negocio funerario se ha considerado el cociente entre el resultado atribuible a minoritarios del negocio funerario y el total del resultado neto del negocio funerario, de acuerdo con la información recogida en el informe de gestión de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024 (véase mayor detalle en el Anexo 5).

A la valoración de la totalidad del negocio funerario de la Sociedad, se ha restado el valor correspondiente a los accionistas minoritarios.

# Descuento de Dividendos y Descuento de Flujos de Caja

La aplicación del DDM para los negocios aseguradores y del DFC para el negocio funerario, resulta en un valor total de las acciones de la Sociedad post-dividendos entre 5.421 y 6.039 millones de euros, lo que resulta en un valor por acción entre 45,93€ y 51,17€

## Conclusiones Descuento de Dividendos y Descuento de Flujos de Caja

| <u>Valor Negocio tradicional (M€) <sup>1</sup></u> |   | <u>Valor Negocio de crédito (M€) <sup>1</sup></u> |   | <u>Valor Negocio funerario (M€) <sup>1</sup></u> |   | <u>Valor total acciones (M€) <sup>1</sup></u> |   | <u>Valor total acciones post-dividendos (M€) <sup>2</sup></u> |  | <u>Valor por acción post-dividendos (€) <sup>3</sup></u> |
|----------------------------------------------------|---|---------------------------------------------------|---|--------------------------------------------------|---|-----------------------------------------------|---|---------------------------------------------------------------|--|----------------------------------------------------------|
| 2.904 – 3.185                                      | + | 2.240 – 2.414                                     | + | 425 – 588                                        | = | 5.569 – 6.187                                 | → | 5.421 – 6.039                                                 |  | 45,93 – 51,17;<br>48,34 <sup>4</sup>                     |

En el contexto y objetivos definidos en este Informe, considerando los aspectos descritos y las hipótesis asumidas respecto de variables económicas y parámetros de valoración, restando el importe correspondiente a accionistas minoritarios y considerando el número de acciones de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024 excluidas las acciones propias en autocartera, el valor por acción post-dividendos a través de la aplicación de esta metodología se situaría, aproximadamente, entre 45,93 y 51,17 euros por acción, tal y como se muestra en el gráfico superior.

<sup>1</sup> Al valor total de las acciones se le ha restado el importe correspondiente a accionistas minoritarios. Para el cálculo del valor de las acciones de la Sociedad correspondiente a accionistas minoritarios hemos considerado la proporción del resultado atribuible a minoritarios sobre el resultado total de cada uno de los negocios de la Sociedad correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2024 (véase mayor detalle en el Anexo 5).

<sup>2</sup> El valor total de las acciones post-dividendos se ha calculado ajustado el valor total de las acciones de la Sociedad por los dividendos pagados el 12 de febrero, el 8 de mayo, el 9 de julio y el 8 de octubre de 2025.

<sup>3</sup> Para el cálculo del valor por acción de las acciones de la Sociedad, una vez agregado el valor de los negocios de GCO, hemos tenido en cuenta el número de acciones de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024 excluidas las acciones propias en autocartera (118,02 millones). Asimismo, se ha ajustado el valor por acción resultante por el dividendo con cargo a reservas de 0,207 euros por acción pagado el 12 de febrero de 2025, por el dividendo complementario con cargo a la aplicación del resultado del ejercicio 2024 de 0,594 euros por acción pagado el 8 de mayo de 2025, por el dividendo con cargo a reservas por importe de 0,25 euros por acción pagado el 9 de julio de 2025 y por el dividendo con cargo a reservas por importe de 0,20 euros por acción abonado el 8 de octubre de 2025. Del mismo modo que de acuerdo con la Oferta esta se ajusta por los dividendos anunciados con posterioridad a la misma, hemos ajustado el valor por acción de las acciones de GCO por los dividendos anunciados con posterioridad a la Fecha de Valoración. Estas distribuciones de dividendos disminuyen por el importe de dichas distribuciones la caja de la Sociedad y/o la posición de solvencia de los negocios aseguradores a la Fecha de Valoración.

<sup>4</sup> El valor central se calcula con el valor medio de los rangos estimados de tasa de descuento y de tasa de crecimiento a perpetuidad para los distintos negocios de GCO, por lo que no es el promedio de los extremos del rango de valor.

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

# Múltiplos de mercado de compañías comparables

# Múltiplos de mercado de compañías comparables

Se han considerado múltiplos de valoración comúnmente empleados en la valoración de los distintos negocios que tiene la Sociedad

## Descripción del enfoque de múltiplos de mercado de compañías comparables

Los múltiplos de valoración son calculados en base a la relación entre el valor de mercado y datos financieros de compañías cotizadas comparables. Los múltiplos derivados de las compañías cotizadas proporcionan una indicación sobre cuánto se está pagando en el mercado por compañías comparables. Los múltiplos son aplicados a los datos financieros de la compañía para llegar a un rango indicativo de valor.

## Selección de los múltiplos de valoración

Hemos considerado en nuestro análisis del **negocio de seguros tradicional** y de **seguros de crédito** de la Sociedad los múltiplos de valoración comúnmente empleados para la valoración de este tipo de negocios:

- *P/R (Price to Revenues)*. Refleja el valor de las acciones de una sociedad respecto a sus ingresos.
- *P/E (Price to Earnings)*. Refleja el valor de las acciones de una sociedad respecto a su resultado neto.

Los múltiplos de valoración *P/BV (Price to Book Value)* y *P/TBV (Price to Tangible Book Value)* no se han considerado en nuestro análisis ya que el valor en libros está muy condicionado por las políticas contables aplicadas bajo NIIF 17 y no considera la eficiencia en el uso del capital ni el apetito al riesgo que haya definido. Específicamente, la dispersión metodológica en la aplicación de la NIIF 17, especialmente en lo referente a los supuestos actuariales utilizados y a la definición de la tasa de interés de descuento (propios de cada compañía) dificulta la comparabilidad de los estados financieros de distintas aseguradoras y, por tanto, genera una importante limitación. Igualmente, la eficiencia en el

uso del capital y el apetito al riesgo de son dos elementos relevantes que no quedan recogidos en estos múltiplos de valoración.

Hemos considerado en nuestro análisis del **negocio funerario** de la Sociedad los múltiplos de valoración comúnmente empleados para este tipo de negocio:

- *EV/EBITDA (Enterprise Value to EBITDA)*. Refleja el valor de una sociedad respecto a su EBITDA.
- *EV/EBIT (Enterprise Value to EBIT)*. Refleja el valor de una sociedad respecto a su EBIT.

Al ser el EBITDA la magnitud de la cuenta de resultados que representa el resultado operativo o de explotación, no estando condicionada por políticas contables de amortización de activos, consideramos más adecuado el empleo del múltiplo EV/EBITDA en lugar del múltiplo EV/EBIT, permitiendo la comparabilidad de las compañías por ser neutro respecto de la estructura de capital e independiente del régimen fiscal y de la política de amortización.

La aplicación del método de valoración por múltiplos viene condicionada por:

- La disponibilidad y fiabilidad de la información disponible sobre compañías cotizadas en mercados bursátiles con negocios similares a los de la Sociedad;
- La homogeneidad de las referencias contables y de gestión de las compañías con negocios similares a los de la Sociedad; y
- Las diferencias existentes en las dinámicas del mercado funerario entre diferentes geografías en términos demográficos, regulatorios, culturales y religiosos que dificultan la comparabilidad de las compañías entre diferentes regiones.

# Múltiplos de mercado de compañías comparables

Se han seleccionado compañías cotizadas comparables a los negocios de la Sociedad para el cálculo de los múltiplos a aplicar en la valoración

## Criterios de selección de las compañías comparables

A la hora de seleccionar las compañías, hemos aplicado criterios de selección que nos permiten identificar los negocios comparables que operan en una industria similar, en regiones parecidas y con la misma tipología de negocio. Una vez seleccionada la muestra de compañías comparables, se ha obtenido información sobre las mismas para el cálculo de los múltiplos a aplicar en la valoración.

Para ello, hemos obtenido de la base de datos S&P Capital IQ los siguientes grupos de entidades cotizadas:

- Compañías cotizadas en Europa que se identifican dentro del sector de “Insurance”, habiendo seleccionado aquellas en las que más del 60% de sus primas/ingresos corresponden al ramo de no vida. Las entidades comparables al negocio de seguros tradicional de la Sociedad en el ramo de no vida resultantes de aplicar este criterio son: Mapfre, S.A., Allianz SE, AXA SA, Zurich Insurance Group AG, Baloise Holding AG, Unipol Assicurazioni S.p.A., Helvetia Holding AG, Línea Directa Aseguradora, S.A., Compañía de Seguros y Reaseguros, Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA y ASR Nederland N.V. Véase mayor detalle en el Anexo 12.
- Compañías cotizadas en Europa que se identifican dentro del sector de “Insurance”, habiendo seleccionado aquellas en las que más del 60% de sus primas/ingresos corresponden al ramo de vida. De esta forma, las entidades comparables al negocio de seguros tradicional de la Sociedad en el ramo de vida son: Assicurazioni Generali S.p.A., Swiss Life Holding AG, NN Group N.V., Phoenix Group Holdings plc y Ageas SA/NV. Véase mayor detalle en el Anexo 12.
- Compañías cotizadas en Europa que se identifican dentro del sector de

“Insurance”, habiendo seleccionado aquellas especializadas en el negocio de seguros de crédito. De esta forma, las entidades comparables al negocio de seguros de crédito de la Sociedad son: Coface y Tiptree. Véase mayor detalle en el Anexo 12.

- Compañías cotizadas en países desarrollados (Europa, Estados Unidos, Canadá, Australia y Japón), que se identifican dentro del sector de *Funeral Homes and Funeral Services, Cemeteries, Funeral Homes*. Las entidades comparables al negocio funerario de la Sociedad resultantes de aplicar este criterio son: Carriage Services, Inc., Propel Funeral Partners Limited, Service Corporation International y Tear Corporation. Véase mayor detalle en el Anexo 12.

## Valoración por múltiplos a 31 de diciembre de 2024

Hemos obtenido de la base de datos S&P Capital IQ los múltiplos P/R y P/E a 31 de diciembre de 2024 de las compañías seleccionadas como comparables para el **negocio de seguros tradicional** y de **seguros de crédito** de la Sociedad considerando sus capitalizaciones bursátiles, así como los ingresos del servicio del seguro y los resultados de los últimos 12 meses a dicha fecha. Una vez obtenida la mediana de los múltiplos de estos negocios<sup>1</sup>, se aplica sobre las magnitudes de cada negocio de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024 y, restando el importe correspondiente a accionistas minoritarios, resulta en el valor de las acciones de la Sociedad atribuible a cada negocio.

Por otra parte, hemos obtenido de la base de datos S&P Capital IQ el múltiplo

<sup>1</sup> Para el negocio de seguros tradicional se han ponderado los múltiplos obtenidos de las comparables del ramo de vida y de no vida a 31 de diciembre de 2024 por la contribución de las primas adquiridas de cada ramo a las primas adquiridas totales a 31 diciembre de 2024 del negocio de seguros tradicional de la Sociedad informado en el informe de gestión a 31 de diciembre de 2024. Las primas adquiridas de seguros de salud y decesos de la Sociedad han sido clasificadas dentro del ramo de no vida, a efectos de facilitar su comparación con las compañías comparables.

# Múltiplos de mercado de compañías comparables

La valoración por múltiplos de cotizadas comparables considera los múltiplos P/R y P/E para los negocios de seguros de la Sociedad y el múltiplo EV/EBITDA para el negocio funerario

EV/EBITDA a 31 de diciembre de 2024 de las compañías seleccionadas como comparables para el **negocio funerario** de la Sociedad considerando sus valores de empresa y el EBITDA de los últimos 12 meses a dicha fecha.

Una vez obtenida la mediana del múltiplo para el negocio funerario, se aplica sobre el EBITDA <sup>1</sup> del negocio funerario de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024. A continuación, se considera la deuda financiera neta y los activos y pasivos no operativos que presenta el negocio funerario de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024 y, restando el importe correspondiente a accionistas minoritarios, resulta en el valor de las acciones de la Sociedad atribuible al negocio funerario.

Para el cálculo del valor de las acciones de la Sociedad correspondiente a accionistas minoritarios hemos considerado el porcentaje del resultado atribuible a minoritarios sobre el resultado de total de cada uno de los negocios de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024 (véase mayor detalle en el Anexo 5).

Para el cálculo del valor por acción de las acciones de la Sociedad, una vez agregado el valor de las acciones de la Sociedad por negocio, hemos tenido en cuenta el número de acciones de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024, excluidas las acciones propias en autocartera.

En las siguientes tablas se muestran los resultados de la valoración por múltiplos de las acciones de la Sociedad por negocio y de manera agregada, así como el cálculo del valor por acción de las acciones totales de la Sociedad.

<sup>1</sup> Como los múltiplos EV/EBITDA de las compañías seleccionadas como comparables obtenidos de la base de datos S&P Capital IQ consideran la aplicación de NIIF 16, la mediana de los múltiplos se aplica sobre el EBITDA del negocio funerario de la Sociedad informado en el informe de gestión de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024, el cual ha sido calculado considerando la aplicación de esta norma. En el Anexo 10 incluimos la cuenta de resultados del negocio funerario de la Sociedad con y sin NIIF 16 correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2024.

| Datos a 31 de diciembre de 2024                                   | P/R          | P/E                   |
|-------------------------------------------------------------------|--------------|-----------------------|
| Grupo Catalana Occidente, S.A.                                    | 0,86x        | 6,66x                 |
| <b>Negocio de seguros tradicional</b>                             |              |                       |
| Assicurazioni Generali S.p.A.                                     | 0,77x        | 11,20x <sup>(1)</sup> |
| Swiss Life Holding AG                                             | 2,26x        | n.m.                  |
| NN Group N.V.                                                     | 1,08x        | 7,28x <sup>(1)</sup>  |
| Phoenix Group Holdings plc                                        | 0,99x        | n.m.                  |
| Ageas SA/NV                                                       | 1,17x        | 7,70x                 |
| <b>Mediana múltiplo - ramo vida</b>                               | <b>1,08x</b> | <b>7,70x</b>          |
| Mapfre, S.A.                                                      | 0,29x        | 7,75x                 |
| Allianz SE                                                        | 1,17x        | 11,50x                |
| AXA SA                                                            | 0,84x        | 9,19x                 |
| Zurich Insurance Group AG                                         | 1,44x        | n.m. <sup>(1)</sup>   |
| Baloise Holding AG                                                | 1,34x        | n.m. <sup>(1)</sup>   |
| Unipol Assicurazioni S.p.A.                                       | 0,88x        | 8,03x                 |
| Helvetia Holding AG                                               | 0,87x        | n.m. <sup>(1)</sup>   |
| Línea Directa Aseguradora, S.A., Compañía de Seguros y Reaseguros | 1,19x        | n.m. <sup>(1)</sup>   |
| Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA                                  | 1,35x        | 7,41x                 |
| ASR Nederland N.V.                                                | 1,01x        | 10,21x                |
| <b>Mediana múltiplo - ramo no vida</b>                            | <b>1,09x</b> | <b>8,61x</b>          |
| <b>Ponderación múltiplo</b>                                       |              |                       |
| Primas adquiridas 2024 - ramo vida (M€)                           | 846          |                       |
| Primas adquiridas 2024 - ramo no vida (M€)                        | 2.313        |                       |
| <b>Múltiplo ponderado</b>                                         | <b>1,08x</b> | <b>8,37x</b>          |
| <b>Magnitudes del negocio de la Sociedad</b>                      |              |                       |
| Ingresos del servicio de seguro (M€)                              | 2.611        |                       |
| Resultado Neto (M€)                                               |              | 312                   |
| <b>Valor total acciones (M€)</b>                                  | <b>2.832</b> | <b>2.608</b>          |
| <b>Minoritarios (M€)</b>                                          | <b>3</b>     | <b>2</b>              |
| <b>Valor total acciones sin minoritarios (M€)</b>                 | <b>2.829</b> | <b>2.605</b>          |

(1) Datos no considerados por, entre otros, presentar la compañía un beneficio neto negativo (P/E inferior a 0,00x) o un beneficio neto reducido (P/E con valores no representativos).  
Fuente: Análisis interno de Deloitte basado en información proporcionada por S&P Capital IQ, Cuentas Anuales de las compañías comparables y Cuentas Anuales e Informe de Gestión de la Sociedad 101 correspondientes al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2024.

# Múltiplos de mercado de compañías comparables

De la valoración por múltiplos a 31 de diciembre de 2024 de cada uno de los negocios de la Sociedad se obtiene un valor por acción entre 47,75 y 51,49 euros por acción

| Datos a 31 de diciembre de 2024                   | P/R                 | P/E                 |
|---------------------------------------------------|---------------------|---------------------|
| <b><u>Negocio de seguros de crédito</u></b>       |                     |                     |
| Coface, S.A.                                      | 1,42x               | 8,23x               |
| Tiptree Inc.                                      | n.m. <sup>(1)</sup> | n.m. <sup>(1)</sup> |
| <b>Mediana múltiplo</b>                           | <b>1,42x</b>        | <b>8,23x</b>        |
| <b>Magnitudes del negocio de la Sociedad</b>      |                     |                     |
| Ingresos del servicio de seguro (M€)              | 2.307               |                     |
| Resultado Neto (M€)                               |                     | 366                 |
| <b>Valor total acciones (M€)</b>                  | <b>3.275</b>        | <b>3.013</b>        |
| <b>Minoritarios (M€)</b>                          | <b>558</b>          | <b>513</b>          |
| <b>Valor total acciones sin minoritarios (M€)</b> | <b>2.718</b>        | <b>2.500</b>        |

| Datos a 31 de diciembre de 2024                   | EV/EBITDA     |
|---------------------------------------------------|---------------|
| <b><u>Negocio funerario</u></b>                   |               |
| Service Corporation International                 | 12,84x        |
| Carriage Services, Inc.                           | 10,89x        |
| Propel Funeral Partners Limited                   | 17,99x        |
| Tear Corporation                                  | 5,72x         |
| <b>Mediana múltiplo</b>                           | <b>11,87x</b> |
| <b>Magnitudes del negocio de la Sociedad</b>      |               |
| EBITDA (M€)                                       | 64            |
| Posición Financiera Neta (M€)                     | -154          |
| Activos y Pasivos no Operativos (M€)              | -38           |
| <b>Valor empresa (M€)</b>                         | <b>756</b>    |
| <b>Valor total acciones (M€)</b>                  | <b>564</b>    |
| <b>Minoritarios (M€)</b>                          | <b>34</b>     |
| <b>Valor total acciones sin minoritarios (M€)</b> | <b>530</b>    |

(1) Datos no considerados por presentar la compañía niveles de ingresos de seguro y de beneficio neto reducidos, lo que arroja unos valores no representativos de los múltiplos P/R y P/E, respectivamente.

Fuente: Análisis de Deloitte basado en información proporcionada por S&P Capital IQ y Cuentas Anuales e Informe de Gestión de la Sociedad correspondientes al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2024.

| Datos a 31 de diciembre de 2024                                             | Mín          | Max          |
|-----------------------------------------------------------------------------|--------------|--------------|
| Valor total acciones sin minoritarios (M€) - Negocio de seguros tradicional | 2.605        | 2.829        |
| Valor total acciones sin minoritarios (M€) - Negocio de seguros de crédito  | 2.500        | 2.718        |
| Valor total acciones sin minoritarios (M€) - Negocio funerario              | 530          | 530          |
| <b>Valor total acciones sin minoritarios (M€) - Sociedad</b>                | <b>5.636</b> | <b>6.077</b> |
| Nº acciones excluyendo autocartera (M)                                      | 118,02       |              |
| <b>Valor por acción (€/acción)</b>                                          | <b>47,75</b> | <b>51,49</b> |

# Múltiplos de mercado de compañías comparables

De la aplicación de la metodología de múltiplos de empresas cotizadas comparables resultaría un rango entre 47,75 y 51,49 euros por acción

## Conclusiones Múltiplos de mercado de compañías comparables

Para obtener el valor por acción a través del múltiplo de cotizadas comparables se han considerado los diferentes análisis realizados:

- i. Obtención de los múltiplos P/R y P/E a 31 de diciembre de 2024 de las compañías seleccionadas como comparables para el **negocio de seguros tradicional**<sup>1</sup> y de **seguros de crédito** de la Sociedad y aplicación sobre las magnitudes de cada negocio de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024, restando el importe correspondiente a accionistas minoritarios.
- ii. Obtención del múltiplo EV/EBITDA a 31 de diciembre de 2024 de las compañías seleccionadas como comparables para el **negocio funerario** de la Sociedad y aplicación sobre el EBITDA<sup>2</sup> del negocio funerario de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024. A continuación, se considera la deuda financiera neta y los activos y pasivos no operativos que presenta el negocio funerario de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024, restando el importe correspondiente a accionistas minoritarios.

<sup>1</sup> Para el negocio de seguros tradicional se han ponderado los múltiplos obtenidos de las comparables del ramo de vida y de no vida a 31 de diciembre de 2024 por la contribución de las primas adquiridas de cada ramo a las primas adquiridas totales a 31 diciembre de 2024 del negocio de seguros tradicional de la Sociedad informado en el informe de gestión a 31 de diciembre de 2024. Las primas adquiridas de seguros de salud y decesos de la Sociedad han sido clasificadas dentro del ramo de no vida, a efectos de facilitar su comparación con las compañías comparables.

<sup>2</sup> Como los múltiplos EV/EBITDA de las compañías seleccionadas como comparables obtenidos de la base de datos S&P Capital IQ consideran la aplicación de NIIF 16, la mediana de los múltiplos se aplica sobre el EBITDA del negocio funerario de la Sociedad informado en el informe de gestión de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024, el cual ha sido calculado considerando la aplicación de esta norma. En el Anexo 10 incluimos la cuenta de resultado del negocio funerario de la Sociedad con y sin NIIF 16 correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2024.

Para el cálculo del valor de las acciones de la Sociedad correspondiente a accionistas minoritarios hemos considerado la proporción del resultado atribuible a minoritarios sobre el resultado total de cada uno de los negocios de la Sociedad correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2024 (véase mayor detalle en el Anexo 5).

Considerando lo anterior y, teniendo en cuenta el número de acciones de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024 excluyendo el número de acciones propias mantenidas en autocartera, el rango de valor por acción se sitúa entre 47,75 y 51,49 euros por acción.

| Conclusiones – Valor por acción<br>(€/acción) | €/acción |
|-----------------------------------------------|----------|
| Valor por acción - Mínimo                     | 47,75    |
| Valor por acción - Máximo                     | 51,49    |

Esta metodología se ha utilizado como contraste dado el distinto perfil de negocio que presenta la Sociedad respecto a los comparables al tener presencia en tres negocios diferentes con distintos grupos de comparables por negocio y en diferentes geografías. Por estos motivos, los resultados de valoración obtenidos mediante esta metodología no se han considerado en la conclusión de valor, si bien contribuyen a sustentar dicha conclusión.

# Múltiplos de mercado de transacciones comparables

# Múltiplos de mercado de transacciones comparables

Se han analizado las transacciones completadas desde enero de 2021 en las que la sociedad objeto de la transacción fuera comparable a los negocios de la Sociedad

## Descripción del enfoque de múltiplos de mercado de transacciones comparables

Los multiplicadores o múltiplos de transacciones comparables de mercado indican fundamentalmente la relación existente entre el valor pagado en una transacción entre partes no vinculadas por las acciones de una compañía y determinadas variables financieras u operativas de la empresa adquirida. Los múltiplos obtenidos se aplican a las variables de la empresa o negocio a valorar, obteniendo así una posible indicación de valor. Asumiendo que los mercados son eficientes, los valores que se obtendrían de la aplicación de este método constituirían una buena aproximación del posible valor de la compañía a valorar, en la medida en la que ésta se asemeje a aquellas transacciones seleccionadas en la muestra de comparación o se produzcan en periodos de tiempo cercanos en los que se reflejen similares condiciones de mercado.

## Criterios de selección de las transacciones comparables

Para nuestro análisis se han obtenido de la base de datos S&P Capital IQ transacciones en el sector de “Insurance” en Europa en las que la sociedad objeto de la transacción estuviera especializada en seguros de crédito, en el ramo de vida o en el de no vida, completadas desde el 1 de enero de 2021, en las que se haya adquirido un porcentaje superior al 50% y que el comprador sea un tercero distinto del grupo societario de la sociedad objeto de la transacción.

Por otro lado, se han obtenido de la base de datos S&P Capital IQ transacciones en el sector de *Funeral Homes and Funeral Services, Cemeteries, Funeral Homes* en Europa, Estados Unidos, Canadá, Australia y Japón, completadas desde el 1 de enero de 2021, en las que se haya adquirido un porcentaje superior al 50% y que el comprador sea un tercero distinto del grupo societario de la sociedad objeto de la transacción.

En nuestros análisis se ha puesto de manifiesto que, de acuerdo con los criterios de selección, existen 10 transacciones que se han completado en el sector “Insurance” (3 del ramo de vida, 7 del ramo de no vida y ninguna de seguros de crédito) y 4 transacciones en el sector *Funeral Homes and Funeral Services, Cemeteries, Funeral Homes*.

## Transacciones del ramo de vida

### Adquisición de Società Cattolica di Assicurazione SpA (“Società Cattolica”) por parte de Assicurazioni Generali, S.p.A. (“Generali”)

Società Cattolica ofrece principalmente seguros de vida que cotizaba en la bolsa italiana. Generali. hizo una oferta el 31 de mayo de 2021 para adquirir la participación restante de aproximadamente 70% en Società Cattolica. Según los términos de la oferta, Assicurazioni Generali acordó ofrecer 6,75 euros por acción en efectivo a los accionistas de Società Cattolica. La transacción se cerró el día 29 de octubre de 2021.

Considerando el precio sobre el que se llevó a cabo la transacción, así como los ingresos y el resultado neto de los últimos doce meses en los últimos estados financieros disponibles de Società Cattolica previos a la fecha de la transacción (31 de diciembre de 2021), resulta en un múltiplo P/GWP de 0,2x y P/E de 10,1x.

### Adquisición de Aviva SpA, Aviva Life S.p.A. y Aviva Italia Servizi S.c.a.r.l. por parte de CNP Assurance, S.A.

Aviva S.p.A. ofrece seguros de vida a clientes privados y comerciales en Italia. La compañía ofrece seguros con participación en beneficios, seguros vinculados a índices y seguros “unit link”, entre otros productos de seguros de vida.

# Múltiplos de mercado de transacciones comparables

Se han analizado las transacciones completadas desde enero de 2021 en las que la sociedad objeto de la transacción fuera comparable a los negocios de la Sociedad

## Transacciones del ramo de vida (cont.)

CNP Assurances SA completó el 1 de diciembre de 2021 la adquisición del 51% de Aviva Spa y el 100% de Aviva Life S.p.A. y Aviva Italia Servizi S.c.a.r.l. por aproximadamente 543 millones de euros.

Considerando el precio sobre el que se llevó a cabo la transacción, así como los ingresos y el resultado neto de los últimos doce meses en los últimos estados financieros disponibles de Aviva S.p.A. previos a la fecha de la transacción (31 de diciembre de 2020), resulta en un múltiplo P/E de 8,1x.

### Adquisición de Topdanmark Liv Holding A/S por parte de Nordea Life Holding AB

La subsidiaria de Nordea Bank Abp, Nordea Life Holding AB llegó a un acuerdo para la adquisición de Topdanmark Liv Holding A/S. Topdanmark Liv Holding A/S ofrece seguros de vida a través de sus subsidiarias. La operación se completó el 1 de diciembre de 2022 por aproximadamente 283 millones de euros.

Considerando el precio sobre el que se llevó a cabo la transacción, así como los ingresos y el resultado neto de los últimos doce meses en los últimos estados financieros disponibles de Topdanmark A/S previos a la fecha de la transacción (31 de diciembre de 2021), resulta en un múltiplo P/GWP de 0,2x y P/E de 19,6x.

## Transacciones del ramo de no vida

### Adquisición del Grupo RSA Insurance Group Plc ("RSA Insurance Group) por parte de Intact Financial Corp y Tryg A/S

Con fecha 6 de enero de 2021, un grupo de inversores compuesto por Intact Financial Corp., con sede en Toronto, y Tryg A/S, con sede en Dinamarca, Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

adquirió RSA Insurance Group, compañía con sede en Londres que ofrece productos de seguros de propiedad, automóviles, responsabilidad civil y seguros especializados. Dicha adquisición se llevó a cabo a cambio de una contraprestación en torno a los 8.000 millones de euros. Considerando el precio de la transacción, así como los ingresos y el resultado neto de los últimos doce meses en los últimos estados financieros disponibles de RSA Insurance Group previos a la fecha de la transacción (31 de diciembre de 2020), resulta en un múltiplo P/GWP de 1,0x y P/E de 22,2x.

### Adquisición del 66,7% de Net Insurance S.p.A. ("Net Insurance") por parte de Poste Vita S.p.A., Andrea Battista e Istituto Bancario del Lavoro S.p.A.

Net Insurance es una aseguradora especializada en el ramo de no vida que cotizaba en la bolsa de valores de Milan. Con fecha 28 de septiembre de 2022, Poste Vita S.p.A., Andrea Battista e Istituto Bancario del Lavoro S.p.A. pujaron por adquirir el 71% de Net Insurance por aproximadamente 110 millones de euros. Finalmente, se completó la adquisición del 66,7% el 6 de abril de 2023 por un importe aproximado de 104 millones de euros.

Considerando el precio del 100% de Net Insurance implícito en el importe de la contraprestación, así como los ingresos y el resultado neto de los últimos doce meses en los últimos estados financieros disponibles de Net Insurance previos a la fecha de la transacción (31 de diciembre de 2022), resulta en un múltiplo P/R de 2,0x y P/E de 18,7x.

### Adquisición de Aegon Nederland N.V. por parte de ASR Nederland N.V.

Con fecha 27 de octubre de 2022, ASR Nederland N.V. alcanzó un acuerdo con Aegon N.V. para la adquisición de Aegon Nederland N.V. por una cifra cercana a 4.800 millones de euros. Dicha adquisición se completó el 4 de julio de 2023.

# Múltiplos de mercado de transacciones comparables

Se han analizado las transacciones completadas desde enero de 2021 en las que la sociedad objeto de la transacción fuera comparable a los negocios de la Sociedad

## Transacciones del ramo de no vida (cont.)

Considerando el precio de la transacción, así como los ingresos y el resultado neto de los últimos doce meses en los últimos estados financieros disponibles de Aegon Nederland N.V. previos a la fecha de la transacción (31 de diciembre de 2022), resulta en un múltiplo P/Premium Income de 3,0x y P/E de 27,6x.

### Adquisición de Groupe Assurances du Crédit Mutuel España (“GACM España”) por parte de AXA SA (“AXA”)

Con fecha 18 de octubre de 2022, AXA firmó un acuerdo para adquirir GACM España, aseguradora con sede en Barcelona especializada en el ramo de no vida, por un importe aproximado de 310 millones de euros. Dicha adquisición se completó el 12 de julio de 2023.

Considerando el importe de la contraprestación, así como los ingresos y el resultado neto de los últimos doce meses en los últimos estados financieros disponibles de GACM España previos a la fecha de la transacción (31 de diciembre de 2022), resulta en un múltiplo P/GWP de 0,8x y P/E de 19,4x.

### Adquisición de Liberty Seguros, Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A. (“Liberty”) por parte de Generali

Con fecha 31 de enero de 2024, se cerró la adquisición de Liberty por parte de Generali por una cifra cercana a los 2.300 millones de euros. El acuerdo de adquisición incluía el negocio en Portugal, España e Irlanda. Liberty es una compañía focalizada en proporcionar seguros de automóviles.

No se ha dispuesto de información pública acerca de los resultados de la sociedad y sucursales que formaron parte de la transacción por lo que no se ha podido obtener el múltiplo implícito en dicha operación.  
Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

### Adquisición de Tua Assicurazioni S.p.A. (“Tua Assicurazioni”) por parte de Allianz S.p.A. (“Allianz”)

Con fecha 12 de octubre de 2023, Allianz firmó un acuerdo para adquirir Tua Assicurazioni por un importe aproximado de 280 millones de euros, completándose la adquisición el 1 de marzo de 2024.

Considerando el importe de la contraprestación, así como los ingresos y el resultado neto de los últimos doce meses en los últimos estados financieros disponibles de Tua Assicurazioni previos a la fecha de la transacción (31 de diciembre de 2022), resulta en un múltiplo P/GWP de 1,0x y P/E de 53,6x.

### Adquisición de Topdanmark A/S por parte de Sampo Oyj

Con fecha 17 de junio de 2024, Sampo Oyj acordó la adquisición restante del 50,5% en Topdanmark A/S por aproximadamente 2.300 millones de euros. A la fecha de este anuncio, la participación de Sampo Oyj en Topdanmark A/S correspondía aproximadamente al 49,5% de todas las acciones en circulación. La adquisición fue completada el 9 de septiembre de 2024.

Considerando el precio del 100% de Topdanmark A/S implícito en el importe de la contraprestación, así como los ingresos y el resultado neto de los últimos doce meses en los últimos estados financieros disponibles de Topdanmark A/S previos a la fecha de la transacción (30 de junio de 2024), resulta en un múltiplo P/R de 1,6x y P/E de 30,6x.

## Transacciones de seguros de crédito

No se han identificado compañías que hayan estado involucradas en transacciones en el sector de seguros de crédito y que cumplan los criterios de

# Múltiplos de mercado de transacciones comparables

Se han analizado las transacciones completadas desde enero de 2021 en las que la sociedad objeto de la transacción fuera comparable a los negocios de la Sociedad

## Transacciones de seguros de crédito (cont.)

selección descritos previamente. La última transacción realizada en este sector fue la adquisición en abril de 2018 de Euler Hermes, una de las principales compañías de seguros de crédito del mundo, por parte de Allianz. Como consecuencia de esta adquisición, Euler Hermes dejó de cotizar en la bolsa de París y pasó a ser una filial integrada dentro del grupo Allianz.

## Transacciones del negocio funerario

### Adquisición del Grupo Mémora por parte de Grupo Catalana Occidente

Con fecha 29 de julio de 2022, Grupo Catalana Occidente alcanzó un acuerdo para la adquisición del Grupo Mémora, grupo funerario líder en la península ibérica. Dicha adquisición se completó el 9 de febrero de 2023 por un importe aproximadamente de 400 millones de euros.

Considerando este importe de contraprestación, así como la deuda financiera neta del Grupo Mémora en los últimos estados financieros disponibles previos a la fecha de la transacción (31 de diciembre de 2022) y su EBITDA de los últimos doce meses a dicha fecha, resulta en un múltiplo EV/EBITDA de 10,7x.

### Adquisición del 70,92% Dignity PLC por parte de un consorcio formado por SPWOne V Limited, Castelnau Group Limited y Phoenix Asset Management Partners Ltd.

Dignity PLC es una empresa que cotizaba en la Bolsa de Valores de Londres dedicada a la prestación de servicios funerarios en Reino Unido. Con fecha 3 de junio de 2024, un consorcio formado por SPWOne V Limited, Castelnau Group Limited y Phoenix Asset Management Partners Ltd. firmó un acuerdo para

adquirir el 70,92% de Dignity PLC por aproximadamente 190 millones de libras, completándose la adquisición el 3 de mayo de 2023.

Considerando el precio del 100% de Dignity PLC implícito en este importe de contraprestación, así como la deuda financiera neta de Dignity PLC en los últimos estados financieros disponibles previos a la fecha de la transacción (31 de diciembre de 2022) y su EBITDA de los últimos doce meses a dicha fecha, resulta en un múltiplo EV/EBITDA de 18,2x.

### Adquisición del 82,8% InvoCare Limited (“InvoCare”) por parte de TPG Global, LLC (“TPG Global”)

InvoCare es una empresa que cotizaba en la Bolsa de Valores de Australia dedicada a la prestación de servicios funerarios en Australia y Nueva Zelanda. Con fecha 9 de agosto de 2023, TPG Global suscribió un acuerdo no vinculante para adquirir el 82,8% restante de InvoCare por aproximadamente 1.500 millones de dólares australianos, completándose la adquisición el 3 de noviembre de 2023.

Considerando el precio del 100% de InvoCare implícito en este importe de contraprestación, así como la deuda financiera neta de InvoCare en los últimos estados financieros disponibles previos a la fecha de la transacción (30 de junio de 2023) y su EBITDA de los últimos doce meses a dicha fecha, resulta en un múltiplo EV/EBITDA de 22,3x.

### Adquisición de Park Lawn Corporation por parte de Homesteaders Life Company y Bitch Hill Equity Partners Management

Park Lawn Corporation es una empresa que cotizaba en la Bolsa de Valores de Toronto dedicada a la prestación de servicios funerarios en América del Norte. Con fecha 3 de junio de 2024, Homesteaders Life Company y Bitch Hill Equity 108

# Múltiplos de mercado de transacciones comparables

La falta de comparabilidad de las transacciones analizadas con los negocios de la Sociedad y las limitaciones de este método nos han llevado a descartarlo

## Transacciones del negocio funerario (cont.)

Partners Management firmaron un acuerdo para adquirir Park Lawn Corporation por aproximadamente 970 millones de dólares canadienses, completándose la adquisición el 9 de agosto de 2024.

Considerando este importe de contraprestación, así como la deuda financiera neta de Park Lawn Corporation en los últimos estados financieros disponibles previos a la fecha de la transacción (31 de marzo de 2024) y su EBITDA de los últimos doce meses a dicha fecha, resulta en un múltiplo EV/EBITDA de 14,5x.

## Aspectos a considerar

El método de transacciones comparables es considerado generalmente más como un método de contraste que como un método de referencia de valoración, debido a las características específicas que presenta una transacción y que resultan muy difíciles de evaluar a partir de la información pública disponible.

Las transacciones en las que las empresas objetivo son pequeñas o privadas, la información disponible no siempre es fiable y hay poca trazabilidad de las magnitudes reportadas por las fuentes consultadas y falta de visibilidad en relación con potenciales primas, descuentos, mecanismos de ajuste al precio, ajustes aplicados sobre la referencia de resultados empleada, sinergias esperadas, etc.

En el mercado funerario en particular, las diferencias existentes en las dinámicas entre diferentes geografías en términos demográficos, regulatorios, culturales y religiosos dificultan aún más la comparabilidad de las compañías del sector funerario entre diferentes regiones.

Adicionalmente, debemos señalar que, para el periodo analizado, no ha habido transacciones en el negocio de crédito, siendo este uno de los principales negocios que contribuyen al resultado de la Sociedad.

## Conclusiones de múltiplos de mercado de transacciones comparables

Después de analizar las transacciones similares en los negocios en los que opera la Sociedad que cumplen los criterios de selección descritos previamente, solo consideramos como transacción comparable la adquisición de Grupo Mémora por parte de la propia Sociedad completada el 9 de febrero de 2023. No obstante, el peso que tiene el negocio funerario en la Sociedad es inferior al 10% tanto en términos de ingresos como de resultado neto a 31 de diciembre de 2024, por lo que sólo es relevante a efectos de la valoración del propio negocio funerario.

Del análisis de las compañías que han estado involucradas en transacciones similares en el sector asegurador en Europa tanto en el ramo de vida como de no vida, hemos evaluado las diferencias que se han puesto de manifiesto por factores como la situación macroeconómica y geopolítica, las perspectivas de crecimiento y rentabilidad heterogéneas en función de las líneas de negocio que presentaban y las geografías en las que operaban, así como otras condiciones particulares de las operaciones, que nos han llevado a descartar este método. Asimismo, las transacciones pueden incorporar acuerdos que no son públicos, lo cual dificulta conciliar o ajustar convenientemente el múltiplo correspondiente. Adicionalmente, como consecuencia de la entrada en vigor de la NIIF 17, todas las transacciones en el sector asegurador completadas con anterioridad al 1 de enero de 2023 no podrían ser consideradas comparables.

Por todo lo descrito anteriormente hemos descartado el método de valoración por múltiplos de transacciones comparables.

# Anexos

## Anexo 1 | Plan Estratégico GCO – Negocio tradicional

Plan Estratégico del negocio tradicional de la Sociedad para el periodo 2025 – 2027 sin tener en cuenta el efecto de la aplicación de NIIF 16 en relación con los arrendamientos

| Millones de Euros                           | 2024           | 2025           | 2026           | 2027           |
|---------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Primas adquiridas                           | 3.159          | 3.253          | 3.390          | 3.496          |
| Intereses aplicados vida                    | 290            | 180            | 174            | 170            |
| Incremento provisional por tipos de interés | 3              | (1)            | (1)            | (1)            |
| <b>Ingresos brutos</b>                      | <b>3.451</b>   | <b>3.432</b>   | <b>3.563</b>   | <b>3.665</b>   |
| Siniestralidad                              | (2.299)        | (2.424)        | (2.495)        | (2.549)        |
| Gastos generales                            | (279)          | (280)          | (289)          | (296)          |
| Comisiones                                  | (449)          | (454)          | (476)          | (490)          |
| <b>Gastos totales</b>                       | <b>(3.027)</b> | <b>(3.159)</b> | <b>(3.260)</b> | <b>(3.336)</b> |
| Siniestralidad a cargo del reaseguro        | 74             | 88             | 90             | 93             |
| Coste del reaseguro                         | (105)          | (120)          | (124)          | (128)          |
| <b>Resultado de reaseguro</b>               | <b>(31)</b>    | <b>(33)</b>    | <b>(34)</b>    | <b>(35)</b>    |
| Incremento de provisiones técnicas          | (97)           | 68             | 55             | 42             |
| <b>Resultado técnico después de gastos</b>  | <b>297</b>     | <b>308</b>     | <b>324</b>     | <b>336</b>     |
| Resultado cuenta no técnica                 | (42)           | (42)           | (40)           | (43)           |
| Resultado financiero                        | 113            | 122            | 133            | 155            |
| <b>Resultado antes de impuestos</b>         | <b>368</b>     | <b>388</b>     | <b>417</b>     | <b>448</b>     |
| Impuestos                                   | (75)           | (97)           | (104)          | (112)          |
| Resultado no ordinario                      | 4              | 0              | 0              | 0              |
| <b>Resultado después de impuestos</b>       | <b>296</b>     | <b>291</b>     | <b>313</b>     | <b>336</b>     |

Nota: El tipo impositivo correspondiente al año 2024 es el tipo impositivo efectivo mientras que para la proyección de los años 2025 – 2027 se ha considerado el tipo impositivo nominal aplicable (25%). Hemos calculado por separado el valor actual neto de los créditos fiscales por pérdidas a compensar registrados en el balance del negocio funerario a 31 de diciembre de 2024 (véase Anexo 2).

Fuente: Información proporcionada por la dirección de la Sociedad.

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

# Anexo 1 | Plan Estratégico GCO – Negocio de crédito

Plan Estratégico del negocio de crédito de la Sociedad para el periodo 2025 – 2027 y proyecciones financieras para el periodo 2028 – 2034

| Millones de Euros                                   | 2024           | 2025           | 2026           | 2027           | 2028           | 2029           | 2030           | 2031           | 2032           | 2033           | 2034           |
|-----------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Primas adquiridas                                   | 2.289          | 2.365          | 2.471          | 2.585          | 2.538          | 2.503          | 2.481          | 2.471          | 2.472          | 2.485          | 2.510          |
| Ingresos de información                             | 150            | 156            | 162            | 168            | 164            | 161            | 159            | 157            | 157            | 158            | 159            |
| <b>Ingresos brutos</b>                              | <b>2.439</b>   | <b>2.521</b>   | <b>2.633</b>   | <b>2.753</b>   | <b>2.701</b>   | <b>2.664</b>   | <b>2.640</b>   | <b>2.628</b>   | <b>2.629</b>   | <b>2.643</b>   | <b>2.669</b>   |
| Siniestralidad                                      | (1.006)        | (1.132)        | (1.187)        | (1.248)        | (1.583)        | (1.533)        | (1.491)        | (1.457)        | (1.430)        | (1.410)        | (1.396)        |
| Gastos operativos                                   | (854)          | (896)          | (934)          | (971)          | (965)          | (951)          | (940)          | (935)          | (934)          | (938)          | (945)          |
| <b>Resultado Técnico</b>                            | <b>(1.860)</b> | <b>(2.028)</b> | <b>(2.121)</b> | <b>(2.219)</b> | <b>(2.548)</b> | <b>(2.483)</b> | <b>(2.432)</b> | <b>(2.392)</b> | <b>(2.364)</b> | <b>(2.348)</b> | <b>(2.342)</b> |
| Primas cedidas al reaseguro                         | (771)          | (796)          | (831)          | (869)          | (1.321)        | (1.232)        | (1.151)        | (1.076)        | (1.006)        | (941)          | (879)          |
| Recuperación de costes del reaseguro                | 295            | 339            | 356            | 373            | 802            | 737            | 678            | 624            | 575            | 530            | 489            |
| Comisiones del reaseguro                            | 318            | 329            | 330            | 335            | 468            | 452            | 437            | 422            | 407            | 393            | 378            |
| <b>Resultado del reaseguro</b>                      | <b>(158)</b>   | <b>(128)</b>   | <b>(146)</b>   | <b>(161)</b>   | <b>(51)</b>    | <b>(43)</b>    | <b>(36)</b>    | <b>(29)</b>    | <b>(23)</b>    | <b>(18)</b>    | <b>(12)</b>    |
| <b>Resultado técnico neto después del reaseguro</b> | <b>421</b>     | <b>365</b>     | <b>367</b>     | <b>373</b>     | <b>102</b>     | <b>137</b>     | <b>172</b>     | <b>206</b>     | <b>242</b>     | <b>278</b>     | <b>316</b>     |
| Ingresos del servicio                               | 101            | 102            | 107            | 112            | 113            | 114            | 116            | 117            | 118            | 119            | 120            |
| Gastos del servicio                                 | (85)           | (89)           | (92)           | (96)           | (97)           | (98)           | (98)           | (99)           | (100)          | (101)          | (102)          |
| <b>Resultado cuenta no técnica</b>                  | <b>16</b>      | <b>13</b>      | <b>15</b>      | <b>17</b>      | <b>17</b>      | <b>17</b>      | <b>17</b>      | <b>17</b>      | <b>18</b>      | <b>18</b>      | <b>18</b>      |
| Resultado neto de las inversiones                   | 87             | 105            | 115            | 121            | 14             | 18             | 22             | 26             | 30             | 34             | 38             |
| Resultado financiero                                | 14             | 2              | 2              | 2              | 2              | 2              | 2              | 2              | 2              | 2              | 2              |
| <b>Resultado técnico financiero ordinario</b>       | <b>538</b>     | <b>486</b>     | <b>499</b>     | <b>511</b>     | <b>135</b>     | <b>174</b>     | <b>213</b>     | <b>252</b>     | <b>291</b>     | <b>332</b>     | <b>374</b>     |
| Impuestos                                           | (141)          | (121)          | (125)          | (128)          | (34)           | (44)           | (53)           | (63)           | (73)           | (83)           | (93)           |
| Resultado no ordinario                              | (15)           | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Ajustes Holding <sup>(1)</sup>                      | (5)            | (5)            | (5)            | (5)            | (5)            | (5)            | (5)            | (5)            | (6)            | (6)            | (6)            |
| <b>Resultado despues de impuestos</b>               | <b>378</b>     | <b>359</b>     | <b>369</b>     | <b>378</b>     | <b>96</b>      | <b>125</b>     | <b>154</b>     | <b>183</b>     | <b>213</b>     | <b>243</b>     | <b>275</b>     |

(1) Son gastos que repercute la holding a Atradius en concepto de gastos de dirección y por la prestación de servicios centrales. Estos gastos se están considerando en el PMP de Atradius con visión GCO porque corresponden a Atradius y porque no están siendo considerados en el PMP de Negocio tradicional (cabe señalar que en el PMP de Negocio de crédito visión Atradius no están considerados. Y es por ello, que se incluye en el PMP de negocio de crédito utilizado en la valoración).

Fuente: Información proporcionada por la dirección de la Sociedad.

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

## Anexo 1 | Plan Estratégico GCO – Negocio de crédito

Ratios implícitas en el Plan Estratégico del negocio de crédito de la Sociedad para el periodo 2025 – 2027 y en las proyecciones financieras para el periodo 2028 – 2034

| Ratios implícitas proyectadas (%)                        | 2025         | 2026         | 2027         | 2028         | 2029         | 2030         | 2031         | 2032         | 2033         | 2034         |
|----------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Crecimiento primas adquiridas                            | 3,3%         | 4,5%         | 4,6%         | (1,8%)       | (1,4%)       | (0,9%)       | (0,4%)       | 0,1%         | 0,5%         | 1,0%         |
| Crecimiento ingresos de información                      | 4,0%         | 3,8%         | 3,7%         | (2,5%)       | (1,9%)       | (1,3%)       | (0,8%)       | (0,2%)       | 0,4%         | 1,0%         |
| Siniestralidad / ingresos brutos                         | 44,9%        | 45,1%        | 45,3%        | 58,6%        | 57,5%        | 56,5%        | 55,4%        | 54,4%        | 53,4%        | 52,3%        |
| Gastos operativos / ingresos brutos                      | 35,5%        | 35,5%        | 35,3%        | 35,7%        | 35,7%        | 35,6%        | 35,6%        | 35,5%        | 35,5%        | 35,4%        |
| <b>Ratio combinado</b>                                   | <b>80,4%</b> | <b>80,5%</b> | <b>80,6%</b> | <b>94,3%</b> | <b>93,2%</b> | <b>92,1%</b> | <b>91,0%</b> | <b>89,9%</b> | <b>88,8%</b> | <b>87,7%</b> |
| Primas cedidas al reaseguro / primas adquiridas (%)      | 33,7%        | 33,6%        | 33,6%        | 52,1%        | 49,2%        | 46,4%        | 43,5%        | 40,7%        | 37,8%        | 35,0%        |
| Recuperación de coste del reaseguro / siniestralidad (%) | 30,0%        | 30,0%        | 29,9%        | 50,7%        | 48,1%        | 45,5%        | 42,8%        | 40,2%        | 37,6%        | 35,0%        |
| Comisiones del reaseguro / primas cedidas (%)            | 41,3%        | 39,7%        | 38,5%        | 35,4%        | 36,7%        | 38,0%        | 39,2%        | 40,5%        | 41,7%        | 43,0%        |
| Resultado del reaseguro / primas adquiridas (%)          | (5,4%)       | (5,9%)       | (6,2%)       | (2,0%)       | (1,7%)       | (1,5%)       | (1,2%)       | (0,9%)       | (0,7%)       | (0,5%)       |

| Ratios implícitas históricas (%)                         | 2024         |
|----------------------------------------------------------|--------------|
| Crecimiento primas adquiridas                            | 0,4%         |
| Crecimiento ingresos de información                      | 4,3%         |
| Siniestralidad / ingresos brutos                         | 41,2%        |
| Gastos operativos / ingresos brutos                      | 35,0%        |
| <b>Ratio combinado</b>                                   | <b>76,3%</b> |
| Primas cedidas al reaseguro / primas adquiridas (%)      | 33,7%        |
| Recuperación de coste del reaseguro / siniestralidad (%) | 29,4%        |
| Comisiones del reaseguro / primas cedidas (%)            | 41,3%        |
| Resultado del reaseguro / primas adquiridas (%)          | (6,9%)       |

## Anexo 1 | Plan Estratégico GCO – Negocio funerario

Plan Estratégico del negocio funerario de la Sociedad para el periodo 2025 – 2027 sin tener en cuenta el efecto de la aplicación de NIIF 16 en relación con los arrendamientos

| Millones de euros                               | 2024         | 2025         | 2026         | 2027         | TACC          |
|-------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Ingresos                                        | 263          | 269          | 279          | 290          | 3,39%         |
| Aprovisionamientos                              | (73)         | (70)         | (73)         | (75)         | 0,88%         |
| <b>Margen bruto</b>                             | <b>189</b>   | <b>199</b>   | <b>207</b>   | <b>215</b>   | <b>4,33%</b>  |
| Gastos de explotación                           | (57)         | (55)         | (56)         | (57)         | 0,22%         |
| Gasto de personal                               | (83)         | (86)         | (88)         | (91)         | 3,19%         |
| <b>OPEX</b>                                     | <b>(140)</b> | <b>(141)</b> | <b>(145)</b> | <b>(148)</b> | <b>2,00%</b>  |
| <b>EBITDA</b>                                   | <b>49</b>    | <b>58</b>    | <b>62</b>    | <b>67</b>    | <b>10,42%</b> |
| <i>Margen EBITDA %</i>                          | <i>18,8%</i> | <i>21,5%</i> | <i>22,2%</i> | <i>22,9%</i> |               |
| Amortizaciones                                  | (17)         | (18)         | (19)         | (20)         |               |
| <b>EBIT</b>                                     | <b>32</b>    | <b>39</b>    | <b>43</b>    | <b>47</b>    |               |
| <i>Margen EBIT %</i>                            | <i>12,2%</i> | <i>14,7%</i> | <i>15,4%</i> | <i>16,1%</i> |               |
| Resultado financiero                            | (9)          | (10)         | (9)          | (8)          |               |
| <b>Resultado ordinario antes de impuestos</b>   | <b>23</b>    | <b>30</b>    | <b>34</b>    | <b>39</b>    |               |
| Impuestos                                       | (5)          | (6)          | (7)          | (8)          |               |
| <b>Resultado ordinario después de impuestos</b> | <b>18</b>    | <b>23</b>    | <b>27</b>    | <b>31</b>    |               |
| Resultado no ordinario después de impuestos     | (3)          | 0            | 0            | 0            |               |
| <b>Resultado total después de impuestos</b>     | <b>16</b>    | <b>23</b>    | <b>27</b>    | <b>31</b>    |               |

## Anexo 2 | Valoración por DDM – Negocio tradicional

| Millones de euros                                                 | 2024         | 2025         | 2026         | 2027         | VT           |
|-------------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Primas adquiridas                                                 | 3.159        | 3.253        | 3.390        | 3.496        | 3.531        |
| <b>SCR SII</b>                                                    | <b>1.591</b> | <b>1.617</b> | <b>1.651</b> | <b>1.684</b> | <b>1.700</b> |
| <b>Requerimientos de Capital</b>                                  | <b>2.785</b> | <b>2.830</b> | <b>2.889</b> | <b>2.946</b> | <b>2.976</b> |
| <i>Requerimientos de Capital %</i>                                | <i>175%</i>  | <i>175%</i>  | <i>175%</i>  | <i>175%</i>  | <i>175%</i>  |
| Equity BoP                                                        | 3.324        | 2.785        | 2.830        | 2.889        | 2.946        |
| Beneficio Neto                                                    |              | 291          | 313          | 336          | 340          |
| <b>Equity BoP - before dividend</b>                               | <b>3.324</b> | <b>3.076</b> | <b>3.143</b> | <b>3.225</b> | <b>3.286</b> |
| <i>Requerimientos de Capital % - antes del dividendo</i>          | <i>209%</i>  | <i>190%</i>  | <i>190%</i>  | <i>192%</i>  | <i>193%</i>  |
| Exceso / (déficit)                                                | 539          | 246          | 254          | 279          | 310          |
| <b>Dividendos</b>                                                 | <b>539</b>   | <b>246</b>   | <b>254</b>   | <b>279</b>   | <b>310</b>   |
| <b>Equity EoP - después del dividendo</b>                         | <b>2.785</b> | <b>2.830</b> | <b>2.889</b> | <b>2.946</b> | <b>2.976</b> |
| <i>Requerimientos de Capital % - después del dividendo</i>        | <i>175%</i>  | <i>175%</i>  | <i>175%</i>  | <i>175%</i>  | <i>175%</i>  |
| <b>Dividendos a distribuir</b>                                    | <b>539</b>   | <b>246</b>   | <b>254</b>   | <b>279</b>   | <b>310</b>   |
| <b>Valor terminal</b>                                             |              |              |              |              | <b>3.839</b> |
| Periodo de descuento                                              | 0,0          | 1,0          | 2,0          | 3,0          | 3,0          |
| Factor de descuento                                               | 1,0          | 0,9          | 0,8          | 0,8          | 0,8          |
| <b>Valor actual neto de los dividendos a distribuir</b>           | <b>539</b>   | <b>226</b>   | <b>213</b>   | <b>215</b>   | <b>2.958</b> |
| Ajuste por EPIFPs                                                 |              | (127)        | (95)         | (87)         | (1.063)      |
| <b>Dividendos a distribuir descontados y ajustados por EPIFPs</b> | <b>539</b>   | <b>99</b>    | <b>118</b>   | <b>128</b>   | <b>1.895</b> |
| Valor presente de los dividendos a distribuir 2025 - 2027         | 344          |              |              |              |              |
| Valor presente del valor terminal                                 | 1.895        |              |              |              |              |
| Exceso de capital inicial                                         | 539          |              |              |              |              |
| <b>Valor total de las acciones</b>                                | <b>2.778</b> |              |              |              |              |
| Minoritarios                                                      | (3)          |              |              |              |              |
| <b>Valor total de las acciones sin minoritarios</b>               | <b>2.776</b> |              |              |              |              |
| Caja GCO individual                                               | 258          |              |              |              |              |
| <b>Valor total de las acciones sin minoritarios ajustado</b>      | <b>3.033</b> |              |              |              |              |

## Anexo 2 | Valoración por DDM – Negocio de crédito

| Millones de euros                                                 | 2024         | 2025         | 2026         | 2027         | 2028         | 2029         | 2030         | 2031         | 2032         | 2033         | 2034         | VT           |
|-------------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Primas adquiridas                                                 | 2.289        | 2.365        | 2.471        | 2.585        | 2.538        | 2.503        | 2.481        | 2.471        | 2.472        | 2.485        | 2.510        | 2.535        |
| <b>SCR SII</b>                                                    | <b>1.328</b> | <b>1.381</b> | <b>1.422</b> | <b>1.470</b> | <b>1.516</b> | <b>1.561</b> | <b>1.547</b> | <b>1.541</b> | <b>1.542</b> | <b>1.550</b> | <b>1.566</b> | <b>1.581</b> |
| <b>Requerimientos de Capital</b>                                  | <b>2.656</b> | <b>2.763</b> | <b>2.844</b> | <b>2.940</b> | <b>3.031</b> | <b>3.122</b> | <b>3.095</b> | <b>3.082</b> | <b>3.084</b> | <b>3.100</b> | <b>3.131</b> | <b>3.163</b> |
| <i>Requerimientos de Capital %</i>                                | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  |
| Equity BoP                                                        | 3.224        | 2.656        | 2.763        | 2.844        | 2.940        | 3.031        | 3.122        | 3.095        | 3.082        | 3.084        | 3.100        | 3.131        |
| Beneficio Neto                                                    |              | 359          | 369          | 378          | 96           | 125          | 154          | 183          | 213          | 243          | 275          | 277          |
| <b>Equity BoP - before dividend</b>                               | <b>3.224</b> | <b>3.015</b> | <b>3.132</b> | <b>3.223</b> | <b>3.036</b> | <b>3.157</b> | <b>3.277</b> | <b>3.278</b> | <b>3.295</b> | <b>3.327</b> | <b>3.375</b> | <b>3.409</b> |
| <i>Requerimientos de Capital % - antes del dividendo</i>          | <i>243%</i>  | <i>218%</i>  | <i>220%</i>  | <i>219%</i>  | <i>200%</i>  | <i>202%</i>  | <i>212%</i>  | <i>213%</i>  | <i>214%</i>  | <i>215%</i>  | <i>216%</i>  | <i>216%</i>  |
| Exceso / (déficit)                                                | 568          | 252          | 287          | 283          | 5            | 34           | 182          | 196          | 211          | 227          | 244          | 246          |
| <b>Dividendos</b>                                                 | <b>568</b>   | <b>252</b>   | <b>287</b>   | <b>283</b>   | <b>5</b>     | <b>34</b>    | <b>182</b>   | <b>196</b>   | <b>211</b>   | <b>227</b>   | <b>244</b>   | <b>246</b>   |
| <b>Equity EoP - después del dividendo</b>                         | <b>2.656</b> | <b>2.763</b> | <b>2.844</b> | <b>2.940</b> | <b>3.031</b> | <b>3.122</b> | <b>3.095</b> | <b>3.082</b> | <b>3.084</b> | <b>3.100</b> | <b>3.131</b> | <b>3.163</b> |
| <i>Requerimientos de Capital % - después del dividendo</i>        | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  | <i>200%</i>  |
| <b>Dividendos a distribuir</b>                                    | <b>568</b>   | <b>252</b>   | <b>287</b>   | <b>283</b>   | <b>5</b>     | <b>34</b>    | <b>182</b>   | <b>196</b>   | <b>211</b>   | <b>227</b>   | <b>244</b>   | <b>246</b>   |
| <b>Valor terminal</b>                                             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              | <b>2.924</b> |
| Periodo de descuento                                              | 0,0          | 1,0          | 2,0          | 3,0          | 4,0          | 5,0          | 6,0          | 7,0          | 8,0          | 9,0          | 10,0         | 10,0         |
| Factor de descuento                                               | 1,0          | 0,9          | 0,8          | 0,8          | 0,7          | 0,6          | 0,6          | 0,5          | 0,5          | 0,4          | 0,4          | 0,4          |
| <b>Valor actual neto de los dividendos a distribuir</b>           | <b>568</b>   | <b>231</b>   | <b>240</b>   | <b>216</b>   | <b>3</b>     | <b>22</b>    | <b>106</b>   | <b>104</b>   | <b>103</b>   | <b>101</b>   | <b>99</b>    | <b>1.190</b> |
| Ajuste por EPIFPs                                                 |              | (185)        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Dividendos a distribuir descontados y ajustados por EPIFPs</b> | <b>568</b>   | <b>46</b>    | <b>240</b>   | <b>216</b>   | <b>3</b>     | <b>22</b>    | <b>106</b>   | <b>104</b>   | <b>103</b>   | <b>101</b>   | <b>99</b>    | <b>1.190</b> |
| Valor presente de los dividendos a distribuir 2025 - 2034         | 1.040        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Valor presente del valor terminal                                 | 1.190        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Exceso de capital inicial                                         | 568          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Valor total de las acciones</b>                                | <b>2.798</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Minoritarios                                                      | (476)        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Valor total de las acciones sin minoritarios</b>               | <b>2.322</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |

## Anexo 2 | Valoración por DFC – Negocio funerario – Sale & Leaseback

| Millones de euros                            | 2024         | 2025         | 2026         | 2027         | VT           |
|----------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ingresos                                     | 263          | 269          | 279          | 290          | 297          |
| Aprovisionamientos                           | (73)         | (70)         | (73)         | (75)         | (77)         |
| <b>Margen bruto</b>                          | <b>189</b>   | <b>199</b>   | <b>207</b>   | <b>215</b>   | <b>220</b>   |
| Gastos de explotación                        | (57)         | (55)         | (56)         | (57)         | (59)         |
| Ahorro de alquileres - Sale & Leaseback      | -            | 4            | 7            | 7            | 7            |
| Gasto de personal                            | (83)         | (86)         | (88)         | (91)         | (93)         |
| <b>OPEX</b>                                  | <b>(140)</b> | <b>(137)</b> | <b>(138)</b> | <b>(141)</b> | <b>(145)</b> |
| <b>EBITDA</b>                                | <b>49</b>    | <b>61</b>    | <b>69</b>    | <b>73</b>    | <b>75</b>    |
| <i>Margen EBITDA %</i>                       | <i>18,8%</i> | <i>22,9%</i> | <i>24,7%</i> | <i>25,3%</i> | <i>25,3%</i> |
| Amortizaciones                               | (17)         | (18)         | (19)         | (20)         | (20)         |
| Amortizaciones - Sale & Leaseback            | -            | (1)          | (2)          | (2)          | (2)          |
| <b>EBIT</b>                                  | <b>32</b>    | <b>42</b>    | <b>48</b>    | <b>52</b>    | <b>53</b>    |
| <i>Margen EBIT %</i>                         | <i>12,2%</i> | <i>15,7%</i> | <i>17,2%</i> | <i>17,8%</i> | <i>17,8%</i> |
| Impuestos                                    | (8)          | (11)         | (12)         | (13)         | (13)         |
| <b>NOPLAT</b>                                | <b>24</b>    | <b>32</b>    | <b>36</b>    | <b>39</b>    | <b>40</b>    |
| Amortizaciones                               |              | 18           | 19           | 20           | 20           |
| Amortizaciones - Sale & Leaseback            |              | 1            | 2            | 2            | 2            |
| Variación de capital circulante              |              | (2)          | (2)          | 1            | 1            |
| CAPEX                                        |              | (19)         | (19)         | (20)         | (20)         |
| CAPEX - Sale & Leaseback                     |              | (1)          | (2)          | (2)          | (2)          |
| <b>Flujo de Caja Libre</b>                   |              | <b>30</b>    | <b>34</b>    | <b>39</b>    | <b>41</b>    |
| <b>Valor Terminal</b>                        |              |              |              |              | <b>939</b>   |
| Periodo de descuento                         |              | 1,0          | 2,0          | 3,0          | 3,0          |
| Factor de descuento                          |              | 0,9          | 0,9          | 0,8          | 0,8          |
| <b>Flujo de Caja Descontado</b>              |              | <b>28</b>    | <b>30</b>    | <b>32</b>    | <b>773</b>   |
| Valor presente del flujo de caja 2025 - 2027 | 89           |              |              |              |              |
| Valor presente del valor terminal            | 773          |              |              |              |              |
| <b>Valor del negocio</b>                     | <b>862</b>   |              |              |              |              |

## Anexo 2 | Valoración por DFC – Negocio funerario

### Conclusiones (Millones de euros)

|                                                       |            |
|-------------------------------------------------------|------------|
| Valor central del negocio funerario                   | 862        |
| (-) Deuda Financiera Neta                             | 154        |
| (+) Caja – Sale & Leaseback                           | (140)      |
| (+) Activos financieros disponibles para la venta     | 4          |
| (+) Inversiones inmobiliarias                         | 1          |
| (+) Participaciones en entidades asociadas            | 7          |
| (+) Créditos por pérdidas a compensar (véase Anexo 2) | 6          |
| (+) Resto de activos por impuesto diferido            | 8          |
| (-) Provisiones no técnicas                           | 1          |
| (-) Pasivos por impuesto diferido                     | 62         |
| <b>Valor total de las acciones</b>                    | <b>530</b> |
| Minoritarios                                          | (32)       |
| <b>Valor total de las acciones sin minoritarios</b>   | <b>498</b> |

## Anexo 2 | Valoración por DFC – Negocio funerario | Créditos fiscales

El valor actual neto de los créditos fiscales por pérdidas a compensar registrados en el balance del negocio funerario a 31 de diciembre de 2024 es de 6,2 millones de euros

Ke

8,11%

A

| Millones de euros                                                            | 2024       | 2025 |
|------------------------------------------------------------------------------|------------|------|
| <b>Total créditos fiscales por pérdidas a compensar - BoP</b> <span>B</span> | <b>6,8</b> |      |
| Créditos fiscales por pérdidas a compensar:                                  |            |      |
| Límite aplicable <span>C</span>                                              | 25%        |      |
| Base imponible (t-1) <span>D</span>                                          | 922,7      |      |
| <b>Créditos fiscales utilizados</b>                                          | <b>6,8</b> |      |
| <b>Total créditos fiscales por pérdidas a compensar - EoP</b>                | 6,8        |      |
| Periodo de descuento                                                         | 1,0        |      |
| Factor de descuento                                                          | 0,9        |      |
| <b>Valor actual de los créditos fiscales por pérdidas a compensar</b>        | <b>6,2</b> |      |

- A Véase mayor detalle del cálculo de la Ke en el Anexo 4.
- B Los créditos fiscales por pérdidas a compensar registrados en el balance del negocio funerario a 31 de diciembre de 2024. Para más detalle, véase el apartado “Descuento de Flujos de Caja – Negocio funerario” del epígrafe “Métodos de Valoración” del presente Informe.
- C El límite aplicable utilizado del 25%, según lo indicado en la Disposición adicional decimoquinta (introducida por la Ley 7/2024, de 20 de diciembre) de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, de 27 de noviembre de 2014, que impone un límite del 25% para máximo de deducción de bases imponibles negativas aquellos grupos fiscales cuyo importe neto de la cifra de negocios en los 12 meses anteriores sea de al menos 60 millones de euros.
- D Corresponde al resultado antes de impuestos de GCO según reportado en sus cuentas anuales consolidadas a 31 de diciembre de 2024.

## Anexo 2 | Valoración por DFC – Negocio funerario | Balance

Balance del negocio funerario a 31 de diciembre de 2024 sin tener en cuenta el efecto de la aplicación de NIIF 16

| Millones de euros                                 | 31/12/2024            |
|---------------------------------------------------|-----------------------|
| Efectivo y otros activos líquidos equivalentes    | 34 <b>A</b>           |
| Activos financieros disponibles para la venta     | 4 <b>E</b>            |
| Préstamos y partidas a cobrar                     | 83                    |
| Préstamos y otros activos financieros             | 8 <b>A</b>            |
| Partidas a cobrar                                 | 74 <b>B</b>           |
| Inmovilizado material e inversiones inmobiliarias | 80                    |
| Inmovilizado material                             | 79 <b>D</b>           |
| Inversiones inmobiliarias                         | 1 <b>E</b>            |
| Inmovilizado intangible                           | 748 <b>D</b>          |
| Fondo de comercio                                 | 435                   |
| Otro inmovilizado intangible                      | 313                   |
| Participaciones en entidades de grupo y asociadas | 7 <b>E</b>            |
| Activos fiscales                                  | 15                    |
| Activos por impuesto corriente                    | 0 <b>B</b>            |
| Activos por impuesto diferido                     | 15 <b>E</b>           |
| Otros activos                                     | 5                     |
| Periodificaciones                                 | 1 <b>B</b>            |
| Existencias                                       | 4 <b>B</b>            |
| <b>Total Activo</b>                               | <b>975</b>            |
| Débitos y partidas a pagar                        | (312)                 |
| Deudas con entidades de crédito                   | (1) <b>A</b>          |
| Otras deudas con entidades del grupo y asociadas  | (196) <b>A</b>        |
| Otras deudas                                      | (115)                 |
| Deudas con las administraciones públicas          | (10) <b>C</b>         |
| Resto de otras deudas                             | (105) <b>C</b>        |
| Provisiones no técnicas                           | (1) <b>E</b>          |
| Pasivos fiscales                                  | (65)                  |
| Pasivos por impuesto corriente                    | (3) <b>C</b>          |
| Pasivos por impuesto diferido                     | (62) <b>E</b>         |
| Periodificaciones                                 | (8) <b>C</b>          |
| <b>Total Pasivo</b>                               | <b>(386)</b>          |
| <b>Total Fondos Propios</b>                       | <b>(589) <b>F</b></b> |
| <b>Total Pasivo y Fondos Propios</b>              | <b>(975)</b>          |

### Mapeo de Balance

- A** DFN
- B** Activo circulante operativo
- C** Pasivo circulante operativo
- D** Activos/pasivos operativos
- E** Activos/pasivos no operativos
- F** Fondos propios

## Anexo 3 | Contraste principales magnitudes Plan Estratégico - Tradicional

### Contraste de las principales magnitudes del Plan Estratégico del negocio tradicional

#### Contraste del Plan Estratégico del negocio tradicional

Hemos llevado a cabo el contraste de las principales ratios del negocio tradicional de la Sociedad con las proyecciones de analistas de GCO que desglosan información por negocio, así como con las proyecciones de analistas de Mapfre, entidad comparable a GCO en este negocio por operar en la misma geografía y ser entidad cotizada.

El Plan Estratégico prevé un crecimiento del volumen de primas del negocio tradicional en el año 2025 cercano al 3,0%, ligeramente por debajo de la estimación de los analistas, que sitúan ese incremento en torno al 3,5%. Para 2026 y 2027, las proyecciones incluidas en el Plan Estratégico se mantienen en línea con las previsiones de los analistas de las compañías comparables.

En cuanto a la siniestralidad, la Sociedad estima una ratio constante del 68% para el periodo 2025-2027, con diferencias con respecto al 61% indicado por los analistas de la Sociedad y en línea con las estimaciones de analistas de Mapfre que proyecta una ratio de siniestralidad cercano al 68%. La discrepancia con las estimaciones de los analistas de la Sociedad puede deberse a que estos consideran únicamente la ratio de siniestralidad de los seguros generales, excluyendo el de otros ramos.

Respecto al ratio combinado, la Sociedad espera que se mantenga estable en torno al 89% entre 2025 y 2027, en consonancia con las proyecciones de los analistas para el negocio tradicional de la Sociedad y, al igual que la siniestralidad, por debajo de las estimaciones previstas para Mapfre.

En resumen, las proyecciones de la Sociedad para el negocio tradicional resultan muy similares a las estimaciones de los analistas que cubren a la compañía, si bien se aprecian divergencias al comparar con las estimaciones de Mapfre que proyectan una siniestralidad y un ratio combinado superior al de GCO que podrían deberse a la diferente exposición geográfica y por ramos.

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

| Comparativa                        | 2025P | 2026P | 2027P |
|------------------------------------|-------|-------|-------|
| <b>Crecimiento de primas (%)</b>   |       |       |       |
| Plan Estratégico GCO               | 3,0%  | 4,2%  | 3,1%  |
| Consenso analistas GCO             | 3,5%  | 3,2%  | 2,8%  |
| Consenso analistas comparables     | 3,9%  | 3,6%  | 3,3%  |
| <b>Ratio de siniestralidad (%)</b> |       |       |       |
| Plan Estratégico GCO               | 68,1% | 67,5% | 67,0% |
| Consenso analistas GCO             | 61,1% | 61,4% | 61,1% |
| Consenso analistas comparables     | 68,3% | 68,6% | 68,9% |
| <b>Ratio combinado (%)</b>         |       |       |       |
| Plan Estratégico GCO               | 89,5% | 89,0% | 88,5% |
| Consenso analistas GCO             | 89,6% | 89,6% | 88,7% |
| Consenso analistas comparables     | 95,8% | 96,0% | 96,2% |

| Compañía                 | Analista        | Fecha      |
|--------------------------|-----------------|------------|
| Grupo Catalana Occidente | Banco Santander | 01/11/2024 |
| Grupo Catalana Occidente | JB Capital      | 28/02/2025 |
| Grupo Catalana Occidente | Alantra         | 03/03/2025 |
| Grupo Catalana Occidente | Bankinter       | 15/11/2024 |
| Mapfre                   | BNP             | 13/11/2024 |

Fuente: Análisis de Deloitte a partir de información recogida en informes de analistas obtenidos de AlphaSense, Refinitiv e informes facilitados por la dirección de GCO.

# Anexo 3 | Contraste principales magnitudes Plan Estratégico - Crédito

## Contraste de las principales magnitudes del Plan Estratégico del negocio de crédito

### Contraste del Plan Estratégico del negocio de crédito

Hemos llevado a cabo el contraste de las principales ratios del negocio de crédito de la Sociedad con las proyecciones de analistas de GCO que desglosan información por negocio, así como con las proyecciones de analistas de Coface y Tiptree, siendo éstas las dos entidades cotizadas comparables a GCO en el negocio de crédito.

El Plan Estratégico prevé un crecimiento del volumen de primas del negocio de crédito cercano al 3,3%, seguido de un 4,5% y 4,6% en 2026 y 2027, respectivamente. Estas cifras comparan con las estimaciones de los analistas para el Grupo Catalana Occidente, que proyectan un incremento del 4,8% en 2025, del 3,2% en 2026 y del 2,7% para 2027. Por su parte, las estimaciones de analistas para Coface y Tiptree prevén un crecimiento del 3,7% para 2025, del 4,0% para 2026 y 2027, alineadas con el Plan Estratégico de la Sociedad

En cuanto a la siniestralidad, la Sociedad estima una ratio de c.45%, alineado con las estimaciones de analistas de la Sociedad. La siniestralidad esperada para Coface es inferior a la de la Sociedad, en línea con la observada históricamente (21,4%, 35,8% y 35,5% en 2021, 2022 y 2023 para Coface frente al 27,8%, 38,7% y 39,4% del negocio de crédito de GCO) que en media se situaba c.4,4% por debajo de la de GCO.

Respecto al ratio combinado, la Sociedad espera que se sitúe estable, alrededor del 80%, en línea con las estimaciones de analistas para GCO. El consenso de analistas de las comparables (Coface y Tiptree) estima un ratio combinado inferior, cercano al 70%. En este sentido, se trata de compañías con ratios históricamente más rentables que el negocio de crédito de la Sociedad, explicados por diferencias en la ratio de siniestralidad, lo cual explica las diferencias entre consenso de analistas de las comparables con los de la Sociedad y el plan Estratégico.

| Comparativa                        | 2025P | 2026P | 2027P |
|------------------------------------|-------|-------|-------|
| <b>Crecimiento de primas (%)</b>   |       |       |       |
| Plan Estratégico GCO               | 3,3%  | 4,5%  | 4,6%  |
| Consenso analistas GCO             | 4,8%  | 3,2%  | 2,7%  |
| Consenso analistas comparables     | 3,7%  | 4,0%  | 4,0%  |
| <b>Ratio de siniestralidad (%)</b> |       |       |       |
| Plan Estratégico GCO               | 44,9% | 45,1% | 45,3% |
| Consenso analistas GCO             | 44,0% | 45,0% | n.a.  |
| Consenso analistas comparables     | 40,0% | 41,0% | n.a.  |
| <b>Ratio combinado (%)</b>         |       |       |       |
| Plan Estratégico GCO               | 80,4% | 80,5% | 80,6% |
| Consenso analistas GCO             | 78,0% | 78,9% | n.a.  |
| Consenso analistas comparables     | 68,0% | 69,0% | n.a.  |

| Compañía                 | Analista        | Fecha      |
|--------------------------|-----------------|------------|
| Grupo Catalana Occidente | Banco Santander | 01/11/2024 |
| Grupo Catalana Occidente | Bankinter       | 15/11/2024 |
| Grupo Catalana Occidente | JB Capital      | 28/02/2025 |
| COFACE SA                | Berenberg       | 06/11/2024 |
| COFACE SA                | Kepler          | 09/01/2025 |
| TipTree                  | Pricetarget     | 23/01/2025 |

Fuente: Análisis de Deloitte a partir de información recogida en informes de analistas obtenidos de AlphaSense, Refinitiv e informes facilitados por la dirección de GCO.

# Anexo 3 | Contraste principales magnitudes Plan Estratégico - Funerario

## Contraste de las principales magnitudes del Plan Estratégico del negocio funerario

### Contraste del Plan Estratégico del negocio funerario

Hemos llevado a cabo el contraste de los principales ratios del negocio funerario de la Sociedad con las proyecciones de analistas de GCO que desglosan información por negocio, así como con las proyecciones de analistas de las entidades cotizadas comparables del negocio funerario empleadas en la valoración por múltiplos así como con la información histórica de las principales entidades del negocio funerario que operan en España, al ser éste el país donde tiene mayor presencia la Sociedad en este negocio.

El Plan Estratégico de GCO prevé un crecimiento de los ingresos del negocio funerario cercano al 2,2%, seguido de un 4,0% en 2026 y 2027, crecimiento algo inferior a las estimaciones de los analistas de GCO, que proyectan un incremento de c. 5%, alineado con el consenso de analistas de comparables.

La Sociedad estima un margen EBITDA sin NIIF 16 en torno al 21,5%, 22,2% y 22,9% en 2025, 2026 y 2027 respectivamente. Los analistas de GCO proyectan niveles de c. 25%, teniendo en cuenta que se trata de un margen EBITDA calculado considerando NIIF 16. Si comparamos el margen EBITDA del negocio funerario de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024 con y sin NIIF 16, vemos una diferencia entre el 18,8% sin NIIF 16 y 24,2% con NIIF 16, con lo que, si se extrapola esta diferencia a las proyecciones, el margen EBITDA se situaría en niveles del c.27%, por encima de las estimaciones de analistas de GCO y alineado con las referencias de las comparables cotizadas que operan en distintos territorios al de la Sociedad.

Asimismo, hemos contrastado el margen histórico del negocio funerario de GCO con las referencias de comparables no cotizadas del mercado español situándose por encima en el periodo analizado 2019-2023.

| Comparativa                        | 2025P | 2026P | 2027P |
|------------------------------------|-------|-------|-------|
| <b>Crecimiento de ingresos (%)</b> |       |       |       |
| Plan Estratégico GCO               | 2,2%  | 4,0%  | 4,0%  |
| Consenso analistas GCO             | 5,4%  | 5,0%  | n.a.  |
| Consenso analistas comparables     | 4,4%  | 5,0%  | 4,5%  |

|                                |       |       |       |
|--------------------------------|-------|-------|-------|
| <b>Margen EBITDA (%)</b>       |       |       |       |
| Plan Estratégico GCO           | 21,5% | 22,2% | 22,9% |
| Consenso analistas GCO         | 24,5% | 25,0% | 25,0% |
| Consenso analistas comparables | 30,7% | 29,1% | 29,2% |

| Margen EBITDA Histórico (%) | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Funespaña                   | 2,8%         | 2,2%         | 9,2%         | 9,7%         | 9,9%         |
| Albia                       | 5,9%         | 20,4%        | 14,0%        | 10,5%        | 7,9%         |
| Memora                      | 23,4%        | 9,5%         | 22,2%        | 30,7%        | 18,5%        |
| Servisa                     | 10,5%        | 10,2%        | 9,3%         | 16,3%        | 16,7%        |
| ASV Funeser                 | 16,2%        | 17,0%        | 17,5%        | 14,0%        | 12,9%        |
| <b>Media Sector</b>         | <b>11,8%</b> | <b>11,8%</b> | <b>14,4%</b> | <b>16,2%</b> | <b>13,2%</b> |
| Negocio Funerario - GCO     | 15,2%        | 19,5%        | 22,0%        | 24,7%        | 23,9%        |

Fuente: Análisis de Deloitte a partir de información publicada en Orbis Europe.

| Compañía                          | Analista   | Fecha                     |
|-----------------------------------|------------|---------------------------|
| Grupo Catalana Occidente          | JB Capital | 03/07/2024 <sup>(1)</sup> |
| Propel Funeral Partners           | Macquarie  | 07/11/2024                |
| Carriage Services                 | Roth       | 11/11/2024                |
| Service corporation international | UBS        | 13/01/2025                |

(1) Último informe disponible con estimaciones de EBITDA para el período 2025 - 2027  
Fuente: Análisis de Deloitte a partir de información recogida en informes de analistas obtenidos de AlphaSense, Refinitiv e informes facilitados por la dirección de GCO.

## Anexo 4 | Estimación de la tasa de descuento – Negocio tradicional

La tasa de descuento se ha estimado a través de la metodología del Capital Asset Pricing Model, situándose el coste de capital (Ke) del negocio tradicional entre el 8,9% y el 9,3%

| Ke = Rf + β * PM + CRP                                               |                            | Vida        |        | No Vida |        | Comentarios                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|----------------------------------------------------------------------|----------------------------|-------------|--------|---------|--------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                      |                            | Mínimo      | Máximo | Mínimo  | Máximo |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Ke (Coste de los recursos propios) (CAPM – Enfoque global, Alemania) | Rf: Tasa libre de riesgo   | 2,6%        | 2,6%   | 2,6%    | 2,6%   | La tasa libre de riesgo se ha obtenido del bono de Alemania a 30 años a 31 de diciembre de 2024 obtenido de Bloomberg, que asciende al 2,6%.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|                                                                      | β: Beta                    | 0,95        | 1,08   | 1,04    | 1,08   | Mínimo y máximo de entre: (i) la media y mediana de la beta apalancada de las cotizadas comparables; (ii) la beta apalancada de Grupo Catalana Occidente, todas ellas obtenidas de la base de datos S&P Capital IQ tomando datos mensuales de los últimos 5 años ajustadas por la metodología de Marshall Blume.                                                                                                                                                                 |
|                                                                      | PM: Prima de mercado       | 5,5%        | 5,5%   | 5,5%    | 5,5%   | El ERP prospectivo ha sido estimado utilizando un modelo de descuento de flujos de caja utilizando el nivel actual del índice de mercado, la rentabilidad de los dividendos y la tasa de crecimiento prevista de los beneficios. Hemos realizado este análisis para el mercado alemán y la estimación resultante es del 8,1% a 31 de diciembre de 2024. Si se resta la tasa libre de riesgo, descrita anteriormente, se obtiene la prima de riesgo de la renta variable de 5,5%. |
|                                                                      | CRP: Prima por riesgo país | 0,7%        | 0,7%   | 0,7%    | 0,7%   | Diferencial entre el bono de Alemania a 10 años (2,4%) y el bono de España a 10 años (3,1%) a 31 de diciembre de 2024.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|                                                                      | Ke (EUR)                   | 8,5%        | 9,3%   | 9,0%    | 9,3%   | Tasa de descuento en euros.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|                                                                      | % de primas por ramo       | 25,1%       |        | 74,9%   |        | Ponderación realizada en base al peso de las primas adquiridas del ramo de vida y de no vida sobre las primas adquiridas totales del negocio de seguros tradicional de la Sociedad en el último año del Plan Estratégico (2027).                                                                                                                                                                                                                                                 |
|                                                                      | Ke Ponderado (EUR)         | 8,9% - 9,3% |        |         |        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |

Anexo 4 | Estimación de la tasa de descuento – Negocio de crédito

La tasa de descuento se ha estimado a través de la metodología del Capital Asset Pricing Model, situándose el coste de capital (Ke) del negocio de crédito entre el 9,1% y el 9,7%

| Ke = Rf + β * PM + CRP                                               |                            | Mínimo | Máximo | Comentarios                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|----------------------------------------------------------------------|----------------------------|--------|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Ke (Coste de los recursos propios) (CAPM – Enfoque global, Alemania) | Rf: Tasa libre de riesgo   | 2,6%   | 2,6%   | La tasa libre de riesgo se ha obtenido del bono de Alemania a 30 años a 31 de diciembre de 2024 obtenido de Bloomberg, que asciende al 2,6%.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|                                                                      | β: Beta                    | 1,08   | 1,21   | Mínimo y máximo de entre: (i) el mínimo y el máximo de la beta apalancada de las cotizadas comparables; (ii) la beta apalancada de Grupo Catalana Occidente, todas ellas obtenidas de la base de datos S&P Capital IQ tomando datos mensuales de los últimos 5 años ajustadas por la metodología de Marshall Blume.                                                                                                                                                                       |
|                                                                      | PM: Prima de mercado       | 5,5%   | 5,5%   | El ERP prospectivo ha sido estimado utilizando un modelo de descuento de flujos de caja utilizando el nivel actual del índice de mercado, la rentabilidad de los dividendos y la tasa de crecimiento prevista de los beneficios. Hemos realizado este análisis para el mercado alemán y la estimación resultante es del 8,1% a 31 de diciembre de 2024. Si se resta la tasa libre de riesgo, descrita anteriormente, se obtiene la prima de riesgo de la renta variable de 5,5%.          |
|                                                                      | CRP: Prima por riesgo país | 0,5%   | 0,5%   | Diferencial ponderado del bono soberano a 10 años de Alemania (vs. bono de los países en los que tiene presencia geográfica la Sociedad en el negocio de crédito) a 31 de diciembre de 2024. La ponderación se ha realizado teniendo en cuenta el volumen de ingresos de la Sociedad en el negocio de crédito en cada una de las geografías a 31 de diciembre de 2024. Para más detalle sobre el cálculo de la prima de riesgo país véase el detalle recogido en el Anexo 4. <sup>1</sup> |
|                                                                      | Ke (EUR)                   | 9,1%   | 9,7%   | Tasa de descuento en euros                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |

1. Para la estimación de la rentabilidad del bono a 10 años de los países con distinta moneda que el euro se ha aplicado el diferencial de Fisher para convertir la rentabilidad del bono de dichos países de su moneda local a EUR. Las referencias de inflación a largo plazo son las publicadas por FMI en octubre de 2024 a más largo plazo (2029).

## Anexo 4 | Estimación de la tasa de descuento – Negocio de crédito

| País             | Moneda | Primas adquiridas (M€) | Bono 10Y | Inflación a LP | Bono 10Y (EUR) | CRP Bonos | CRP Ponderado Bonos |
|------------------|--------|------------------------|----------|----------------|----------------|-----------|---------------------|
| Australia        | AUD    | 56,9                   | 4,37%    | 2,47%          | 3,86%          | 0,00%     | 0,00%               |
| Austria          | EUR    | 17,6                   | 2,77%    | 2,06%          | 2,77%          | 0,00%     | 0,00%               |
| Bélgica          | EUR    | 96,4                   | 2,98%    | 1,90%          | 2,98%          | 0,00%     | 0,00%               |
| Brasil           | BRL    | 22,8                   | 13,99%   | 2,97%          | 12,89%         | 10,53%    | 0,10%               |
| Bulgaria         | BGN    | 3,2                    | 3,85%    | 2,02%          | 3,81%          | 1,45%     | 0,00%               |
| Canadá           | CAD    | 13,0                   | 2,96%    | 2,02%          | 2,92%          | 0,00%     | 0,00%               |
| República Checa  | CZK    | 16,5                   | 4,16%    | 2,00%          | 4,14%          | 0,00%     | 0,00%               |
| Dinamarca        | DKK    | 51,7                   | 2,10%    | 2,00%          | 2,08%          | 0,00%     | 0,00%               |
| Finlandia        | EUR    | 22,9                   | 2,82%    | 2,00%          | 2,82%          | 0,00%     | 0,00%               |
| Francia          | EUR    | 168,5                  | 3,19%    | 1,76%          | 3,19%          | 0,00%     | 0,00%               |
| Alemania         | EUR    | 250,1                  | 2,36%    | 1,98%          | 2,36%          | 0,00%     | 0,00%               |
| Grecia           | EUR    | 27,9                   | 3,20%    | 1,98%          | 3,20%          | 0,84%     | 0,01%               |
| Hong Kong        | HKD    | 74,8                   | 3,74%    | 2,50%          | 3,22%          | 0,00%     | 0,00%               |
| Hungría          | HUF    | 9,9                    | 6,56%    | 3,00%          | 5,50%          | 3,14%     | 0,01%               |
| Irlanda          | EUR    | 249,0                  | 2,64%    | 2,00%          | 2,64%          | 0,00%     | 0,00%               |
| Italia           | EUR    | 132,8                  | 3,52%    | 2,00%          | 3,52%          | 1,16%     | 0,07%               |
| Japón            | JPY    | 9,5                    | 1,09%    | 2,02%          | 1,05%          | 0,00%     | 0,00%               |
| Luxemburgo       | EUR    | 4,6                    | n/a      | 2,06%          | n/a            | 0,00%     | 0,00%               |
| México           | MXN    | 34,5                   | 10,42%   | 3,00%          | 9,33%          | 6,96%     | 0,10%               |
| Países Bajos     | EUR    | 171,5                  | 2,60%    | 2,00%          | 2,60%          | 0,00%     | 0,00%               |
| Nueva Zelanda    | NZD    | 5,2                    | 4,41%    | 2,02%          | 4,37%          | 0,00%     | 0,00%               |
| Noruega          | NOK    | 16,8                   | 3,85%    | 2,00%          | 3,83%          | 0,00%     | 0,00%               |
| Polonia          | PLN    | 25,7                   | 5,88%    | 2,50%          | 5,34%          | 2,98%     | 0,03%               |
| Portugal         | EUR    | 14,1                   | 2,84%    | 2,01%          | 2,84%          | 0,48%     | 0,00%               |
| Rumania          | RON    | 4,7                    | 7,33%    | 3,00%          | 6,27%          | 3,90%     | 0,01%               |
| Singapur         | SGD    | 64,9                   | 2,60%    | 1,96%          | 2,62%          | 0,00%     | 0,00%               |
| Eslovaquia       | EUR    | 4,9                    | 3,20%    | 2,02%          | 3,20%          | 0,84%     | 0,00%               |
| Eslovenia        | EUR    | 1,1                    | 3,03%    | 2,10%          | 3,03%          | 0,67%     | 0,00%               |
| España           | EUR    | 353,8                  | 3,06%    | 2,00%          | 3,06%          | 0,70%     | 0,11%               |
| Suecia           | SEK    | 27,6                   | 2,41%    | 2,00%          | 2,39%          | 0,00%     | 0,00%               |
| Suiza            | CHF    | 33,2                   | 0,27%    | 1,00%          | 1,24%          | 0,00%     | 0,00%               |
| Turquía          | TRY    | 12,8                   | 27,15%   | 15,00%         | 12,75%         | 10,39%    | 0,06%               |
| Reino Unido      | GBP    | 170,3                  | 4,57%    | 2,00%          | 4,55%          | 0,00%     | 0,00%               |
| Estados Unidos   | USD    | 119,6                  | 4,57%    | 2,14%          | 4,41%          | 0,00%     | 0,00%               |
| <b>CRP Total</b> |        | <b>2.288,7</b>         |          |                |                |           | <b>0,52%</b>        |

## Anexo 4 | Estimación de la tasa de descuento – Negocio funerario

La tasa de descuento se ha estimado a través del CAPM, situándose el coste medio ponderado del capital (WACC) del negocio funerario entre el 6,6% y el 6,8%

| Ke = Rf + β * PM + CRP                                               |                                        | Mínimo | Máximo | Comentarios                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|----------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|--------|--------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Ke (Coste de los recursos propios) (CAPM – Enfoque global, Alemania) | Rf: Tasa libre de riesgo               | 2,6%   | 2,6%   | La tasa libre de riesgo se ha obtenido del bono de Alemania a 30 años a 31 de diciembre de 2024 obtenido de Bloomberg, que asciende al 2,6%.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|                                                                      | βr: Beta reapalancada                  | 0,85   | 0,90   | Para eliminar el efecto del apalancamiento (deuda) en la beta apalancada de cada compañía cotizada comparable, convertimos la beta apalancada en una beta desapalancada. Posteriormente, ajustamos la beta desapalancada para incorporar la estructura de capital de las cotizadas comparables.                                                                                                                                                                                  |
|                                                                      | PM: Prima de mercado                   | 5,5%   | 5,5%   | El ERP prospectivo ha sido estimado utilizando un modelo de descuento de flujos de caja utilizando el nivel actual del índice de mercado, la rentabilidad de los dividendos y la tasa de crecimiento prevista de los beneficios. Hemos realizado este análisis para el mercado alemán y la estimación resultante es del 8,1% a 31 de diciembre de 2024. Si se resta la tasa libre de riesgo, descrita anteriormente, se obtiene la prima de riesgo de la renta variable de 5,5%. |
|                                                                      | CRP: Prima por riesgo país             | 0,7%   | 0,7%   | Diferencial entre el bono de Alemania a 10 años (2,4%) y el bono de España a 10 años (3,1%) a 31 de diciembre de 2024.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|                                                                      | Ke (EUR)                               | 8,0%   | 8,2%   | Coste del equity en euros.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Kd (Coste de la deuda)                                               | D/(D+E): Apalancamiento                | 36,2%  | 36,2%  | En base a los datos obtenidos de S&P Capital IQ de deuda y recursos propios de las cotizadas comparables, calculamos su ratio de apalancamiento medio.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|                                                                      | Coste de la deuda (Antes de impuestos) | 5,6%   | 5,6%   | Tipo de interés estimado como la tasa libre de riesgo más un diferencial basado en la ratio de cobertura de cotizadas comparables y la prima por riesgo país.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|                                                                      | Tipo Impositivo                        | 25%    | 25%    | Tipo nominal del impuesto de sociedades en base a lo establecido en la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|                                                                      | Kd (EUR)                               | 4,2%   | 4,2%   | Coste de la deuda en euros.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| WACC (EUR)                                                           |                                        | 6,6%   | 6,8%   | Coste medio ponderado del capital en euros.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |

## Anexo 5 | Cálculo minoritarios

Detalle del cálculo de minoritarios en base al % del resultado atribuible a minoritarios sobre el resultado de cada uno de los negocios de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024

| Datos a 31 de diciembre de 2024 (M€)              | Crédito       | Funerario    | Tradicional  | Total        |
|---------------------------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Resultado consolidado (bajo IFRS4)                | 377,70        | 15,10        | 295,90       | 688,67       |
| Resultado atribuible a minoritarios (bajo IFRS4)  | 64,30         | 0,90         | 0,28         | 65,49        |
| <b>% minoritarios sobre resultado por negocio</b> | <b>17,02%</b> | <b>5,98%</b> | <b>0,09%</b> | <b>9,51%</b> |

## Anexo 6 | Tasa de crecimiento a perpetuidad (“g”) – Negocio funerario

Para la estimación de la g se ha considerado la expectativa de inflación a largo plazo en conjunción con la tasa anual de crecimiento de defunciones para España y Portugal

### IPC + crecimiento defunciones

|                                           | 2020          | 2021          | 2022         | 2023          | 2024        | 2025        | 2026        | 2027        | 2028        | 2029        |
|-------------------------------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Zona centro crec. defunciones (2)         | n.a.          | (22,6%)       | 6,8%         | (8,2%)        | 6,2%        | 0,5%        | 0,6%        | 0,6%        | 0,6%        | 0,7%        |
| Zona Andalucía crec. defunciones (2)      | n.a.          | 1,3%          | (2,7%)       | (4,0%)        | 5,2%        | 1,4%        | 1,4%        | 1,4%        | 1,3%        | 1,4%        |
| Zona norte crec. defunciones (2)          | n.a.          | (6,8%)        | 1,9%         | (3,6%)        | 5,3%        | 0,4%        | 0,4%        | 0,4%        | 0,4%        | 0,5%        |
| Zona noreste crec. defunciones (2)        | n.a.          | (13,1%)       | 1,6%         | (6,2%)        | 5,8%        | 0,7%        | 0,7%        | 0,7%        | 0,7%        | 0,8%        |
| Zona este crec. defunciones (2)           | n.a.          | 2,2%          | (2,6%)       | (4,4%)        | 7,3%        | 1,8%        | 1,8%        | 1,7%        | 1,6%        | 1,6%        |
| Baleares y Canarias crec. defunciones (2) | n.a.          | 3,8%          | 3,4%         | (0,1%)        | 5,4%        | 2,0%        | 2,0%        | 2,0%        | 1,9%        | 1,9%        |
| Zona centro crec. defunciones (3)         | n.a.          | (4,1%)        | 1,2%         | (1,5%)        | 1,1%        | 0,1%        | 0,1%        | 0,1%        | 0,1%        | 0,1%        |
| Zona Andalucía crec. defunciones (3)      | n.a.          | 0,1%          | (0,2%)       | (0,3%)        | 0,4%        | 0,1%        | 0,1%        | 0,1%        | 0,1%        | 0,1%        |
| Zona norte crec. defunciones (3)          | n.a.          | (1,2%)        | 0,3%         | (0,6%)        | 0,9%        | 0,1%        | 0,1%        | 0,1%        | 0,1%        | 0,1%        |
| Zona noreste crec. defunciones (3)        | n.a.          | (5,0%)        | 0,6%         | (2,3%)        | 2,2%        | 0,3%        | 0,3%        | 0,3%        | 0,3%        | 0,3%        |
| Zona este crec. defunciones (3)           | n.a.          | 0,0%          | (0,1%)       | (0,1%)        | 0,2%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Baleares y Canarias crec. defunciones (3) | n.a.          | 0,2%          | 0,2%         | (0,0%)        | 0,3%        | 0,1%        | 0,1%        | 0,1%        | 0,1%        | 0,1%        |
| IPC España (1)                            | (0,3%)        | 3,0%          | 8,3%         | 3,4%          | 2,8%        | 1,9%        | 2,0%        | 2,0%        | 2,0%        | 2,0%        |
| <b>Total España</b>                       | <b>(0,3%)</b> | <b>(7,0%)</b> | <b>10,4%</b> | <b>(1,5%)</b> | <b>7,8%</b> | <b>2,6%</b> | <b>2,7%</b> | <b>2,7%</b> | <b>2,7%</b> | <b>2,7%</b> |
| Crec. Defunciones Portugal (2)            | n.a.          | n.a.          | n.a.         | n.a.          | n.a.        | 0,7%        | 0,5%        | 0,6%        | 0,7%        | 0,7%        |
| IPC Portugal (1)                          | n.a.          | n.a.          | 8,1%         | 5,3%          | 2,5%        | 2,1%        | 2,0%        | 2,0%        | 2,0%        | 2,0%        |
| <b>Total Portugal</b>                     | <b>-</b>      | <b>-</b>      | <b>8,1%</b>  | <b>5,3%</b>   | <b>2,5%</b> | <b>2,8%</b> | <b>2,5%</b> | <b>2,6%</b> | <b>2,7%</b> | <b>2,7%</b> |
| <b>Total Negocio Funerario</b>            | <b>(0,3%)</b> | <b>(6,2%)</b> | <b>10,2%</b> | <b>(0,7%)</b> | <b>7,2%</b> | <b>2,6%</b> | <b>2,7%</b> | <b>2,7%</b> | <b>2,7%</b> | <b>2,7%</b> |

(1) Fuente: Fondo Monetario Internacional, octubre de 2024.

(2) Fuente: últimas estimaciones de defunciones del INE para España y ONU para Portugal a 31 de diciembre de 2024.

(3) Crecimientos de las defunciones ponderados por las ventas del negocio funerario en cada zona geográfica (18,2% zona centro, 7,0% zona sur, 17,9% zona norte, 38,1% zona noreste, 2,1% zona este, 5,2% Baleares y Canarias y 11,5% Portugal) calculado en función de los ingresos a 30 de septiembre de 2024.

Para la estimación del rango bajo de la tasa de crecimiento a largo plazo se ha asumido un nivel de ventas constante y se ha aplicado la tasa de inflación a largo plazo estimada por el FMI.

Para la estimación del rango alto de la tasa crecimiento se ha añadido al crecimiento inflacionario la tasa anual de crecimiento de defunciones en las regiones en las que opera la Sociedad en el negocio funerario por su estrecha correlación con los ingresos de las funerarias.

Según el análisis llevado a cabo, concluimos en un **rango de tasa de crecimiento a perpetuidad entre 2,0% (IPC) y 2,7% (IPC + crecimiento de las defunciones estimadas por el INE y ONU, ponderado por los ingresos regionales del negocio funerario).**

Anexo 7 | Múltiplos de mercado de compañías comparables

Detalle del cálculo de los múltiplos de cotizadas comparables a 31 de diciembre de 2024

| Múltiplos de valoración de empresas comparables                   |  |                              |                                      |                     |              |                                      |                                                   |  |                              |                                      |                     |                     |                     |
|-------------------------------------------------------------------|--|------------------------------|--------------------------------------|---------------------|--------------|--------------------------------------|---------------------------------------------------|--|------------------------------|--------------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Datos a 31 de diciembre de 2024                                   |  | Capitalización bursátil (M€) | Ingresos del servicio de seguro (M€) | Resultado Neto (M€) | P/R          | P/E                                  | Datos a 31 de diciembre de 2024                   |  | Capitalización bursátil (M€) | Ingresos del servicio de seguro (M€) | Resultado Neto (M€) | P/R                 | P/E                 |
| <b>Negocio de seguros tradicional</b>                             |  |                              |                                      |                     |              | <b>Negocio de seguros de crédito</b> |                                                   |  |                              |                                      |                     |                     |                     |
| Assicurazioni Generali S.p.A.                                     |  | 41.700                       | 54.132                               | 3.724               | 0,77x        | 11,20x                               | COFACE SA                                         |  | 2.147                        | 1.513                                | 261                 | 1,42x               | 8,23x               |
| Swiss Life Holding AG                                             |  | 20.901                       | 9.250                                | 1.305               | 2,26x        | n.m. <sup>(1)</sup>                  | Tiptree Inc.                                      |  | 747                          | 2.054                                | 52                  | n.m. <sup>(2)</sup> | n.m. <sup>(2)</sup> |
| NN Group N.V.                                                     |  | 11.525                       | 10.706                               | 1.583               | 1,08x        | 7,28x                                |                                                   |  |                              |                                      |                     |                     |                     |
| Phoenix Group Holdings plc                                        |  | 6.161                        | 6.214                                | -1.318              | 0,99x        | n.m. <sup>(1)</sup>                  | <b>Mediana múltiplo</b>                           |  |                              |                                      |                     |                     | <b>1,42x 8,23x</b>  |
| Ageas SA/NV                                                       |  | 8.614                        | 7.371                                | 1.118               | 1,17x        | 7,70x                                | <b>Magnitudes del negocio de la Sociedad</b>      |  |                              |                                      |                     |                     |                     |
| <b>Mediana múltiplo - ramo vida</b>                               |  |                              |                                      |                     |              | <b>1,08x 7,70x</b>                   | Ingresos del servicio de seguro (M€)              |  |                              |                                      |                     |                     | 2.307               |
| Mapfre, S.A.                                                      |  | 7.499                        | 25.513                               | 968                 | 0,29x        | 7,75x                                | Resultado Neto (M€)                               |  |                              |                                      |                     |                     | 366                 |
| Allianz SE                                                        |  | 114.196                      | 97.675                               | 9.931               | 1,17x        | 11,50x                               | <b>Valor total acciones (M€)</b>                  |  |                              |                                      |                     |                     | <b>3.275 3.013</b>  |
| AXA SA                                                            |  | 72.488                       | 86.078                               | 7.886               | 0,84x        | 9,19x                                | <b>Minoritarios (M€)</b>                          |  |                              |                                      |                     |                     | <b>558 513</b>      |
| Zurich Insurance Group AG                                         |  | 82.695                       | 57.478                               | 5.616               | 1,44x        | n.m. <sup>(1)</sup>                  | <b>Valor total acciones sin minoritarios (M€)</b> |  |                              |                                      |                     |                     | <b>2.718 2.500</b>  |
| Baloise Holding AG                                                |  | 7.931                        | 5.923                                | 410                 | 1,34x        | n.m. <sup>(1)</sup>                  |                                                   |  |                              |                                      |                     |                     |                     |
| Unipol Assicurazioni S.p.A.                                       |  | 8.629                        | 9.810                                | 1.074               | 0,88x        | 8,03x                                |                                                   |  |                              |                                      |                     |                     |                     |
| Helvetia Holding AG                                               |  | 8.415                        | 9.701                                | 514                 | 0,87x        | n.m. <sup>(1)</sup>                  |                                                   |  |                              |                                      |                     |                     |                     |
| Línea Directa Aseguradora, S.A., Compañía de Seguros y Reaseguros |  | 1.179                        | 991                                  | 64                  | 1,19x        | n.m. <sup>(1)</sup>                  | Datos a 31 de diciembre de 2024                   |  | Enterprise Value (M€)        | EBITDA (M€)                          | EV/EBITDA           |                     |                     |
|                                                                   |  |                              |                                      |                     |              |                                      | <b>Negocio funerario</b>                          |  |                              |                                      |                     |                     |                     |
| Powszechny Zaklad Ubezpieczen SA                                  |  | 9.251                        | 6.876                                | 1.248               | 1,35x        | 7,41x                                | Service Corporation International                 |  | 11.151                       | 1.217                                | 12,84x              |                     |                     |
| ASR Nederland N.V.                                                |  | 9.659                        | 9.601                                | 946                 | 1,01x        | 10,21x                               | Carriage Services, Inc.                           |  | 586                          | 104                                  | 10,89x              |                     |                     |
| <b>Mediana múltiplo - ramo no vida</b>                            |  |                              |                                      |                     |              | <b>1,09x 8,61x</b>                   | Propel Funeral Partners Limited                   |  | 484                          | 31                                   | 17,99x              |                     |                     |
| <b>Ponderación múltiplo</b>                                       |  |                              |                                      |                     |              |                                      | Tear Corporation                                  |  | 60                           | 19                                   | 5,72x               |                     |                     |
| Primas adquiridas 2024 - ramo vida (M€)                           |  |                              |                                      |                     | 846          |                                      | <b>Mediana múltiplo</b>                           |  |                              |                                      |                     |                     | <b>11,87x</b>       |
| Primas adquiridas 2024 - ramo no vida (M€)                        |  |                              |                                      |                     | 2.313        |                                      | <b>Magnitudes del negocio de la Sociedad</b>      |  |                              |                                      |                     |                     |                     |
| <b>Múltiplo ponderado</b>                                         |  |                              |                                      |                     |              | <b>1,08x 8,37x</b>                   | EBITDA (M€)                                       |  |                              |                                      | 64                  |                     |                     |
| <b>Magnitudes del negocio de la Sociedad</b>                      |  |                              |                                      |                     |              |                                      | Posición Financiera Neta (M€)                     |  |                              |                                      | -154                |                     |                     |
| Ingresos del servicio de seguro (M€)                              |  |                              |                                      |                     | 2.611        |                                      | Activos y Pasivos no Operativos (M€)              |  |                              |                                      | -38                 |                     |                     |
| Resultado Neto (M€)                                               |  |                              |                                      |                     |              | 312                                  | <b>Valor empresa (M€)</b>                         |  |                              |                                      | <b>756</b>          |                     |                     |
| <b>Valor total acciones (M€)</b>                                  |  |                              |                                      |                     | <b>2.832</b> | <b>2.608</b>                         | <b>Valor total acciones (M€)</b>                  |  |                              |                                      | <b>564</b>          |                     |                     |
| <b>Minoritarios (M€)</b>                                          |  |                              |                                      |                     | <b>3</b>     | <b>2</b>                             | <b>Minoritarios (M€)</b>                          |  |                              |                                      | <b>34</b>           |                     |                     |
| <b>Valor total acciones sin minoritarios (M€)</b>                 |  |                              |                                      |                     | <b>2.829</b> | <b>2.605</b>                         | <b>Valor total acciones sin minoritarios (M€)</b> |  |                              |                                      | <b>530</b>          |                     |                     |

Fuente: Análisis de Deloitte basado en información proporcionada por S&P Capital IQ y Cuentas Anuales e Informe de Gestión de la Sociedad correspondientes al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2024. (1) Datos no considerados por presentar la compañía un beneficio neto negativo (P/E inferior a 0,00X) o un beneficio neto reducido (P/E con valores no representativos) (2) Datos no considerados por presentar la compañía niveles de ingresos de seguro y de beneficio neto reducidos, lo que arroja unos valores no representativos de los múltiplos P/R y P/E, respectivamente.

## Anexo 8 | Ratios históricos – Negocio de crédito

Detalle de las ratios históricas del negocio de crédito de la Sociedad para el periodo comprendido entre 2008 y 2019

| Millones de Euros          | 2008           | 2009           | 2010           | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           | 2019           | Media        |
|----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|
| <b>Ingresos brutos</b>     | <b>1.774</b>   | <b>1.589</b>   | <b>1.450</b>   | <b>1.505</b>   | <b>1.547</b>   | <b>1.522</b>   | <b>1.573</b>   | <b>1.658</b>   | <b>1.685</b>   | <b>1.719</b>   | <b>1.781</b>   | <b>1.896</b>   |              |
| Siniestralidad             | (1.749)        | (1.358)        | (560)          | (748)          | (792)          | (695)          | (641)          | (722)          | (701)          | (717)          | (778)          | (895)          |              |
| Gastos operativos          | (595)          | (523)          | (513)          | (529)          | (542)          | (546)          | (575)          | (616)          | (613)          | (613)          | (633)          | (680)          |              |
| <b>Gastos totales</b>      | <b>(2.344)</b> | <b>(1.881)</b> | <b>(1.072)</b> | <b>(1.277)</b> | <b>(1.333)</b> | <b>(1.241)</b> | <b>(1.216)</b> | <b>(1.338)</b> | <b>(1.314)</b> | <b>(1.330)</b> | <b>(1.411)</b> | <b>(1.575)</b> |              |
| <b>Ratios (%)</b>          |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |              |
| Ratio de siniestralidad    | 98,6%          | 85,5%          | 38,6%          | 49,7%          | 51,2%          | 45,6%          | 40,7%          | 43,5%          | 41,6%          | 41,7%          | 43,7%          | 47,2%          | 52,3%        |
| Ratio de gastos operativos | 33,5%          | 32,9%          | 35,4%          | 35,2%          | 35,0%          | 35,9%          | 36,6%          | 37,1%          | 36,4%          | 35,7%          | 35,5%          | 35,9%          | 35,4%        |
| <b>Ratio combinado</b>     | <b>132,1%</b>  | <b>118,4%</b>  | <b>74,0%</b>   | <b>84,9%</b>   | <b>86,2%</b>   | <b>81,5%</b>   | <b>77,3%</b>   | <b>80,7%</b>   | <b>78,0%</b>   | <b>77,4%</b>   | <b>79,2%</b>   | <b>83,1%</b>   | <b>87,7%</b> |

## Anexo 8 | Ratios históricas – Negocio de crédito

Detalle de la P&L y las ratios del negocio de crédito de la Sociedad para el año 2020

| Millones de Euros                              | 2020           |
|------------------------------------------------|----------------|
| Primas adquiridas                              | 1.727          |
| Ingresos de información                        | 133            |
| <b>Ingresos brutos</b>                         | <b>1.860</b>   |
| Siniestralidad                                 | (1.090)        |
| Gastos operativos                              | (665)          |
| <b>Resultado Técnico</b>                       | <b>(1.755)</b> |
| Primas cedidas al reaseguro                    | (899)          |
| Recuperación de costes del reaseguro           | 553            |
| Comisiones del reaseguro                       | 319            |
| <b>Resultado técnico después del reaseguro</b> | <b>(28)</b>    |
| <b>Resultado neto asegurador</b>               | <b>77</b>      |
| Ingresos del servicio                          | 122            |
| Gastos del servicio                            | (120)          |
| <b>Resultado cuenta no técnica</b>             | <b>2</b>       |
| Resultado neto de las inversiones              | 14             |
| Resultado financiero                           | (15)           |
| <b>Resultado antes de impuestos</b>            | <b>78</b>      |
| Impuestos                                      | (34)           |
| <b>Resultado despues de impuestos</b>          | <b>44</b>      |

| Ratios implícitas (%)                                    | 2020         |
|----------------------------------------------------------|--------------|
| Crecimiento primas adquiridas                            | (1,8%)       |
| Crecimiento ingresos de información                      | (2,5%)       |
| Siniestralidad / ingresos brutos                         | 58,6%        |
| Gastos operativos / ingresos brutos                      | 35,7%        |
| <b>Ratio combinado</b>                                   | <b>94,3%</b> |
| Primas cedidas al reaseguro / primas adquiridas (%)      | 52,1%        |
| Recuperación de coste del reaseguro / siniestralidad (%) | 50,7%        |
| Comisiones del reaseguro / primas cedidas (%)            | 35,4%        |
| Resultado del reaseguro / primas adquiridas (%)          | (1,6%)       |

## Anexo 9 | Variación del capital circulante – Negocio funerario

|     |       |
|-----|-------|
| G   | 2,4%  |
| IVA | 21,0% |

| Millones de euros                           | 2023          | 2024          | 2025          | 2026          | 2027          | VT            |
|---------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Capital circulante activo</b>            |               |               |               |               |               |               |
| Ingresos                                    | 227           | 263           | 269           | 279           | 290           | 297           |
| Aprovisionamientos                          | (61)          | (73)          | (70)          | (73)          | (75)          |               |
| Cuentas a cobrar                            | 57            | 75            | 72            | 75            | 78            |               |
| Periodificaciones                           | 0             | 1             | 1             | 1             | 1             |               |
| Existencias                                 | 4             | 4             | 4             | 4             | 5             |               |
| <b>Total capital circulante activo</b>      | <b>61</b>     | <b>80</b>     | <b>77</b>     | <b>80</b>     | <b>83</b>     | <b>85</b>     |
| WC/ingresos (%)                             | 26,9%         | 30,3%         | 28,5%         | 28,5%         | 28,5%         | 28,5%         |
| <b>Periodo medio de cobro</b>               | <b>75</b>     | <b>86</b>     | <b>81</b>     | <b>81</b>     | <b>81</b>     |               |
| <b>Periodo medio periodificaciones</b>      | <b>0,7</b>    | <b>0,8</b>    | <b>0,8</b>    | <b>0,8</b>    | <b>0,8</b>    |               |
| <b>Días de rotación de existencias</b>      | <b>24</b>     | <b>21</b>     | <b>23</b>     | <b>23</b>     | <b>23</b>     |               |
| <b>Capital circulante pasivo</b>            |               |               |               |               |               |               |
| Gastos de explotación                       | (52)          | (57)          | (52)          | (49)          | (51)          |               |
| Gasto de personal                           | (73)          | (83)          | (86)          | (88)          | (91)          |               |
| Aprovisionamientos                          | (61)          | (73)          | (70)          | (73)          | (75)          |               |
| <b>Total gastos</b>                         | <b>(185)</b>  | <b>(213)</b>  | <b>(207)</b>  | <b>(210)</b>  | <b>(217)</b>  |               |
| Deudas con las administraciones públicas    | (9)           | (13)          | (10)          | (10)          | (10)          |               |
| Resto de otras deudas                       | (92)          | (105)         | (102)         | (104)         | (107)         |               |
| Periodificaciones                           | (8)           | (8)           | (9)           | (9)           | (9)           |               |
| <b>Total capital circulante pasivo</b>      | <b>(109)</b>  | <b>(126)</b>  | <b>(121)</b>  | <b>(123)</b>  | <b>(126)</b>  | <b>(129)</b>  |
| WC/ingresos (%)                             | -48,2%        | -48,0%        | -45,2%        | -43,9%        | -43,6%        | -43,6%        |
| <b>Periodo medio de pago administración</b> | <b>66</b>     | <b>82</b>     | <b>74</b>     | <b>74</b>     | <b>74</b>     |               |
| <b>Periodo medio de pago acreedores</b>     | <b>181</b>    | <b>180</b>    | <b>180</b>    | <b>180</b>    | <b>180</b>    |               |
| <b>Periodo medio periodificaciones</b>      | <b>16</b>     | <b>14</b>     | <b>15</b>     | <b>15</b>     | <b>15</b>     |               |
| <b>Total capital circulante</b>             | <b>(48,4)</b> | <b>(46,5)</b> | <b>(44,8)</b> | <b>(43,0)</b> | <b>(43,6)</b> | <b>(44,6)</b> |
| WC/ingresos (%)                             | -21,3%        | -17,7%        | -16,7%        | -15,4%        | -15,0%        | -15,0%        |
| <b>Variación del capital circulante</b>     | <b>n.a.</b>   | <b>1,9</b>    | <b>1,7</b>    | <b>1,8</b>    | <b>(0,6)</b>  | <b>(1,0)</b>  |

## Anexo 10 | Inversión en CAPEX – Comparables negocio funerario

Detalle de la inversión en CAPEX como porcentaje sobre los ingresos de las comparables cotizadas del negocio funerario durante el periodo 2015 - 2024

| Compañías                         | 2015        | 2016        | 2017        | 2018        | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        | 2023        | 2024        | Media       |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Service Corporation International | 5,1%        | 6,9%        | 7,4%        | 8,0%        | 8,0%        | 6,8%        | 7,8%        | 9,6%        | 9,5%        | 10,1%       | 7,9%        |
| Carriage Services, Inc.           | 14,8%       | 10,1%       | 6,8%        | 5,4%        | 6,0%        | 5,0%        | 7,1%        | 7,6%        | 5,1%        | 4,9%        | 7,3%        |
| Propel Funeral Partners Limited   | n.a.        | n.a.        | 2,6%        | 4,5%        | 12,3%       | 8,5%        | 9,0%        | 7,9%        | 10,5%       | 12,6%       | 8,5%        |
| Tear Corporation                  | 8,9%        | 8,9%        | 8,7%        | 5,0%        | 7,9%        | 6,3%        | 5,0%        | 6,5%        | 8,6%        | 5,2%        | 7,1%        |
| Mín                               | 5,1%        | 6,9%        | 2,6%        | 4,5%        | 6,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 6,5%        | 5,1%        | 4,9%        | 7,1%        |
| <b>Media</b>                      | <b>9,6%</b> | <b>8,6%</b> | <b>6,4%</b> | <b>5,7%</b> | <b>8,6%</b> | <b>6,7%</b> | <b>7,3%</b> | <b>7,9%</b> | <b>8,4%</b> | <b>8,2%</b> | <b>7,7%</b> |
| <b>Mediana</b>                    | <b>8,9%</b> | <b>8,9%</b> | <b>7,1%</b> | <b>5,2%</b> | <b>8,0%</b> | <b>6,5%</b> | <b>7,5%</b> | <b>7,7%</b> | <b>9,1%</b> | <b>7,6%</b> | <b>7,6%</b> |
| Max                               | 14,8%       | 10,1%       | 8,7%        | 8,0%        | 12,3%       | 8,5%        | 9,0%        | 9,6%        | 10,5%       | 12,6%       | 8,5%        |

## Anexo 10 | P&L 2024 – Negocio funerario

P&L del negocio funerario de la Sociedad correspondiente al año 2024 con y sin NIIF 16

| Millones de euros                               | 2024 (Sin NIIF 16) | 2024 (NIIF 16) |
|-------------------------------------------------|--------------------|----------------|
| Ingresos                                        | 263                | 263            |
| Aprovisionamientos                              | (73)               | (73)           |
| <b>Margen bruto</b>                             | <b>189</b>         | <b>189</b>     |
| Gastos de explotación                           | (57)               | (43)           |
| Gasto de personal                               | (83)               | (83)           |
| <b>OPEX</b>                                     | <b>(140)</b>       | <b>(126)</b>   |
| <b>EBITDA</b>                                   | <b>49</b>          | <b>64</b>      |
| <i>Margen EBITDA %</i>                          | <i>18,8%</i>       | <i>24,2%</i>   |
| Amortizaciones                                  | (17)               | (24)           |
| <b>EBIT</b>                                     | <b>32</b>          | <b>40</b>      |
| <i>Margen EBIT %</i>                            | <i>12,2%</i>       | <i>15,2%</i>   |
| Resultado financiero                            | (9)                | (17)           |
| <b>Resultado ordinario antes de impuestos</b>   | <b>23</b>          | <b>23</b>      |
| Impuestos                                       | (5)                | (5)            |
| <b>Resultado ordinario después de impuestos</b> | <b>18</b>          | <b>18</b>      |
| Resultado no ordinario después de impuestos     | (3)                | (3)            |
| <b>Resultado total después de impuestos</b>     | <b>16</b>          | <b>15</b>      |

# Anexo 11 | Certificado BME

## Detalle del certificado emitido por la Bolsa de Valores de Barcelona



Ref. BME\_EquityBCN202505

**DON EDUARDO ANSALDO PÉREZ, PRESIDENTE EJECUTIVO DE LA SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE BARCELONA, S.A.U.**

**CERTIFICA** que, según los datos facilitados por el Departamento de Supervisión de Mercado obtenidos del SIS (Sistema Integrado de Supervisión), resulta que:

- El precio de cotización de las acciones de GRUPO CATALANA OCCIDENTE, S.A., con código ISIN ES0116920333, al cierre del mercado el día 27/03/2025 ha sido de **42,25€**.
- para el periodo comprendido entre el 28/02/2025 y el 27/03/2025, ambos incluidos, la media ponderada por volumen diario de las cotizaciones de las acciones de GRUPO CATALANA OCCIDENTE, S.A., con código ISIN ES0116920333, fue de **40,4896** euros.
- para el periodo comprendido entre el 30/12/2024 y el 27/03/2025, ambos incluidos, la media ponderada por volumen diario de las cotizaciones de las acciones de GRUPO CATALANA OCCIDENTE, S.A., con código ISIN ES0116920333, fue de **39,0258** euros.
- para el periodo comprendido entre el 30/09/2024 y el 27/03/2025, ambos incluidos, la media ponderada por volumen diario de las cotizaciones de las acciones de GRUPO CATALANA OCCIDENTE, S.A., con código ISIN ES0116920333, fue de **38,1564** euros.

Y, para que conste y a los efectos oportunos, se expide la presente certificación, en Barcelona, a diez de junio de dos mil veinticinco.

**El Presidente**

46321811H EDUARDO  
ANSALDO (R: A58854563)

DN: cn=46321811H EDUARDO ANSALDO (R:  
A58854563) o=EDUARDO c=ES s=SOCIEDAD  
RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE  
BARCELONA, S.A.  
Date: 2025.06.10 11:03+02:00

**D. Eduardo Ansaldo**

SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE BARCELONA, S.A.U.  
Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Barcelona, S.A.U., con domicilio social en Barcelona, Paseo de  
Gracia, 19, C.I.F.A-58854563, e inscrita en el Registro Mercantil de Barcelona en el Tomo 10.791, Libro 9.746,  
Folio 164, Hoja B-127.260

## Anexo 12 | Compañías cotizadas comparables

### Análisis de las compañías comparables

#### Negocio de seguros tradicional – Ramo no vida

| Compañía                         | Geografía       | Comparabilidad                                                                                                                                         |
|----------------------------------|-----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Mapfre, S.A.                     | Global          | Enfoque multirramo (auto, hogar, salud y empresas), fortaleza en gestión de siniestros, redes de distribución y escala internacional.                  |
| Allianz SE                       | Global          | Amplio negocio de seguros generales en todos los segmentos de no vida, con escala comparable y modelo diversificado regionalmente.                     |
| AXA SA                           | Global          | Modelo de negocio centrado en no vida (auto, hogar, pymes, grandes riesgos), con capacidad técnica, distribución y diversificación interna comparable. |
| Zurich Insurance Group AG        | Global          | Seguros generales, destacando líneas comerciales e industriales, con solidez técnica y operativa.                                                      |
| Baloise Holding AG               | Europa          | Negocio relevante en no vida suiza y alemana, incluyendo motor, hogar y pymes. Modelo de gestión técnica y canales de distribución eficientes.         |
| Unipol Assicurazioni S.p.A.      | Italia          | Seguros de automóviles, hogar, responsabilidad civil y pymes.                                                                                          |
| Helvetia Holding AG              | Europa          | Actividad fuerte en motor, hogar y comercial, con estructura y rentabilidad comparables.                                                               |
| Línea Directa Aseguradora, S.A.  | España          | Especializada exclusivamente en seguros generales, principalmente auto y hogar, con modelo directo y ratios técnicos ajustados.                        |
| Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA | Europa del Este | Fuerte negocio en automóviles, salud y propiedad, gestión técnica local y presencia dominante.                                                         |
| ASR Nederland N.V.               | Países Bajos    | Seguros generales para particulares y empresas con estructura técnica, distribución multicanal y foco en motor, hogar, salud y responsabilidad.        |

## Anexo 12 | Compañías cotizadas comparables

### Análisis de las compañías comparables

#### Negocio de seguros tradicional – Ramo vida

| Compañía                      | Geografía             | Comparabilidad                                                                                                                                |
|-------------------------------|-----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Assicurazioni Generali S.p.A. | Europa                | Seguros de vida y ahorro. Productos tradicionales de vida, canales propios de distribución y enfoque en la gestión de carteras a largo plazo. |
| Swiss Life Holding AG         | Europa                | Seguros de vida, ahorro y jubilación, productos tradicionales de vida y fuerte presencia en canales propios y asesoramiento financiero.       |
| NN Group N.V.                 | Europa                | Seguros de vida y ahorro, productos de vida individual, previsión y gestión patrimonial.                                                      |
| Phoenix Group Holdings plc    | Reino Unido e Irlanda | Gestión de carteras de vida y pensiones a largo plazo.                                                                                        |
| Ageas SA/NV                   | Europa y Asia         | Productos tradicionales de ahorro y previsión. Foco en vida individual y bancaseguros.                                                        |

#### Negocio de seguros de crédito

| Compañía      | Geografía      | Comparabilidad                                                                                                                                                             |
|---------------|----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| COFACE, S.A.  | Global         | Ofrece protección a empresas frente al riesgo de impago en transacciones B2B, proporcionando cobertura de riesgo crediticio, información comercial y servicios de recobro. |
| Tiptree, Inc. | Estados Unidos | Ofrece productos de riesgo crediticio y protección financiera.                                                                                                             |

#### Negocio funerario

| Compañía                          | Geografía      | Comparabilidad                                                                     |
|-----------------------------------|----------------|------------------------------------------------------------------------------------|
| Service Corporation International | Estados Unidos | Prestación integral de servicios funerarios, cremaciones y gestión de cementerios. |
| Carriage Services, Inc.           | Estados Unidos | Especializada en servicios funerarios y cementerios.                               |
| Propel Funeral Partners Limited   | Australia      | Ofrece servicios funerarios, cremación y productos relacionados.                   |
| Tear Corporation                  | Reino Unido    | Empresa líder en Reino Unido en servicios funerarios.                              |

Teniendo en cuenta el sector, la actividad y las características específicas de GCO y de cada uno de sus negocios, así como que hemos identificado grupos de compañías cotizadas comparables para cada uno de ellos, consideramos razonable el grado de comparabilidad de dichas compañías a efectos de su utilización en la estimación de la tasa de descuento de cada uno de los negocios y de la aplicación, como contraste, de la metodología de múltiplos de compañías cotizadas comparables.

## Anexo 13 | Contraste a la tasa de descuento y G

Se ha llevado a cabo un contraste de las hipótesis utilizadas para tasa de descuento y G

### Contraste de las hipótesis de negocio tradicional

#### Tasa de descuento - Analistas

| Analista     | Fecha      | Ke           |
|--------------|------------|--------------|
| Sabadell     | 06/06/2024 | 9,0%         |
| Santander    | 01/11/2024 | 10,3%        |
| JB Capital   | 28/02/2025 | 10,0%        |
| Bankinter    | 15/11/2024 | 10,5%        |
| <b>Media</b> |            | <b>10,0%</b> |

#### G - Analistas

| Analista     | Fecha      | G           |
|--------------|------------|-------------|
| Sabadell     | 06/06/2024 | 0,5%        |
| Santander    | 01/11/2024 | 0,5%        |
| JB Capital   | 28/02/2025 | 1,5%        |
| Bankinter    | 15/11/2024 | 1,0%        |
| <b>Media</b> |            | <b>0,9%</b> |

### Contraste de las hipótesis de negocio de crédito

#### Tasa de descuento - Analistas

| Analista     | Fecha      | Ke           |
|--------------|------------|--------------|
| Sabadell     | 06/06/2024 | 11,0%        |
| Santander    | 01/11/2024 | 11,0%        |
| JB Capital   | 28/02/2025 | 10,5%        |
| Bankinter    | 15/11/2024 | 10,5%        |
| <b>Media</b> |            | <b>10,8%</b> |

#### G - Analistas

| Analista     | Fecha      | G           |
|--------------|------------|-------------|
| Sabadell     | 06/06/2024 | 0,5%        |
| Santander    | 01/11/2024 | 1,5%        |
| JB Capital   | 28/02/2025 | 1,5%        |
| Bankinter    | 15/11/2024 | 1,0%        |
| <b>Media</b> |            | <b>1,1%</b> |

### Contraste de las hipótesis de negocio funerario

#### Tasa de descuento – Test de deterioro

| Compañía                 | UGEs        | WACC |
|--------------------------|-------------|------|
| Service Corporation Int. | Funerarias  | 6,8% |
| Service Corporation Int. | Cementerios | 6,8% |

#### Tasa de descuento - Analistas

| Compañía                 | Analista       | Fecha      | WACC        |
|--------------------------|----------------|------------|-------------|
| Propel Funeral Partners  | Bell Potter    | 20/11/2024 | 7,8%        |
| Service Corporation Int. | Equisights     | 08/01/2025 | 8,8%        |
| Propel Funeral Partners  | Morgan Stanley | 17/01/2025 | 8,8%        |
| <b>Media</b>             |                |            | <b>8,5%</b> |

#### G – Test de deterioro

| Compañía                 | UGEs        | G           |
|--------------------------|-------------|-------------|
| Propel Funeral Partners  | -           | 5,2%        |
| Service Corporation Int. | Funerarias  | 1,0%        |
| Service Corporation Int. | Cementerios | 2,8%        |
| <b>Media</b>             |             | <b>3,0%</b> |

#### G – Analistas

| Compañía                | Analista       | Fecha      | G           |
|-------------------------|----------------|------------|-------------|
| Propel Funeral Partners | Bell Potter    | 20/11/2024 | 3,3%        |
| Propel Funeral Partners | Morgan Stanley | 17/01/2025 | 3,5%        |
| <b>Media</b>            |                |            | <b>3,4%</b> |

## Anexo 14 | Precios objetivo analistas

### Análisis de los precios objetivo de analistas de GCO

#### Análisis precios objetivo analistas

Hemos analizado los informes de analistas de GCO próximos al 27 de marzo de 2025, fecha en la que INOCSA anunció la formulación de una oferta pública voluntaria de adquisición de acciones sobre la totalidad de las acciones representativas del capital social de GCO, con el objetivo de contrastar la visión de los mismos respecto de la evolución posible del precio de la acción de GCO a doce meses y las principales palancas de valor que pudieran dar lugar a variaciones desde su precio actual.

A continuación, se muestra una tabla con el detalle de todos los informes de analistas de GCO, que incluye la casa de análisis, la fecha del informe y el precio objetivo estimado por cada analista:

| Casa de análisis     | Fecha      | Precio objetivo* |
|----------------------|------------|------------------|
| Bestinver Securities | 27/03/2025 | 49,6€            |
| Alantra              | 03/03/2025 | 54,5€            |
| JB Capital           | 28/02/2025 | 60,0€            |
| Santander            | 28/02/2025 | 52,0€            |
| Gaesco               | 28/02/2025 | 45,0€            |
| Sabadell             | 27/02/2025 | 50,7€            |
| Sadif                | 27/12/2024 | 29,8€            |
| Market Grader        | 25/12/2024 | 56,8€            |
| Bankinter            | 15/11/2024 | 46,5€            |
| Oddo BHF             | 06/11/2024 | 50,0€            |
| <b>Media</b>         |            | <b>49,5€</b>     |

Fuente: Información obtenida de todos los informes de analistas a través de AlphaSense, Refinitiv, Bloomberg e información facilitada por la dirección de la Sociedad.

\* Precio objetivo de la acción de GCO estimado a 12 meses proporcionado por los analistas en sus correspondientes informes.

La media del precio objetivo de la acción de GCO estimada por los analistas resulta en 49,5€/acción, que es comparable a la contraprestación inicial de la Oferta de 50€ por acción (véase mayor detalle en la sección “Descripción de la Oferta” de este Informe) y se sitúa un c.17,1% por encima de la cotización de GCO a 27 de marzo de 2025.

No consideramos razonable tomar los precios objetivo de analistas de GCO como una referencia válida para la valoración de las acciones de GCO en el contexto de este Informe por la naturaleza y objetivo de estos informes y por, entre otros, los siguientes aspectos y limitaciones: (i) el acceso limitado que tienen los analistas a la dirección de la Sociedad y, en consecuencia, la falta de desglose y análisis específico por cada uno de los negocios de GCO, así como la indisponibilidad de información no pública y confidencial relevante como el Plan Estratégico de la Sociedad y las ratios de solvencia objetivo de los negocios aseguradores (ii) el precio objetivo de analistas muestra el precio objetivo de la acción en 12 meses, (iii) la dispersión de los precios objetivo de GCO estimado por cada analista, y (iv) la falta de información sobre la metodología empleada en la determinación del precio objetivo o sobre alguna de las hipótesis clave utilizadas en la valoración, como la ratio de solvencia objetivo o como la tasa de descuento (en la que no detallan las hipótesis empleadas que permitan la trazabilidad con parámetros de mercado).



Deloitte hace referencia, individual o conjuntamente, a Deloitte Touche Tohmatsu Limited (“DTTL”) (private company limited by guarantee, de acuerdo con la legislación del Reino Unido), y a su red de firmas miembro y sus entidades asociadas. DTTL y cada una de sus firmas miembro son entidades con personalidad jurídica propia e independiente. DTTL (también denominada "Deloitte Global") no presta servicios a clientes. Consulte la página <http://www.deloitte.com/about> si desea obtener una descripción detallada de DTTL y sus firmas miembro.

Deloitte presta servicios de auditoría, consultoría, legal, asesoramiento financiero, gestión del riesgo, tributación y otros servicios relacionados, a clientes públicos y privados en un amplio número de sectores. Con una red de firmas miembro interconectadas a escala global que se extiende por más de 150 países y territorios, Deloitte aporta las mejores capacidades y un servicio de máxima calidad a sus clientes, ofreciéndoles la ayuda que necesitan para abordar los complejos desafíos a los que se enfrentan. Los más de 312.000 profesionales de Deloitte han asumido el compromiso de crear un verdadero impacto.

## **ANEXO XIV**

**Informe de valoración de las acciones de Inocsa.**



**Inoc, S.A.**

Informe de valoración de acuerdo con los requisitos del Real Decreto 1066/2007

22 de octubre de 2025

22 de octubre de 2025

**Inoc, S.A.**

Calle Méndez Álvaro, 31N

28045 | Madrid

Estimados Señores,

Adjuntamos nuestro informe (el “Informe”) en relación con nuestro trabajo de valoración en calidad de experto independiente sobre las acciones de Inoc, S.A. (“INOCSA”, el “Oferente”, la “Sociedad”, la “Sociedad Oferente” o el “Cliente”), en el contexto de la oferta pública de adquisición voluntaria (la “opa” o la “Oferta”) presentada por INOCSA sobre Grupo Catalana Occidente, S.A. (“Grupo GCO” o la “Sociedad Afectada”).

En el contexto del procedimiento de autorización de la Oferta, INOCSA solicitó a Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U. (“Deloitte”) la preparación de un informe en el que se proporcione una valoración de las acciones de INOCSA que serán ofrecidas en canje en la Oferta en cumplimiento de lo establecido en el artículo 14.2 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores (“RD 1066/2007”), al no estar las acciones de INOCSA admitidas a negociación en ningún mercado regulado.

Paralelamente, también en el contexto del procedimiento de autorización de la Oferta, INOCSA solicitó a Deloitte la preparación de un informe emitido el 22 de octubre de 2025 (el “Informe de GCO”) en el que se proporcione una valoración de las acciones de GCO atendiendo a los criterios de valoración indicados en el artículo 10.5 del RD 1066/2007 para su consideración a los efectos de lo previsto en el artículo 11.d del RD 1066/2007.

Para la preparación del Informe, hemos realizado las revisiones, análisis y averiguaciones que hemos considerado necesarias y apropiadas a las circunstancias y hemos tenido en cuenta las condiciones generales de carácter económico, de mercado, nuestra experiencia en la valoración y la situación de los negocios y financiera de INOCSA que se desprende de su información financiera publicada, así como de la información que el Cliente ha puesto a nuestra disposición.

---

**Deloitte Strategy, Risk & Transactions,  
S.L.U.**

Torre Picasso

Plaza Pablo Ruiz Picasso 1

28020, Madrid

Tel (+34) 91 514 50 00

[www.deloitte.es](http://www.deloitte.es)

La dirección de la Sociedad nos ha facilitado las cuentas anuales auditadas del ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2024 (la “Fecha de Valoración”) de INOCSA y La Previsión 96, S.A. (“LP96”)

Nuestro trabajo se ha basado en información financiera pública de la Sociedad, la información no pública y confidencial facilitada por el Cliente (estados financieros no auditados de INOCSA a 31 de agosto de 2025 y de LP96 a 30 de junio de 2025, detalles extracontables de las partidas de activo y pasivo del balance de INOCSA y LP96 a 31 de diciembre de 2024, de INOCSA a 31 de agosto de 2025 y de LP96 a 30 de junio de 2025, transacciones con acciones propias de INOCSA desde el 1 de enero de 2024, actas de la Junta General de Accionistas de Baqueira Beret, S.A. (“Baqueira”) celebradas el día 9 de diciembre de 2023 y el día 7 de diciembre de 2024) y otras fuentes públicas relevantes y se ha llevado a cabo entre el 31 de enero de 2025 y la fecha del Informe.

En cualquier caso, debemos señalar que nuestras conclusiones dependen de que la información que hemos considerado esté completa y sea precisa en todos sus aspectos. Sin embargo, el alcance de nuestro trabajo de valoración no nos permite aceptar la responsabilidad por la fiabilidad, exactitud o integridad de la información considerada.

Asimismo, debe considerarse que parte de nuestro análisis está basado en estimaciones de resultados futuros y otra información prospectiva que, por su naturaleza, está sujeta a incertidumbre y podría no materializarse como se hubiese previsto.

Deloitte no ha llevado a cabo, y no se le ha solicitado que lleve a cabo, una auditoría de la información facilitada para el desarrollo del trabajo, ni ha sometido dicha información a ningún proceso de verificación, no asumiendo



por tanto ninguna responsabilidad acerca de la fiabilidad, integridad y exactitud de la misma.

Nuestro trabajo tampoco ha consistido en un proceso de Due Diligence ni trabajo similar que permita la evaluación de la situación financiera, legal, fiscal, laboral, registral, contable, medioambiental, técnica, operativa o de otro tipo de INOCSA.

Nuestro trabajo es de naturaleza independiente y no supone ninguna recomendación al consejo de administración de INOCSA, a través de su secretario, facultado a tal efecto (la "dirección de INOCSA") o al Comité de Dirección de GCO ("la dirección de GCO"), a sus accionistas o a terceros, en relación con la posición que deberían tomar respecto a la Oferta u otras operaciones que les involucren.

Nuestro trabajo no tiene por objeto analizar la conveniencia de las estrategias de negocio actuales o pasadas del Oferente ni de la Sociedad Afectada, ni las razones de la operación en relación con otras estrategias de negocio o transacciones por las que hubiera podido optar.

Nuestro Informe ha sido preparado exclusivamente para su utilización por parte de nuestro Cliente y, atendiendo a su solicitud, se ha realizado atendiendo a establecido en el artículo 14.2 del RD 1066/2007. Deloitte autoriza la puesta a disposición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV") del Informe y, en su caso, una vez autorizada la citada opa, que se adjunte como información complementaria al folleto que se ponga a disposición del público siguiendo lo establecido legalmente.

Hemos preparado el Informe única y exclusivamente para el objetivo y el contexto descritos y, en consecuencia, nuestro Informe no podrá utilizarse ni considerarse adecuado por Ustedes, ni terceras partes para propósitos diferentes a los descritos.

Hemos facilitado este Informe a fecha 22 de octubre de 2025 a la Dirección Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

de la Sociedad para que nos confirme que, de acuerdo a su mejor entendimiento, la información que nos han proporcionado con el objetivo de ejecutar nuestro encargo es completa y precisa en todos sus aspectos materiales a la fecha de nuestro Informe. La Dirección ha facilitado la confirmación solicitada.

Deloitte, habiendo prestado otros servicios de consultoría y asesoramiento a GCO distintos a los descritos en este trabajo, que no guardan relación con la Oferta, confirma que ninguno de ellos supone ningún tipo de conflicto de independencia, una vez ha realizado los pertinentes procedimientos de comprobación a este respecto. Nuestros honorarios asociados al presente Informe son fijos e independientes del resultado de la Oferta, y se han estimado en función del equipo necesario y la experiencia de sus profesionales.

El Informe describe el propósito, uso y alcance de nuestro trabajo de valoración, las metodologías empleadas y los resultados de nuestro trabajo. El detalle del trabajo realizado para llegar a nuestra conclusión de valor se incluye en el Informe adjunto, por lo que esta carta deberá considerarse conjuntamente con dicho Informe. Asimismo, nuestro Informe deberá utilizarse considerando su contenido íntegro y no podrán utilizarse extractos del mismo.

Atentamente,

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

22 de octubre de 2025

# Índice

|                                                                                |    |
|--------------------------------------------------------------------------------|----|
| Resumen Ejecutivo                                                              | 06 |
| Descripción de la Oferta                                                       | 09 |
| Objetivo y alcance del trabajo de valoración                                   | 12 |
| Entorno económico                                                              | 17 |
| La Sociedad                                                                    | 20 |
| a. La Previsión, 96, S.A.                                                      | 25 |
| b. GCO                                                                         | 30 |
| c. Grupo Baqueira Beret                                                        | 40 |
| Métodos de Valoración                                                          | 45 |
| a. Valor teórico contable                                                      | 47 |
| b. Transacciones con acciones de INOCSA producidas desde el 1 de enero de 2024 | 50 |
| c. Suma de partes                                                              | 52 |
| Anexos                                                                         | 56 |

# Glosario

|                         |                                                                               |                        |                                                                                                                                                                 |
|-------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>%</b>                | Porcentaje                                                                    | <b>INOCSA</b>          | INOC, S.A.                                                                                                                                                      |
| <b>€</b>                | Euro                                                                          | <b>IPC</b>             | Índice de Precios al Consumo                                                                                                                                    |
| <b>AI</b>               | Inteligencia Artificial                                                       | <b>KPI</b>             | Key Performance Indicator                                                                                                                                       |
| <b>AT</b>               | Activos Totales                                                               | <b>LIS</b>             | Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades                                                                                                  |
| <b>Baqueira</b>         | Grupo Baqueira Beret, S.A.                                                    | <b>LP96</b>            | La Previsión, 96, S.A.                                                                                                                                          |
| <b>BCE</b>              | Banco Central Europeo                                                         | <b>LP</b>              | Largo plazo                                                                                                                                                     |
| <b>BME</b>              | Bolsa y Mercados Españoles                                                    | <b>M€</b>              | Millones de euros                                                                                                                                               |
| <b>Bº</b>               | Beneficio                                                                     | <b>MIA</b>             | Maryland Insurance Administration                                                                                                                               |
| <b>c.</b>               | Circa (aproximadamente)                                                       | <b>MM€</b>             | Miles de millones de euros                                                                                                                                      |
| <b>Capital IQ</b>       | S&P Global Market Intelligence                                                | <b>n.a.</b>            | Not available                                                                                                                                                   |
| <b>CCAA</b>             | Cuentas Anuales                                                               | <b>n.m.</b>            | Not meaningful                                                                                                                                                  |
| <b>CE</b>               | Comunidad Europea                                                             | <b>OCDE</b>            | Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico                                                                                                      |
| <b>CNMV</b>             | Comisión Nacional del Mercado de Valores                                      | <b>OPA</b>             | Oferta Pública de Adquisición                                                                                                                                   |
| <b>CNSF</b>             | Comisión Nacional de de Seguros y Finanzas                                    | <b>PIB</b>             | Producto Interior Bruto                                                                                                                                         |
| <b>Cogespar</b>         | Co Sociedad de Gestión y Participación, S.A.                                  | <b>pp.</b>             | Puntos porcentuales                                                                                                                                             |
| <b>D</b>                | Deuda                                                                         | <b>RD</b>              | Real Decreto                                                                                                                                                    |
| <b>DFC</b>              | Descuento de Flujos de Caja                                                   | <b>RDL</b>             | Real Decreto-ley                                                                                                                                                |
| <b>DDM</b>              | Descuento de Dividendos                                                       | <b>S.A.</b>            | Sociedad Anónima                                                                                                                                                |
| <b>DGSFP</b>            | Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones                            | <b>S.L.U.</b>          | Sociedad Limitada Unipersonal                                                                                                                                   |
| <b>E</b>                | Fondos propios                                                                | <b>s/</b>              | Sobre                                                                                                                                                           |
| <b>EBITDA</b>           | Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization                | <b>SOTP</b>            | Suma de partes (Sum of the parts)                                                                                                                               |
| <b>EUR, €</b>           | Euro                                                                          | <b>UE</b>              | Unión Europea                                                                                                                                                   |
| <b>FMI</b>              | Fondo Monetario Internacional                                                 | <b>UEM</b>             | Unión Económica y Monetaria                                                                                                                                     |
| <b>GCO</b>              | Grupo Catalana Occidente, S.A.                                                | <b>VaR</b>             | Value at Risk - Valor en Riesgo                                                                                                                                 |
| <b>ICEA</b>             | Investigación Cooperativa entre Entidades Aseguradoras y Fondos de Pensiones  | <b>VTC</b>             | Valor Teórico Contable                                                                                                                                          |
| <b>IFRS 4, NIIF 4</b>   | Norma Internacional de Información Financiera relativa a Contratos de Seguros | <b>Valor razonable</b> | El precio que se recibiría por la venta de un activo o se pagaría para transferir un pasivo mediante una transacción ordenada entre participantes en el mercado |
| <b>IFRS 17, NIIF 17</b> | Norma Internacional de Información Financiera relativa a Contratos de Seguros | <b>XTR</b>             | Trimestre del año                                                                                                                                               |
| <b>INE</b>              | Instituto Nacional de Estadística                                             | <b>XY</b>              | Número de años                                                                                                                                                  |
| <b>Ing.</b>             | Ingresos                                                                      |                        |                                                                                                                                                                 |

# Resumen Ejecutivo

# Introducción

## El 27 de marzo de 2025 INOCSA anunció la formulación de una oferta pública voluntaria de adquisición sobre la totalidad de las acciones representativas del capital de GCO

INOCSA es una sociedad constituida en 1957 y cuyo objeto social consiste en la adquisición, administración y venta de bienes, muebles e inmuebles, rústicos o urbanos, concesiones y valores mobiliarios. Sus ingresos provienen principalmente de los rendimientos financieros procedentes de participaciones en capital.

Por otro lado, GCO es un grupo asegurador que opera en el negocio de vida y no vida, seguro de crédito y negocio funerario. La sociedad dominante, Grupo Catalana Occidente, S.A., no ejerce directamente la actividad aseguradora, sino que es la cabecera de un grupo de entidades dependientes que se dedican principalmente a actividades aseguradoras. En la actualidad, INOCSA ostenta el control directo e indirecto del 62,03% de las acciones de la Sociedad Afectada y el 63,07% de los derechos de voto de la Sociedad (excluyendo las acciones en autocartera).

La totalidad de las acciones de GCO están admitidas a negociación en las bolsas de valores de Barcelona y Madrid a través del Sistema de Interconexión Bursátil (Mercado Continuo). GCO y las entidades dependientes con actividad aseguradora en España están sujetas a la normativa reguladora de las entidades aseguradoras en España. La Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones ("DGSFP") supervisa a las entidades aseguradoras y reaseguradoras en materia de seguros y reaseguros privados, mediación de seguros, capitalización y fondos de pensiones.

Las sociedades dependientes con actividad aseguradora fuera de España regulada por diferentes organismos y sus respectivos territorios son:

(I) Atradius Seguros de Crédito, S.A. en México, regulada por la Comisión Nacional de Seguros y Finanzas ("CNSF"); y (II) Atradius Trade Credit Insurance, Inc. en Estados Unidos, regulada por la Maryland Insurance Administration ("MIA").

En el ejercicio 2024, INOCSA obtuvo una cifra de negocios de 74,20 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 8,2% respecto al año anterior. Sus ingresos proceden en su mayor parte de los dividendos repartidos por GCO.

El 27 de marzo de 2025, INOCSA anunció la formulación de una oferta pública voluntaria de adquisición de acciones sobre la totalidad de las acciones representativas del capital social de GCO.

El 21 de octubre de 2025, el consejo de administración de INOCSA acordó por unanimidad la elevación del precio de la Oferta en los términos indicados en la publicación de información privilegiada de esa misma fecha.

En este contexto, hemos sido contratados por INOCSA para solicitarnos la emisión del presente informe de valoración de las acciones de INOCSA de acuerdo con lo indicado en el artículo 14.2 del RD 1066/2007.

# Conclusión del Informe

El 99% del valor de INOCSA corresponde a su participación en GCO, cuya valoración se toma del Informe de GCO. De esta forma, el valor por acción de INOCSA elaborado de acuerdo con el artículo 14.2 del RD 1066/2007 se sitúa, en nuestra opinión, entre 2.022,34 y 2.249,79 euros

| Valor estimado de INOCSA                                           |                                    |
|--------------------------------------------------------------------|------------------------------------|
| Método aplicado                                                    | Valor                              |
| Suma de partes                                                     | 2.022,34 – 2.249,79 <sup>(1)</sup> |
| Valor Teórico Contable                                             |                                    |
| A 31 de diciembre de 2024                                          | 249,07 <sup>(1)</sup>              |
| Transacciones sobre acciones de INOCSA desde el 1 de enero de 2024 | 1.150 - 1.444                      |

Dentro del contexto y objetivos definidos en el presente Informe y sobre la base de los análisis realizados, hemos considerado como más relevante el resultado obtenido de la aplicación del método de suma de partes. En este sentido, cabe destacar que el 99% de la valoración de INOCSA corresponde a su participación directa e indirecta en GCO, cuya valoración se ha obtenido del Informe de GCO. En dicho informe se determina el valor de GCO aplicando los métodos indicados en el artículo 10.5 del RD 1066/2007, evaluando los resultados de los métodos seleccionados y teniendo en cuenta la adecuación de cada uno y la cantidad y la calidad de los datos disponibles. Para mayor detalle, nos remitimos al Informe de GCO.

De acuerdo con nuestro entendimiento de INOCSA, el sector, la actividad y sus características específicas, no hemos considerado relevantes otros métodos de valoración distintos a los utilizados en el Informe.

(1) Valor por acción teniendo en cuenta: (i) los dividendos recibidos de GCO de 0,207, 0,594, 0,25 y 0,20 euros por acción, abonados el 12 de febrero, el 8 de mayo, el 9 de julio y el 8 de octubre de 2025, respectivamente (ii) los dividendos a recibir de LP96 por importe de 16,40, 35,316, 13,2286 y 13,2286 euros por acción, acordados el 30 de enero, el 30 de abril, el 26 de junio y el 25 de septiembre de 2025, respectivamente (iii) los dividendos repartidos por INOCSA de 7,7472, 21,0009, 8,3282 y 8,3282 euros por acción, el 12 de febrero, el 8 de mayo, el 9 de julio y el 8 de octubre de 2025, respectivamente.

# Descripción de la Oferta

## Descripción de la Oferta

El 27 de marzo de 2025 INOCSA anunció una oferta pública voluntaria de adquisición sobre la totalidad de las acciones representativas del capital social de GCO

Si bien los términos y características detallados de la Oferta estarán contenidos en el folleto explicativo que se publicará, en su caso, tras la obtención de la correspondiente autorización de la CNMV (el “Folleto”), a continuación, resumimos los principales antecedentes y características de la OPA, de acuerdo con el anuncio a la CNMV, en relación con la oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de GCO por parte de INOCSA:

### Identificación de la Sociedad Oferente

- La Sociedad Oferente es Inoc, S.A., sociedad anónima de nacionalidad española, no cotizada, dedicada las actividades propias de una entidad holding, que dirige y gestiona participaciones en sociedades dedicadas principalmente a la actividad de seguros y a la gestión de cartera de inversiones, especialmente, en la gestión de estaciones de esquí (Baqueira Beret, S.A.). INOCSA está participada y controlada de forma directa por Co Sociedad de Gestión y Participación, S.A. (“CO” o “Cogespar” y, junto con todas sus filiales, el “Grupo CO” o el “Grupo mercantil CO”). CO también es una sociedad holding española, que dirige y gestiona participaciones en sociedades dedicadas principalmente a la actividad de seguros y a la gestión de cartera de inversiones, no existiendo ninguna persona física o jurídica que ejerza, de forma individual o concertada, directa o indirectamente, el control sobre CO. CO es titular directo del 57,69% del capital social de INOCSA, contando INOCSA con 544 accionistas además de CO, de los cuales sólo uno (Villasa, S.A.) ostenta un participación superior al 5% de su capital social.

### Decisión de formular la Oferta y tipo de Oferta

- El 27 de marzo de 2025, el consejo de administración de la Sociedad Oferente acordó por unanimidad la formulación de la Oferta, fijando sus principales términos y condiciones.
- El 21 de octubre de 2025, el consejo de administración de la Sociedad Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

Oferente acordó por unanimidad la elevación del precio de la Oferta en los términos indicados en la publicación de información privilegiada de esa misma fecha.

- La Oferta es voluntaria de conformidad con lo previsto en el artículo 117 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (“LMVSI”) y en el artículo 13 del RD 1066/2007.

### Sociedad Afectada

- La Sociedad Afectada es Grupo Catalana Occidente, S.A., sociedad anónima de nacionalidad española.
- El capital social de GCO asciende a 36.000.000 euros, representado por 120.000.000 de acciones ordinarias de 0,30 euros de valor nominal cada una, pertenecientes a una misma clase y serie, con idénticos derechos políticos y económicos, y totalmente suscritas y desembolsadas.
- Todas las acciones de GCO se encuentran admitidas a negociación en las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid a través del SIBE.

### Participación de la Sociedad Oferente en la Sociedad Afectada

- GCO está controlada por CO y, por tanto, forma parte del Grupo mercantil CO. CO es titular, directa e indirectamente, de 74.441.042 acciones de GCO, representativas del 62,03% de su capital social total y del 63,07% de sus derechos de voto (excluyendo las acciones en autocartera).

### Valores a los que se dirige la Oferta

- La Oferta se dirige a la totalidad de las acciones en que se divide el capital social de GCO, salvo por las 74.441.042 acciones de titularidad (directa o

# Descripción de la Oferta

## La Oferta se formuló como compraventa y, alternativamente, como un canje de acciones

### Valores a los que se dirige la Oferta (cont.)

indirecta) de CO que han sido inmovilizadas. En consecuencia, la Oferta se dirige de manera efectiva a 45.558.958 acciones de GCO, representativas del 37,97% de su capital social total.

- Los términos de la Oferta son idénticos para la totalidad de las acciones de GCO a las que se dirige y que, como ni la autocartera ni las acciones titularidad de los miembros de los órganos de administración de las sociedades del Grupo CO han sido inmovilizadas con ocasión de la Oferta, ésta se dirige también a dichas acciones.

### Contraprestación de la Oferta

- La Oferta se formuló como compraventa y, alternativamente, como un canje de acciones. La contraprestación inicial de la Oferta consistía en (i) un pago de 50 euros en efectivo por cada acción de GCO; o, alternativamente, (ii) un canje de acciones consistente en 1 nueva acción de clase B de INOCSA por cada 43,8419 acciones de GCO, con base en un precio de referencia por nueva acción de INOCSA de 2.192,10 euros.
- Los accionistas de GCO deben elegir una de las dos modalidades de contraprestación en su declaración de aceptación de la Oferta.
- Dada la ecuación de canje de la contraprestación en acciones, son necesarias, al menos, 44 acciones de GCO para recibir una nueva acción de INOCSA.
- Si GCO efectúa cualquier otra distribución de dividendos, reservas o prima de emisión, o cualquier otra distribución a sus accionistas desde la fecha del anuncio previo, siempre que la fecha de publicación del resultado de la Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

Oferta en los boletines de cotización coincida o sea posterior a la fecha ex-dividendo para dicha distribución, la contraprestación en efectivo se reducirá en el importe bruto por acción de la distribución.

- En el anterior supuesto, la contraprestación en acciones también se ajustará en los términos que se describen en el Folleto de la Oferta.
- Asimismo, si INOCSA y/o GCO efectúa cualquier otra distribución de dividendos o reservas o prima de emisión, o cualquier otra distribución a sus accionistas en dicho periodo, la contraprestación en acciones se ajusta en los términos que se describen en el Folleto de la Oferta.
- En este sentido: (i) tras los ajustes por dividendos anunciados en las comunicaciones de otra información relevante publicadas por INOCSA en la página web de la CNMV el 8 de mayo de 2025, el 3 de julio de 2025 y el 26 de septiembre de 2025, en relación con los dividendos abonados por GCO e INOCSA a sus accionistas el 8 de mayo de 2025, el 9 de julio de 2025 y el 8 de octubre de 2025; y (ii) la decisión de INOCSA de incrementar el precio de la Oferta en 0,75 euros anunciada en la comunicación de información privilegiada publicada por INOCSA en la página web de la CNMV el 21 de octubre de 2025, la ecuación de canje se obtiene teniendo en cuenta:
  - un precio de referencia por cada nueva acción de INOCSA de 2.186,24 euros; y
  - un precio de referencia de la acción de GCO de 49,75 euros.

El precio efectivo equivalente de la contraprestación en acciones es de 49,75 euros por acción de GCO, resultante de aplicar la ecuación de canje (1 nueva acción de INOCSA por cada 43,9446 acciones de GCO) al precio de referencia de 2.186,24 euros por cada nueva acción de INOCSA.

# Objetivo y alcance del trabajo de valoración

# Objetivo, Fecha de Valoración e Informe y Alcance del trabajo de valoración

Nuestro trabajo ha consistido en elaborar un informe de valoración de experto independiente según lo dispuesto en el artículo 14.2 del RD 1066/2007

## Objetivo

Deloitte ha sido contratado para la realización de un informe de experto independiente sobre el valor de las acciones de INOCSA, siguiendo lo prescrito por el artículo 14.2 del RD 1066/2007.

## Fecha de Valoración y fecha del Informe

Si bien nuestros análisis de valoración se refieren al 31 de diciembre de 2024, hemos tenido en cuenta la información publicada y/o facilitada por INOCSA y las variaciones en los datos macroeconómicos y de mercado entre la Fecha de Valoración y el 22 de octubre de 2025 (la “Fecha del Informe”). En todo caso, cabe resaltar que cualquier cambio significativo o información nueva adicional sobre las condiciones económicas, cambios en el mercado o de las operaciones y resultados de la Sociedad, puesto de manifiesto con posterioridad a la Fecha del Informe, podría significar potencialmente un cambio en las conclusiones de valoración incluidas del presente Informe.

Deloitte se exime de cualquier compromiso u obligación de informar a cualquier persona sobre las modificaciones de cualquier hecho o cuestión que afecte a esta valoración de los que pudiera tener conocimiento después de la Fecha del Informe y no asumimos ninguna obligación respecto de la actualización, revisión o confirmación de esta opinión en base a las circunstancias, desarrollos o eventos que tengan lugar después de la misma.

## Alcance del trabajo de valoración

Deloitte ha realizado las revisiones, análisis y averiguaciones que ha considerado necesarias y apropiadas a las circunstancias, con el objetivo de elaborar el informe de acuerdo con lo establecido en el artículo 14.2 del RD 1066/2007. En nuestros análisis hemos tenido en cuenta las condiciones Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

generales de carácter económico, de mercado y la situación financiera de INOCSA, así como nuestra experiencia en la valoración de negocios financieros y compañías en general.

Nuestro trabajo no ha incluido la realización de una auditoría, revisión o compilación de la información financiera obtenida de fuentes públicas o que nos ha proporcionado el Cliente y, por tanto, no expresaremos una opinión de auditoría ni otro tipo de garantía en relación con dicha información.

La Dirección de la Sociedad nos ha confirmado que, entre el 31 de diciembre de 2024 y la Fecha del Informe, no se ha puesto de manifiesto ningún aspecto acerca del desarrollo del negocio o cualquier hecho que a su leal saber y entender conozcan y deba considerarse en nuestro Informe distinto de los siguientes, cuyo impacto está recogido en las conclusiones del informe:

- Un dividendo de GCO con cargo a reservas de 0,207 euros por acción acordado en la sesión de 30 de enero de 2025 de su Consejo de Administración que fue abonado el 12 de febrero de 2025.
- Un dividendo de LP96 con cargo a resultados 2024 de 16,4 euros por acción que fue acordado el 30 de enero de 2025.
- Un dividendo de INOCSA con cargo a resultados 2024 de 7,7472 euros por acción acordado en la sesión de 30 de enero de 2025 de su Consejo de Administración que fue abonado el 12 de febrero de 2025.
- Un dividendo complementario con cargo a la aplicación del resultado del ejercicio 2024 de GCO de 0,594 euros por acción acordado el 30 de abril de 2025 por la Junta General de Accionistas que fue abonado el 8 de mayo de 2025.

# Objetivo, Fecha de Valoración e Informe y Alcance del trabajo de valoración

Nuestro trabajo ha consistido en elaborar un informe de valoración de experto independiente según lo dispuesto en el artículo 14.2 del RD 1066/2007

- Un dividendo de LP96 con cargo a resultados 2024 de 35,316 euros por acción acordado el 30 de abril de 2025.
- Un dividendo complementario con cargo a la aplicación del resultado del ejercicio 2024 de INOCSA de 21,0009 euros por acción acordado el 30 de abril de 2025 por la Junta General de Accionistas que fue abonado el 8 de mayo de 2025.
- Un dividendo de GCO con cargo a reservas de 0,25 euros por acción acordado en la sesión de 26 de junio de 2025 de su Consejo de Administración que fue abonado el 9 de julio de 2025.
- Un dividendo de LP96 con cargo a resultados 2025 de 13,2286 euros por acción acordado el 26 de junio de 2025.
- Un dividendo de INOCSA con cargo a resultados 2025 de 8,3282 euros por acción acordado en la sesión de 26 de junio de 2025 de su Consejo de Administración que fue abonado el 9 de julio de 2025.
- Un dividendo de GCO con cargo a reservas de 0,20 euros por acción acordado en la sesión de 25 de septiembre de 2025 de su Consejo de Administración que fue abonado el 8 de octubre de 2025.
- Un dividendo de LP96 con cargo a resultados 2025 de 13,2286 euros por acción acordado el 25 de septiembre de 2025.
- Un dividendo de INOCSA con cargo a resultados 2025 de 8,3282 euros por acción acordado en la sesión de 25 de septiembre de 2025 de su Consejo de Administración que fue abonado el 8 de octubre de 2025.

En nuestro trabajo de valoración hemos realizado, fundamentalmente, los procedimientos que se resumen a continuación:

- Análisis general de la situación macroeconómica de los mercados en los que opera la Sociedad;
- Análisis de las cuentas anuales de la Sociedad correspondientes a los ejercicios 2022, 2023 y 2024, junto con sus correspondientes informes de auditoría;
- Valoración de INOCSA empleando el método de suma de partes.
- Valoración de la participación en la sociedad LP96 empleando el método de suma de partes.
- Valoración de la participación en la sociedad Baqueira de acuerdo con el último valor por acción fijado para recompras de acciones propias por la Junta General de Accionistas de dicha sociedad el 7 de diciembre de 2024.
- Análisis de transacciones con acciones de Baqueira desde el 1 de enero de 2024.
- En lo referente a la valoración de la participación de INOCSA en GCO, incorporamos por referencia las conclusiones del Informe de GCO, en el que se proporciona una valoración de las acciones de GCO atendiendo a los criterios de valoración indicados en el artículo 10.5 para su consideración a los efectos de lo previsto en el artículo 11.d del RD 1066/2007.
- Cálculo del valor teórico contable a partir de las cuentas anuales auditadas a fecha 31 de diciembre de 2024.;
- Análisis de transacciones con acciones de INOCSA desde el 1 de enero de 2024;

# Alcance del trabajo de valoración y consideraciones generales

El Informe ha sido elaborado a partir de información pública y de la información no pública facilitada por la dirección de INOCSA

- Análisis de los estados financieros no auditados de LP96 a 30 de junio de 2025 y de INOCSA a 31 de agosto de 2025.
- Identificación de hechos posteriores a la Fecha de Valoración hasta la Fecha del Informe y su tratamiento a efectos de nuestra conclusión.
- Obtención de una carta de la Dirección de la Sociedad en la que nos ha manifestado, entre otros aspectos: (i) que han puesto a nuestra disposición toda la información significativa de la que tienen conocimiento y que estiman relevante para la adecuada realización de nuestro trabajo; (ii) que no han identificado ninguna manifestación de las que se les atribuye en el Informe que, en base a la información de la que disponen, no sea correcta; y (iii) que entienden que el presente Informe responde a su encargo.

Asimismo, la dirección de INOCSA nos ha manifestado que:

- No existe (i) ningún litigio adverso que se estime necesario provisionar, distintos de los ya provisionados; (ii) ningún litigio material pendiente de resolución con impacto favorable ni (iii) otros activos ociosos o no afectos al negocio no reflejados en la valoración, que de forma significativa pudiesen afectar a la valoración de la Sociedad a la Fecha del Informe.
- No existen subvenciones que hayan sido solicitadas, que estén previstas ser solicitadas y/o que estén pendientes de desembolso a la Fecha del Informe que de forma significativa pudiesen afectar a la valoración de la Sociedad.
- No existen operaciones de desinversiones no reflejadas en esta valoración de activos o unidades de negocio en curso que estén negociándose a importes superiores a los implícitos en esta valoración.

## Consideraciones generales

Para una adecuada comprensión de este informe se requiere la lectura del informe de GCO.

En la realización de nuestro trabajo se ha empleado información financiera y no financiera obtenida de fuentes públicas, incluidos medios de información digitales y escritos, tales como *S&P Capital IQ*, *MergerMarket*, *Bloomberg*, *Refinitiv*, así como de información facilitada por la dirección de INOCSA, a la cual hemos tenido pleno acceso durante la ejecución del ejercicio de valoración. Asumimos que la información obtenida de INOCSA, de fuentes públicas u otras fuentes es fiable y suficiente. No obstante, no podemos garantizar la precisión de la información empleada.

Dada la naturaleza de la operación, debemos señalar que no se ha dispuesto de ningún trabajo de Due Diligence u otro tipo de análisis que haya podido realizar el Oferente o sus asesores.

Puede haber diferencias entre las sumas totales de los gráficos y las tablas mostradas en el Informe debido al redondeo de decimales.

Asumimos que la información obtenida de INOCSA, de fuentes públicas u otras fuentes es fiable y suficiente. No obstante, no podemos garantizar la precisión de la información empleada.

En cualquier caso, consideramos que la información de INOCSA a la que hemos tenido acceso y aquella otra que hemos elaborado es suficiente para la preparación de este Informe.

Queremos señalar que, debido al carácter incierto que tiene cualquier información basada en expectativas, podrían producirse diferencias entre las

# Consideraciones generales

El resultado de nuestro trabajo, reflejado en el presente Informe, debe entenderse en el contexto que se realiza

proyecciones y los resultados reales que, eventualmente, pudieran ser significativos e incidir en las conclusiones de este Informe.

En consecuencia, no asumiremos responsabilidad alguna que de ello se derive, ni tampoco en cuanto a la necesaria actualización que habría de realizarse como consecuencia de aquellos hechos y circunstancias que se produzcan después de la Fecha del Informe. El hecho de que hagamos uso de dicha información no puede interpretarse como una garantía de su cumplimiento.

La realización de una estimación técnica del valor de un activo o negocio parte de ciertas asunciones, tanto en los métodos aplicados, como en las hipótesis asumidas en el cálculo del flujo de caja generado a futuro por el mismo. Por otra parte, quisiéramos destacar que no existe un único método estándar o universal que proporcione un valor irrefutable de un activo o negocio, habida cuenta de que entre los elementos a valorar se encuentran, entre otros muchos de carácter material y objetivo, la capacidad de gestión de un equipo y las características y evoluciones del mercado.

Asimismo, debe tenerse en consideración que en el contexto de un mercado abierto pueden existir precios diferentes para un mismo negocio debido a factores externos como el poder de negociación entre las partes, las distintas expectativas de evolución de mercado o a distintas posibilidades de materialización de economías adicionales (sinergias).

Adicionalmente, debe tenerse en cuenta que la decisión sobre la opa o cualquier otra operación relacionada dependerá de diversos factores que no están ligados con el trabajo sobre el que se basa este Informe y los asuntos que en él se presentan. Por estos motivos, cualquier estimación de valor debe entenderse en su contexto y siempre como un marco de referencia, sin que

sea posible asegurar que ni las potenciales partes interesadas ni terceros estén necesariamente de acuerdo con las conclusiones de nuestro trabajo.

El resultado de nuestro trabajo no puede interpretarse como una fairness opinion (en la que se evalúa si los términos de una transacción son justos o razonables, “fair”). También quisiéramos señalar que nuestro trabajo no supone una evaluación ni una inspección de ningún activo o pasivo concreto (ni contingente o de ninguna otra clase). De igual forma, nuestro trabajo tampoco ha consistido en la fijación de la contraprestación de la Oferta por parte del Oferente.

Queremos resaltar que nuestro Informe no puede interpretarse como una recomendación para GCO o sus accionistas en relación con la aceptación o no de los términos de la Oferta presentada por el Oferente.

# Entorno económico

# Situación de la economía mundial

El FMI ha reducido sus estimaciones de crecimiento de la actividad económica mundial como consecuencia de las nuevas medidas arancelarias impuestas entre economías con peso en el comercio global

La actividad económica mundial mostró una evolución ligeramente superior a la prevista en los últimos meses de 2024. Sin embargo, la introducción de nuevas medidas arancelarias por parte de economías clave ha modificado el entorno. El Fondo Monetario Internacional ajustó a la baja sus proyecciones de crecimiento global debido a las tensiones comerciales y la mayor incertidumbre que afectan la inversión y el comercio.

El proceso de reducción de la inflación global se ha estancado en los últimos meses, y en algunos casos ha mostrado un repunte, con un número creciente de países superando sus objetivos de inflación. La inflación de los servicios continúa en descenso, aunque permanece por encima de los niveles previos al repunte inflacionario. La inflación subyacente de bienes ha aumentado desde noviembre de 2024.

Según el FMI, los principales bancos centrales continuarán ajustando la política monetaria en los próximos trimestres, con ritmos distintos entre regiones. En Estados Unidos y la zona euro, se anticipan reducciones en los tipos de interés debido a la desaceleración de la inflación. En Japón, se espera una normalización gradual de la política monetaria, manteniendo el objetivo de estabilidad de precios.

Se espera que la recuperación económica continúe en los próximos trimestres, impulsada por el consumo privado y el mercado laboral. No obstante, el impacto de las medidas comerciales y la incertidumbre en política económica podrían limitar la recuperación. Las proyecciones indican que el crecimiento del PIB podría situarse por debajo de las estimaciones iniciales si persisten las tensiones comerciales y los riesgos globales.

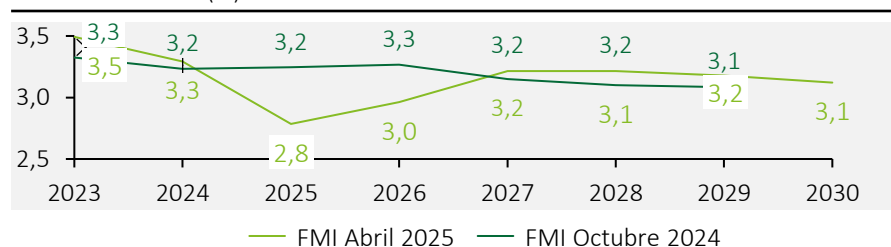
Fuente: Fondo Monetario Internacional.  
Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

## Perspectiva macroeconómica

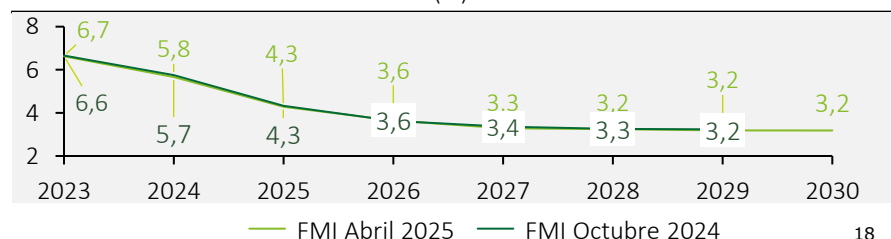
Según las últimas previsiones de FMI de abril de 2025, se han producido revisiones en las previsiones de crecimiento global para 2025 y 2026, en línea con la incertidumbre añadida por las nuevas medidas arancelarias, con una ligera revisión en las previsiones para 2027, 2028 y 2029. El comercio se ha mantenido, impulsado principalmente por un aumento de las exportaciones de China y las importaciones de Estados Unidos a fines de 2024. Los mercados emergentes enfrentan desafíos por conflictos geopolíticos y fenómenos meteorológicos extremos, afectando regiones como el Medio Oriente.

Las previsiones de inflación varían según la región. El FMI estima que la inflación global general alcanzará un 4,3 % en 2025 y un 3,6 % en 2026, con revisiones al alza en economías avanzadas y ajustes a la baja en economías emergentes.

### PIB real - mundial (%)



### Índice de Precios al Consumo - mundial (%)



Fuente: World Economic Outlook Database de abril 2025 y octubre 2024

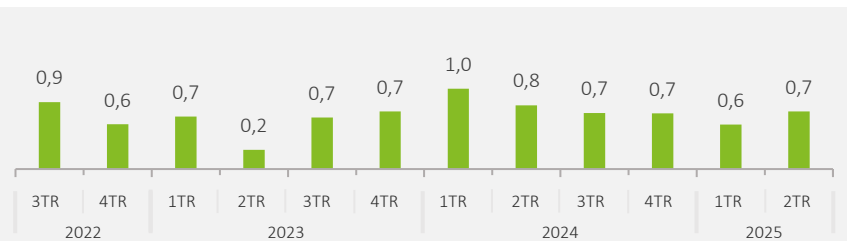
# Situación de la economía española

El PIB de la economía española aumentó a una tasa del 0,7% intertrimestral en el segundo trimestre de 2025

## Situación actual

De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística (“INE”), el PIB de la economía española aumentó a una tasa del 0,7% intertrimestral en el segundo trimestre de 2025 (una décima menos que en el trimestre precedente), en ligeramente por debajo de en las proyecciones del Banco de España para marzo, debido al retroceso de las importaciones. La variación interanual del PIB fue del 2,8%, tasa similar a la del trimestre precedente. La demanda nacional aportó 3,4 puntos y la externa contribuyó con -0,6 puntos.

Evolución del PIB de España – Tasa de variación intertrimestral (%)



Fuente: Banco de España e INE

Las condiciones financieras del sector privado español mejoraron desde 2022, lo que se tradujo en un crecimiento del consumo privado del 1,8% en 2023 y del 2,9% en 2024. La inflación también se redujo hasta el 3,4% en 2023 y el 2,9% en 2024. Aunque la tasa de desempleo ha disminuido, sigue siendo la más alta de la OCDE, llegando la tasa de desempleo al 10,9% en marzo de 2025. El déficit fiscal está disminuyendo, pero se considera necesario reforzar

| Indicador                           | 2022  | 2023  | 2024  |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|
| Crecimiento del consumo privado (%) | 4,8   | 1,8   | 2,9   |
| Tasa de desempleo (%)               | 13,0  | 12,2  | 11,3  |
| Crecimiento del IPC (%)             | 8,3   | 3,4   | 2,9   |
| Deuda pública (% del PIB)           | 113,7 | 111,0 | 108,5 |

Fuente: OCDE, Perspectivas Económicas.

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

la consolidación fiscal para que la deuda descienda y permitir un margen para el gasto por envejecimiento poblacional.

## Perspectiva macroeconómica

Atendiendo a las proyecciones macroeconómicas más recientes del Banco de España para la economía española de junio de 2025, el crecimiento del PIB de España, que en 2024 alcanzó el 3,1% en términos reales, se situará en el 2,4% en 2025, en el 1,8% en 2026 y en el 1,7% en 2027. En comparación con las proyecciones publicadas en marzo, las actuales comportan una revisión a la baja de 0,3 pp. en el crecimiento del PIB en 2025.

Por el lado de los precios, la inflación general, que en el promedio de 2024 fue del 2,9%, se estima que descienda hasta el 2,4% en 2025 y hasta el 1,7% en 2026. La estimación para el año 2027 es la vuelta a una senda de niveles de inflación normalizada en el entorno del 2,5%. Esta normalización se produciría como resultado de una ralentización del ritmo de crecimiento de los precios de la energía y los alimentos, así como de los efectos de la política monetaria. Por su parte, el componente subyacente de los precios se estima que crezca un 2,5% este año (0,2 pp. menos que en 2024) debido a la bajada de los tipos de interés por parte del BCE, estimándose una desaceleración hasta el 2,0% en los dos años siguientes.

Proyecciones de PIB e inflación para España (%)

|           | 2025             | 2026             | 2027             |
|-----------|------------------|------------------|------------------|
| PIB       | 2,4%<br>↓ 0,3 pp | 1,8%<br>↓ 0,1 pp | 1,7%<br>= 0,0 pp |
| Inflación | 2,4%<br>↓ 0,1 pp | 1,7%<br>= 0,0 pp | 2,5%<br>↑ 0,1 pp |

Nota: Últimas estimaciones de Banco de España y comparativa con estimación anterior.

Fuente: Banco de España.

# La Sociedad

# Visión general de la Sociedad

Inoc, S.A. es una entidad holding que participa en GCO y en Baqueira, tanto de forma directa como indirecta a través de LP96

## Introducción

Inoc, S.A. es una sociedad holding cuya actividad principal se centra en la gestión y administración de su cartera de inversiones, principalmente en el sector asegurador y en activos de alto valor patrimonial.

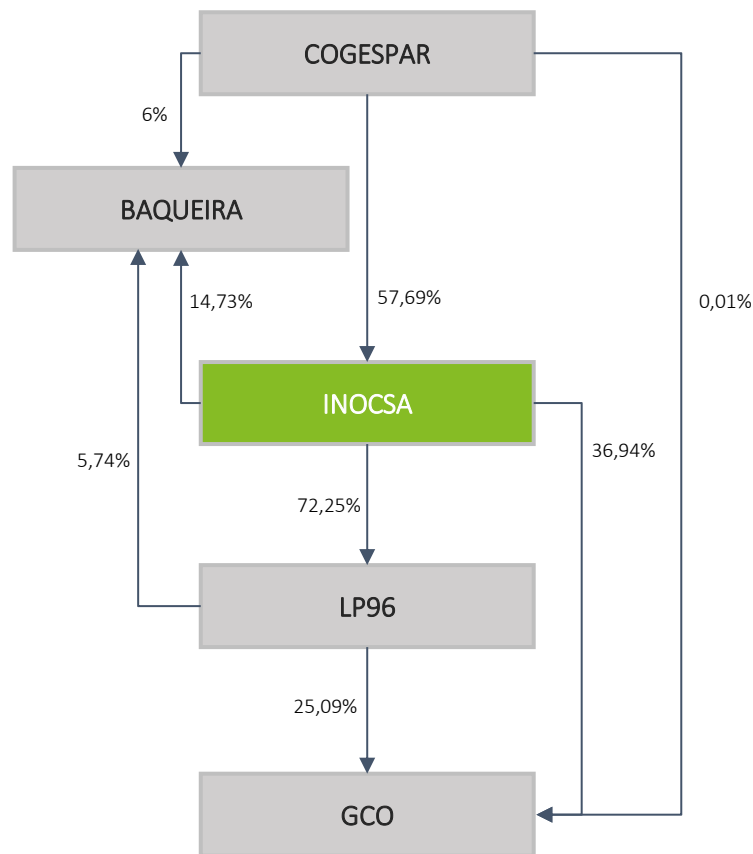
La sociedad mantiene una participación mayoritaria del 72,25% en LP96 y ostenta, de forma directa e indirecta, el 62,03% de GCO y el 20,47% de Baqueira.

Los ingresos de la Sociedad provienen fundamentalmente de rendimientos financieros derivados de sus participaciones en GCO, LP96 y Baqueira. La evolución de la Sociedad está ligada a la de sus filiales y, concretamente, a la de GCO.

La compañía está inscrita en el Registro Mercantil de Madrid. Sus acciones no cotizan en bolsa.

El análisis de los estados financieros de INOCSA se realiza sobre los del cierre del ejercicio 2024, al ser los últimos auditados. La Sociedad nos ha facilitado el cierre no auditado de INOCSA a 31 de agosto de 2025. Tras su revisión, consideramos que dicha información no supone un cambio significativo en las hipótesis utilizadas ni en las conclusiones alcanzadas en el presente Informe.

Por todo lo anterior, nuestra conclusión de valor del 100% de las acciones de INOCSA es válida a la Fecha del Informe.



# Balance Inoc, S.A.: Activo

La principal partida del activo es la relativa a inversiones financieras en empresas del grupo y asociadas a largo plazo, que representa un 94,8% del activo a 31 de diciembre de 2024

## Balance de Inoc, S.A.

A 31 de diciembre de 2024, INOCSA. presenta un activo total de 380.650 miles de euros. El saldo es 100 miles de euros superior respecto al de 31 de diciembre de 2023.

De las partidas de activo, la principal partida son las inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo, que a 31 de diciembre de 2024 alcanzan los 360.778 miles de euros, que supone la misma cuantía que la reflejada en el balance a 31 de diciembre de 2023. Este epígrafe representa el 94,8% del peso sobre los activos totales. Está formado por la inversión en GCO (44.328.482 acciones), por la participación en LP96 (361.228 acciones) y, por la participación en Baqueira (230.788 acciones).

En las páginas siguientes se ofrece un mayor detalle sobre dichas sociedades.

Adicionalmente, el epígrafe de inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo corresponde a un préstamo a LP96 por importe de 3.000 miles de euros y sus intereses devengados asociados.

En relación con los deudores comerciales y otras cuentas a cobrar, segundo epígrafe más relevante del activo con un peso del 4,3% a 31 de diciembre de 2024, experimenta una variación positiva del 8,4%. El saldo corresponde a las cuotas del impuesto de sociedades sobre las sociedades del grupo fiscal del ejercicio 2024.

Por último, se observa durante el año 2024 una reducción de la partida efectivo y activos líquidos equivalentes del 90% respecto del cierre del año 2023.

| Activo (miles de euros)                                     | 2022           | 2023           | 2024           | %sAT 2024     |
|-------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| Inmovilizado material                                       | -              | -              | 24             | 0,0%          |
| Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo | 360.778        | 360.778        | 360.778        | 94,8%         |
| <i>La Previsión 96, S.A</i>                                 | 12.218         | 12.218         | 12.218         | 3,2%          |
| <i>Baqueira Beret, S.A.</i>                                 | 6.074          | 6.074          | 6.074          | 1,6%          |
| <i>Grupo Catalana Occidente, S.A.</i>                       | 342.486        | 342.486        | 342.486        | 90,0%         |
| Inversiones financieras a largo plazo                       | 2              | 2              | 2              | 0,0%          |
| Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar               | 26.860         | 15.101         | 16.363         | 4,3%          |
| <i>Deudores varios</i>                                      | 3              | 9              | 8              | 0,0%          |
| <i>Activos por impuesto corriente</i>                       | 26.857         | 15.092         | 16.355         | 4,3%          |
| Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo | -              | -              | 3.023          | 0,8%          |
| <i>Préstamo a La previsión 96</i>                           | -              | -              | 3.000          | 0,8%          |
| <i>Intereses devengados préstamo La Previsión 96</i>        | -              | -              | 23             | 0,0%          |
| Efectivo y otros líquidos equivalentes                      | 269            | 4.667          | 460            | 0,1%          |
| <b>Total Activo</b>                                         | <b>387.909</b> | <b>380.548</b> | <b>380.650</b> | <b>100,0%</b> |
| <b>Variación interanual (%)*</b>                            |                |                |                |               |
| Inversiones empresas del grupo y asociadas a lp             | n.a.           | 0,0%           | 0,0%           |               |
| Inversiones financieras a largo plazo                       | n.a.           | 0,0%           | 7,3%           |               |
| Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar               | n.a.           | -43,8%         | 8,4%           |               |
| Inversiones empresas del grupo y asociadas a cp             | n.a.           | 0,0%           | 100,0%         |               |
| Efectivo y otros líquidos equivalentes                      | n.a.           | 1634,4%        | -90,1%         |               |
| Total activo                                                | n.a.           | -1,9%          | 0,0%           |               |

# Balance Inoc, S.A.: Pasivo y Patrimonio Neto

El patrimonio neto a 31 de diciembre de 2024 se sitúa en 367 millones de euros, 26 veces superior al pasivo total a la fecha

## Balance de Inoc, S.A.

En relación con el pasivo, alcanza una cifra de 13.814 miles de euros a 31 de diciembre de 2024, frente a 1.748 miles de euros a 31 de diciembre de 2023.

La principal partida dentro del pasivo son las deudas a corto plazo, que alcanzan una cifra de 13.044 miles de euros, los cuales representan el 94,4% del pasivo total de Inoc, S.A. a diciembre de 2024. El saldo está formado en su práctica totalidad (un 93% del total) por la deuda a corto plazo por la compra de autocartera y sus intereses devengados asociados y, el 7% restante viene explicado por los dividendos distribuidos a accionistas pendientes de pago.

Dentro de los acreedores comerciales y otras cuentas a pagar, las deudas con las Administraciones públicas son los que suponen el segundo peso más relevante del pasivo, en concreto los saldos con hacienda pública por retenciones sobre el rendimiento del capital mobiliario. En su conjunto, el epígrafe presenta una disminución del 2,5% respecto al cierre del ejercicio 2023.

En relación con el patrimonio neto, la cifra alcanza los 366.837 miles de euros (lo que supone una disminución del 3,2% respecto con respecto de diciembre de 2023), con un incremento en reservas de 4.971 miles de euros frente a la cifra registrada a 31 de diciembre de 2023 y una ampliación de acciones y participaciones en patrimonio propias de 21.146 miles de euros frente a la cifra alcanzada a cierre del ejercicio anterior.

| Pasivo (miles de euros)                               | 2022           | 2023           | 2024           | %sAT 2024    |
|-------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|--------------|
| Deudas a corto plazo                                  | 16.464         | 959            | 13.044         | 3,4%         |
| Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar        | 726            | 789            | 769            | 0,2%         |
| <i>Acreedores varios</i>                              | 30             | 32             | 33             | 0,0%         |
| <i>Otras deudas con las Administraciones Públicas</i> | 696            | 756            | 737            | 0,2%         |
| <b>Total Pasivo</b>                                   | <b>17.190</b>  | <b>1.748</b>   | <b>13.814</b>  | <b>3,6%</b>  |
| Capital                                               | 9.736          | 9.736          | 9.736          | 2,6%         |
| Prima de Emisión                                      | 14.428         | 14.428         | 14.428         | 3,8%         |
| Reservas                                              | 390.092        | 394.902        | 399.873        | 105,0%       |
| Acciones y participaciones en patrimonio propias      | -85.441        | -85.770        | -106.916       | -28,1%       |
| Resultado del ejercicio                               | 62.624         | 67.770         | 73.419         | 19,3%        |
| Dividendo a cuenta                                    | -20.720        | -22.267        | -23.704        | -6,2%        |
| <b>Total Patrimonio Neto</b>                          | <b>370.719</b> | <b>378.799</b> | <b>366.837</b> | <b>96,4%</b> |
| <b>Variación interanual (%)*</b>                      |                |                |                |              |
| Deudas a corto plazo                                  | n.a.           | -94,2%         | 1259,5%        |              |
| Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar        | n.a.           | 8,6%           | -2,4%          |              |
| Total Pasivo                                          | n.a.           | -89,8%         | 690,2%         |              |
| Fondos propios                                        | n.a.           | 2,2%           | -3,2%          |              |

# Cuenta de resultados

El resultado atribuido de la Entidad se ha situado en 73.419 miles de euros y el volumen de negocio total ha aumentado un 8,2% a 31 de diciembre de 2024

## Cuenta de Resultados de Inoc, S.A.

A 31 de diciembre de 2024, el volumen de negocio total de Inoc, S.A. alcanzó una cifra de 74.220 miles de euros, suponiendo un incremento del 8,2% respecto al cierre de diciembre del ejercicio 2023. Los ingresos obtenidos son principalmente de carácter financiero, generándose a través de los rendimientos procedentes de la cartera de inversiones financieras (véase activo). La participación en GCO explica prácticamente el 70% de los citados ingresos, LP96 aproximadamente un 30% y Baqueira presenta ingresos residuales.

El resultado de explotación a 31 de diciembre de 2024 se sitúa en 73.996 miles de euros, suponiendo un incremento de 8 puntos porcentuales respecto al mismo periodo del ejercicio anterior.

En cuanto al resultado financiero, este epígrafe recoge los intereses devengados por la póliza de crédito de la sociedad, así como otros intereses, comisiones y gastos financieros. Se registra un incremento en los gastos financieros, situándose el resultado financiero en (344) miles de euros, lo que representa un aumento cercano al 58% respecto al ejercicio anterior.

El resultado antes de impuestos para el ejercicio 2024 fue de 73.763 miles de euros, lo que implica un aumento del 8% con respecto del ejercicio 2023, principalmente impactado por un incremento de los ingresos de participaciones de capital en empresas del grupo.

El resultado neto en el ejercicio 2024 fue de 73.419 miles de euros, un 8,3% más respecto al mismo periodo del ejercicio anterior.

| Cuenta de Resultados (Miles de euros)                         | 2022   | 2023   | 2024   |
|---------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|
| Ingresos de participaciones de capital empresa grupo          | 62.387 | 68.572 | 74.197 |
| Intereses de financiación a empresas del grupo                | -      | -      | 23     |
| Gastos de Personal                                            | -28    | -54    | -148   |
| Otros gastos de explotación                                   | -81    | -77    | -96    |
| Amortización del inmovilizado                                 | -      | -      | -10    |
| Otros resultados                                              | 965    | -      | -      |
| Resultado de Explotación                                      | 63.243 | 68.441 | 73.966 |
| Ingresos Financieros                                          | -      | 39     | 144    |
| Gastos Financieros                                            | -140   | -168   | -347   |
| Resultado Financiero                                          | -140   | -129   | -203   |
| Resultado antes de impuestos                                  | 63.104 | 68.312 | 73.763 |
| Impuestos                                                     | -480   | -542   | -344   |
| Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas | 62.624 | 67.770 | 73.419 |

### Variación interanual (%)\*

|                                                        |      |       |       |
|--------------------------------------------------------|------|-------|-------|
| Ingresos de participaciones de capital empresa grupo   | n.a. | 9,9%  | 8,2%  |
| Resultado de Explotación                               | n.a. | 8,2%  | 8,1%  |
| Resultado Financiero                                   | n.a. | -7,7% | 57,6% |
| Resultado ejercicio procedente operaciones continuadas | n.a. | 8,2%  | 8,3%  |

a) La Previsión 96, S.A.

# Visión general de la Sociedad

LP96 es una entidad holding cuya principal participación es en GCO, y también cuenta con presencia en Baqueira

## Introducción

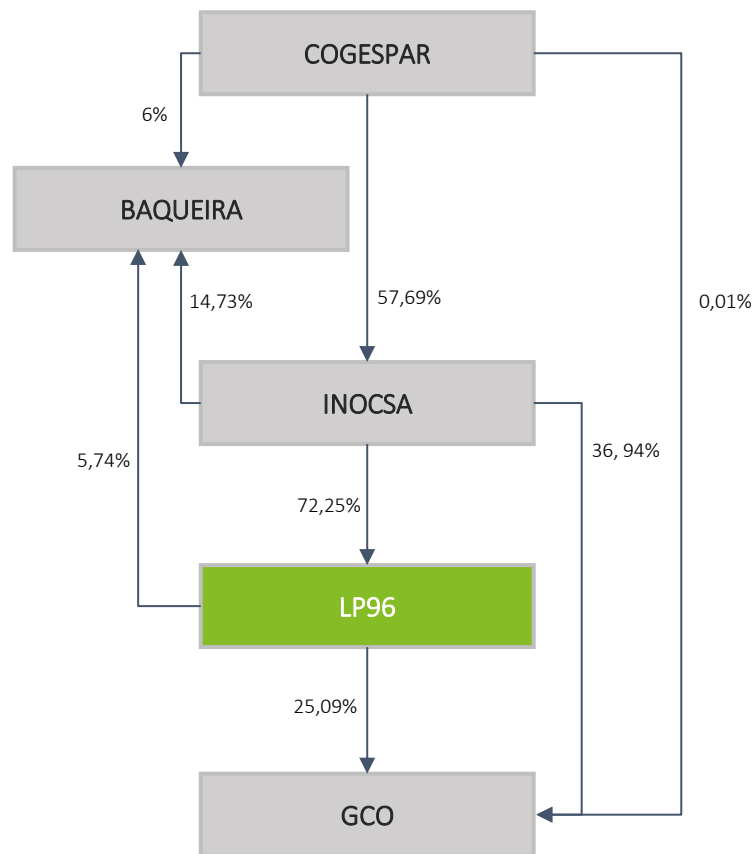
LP96 es una sociedad holding cuya actividad principal es la gestión y administración de su cartera de inversiones. Su inversión se centra en dos entidades: (i) posee un 25,09% de GCO y, (ii) mantiene una participación en Baqueira del 5,74%. El accionista mayoritario de la Sociedad es INOCSA, quien ostenta un 72,25% de participación.

La evolución de la Sociedad está ligada a la de sus filiales y, en particular, a la de GCO.

Como consecuencia de su actividad, la práctica totalidad de los ingresos de explotación procede de inversiones de la cartera de control de la Sociedad, fundamentalmente como consecuencia de la distribución de dividendos que realiza la sociedad Grupo Catalana Occidente, S.A.

La compañía está inscrita en el Registro Mercantil de Madrid. Sus acciones no cotizan en bolsa.

El análisis de los estados financieros de LP96 se realiza sobre los del cierre del ejercicio 2024, al ser los últimos auditados. La Sociedad nos ha facilitado el cierre no auditado de LP96 a 30 de junio de 2025. Tras su revisión, se considera que dicha información no supone un cambio significativo en las hipótesis utilizadas ni en las conclusiones alcanzadas en el presente Informe.



Fuente: Información obtenida del Organigrama Societario a 31 de diciembre de 2024

# Balance LP96: Activo

La principal partida del activo es la relativa a inversiones financieras en empresas del grupo y asociadas a largo plazo, que representa un 58,3% del activo a 31 de diciembre de 2024

## Balance de LP96

A 31 de diciembre de 2024, LP96 presenta un activo total de 35.837 miles de euros, lo que supone un incremento del 13,6% respecto al de 31 de diciembre de 2023.

De las partidas de activo, la principal son las inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo, que a 31 de diciembre de 2024 alcanzan los 20.898 miles de euros, que supone la misma cuantía que la reflejada en el balance a 31 de diciembre de 2023. Este epígrafe representa el 58,3% del peso sobre los activos totales. Está formado en su mayoría por la inversión en GCO (30.103.560 acciones que suponen un 94% del total de las inversiones), y con un 6% por la participación en Baqueira (89.868 acciones).

La principal fuente de ingresos de la entidad son los dividendos obtenidos de GCO. Véase el apartado de análisis de cuenta de resultados para mayor detalle.

En relación con los deudores comerciales y otras cuentas a cobrar, segundo epígrafe más relevante del activo con un peso del 40,9% a 31 de diciembre de 2024, experimenta una variación positiva de más del 100% y corresponde en su práctica totalidad a las cuotas de I.S. sobre las sociedades del grupo fiscal del ejercicio 2024 y 2023.

Por último, se observa durante el año 2024 una reducción del 92% de la partida efectivo y activos líquidos equivalentes.

| Activo (miles de euros)                                     | 2022          | 2023          | 2024          | %sAT 2024     |
|-------------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo | 17.716        | 20.898        | 20.898        | 58,3%         |
| <i>Grupo Catalana Occidente, S.A.</i>                       | 16.607        | 19.789        | 19.789        | 55,2%         |
| <i>Baqueira Beret, S.A.</i>                                 | 1.109         | 1.109         | 1.109         | 3,1%          |
| Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar               | 6.454         | 7.019         | 14.647        | 40,9%         |
| <i>Deudores varios</i>                                      | 2             | 4             | 5             | 0,0%          |
| <i>Activos por impuesto corriente</i>                       | 6.452         | 7.015         | 14.643        | 40,9%         |
| Efectivo y otros líquidos equivalentes                      | 6.192         | 3.623         | 292           | 0,8%          |
| <b>Total Activo</b>                                         | <b>30.363</b> | <b>31.540</b> | <b>35.837</b> | <b>100,0%</b> |
| <b>Variación interanual (%)*</b>                            |               |               |               |               |
| Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo | n.a.          | 18,0%         | 0,0%          |               |
| Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar               | n.a.          | 8,8%          | 108,7%        |               |
| Efectivo y otros líquidos equivalentes                      | n.a.          | -41,5%        | -91,9%        |               |
| Total activo                                                | n.a.          | 3,9%          | 13,6%         |               |

Fuente: Análisis interno de Deloitte basado en Cuentas Anuales auditadas de LP96

# Balance LP96: Pasivo y Patrimonio Neto

La principal partida del pasivo es la relativa al préstamo con INOCSA, que representa el 73% del total

## Balance de LP96

En relación con el pasivo, alcanza una cifra de 4.139 miles de euros a 31 de diciembre de 2024, lo que supone un incremento de prácticamente 240 puntos porcentuales con respecto a 31 de diciembre de 2023.

La principal partida dentro del pasivo son las deudas a corto plazo, que alcanzan una cifra de 3.023 miles de euros, los cuales representan el 73% del pasivo total de LP96 a diciembre de 2024. Su incremento explica prácticamente el total de incremento experimentado en pasivo con respecto a 31 de diciembre de 2023. El saldo está formado por un préstamo de su matriz Inoc, S.A. por importe de 3.000 miles de euros y sus intereses devengados asociados.

Dentro de los acreedores comerciales y otras cuentas a pagar, los acreedores varios son los que suponen el segundo peso más relevante del pasivo con un 26,7%.

En relación con el patrimonio neto, la cifra se sitúa en 31.698 miles de euros (lo que supone un incremento del 4,5% respecto con respecto de diciembre de 2023), con un incremento relevante en resultado de 2.792 miles de euros frente a la cifra registrada a 31 de diciembre de 2023 y un aumento del dividendo a cuenta de 1.900 miles de euros frente a la cifra reflejada a cierre del ejercicio anterior.

| Pasivo (miles de euros)                               | 2022          | 2023          | 2024          | %sAT 2024    |
|-------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| Deudas a corto plazo                                  | -             | -             | 3.023         | 8,4%         |
| Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar        | 1.162         | 1.212         | 1.116         | 3,1%         |
| <i>Acreedores varios</i>                              | <i>1.152</i>  | <i>1.202</i>  | <i>1.107</i>  | <i>3,1%</i>  |
| <i>Otras deudas con las Administraciones Públicas</i> | <i>11</i>     | <i>10</i>     | <i>10</i>     | <i>0,0%</i>  |
| <b>Total Pasivo</b>                                   | <b>1.162</b>  | <b>1.212</b>  | <b>4.139</b>  | <b>11,6%</b> |
| Capital                                               | 3.005         | 3.005         | 3.005         | 8,4%         |
| Reservas                                              | 19.810        | 19.846        | 20.323        | 56,7%        |
| Resultado del ejercicio                               | 28.135        | 30.478        | 33.270        | 92,8%        |
| Dividendo a cuenta                                    | -21.750       | -23.000       | -24.900       | -69,5%       |
| <b>Total Patrimonio Neto</b>                          | <b>29.201</b> | <b>30.328</b> | <b>31.698</b> | <b>88,4%</b> |
| <b>Variación interanual (%)*</b>                      |               |               |               |              |
| Deudas a corto plazo                                  | n.a.          | 0,0%          | 100,0%        |              |
| Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar        | n.a.          | 4,3%          | -7,9%         |              |
| Total Pasivo                                          | n.a.          | 4,3%          | 241,5%        |              |
| Fondos propios                                        | n.a.          | 3,9%          | 4,5%          |              |

# Cuenta de resultados

El resultado atribuido de LP96 se ha situado en 33.270 miles de euros y el volumen de negocio total ha aumentado un 8,6% a 31 de diciembre de 2024

## Cuenta de Resultados de LP96

A 31 de diciembre de 2024, el volumen de negocio total de LP96, S.A. alcanzó una cifra de 34.643 miles de euros, suponiendo un incremento del 8,6% respecto al cierre de diciembre del ejercicio 2023. Los ingresos obtenidos son principalmente de carácter financiero, generándose a través de los rendimientos procedentes de la cartera de inversiones financieras (véase activo). La participación en GCO explica el 99% de dichos ingresos.

El resultado de explotación a 31 de diciembre de 2024 se sitúa en 33.299 miles de euros, suponiendo un incremento de 9,4 puntos porcentuales respecto al mismo periodo del ejercicio anterior.

En cuanto al resultado financiero, este epígrafe recoge por un lado los ingresos procedentes de intereses devengados por los saldos en cuentas corrientes bancarias y, por otro lado, el gasto correspondiente a las comisiones pagadas a la entidad depositaria de las acciones de las sociedades participadas en concepto de gastos de custodia de estas y a los intereses pagados a la entidad bancaria por el saldo efectivo mantenido en cuenta corriente. Se registra un incremento en los gastos financieros, así como una disminución de los ingresos financieros, suponiendo una disminución total del resultado financiero en un 58,4% respecto al ejercicio anterior.

El resultado antes de impuestos para el ejercicio 2024 fue de 33.333 miles de euros, y un resultado neto del ejercicio de 33.270 miles de euros, un 9,2% más respecto al mismo periodo del ejercicio anterior.

| Cuenta de Resultados (Miles de euros)                         | 2022   | 2023   | 2024   |
|---------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|
| Ingresos de participaciones en capital empresas grupo         | 29.145 | 31.891 | 34.643 |
| Gastos de Personal                                            | -1.371 | -1.418 | -1.313 |
| Otros gastos de explotación                                   | -28    | -37    | -31    |
| Otros resultados                                              | 451    | -      | -      |
| Resultado de Explotación                                      | 28.198 | 30.436 | 33.299 |
| Ingresos Financieros                                          | -      | 113    | 103    |
| Gastos Financieros                                            | -23    | -30    | -69    |
| Resultado Financiero                                          | -23    | 82     | 34     |
| Resultado antes de impuestos                                  | 28.175 | 30.519 | 33.333 |
| Impuestos                                                     | -40    | -41    | -63    |
| Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas | 28.135 | 30.478 | 33.270 |

### Variación interanual (%)

|                                                               |      |         |        |
|---------------------------------------------------------------|------|---------|--------|
| Ingresos de participaciones en capital empresas grupo         | n.a. | 9,4%    | 8,6%   |
| Resultado de Explotación                                      | n.a. | 7,9%    | 9,4%   |
| Resultado Financiero                                          | n.a. | -455,5% | -58,4% |
| Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas | n.a. | 8,3%    | 9,2%   |

Fuente: Análisis interno de Deloitte basado en Cuentas Anuales auditadas de LP96

b) GCO

# Visión general de la Sociedad

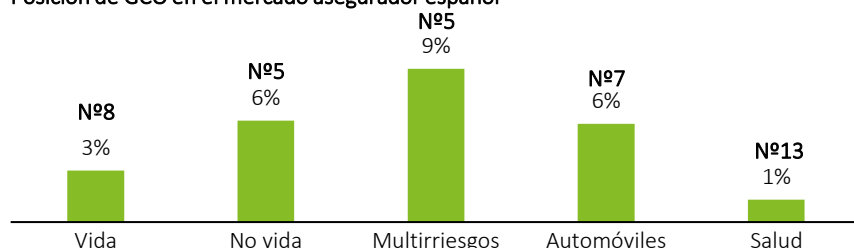
GCO es una entidad aseguradora española cotizada y supervisada por la DGSFP que opera en los negocios de seguros tradicional, crédito y negocio funerario

## Introducción

GCO es una multinacional que desarrolla la actividad aseguradora operando en más de 50 países, prestando servicio a más de 4,5 millones de asegurados. Grupo Catalana Occidente S.A. es la sociedad holding que actúa como matriz del Grupo, cuyas acciones cotizan en las bolsas de Madrid y Barcelona, en el Mercado Continuo y está sujeta a la supervisión de la CNMV. Asimismo, como entidad aseguradora, el Grupo está sujeto a la supervisión de la DGSFP.

A 31 de diciembre de 2024, en España, el Grupo ocupa la séptima posición en el ranking de principales grupos aseguradores con una cuota de mercado del 4,8%, ocupando la quinta posición en el ranking de no vida con una cuota del 5,9% y la octava posición en el ranking de vida con una cuota de mercado del 3,0%. A 30 de junio de 2025, el Grupo ocupa la séptima posición en el ranking de grupos aseguradores, con una cuota del 4,4%, la cuarta posición en no vida (cuota del 5,9%) y la décima posición en vida (cuota del 2,4%).

### Posición de GCO en el mercado asegurador español



Fuente: ICEA – Boletín Nº208 2024 – Ene 2025

De acuerdo con el informe de gestión de 31 de diciembre de 2024 y de 30 de junio de 2025 de GCO, el Grupo basa su estrategia en: (i) crecimiento, por medio de los mercados a los que se dirige a través de los productos y servicios y el establecimiento de los canales de distribución para llegar a los clientes,

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

(ii) rentabilidad a través de la gestión del riesgo técnico-actuarial, diversificación en las inversiones y procesos, y (iii) solvencia. Sus principales líneas de negocio son:

- **Negocio de seguros tradicional:** el Grupo desarrolla su actividad en el negocio de seguros tradicional a través de Occident, que opera en los ramos de vida, diversos, automóviles y multirriesgo, entre otros. El negocio tradicional aporta el 54,0% del volumen de negocio del Grupo a 31 de diciembre de 2024, frente a 55,7% a 30 de junio de 2025. La distribución del negocio tradicional es multirriesgos 27,6%, vida 26,1%, 23,3% automóviles, 12,8% diversos, 5,4% decesos y salud 4,8% a 31 de diciembre de 2024, siendo similar a la distribución a 30 de junio de 2025.
- **Negocio de seguros de crédito:** se dedica a ofrecer servicios de protección de crédito a plazos, así como bonding o seguro de bonos, reaseguro, servicios de información y de recuperación de deuda. Este negocio aporta un 41,6% del volumen de negocio del Grupo a 31 de diciembre de 2024, frente a 40,2% a 30 de junio de 2025. A 31 de diciembre de 2024 se diversifica un 78,1% en seguro de crédito, 8,5% reaseguro aceptado, 6,7% seguro de caución, 6,1% ingresos por información y 0,6% ingresos por actividades complementarias, siendo similar a la distribución del negocio a 30 de junio de 2025.
- **Negocio funerario:** se dedica a la prestación de servicios funerarios en la península ibérica, principalmente en el territorio español a través de sus instalaciones que incluyen tanatorios y crematorios propios en 24 provincias españolas y Portugal. Este negocio aporta un 4,4% del total de volumen de negocio a través de Mémora Servicios Funerarios, S.L.U. (“Mémora”) y Asistea a 31 de diciembre de 2024, frente a 4,1% a 30 de junio de 2025.

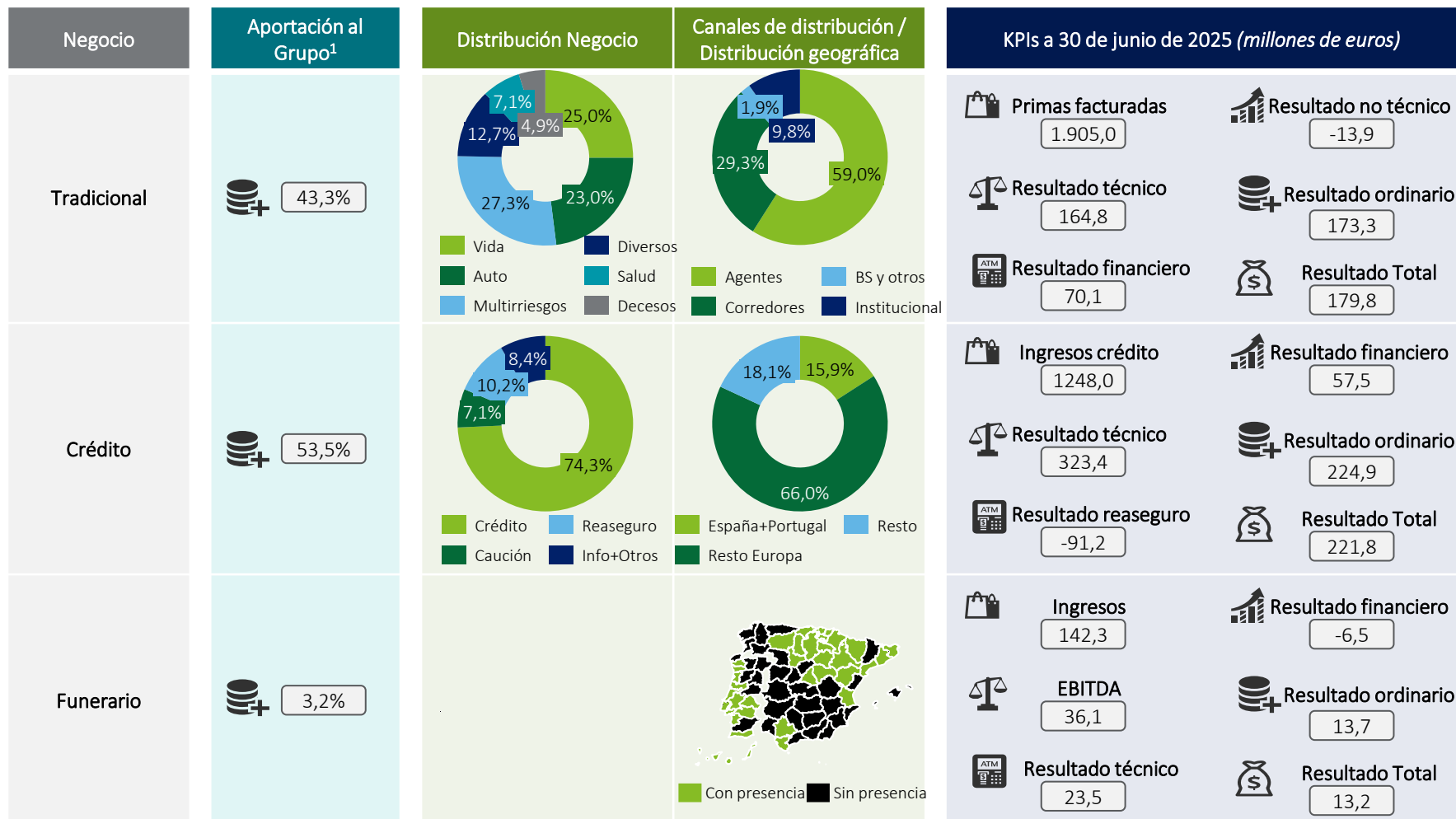
# Visión general de la Sociedad

La contribución a resultados de los negocios de GCO se divide en seguros tradicional (43,0%), seguros de crédito (54,8%) y funerario (2,2%) a 31 de diciembre de 2024

| Negocio     | Aportación al Grupo <sup>1</sup> | Distribución Negocio                                                                                                                       | Canales de distribución / Distribución geográfica                                                                 | KPIs a 31 de diciembre de 2024 (millones de euros)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|-------------|----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Tradicional | <div> <div>43,0%</div> </div>    | <div> <div> <div>Vida</div> <div>Auto</div> <div>Multirriesgos</div> <div>Decesos</div> <div>Salud</div> <div>Diversos</div> </div> </div> | <div> <div> <div>Agentes</div> <div>Corredores</div> <div>BS y otros</div> <div>Institucional</div> </div> </div> | <div> <div> <div>Primas facturadas</div> <div>3.239,8</div> </div> <div> <div>Resultado no técnico</div> <div>-34,7</div> </div> <div> <div> <div>Resultado técnico</div> <div>297,2</div> </div> <div> <div>Resultado ordinario</div> <div>292,3</div> </div> <div> <div> <div>Resultado financiero</div> <div>104,7</div> </div> <div> <div>Resultado Total</div> <div>295,9</div> </div> </div> </div></div>             |
| Crédito     | <div> <div>54,8%</div> </div>    | <div> <div> <div>Crédito</div> <div>Reaseguro</div> <div>Caución</div> <div>Info+Otros</div> </div> </div>                                 | <div> <div> <div>España+Portugal</div> <div>Resto Europa</div> <div>Resto</div> </div> </div>                     | <div> <div> <div> <div>Ingresos crédito</div> <div>2.438,8</div> </div> <div> <div>Resultado financiero</div> <div>101,1</div> </div> <div> <div> <div>Resultado técnico</div> <div>578,5</div> </div> <div> <div>Resultado ordinario</div> <div>392,3</div> </div> <div> <div> <div>Resultado reaseguro</div> <div>-157,5</div> </div> <div> <div>Resultado Total</div> <div>377,7</div> </div> </div> </div> </div></div> |
| Funerario   | <div> <div>2,2%</div> </div>     |                                                                                                                                            | <div> <div> <div>Con presencia</div> <div>Sin presencia</div> </div> </div>                                       | <div> <div> <div> <div>Ingresos</div> <div>262,8</div> </div> <div> <div>Resultado financiero</div> <div>-17,1</div> </div> <div> <div> <div>EBITDA</div> <div>63,7</div> </div> <div> <div>Resultado ordinario</div> <div>18,1</div> </div> <div> <div> <div>Resultado técnico</div> <div>40,0</div> </div> <div> <div>Resultado Total</div> <div>15,1</div> </div> </div> </div> </div></div>                             |

## Visión general de la Sociedad

La contribución a resultados de los negocios de GCO se divide en seguros tradicional (43,3%), seguros de crédito (53,5%) y funerario (3,2%) a 30 de junio de 2025



Fuente: Información obtenida del informe de gestión a 30 de junio de 2025 de GCO elaborado bajo NIIF4  
Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

<sup>1</sup> Contribución a resultados del Grupo

# Balance consolidado: Activo

La principal partida del activo es la relativa a los activos financieros, que representa c.68,1% del activo total a 31 de diciembre de 2024

## Balance consolidado de GCO

De acuerdo con las cuentas anuales de la Sociedad elaboradas bajo normativa internacional a 31 de diciembre de 2024, GCO presenta un activo total de 19.245 millones de euros, lo que supone un incremento del 9,2% respecto al de 31 de diciembre de 2023.

De las partidas de activo, la principal partida son los activos financieros, que a 31 de diciembre de 2024 alcanzan los 13.099 millones de euros, que supone un incremento del 11,3% con respecto del balance de diciembre de 2023. Entre los activos financieros, la partida con mayor peso es la relativa a valor razonable con cambios en otro resultado global, que representa el 52,5% sobre activos totales y el 77,1% de los activos financieros a cierre de 2024.

En relación con el inmovilizado intangible se observa un incremento durante el año 2023, principalmente motivado por la adquisición de Grupo Mémora por 401,3 millones de euros (siendo el Enterprise Value cercano a los 600 millones de euros) cuyo fondo de comercio de acuerdo con las cuentas anuales a 31 de diciembre de 2024 alcanza los 435 millones de euros (este importe es superior al de 2023 debido principalmente a la adquisición de Tanatorio Palencia).

Derivado de la adquisición de Grupo Mémora y, dado que el precio se pagó en efectivo, se observa durante el año 2023 una reducción de la partida efectivo y activos líquidos equivalentes. Adicionalmente, cabe señalar que la partida de tesorería no recoge en su totalidad la posición de liquidez del Grupo a 31 de diciembre de 2024, ya que las inversiones en depósitos y fondos monetarios se incluyen dentro de inversiones financieras.

Asimismo, hay que considerar que GCO no contabiliza las plusvalías de sus inmuebles, de forma que estos aparecen a coste amortizado y, de acuerdo con lo indicado por la dirección de GCO, la rentabilidad de las inversiones está recogida en el Plan Estratégico. Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

| Activo (millones de euros)                                                 | 2022          | 2023          | 2024          | %s/AT 2024    |
|----------------------------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Efectivo y activos líquidos equivalentes                                   | 2.126         | 1.374         | 1.427         | 7,4%          |
| Activos financieros a valor razonable con cambios en resultados            | 1.689         | 1.738         | 2.027         | 10,5%         |
| Activos financieros a valor razonable con cambios en otro resultado global | 8.293         | 9.176         | 10.096        | 52,5%         |
| <i>Instrumentos de patrimonio</i>                                          | <i>1.430</i>  | <i>1.855</i>  | <i>2.110</i>  | <i>11,0%</i>  |
| <i>Valores representativos de deuda</i>                                    | <i>6.752</i>  | <i>7.216</i>  | <i>7.883</i>  | <i>41,0%</i>  |
| <i>Depósitos en entidades de crédito</i>                                   | <i>112</i>    | <i>105</i>    | <i>104</i>    | <i>0,5%</i>   |
| Activos financieros a coste amortizado                                     | 638           | 856           | 976           | 5,1%          |
| Activos por contratos de seguro                                            | 106           | 123           | 162           | 0,8%          |
| Activos por contratos de reaseguro                                         | 772           | 780           | 799           | 4,2%          |
| Inmovilizado material e inversiones inmobiliarias                          | 1.138         | 1.243         | 1.433         | 7,4%          |
| Inmovilizado intangible                                                    | 923           | 1.591         | 1.596         | 8,3%          |
| Participaciones en entidades valoradas por el método de la participación   | 112           | 119           | 125           | 0,6%          |
| Activos fiscales                                                           | 404           | 448           | 486           | 2,5%          |
| Otros activos                                                              | 143           | 172           | 119           | 0,6%          |
| Activos mantenidos para la venta                                           | 35            | 0             | 0             | 0,0%          |
| <b>Total Activo</b>                                                        | <b>16.379</b> | <b>17.619</b> | <b>19.245</b> | <b>100,0%</b> |
| <b>Variación interanual (%)*</b>                                           |               |               |               |               |
| Efectivo y activos líquidos equivalentes                                   | n.a.          | -35,4%        | 3,9%          |               |
| Instrumentos de patrimonio                                                 | n.a.          | 29,8%         | 13,7%         |               |
| Valores representativos de deuda                                           | n.a.          | 6,9%          | 9,2%          |               |
| Depósitos en entidades de crédito                                          | n.a.          | -6,3%         | -1,1%         |               |
| Activos financieros a coste amortizado                                     | n.a.          | 34,2%         | 14,0%         |               |
| Total activo                                                               | n.a.          | 7,6%          | 9,2%          |               |

\*No se ha estimado la variación del período 21-22 por diferencias en la normativa en que se reportan los resultados (NIIF4 vs NIIF17).

# Balance consolidado: Pasivo y Patrimonio Neto

La principal partida del pasivo es la relativa a los pasivos por contratos de seguro, que representa c.81,1% del pasivo a 31 de diciembre de 2024

## Balance consolidado de GCO

En relación con el pasivo, alcanza una cifra de 12.956 millones de euros a 31 de diciembre de 2024, lo que supone un incremento del 7,9% con respecto de diciembre de 2023.

La principal partida dentro del pasivo son los pasivos por contratos de seguro, que alcanzan una cifra de 10.504 millones de euros, los cuales representan el 81,1% del pasivo de GCO a 31 de diciembre de 2024. Estos suponen un incremento del 6,8% con respecto al 31 de diciembre de 2023. Dentro de los mismos, los pasivos por siniestros incurridos son los que vienen mostrando un mayor crecimiento. Este incremento refleja: (i) un crecimiento en el volumen de negocio, y (ii) ajustes actuariales para reflejar cambios en la siniestralidad. Por otro lado, el pasivo para la cobertura restante (LFRC), que recoge las obligaciones que tiene una aseguradora de cubrir eventos asegurados que aún no han ocurrido bajo contratos de seguros ya emitidos, aumentaron un 5,3% entre el ejercicio 2023 y 2024, alcanzando una proporción del 41,7% sobre el pasivo total.

Los pasivos financieros a coste amortizado suponen un 10,1% del pasivo de GCO, con un incremento del 16,4% con respecto a 31 de diciembre de 2023, debido principalmente a la emisión de bonos subordinados realizada por ACyC., al incremento del saldo de pasivos por arrendamiento y gastos periodificados, así como al aumento de las obligaciones con asegurados como resultado del crecimiento del negocio.

El patrimonio neto alcanza los 6.289 millones de euros (incremento del 12,0% con respecto al 31 de diciembre de 2023), con un importe de intereses minoritarios de 538 millones de euros a 31 de diciembre de 2024 (incremento del 4,9% con respecto de diciembre de 2023).

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

| Pasivo (millones de euros)                              | 2022          | 2023          | 2024          | %s/PT 2024    |
|---------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Pasivos financieros a coste amortizado                  | 936           | 1.129         | 1.314         | 6,8%          |
| Pasivos por contratos de seguro                         | 9.610         | 9.840         | 10.504        | 54,6%         |
| <i>Pasivo para la coberura restante</i>                 | 7.629         | 7.623         | 8.030         | 41,7%         |
| <i>Pasivo por siniestros incurridos</i>                 | 1.982         | 2.217         | 2.474         | 12,9%         |
| Pasivos por contratos de reaseguro                      | 0             | 1             | 5             | 0,0%          |
| Provisiones no técnicas                                 | 245           | 245           | 176           | 0,9%          |
| Pasivos fiscales                                        | 588           | 671           | 855           | 4,4%          |
| Otros pasivos                                           | 124           | 118           | 103           | 0,5%          |
| Pasivos vinculados con activos mantenidos para la venta | 22            | 0             | 0             | 0,0%          |
| <b>Pasivo</b>                                           | <b>11.525</b> | <b>12.003</b> | <b>12.956</b> | <b>67,3%</b>  |
| Fondos propios                                          | 4.067         | 4.521         | 4.971         | 25,8%         |
| Otro resultado global acumulado                         | 333           | 583           | 780           | 4,1%          |
| Interes minoritarios                                    | 454           | 513           | 538           | 2,8%          |
| <b>Patrimonio Neto</b>                                  | <b>4.854</b>  | <b>5.616</b>  | <b>6.289</b>  | <b>32,7%</b>  |
| <b>Total Pasivo y Patrimonio Neto</b>                   | <b>16.379</b> | <b>17.619</b> | <b>19.245</b> | <b>100,0%</b> |
| <b>Variación interanual (%)*</b>                        |               |               |               |               |
| Pasivos financieros a coste amortizado                  | n.a.          | 20,6%         | 16,4%         |               |
| Pasivo para la coberura restante                        | n.a.          | -0,1%         | 5,3%          |               |
| Pasivo por siniestros incurridos                        | n.a.          | 11,9%         | 11,6%         |               |
| Provisiones no técnicas                                 | n.a.          | -0,1%         | -28,4%        |               |
| Fondos propios                                          | n.a.          | 11,1%         | 10,0%         |               |

\*No se ha estimado la variación del período 21-22 por diferencias en la normativa en que se reportan los resultados (NIIF 4 vs NIIF 17).

# Cuenta de resultados consolidada

El volumen de negocio total ha aumentado un 3,1% en el ejercicio 2024 y el resultado atribuido del Grupo se ha situado en 636,4 millones de euros

## Cuenta de Resultados consolidada de GCO

En el ejercicio 2024, el volumen de negocio total de GCO aumentó un 3,1% impulsado por el crecimiento en el negocio tradicional (+5,8% con respecto al cierre de diciembre de 2023). El seguro de crédito reportó una subida de 0,3% con respecto al ejercicio 2023.

El resultado del servicio de seguro, con 712 millones de euros, crece un 0,9% con respecto del ejercicio 2023 principalmente derivado de un aumento de los ingresos por recuperaciones de reaseguro que experimentaron un aumento durante el ejercicio 2024.

El resultado neto de las inversiones alcanzó los 510 millones de euros en el ejercicio 2024, lo que implica un crecimiento del 23,8% con respecto del ejercicio 2023 derivado de: (i) mejores rendimientos de las inversiones por condiciones de mercado favorables, (ii) cambios en la composición de la cartera que permiten beneficiarse del momento de mercado, y (iii) entorno de tipo de interés favorable que ha permitido obtener un mayor rendimiento en la cartera de renta fija.

El resultado antes de impuestos para el ejercicio 2024 fue de 923 millones de euros, lo que implica un aumento del 10,1% con respecto del ejercicio 2023, principalmente impactado por un incremento del resultado neto de inversiones, que registró un incremento del 23,8% con respecto del ejercicio 2023.

El resultado neto consolidado en el ejercicio 2024 fue de 697 millones de euros, de los cuales 636 millones de euros corresponden al resultado atribuible al grupo.

| Cuenta de Resultados (Millones de euros)                      | 2022   | 2023   | 2024   |
|---------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|
| Ingresos del servicio de seguro                               | 4.420  | 4.768  | 4.918  |
| Gastos del servicio de seguro                                 | -3.349 | -3.776 | -3.972 |
| Resultado asociado a los contratos de seguro emitidos         | 1.071  | 993    | 947    |
| Resultado asociado a los contratos de reaseguro mantenidos    | -312   | -287   | -234   |
| Resultado del servicio de seguro                              | 759    | 706    | 712    |
| Resultado neto de inversiones                                 | 5      | 412    | 510    |
| Total de ingresos o gastos financieros de seguros             | 67     | -309   | -348   |
| Resultado neto de seguros e inversiones                       | 832    | 809    | 874    |
| Resultado antes de impuestos                                  | 751    | 838    | 923    |
| Impuestos                                                     | -181   | -198   | -225   |
| Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas | 570    | 641    | 697    |
| Otros ingresos y gastos                                       | -41    | 4      | 0      |
| Resultado consolidado del ejercicio                           | 529    | 645    | 697    |
| Resultado atribuido a la entidad dominante                    | 473    | 581    | 636    |
| <b>Variación interanual (%)*</b>                              |        |        |        |
| Ingresos del servicio de seguro                               | n.a.   | 7,9%   | 3,1%   |
| Gastos del servicio de seguro                                 | n.a.   | 12,8%  | 5,2%   |
| Resultado neto de seguros e inversiones                       | n.a.   | -2,7%  | 8,1%   |
| Resultado consolidado del ejercicio                           | n.a.   | 22,1%  | 8,1%   |

\*No se ha estimado la variación del período 21-22 por diferencias en la normativa en que se reportan los resultados (NIIF 4 vs NIIF 17).

# Cuenta de resultados – Negocio tradicional

Positiva evolución del negocio tradicional con crecimiento del 5,8% de los ingresos del servicio de seguro y un resultado antes de impuestos de 415 millones de euros en 2024

## Cuenta de Resultados – Negocio tradicional

Los ingresos por contratos de seguros del negocio tradicional asegurador de GCO incrementaron un 5,8% en el ejercicio 2024 con respecto al ejercicio 2023, situándose en los 2.611 millones de euros, continuando con la tendencia de crecimiento observada durante los últimos ejercicios principalmente impulsada por los ramos de auto y multirriesgos.

El resultado asociado a los contratos de seguro emitidos alcanzó en el ejercicio 2024 los 377 millones de euros, lo que supuso un incremento del 19,5% con respecto al ejercicio 2023. No obstante, a finales de 2023 se observa que dicho resultado fue inferior al obtenido durante el ejercicio 2022 principalmente derivado del incremento de los gastos del servicio de seguro.

En cuanto al resultado neto de las inversiones, en el ejercicio 2024 alcanzó los 443 millones de euros, lo que supuso un incremento del 18,1% con respecto al ejercicio 2023. Este mayor resultado viene derivado del incremento de los tipos de interés realizado desde mediados del año 2022.

El resultado neto de seguros e inversiones alcanzó los 483 millones de euros en el ejercicio 2024, lo que representó un crecimiento del 23,2% con respecto al ejercicio 2023, principalmente impulsado por el ramo de multirriesgos.

El resultado antes de impuestos en el ejercicio 2024 alcanzó los 415 millones de euros, lo que implica un crecimiento del 25,7% con respecto al ejercicio 2023, siguiendo con la tendencia observada durante el ejercicio 2023, que registró un crecimiento con respecto del ejercicio 2022 del 27,8% derivado principalmente del incremento en el resultado neto de las inversiones.

| Cuenta de Resultados<br>Negocio Tradicional (Millones de euros) | 2022   | 2023   | 2024   |
|-----------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|
| Ingresos del servicio de seguro                                 | 2.334  | 2.468  | 2.611  |
| Gastos del servicio de seguro                                   | -1.980 | -2.152 | -2.234 |
| Resultado asociado a los contratos de seguro emitidos           | 354    | 316    | 377    |
| Resultado asociado a los contratos de reaseguro mantenidos      | -39    | -25    | -32    |
| Resultado del servicio de seguro                                | 314    | 291    | 345    |
| Resultado neto de inversiones                                   | 6      | 375    | 443    |
| Total de ingresos o gastos financieros de seguros               | 85     | -274   | -305   |
| Resultado neto de seguros e inversiones                         | 405    | 392    | 483    |
| Otros ingresos y gastos                                         | -146   | -62    | -68    |
| Resultado antes de impuestos*                                   | 259    | 331    | 415    |
| Variación interanual (%)**                                      |        |        |        |
| Ingresos del servicio de seguro                                 | n.a.   | 5,7%   | 5,8%   |
| Gastos del servicio de seguro                                   | n.a.   | 8,7%   | 3,8%   |
| Resultado neto de seguros e inversiones                         | n.a.   | -3,1%  | 23,2%  |
| Resultado antes de impuestos                                    | n.a.   | 27,8%  | 25,7%  |

\*En las CCAA de GCO no se recoge la estimación del resultado después de impuestos por negocio.

\*\*No se ha estimado la variación del período 21-22 por diferencias en la normativa en que se reportan los resultados (NIIF 4 vs NIIF 17).

# Cuenta de resultados – Negocio de seguro de crédito

Durante el ejercicio del año 2024, se observa un aumento de los ingresos del servicio de seguro de crédito, con una caída del 1,2% del resultado antes de impuestos

## Cuenta de Resultados – Negocio de seguro de crédito

En el negocio del seguro de crédito, en el ejercicio 2024 el Grupo aumentó sus ingresos del servicio de seguro un 0,3% con respecto del ejercicio 2023 hasta alcanzar los 2.307 millones de euros. Adicionalmente, los gastos del servicio de seguro se incrementaron un 7,1% durante el mismo periodo.

El resultado asociado a los contratos de seguros emitidos de crédito se situó en 569 millones de euros, un 15,9% menos que en el mismo periodo de 2023, continuando con la tendencia decreciente observada durante el ejercicio del 2023 del 5,6%.

Por su parte, el resultado neto de las inversiones con 101 millones de euros en el ejercicio 2024 es superior al del ejercicio 2023 debido principalmente a ingresos financieros de su cartera derivado del impulso del incremento de los tipos de interés.

En cuanto al resultado neto de seguros e inversiones, en el ejercicio 2024 alcanzó los 425 millones de euros, lo que supuso una reducción del 5,4% con respecto al ejercicio 2023 derivado de un menor resultado del servicio de seguro (367 millones de euros en el ejercicio 2024 vs 415 millones de euros en el ejercicio 2023).

En consecuencia, en el ejercicio 2024 el resultado antes de impuestos se situó en 488 millones de euros, un 1,2% menor que en el ejercicio 2023, rompiendo con la tendencia de aumento del resultado antes de impuestos observado en el año 2023 (1,8%).

| Cuenta de Resultados<br>Negocio de Crédito (Millones de euros) | 2022   | 2023   | 2024   |
|----------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|
| Ingresos del servicio de seguro                                | 2.086  | 2.300  | 2.307  |
| Gastos del servicio de seguro                                  | -1.368 | -1.623 | -1.738 |
| Resultado asociado a los contratos de seguro emitidos          | 717    | 677    | 569    |
| Resultado asociado a los contratos de reaseguro mantenidos     | -272   | -262   | -202   |
| Resultado del servicio de seguro                               | 445    | 415    | 367    |
| Resultado neto de inversiones                                  | -2     | 70     | 101    |
| Total de ingresos o gastos financieros de seguros              | -17    | -35    | -43    |
| Resultado neto de seguros e inversiones                        | 426    | 450    | 425    |
| Otros ingresos y gastos                                        | 59     | 44     | 63     |
| Resultado antes de impuestos*                                  | 485    | 494    | 488    |
| <b>Variación interanual (%)**</b>                              |        |        |        |
| Ingresos del servicio de seguro                                | n.a.   | 10,3%  | 0,3%   |
| Gastos del servicio de seguro                                  | n.a.   | 18,6%  | 7,1%   |
| Resultado neto de seguros e inversiones                        | n.a.   | 5,6%   | -5,4%  |
| Resultado antes de impuestos                                   | n.a.   | 1,8%   | -1,2%  |

\*En las CCAA de GCO no se recoge la estimación del resultado después de impuestos por negocio.

\*\*No se ha estimado la variación del periodo 21-22 por diferencias en la normativa en que se reportan los resultados (NIIF 4 vs NIIF 17).

## Cuenta de resultados – Negocio funerario

GCO adquirió el 9 de febrero de 2023 el 100% del Grupo Mémora que pertenecía al fondo de pensiones Ontario Teachers' Pension Plan

### Cuenta de resultados – Negocio funerario

El negocio funerario de GCO está compuesto de dos entidades principalmente: (i) Asistea y (ii) Mémora. Con fecha 9 de febrero de 2023, Grupo Catalana Occidente adquiere Mémora, primer grupo de la Península Ibérica en la organización de servicios funerarios y en la gestión de tanatorios, cementerios y crematorios con presencia directa en 24 provincias y en Portugal. La estrategia del negocio funerario del Grupo ha sido el crecimiento del negocio principalmente por adquisiciones de compañías.

El negocio funerario ha experimentado un incremento en ingresos derivado de que en 2023 no se incluye el mes de enero (por estacionalidad, uno de los más importantes) dado que Grupo Mémora comenzó a formar parte del Grupo en febrero de 2023, una vez obtenidas las autorizaciones correspondientes. Es por ello que los crecimientos de 2023 y 2024 se ven impactados por esta situación.

El margen EBITDA en el ejercicio 2024 es del 24,2% similar al observado en el ejercicio 2023.

El resultado antes de impuestos se eleva a 23,0 millones de euros, lo que representa un incremento del 38,6% con respecto al ejercicio 2023 derivado principalmente de un incremento del EBITDA y un mantenimiento de los niveles de amortización.

En relación con el resultado ordinario, el negocio funerario alcanzó los 18,1 millones en el ejercicio 2024, lo que implica un crecimiento del 33,1% con respecto al ejercicio 2023. Finalmente, el resultado total del negocio funerario en el ejercicio 2024 alcanzó los 15,1 millones de euros, lo que implica un crecimiento del 36,0% con respecto del observado en el ejercicio 2023.

| Cuenta de Resultados<br>Negocio Funerario (Millones de euros) | 2022  | 2023  | 2024  |
|---------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|
| Ingresos                                                      | 32,8  | 227,0 | 262,8 |
| EBITDA                                                        | 8,1   | 54,2  | 63,7  |
| Amortizaciones                                                | -2,1  | -21,3 | -23,6 |
| Resultado técnico después de gastos                           | 6,0   | 32,9  | 40,0  |
| Resultado financiero                                          | -0,3  | -16,3 | -17,1 |
| Resultado antes de impuestos                                  | 5,7   | 16,6  | 23,0  |
| Impuesto de sociedades                                        | 1,0   | 3,0   | 4,9   |
| Resultado ordinario                                           | 4,8   | 13,6  | 18,1  |
| Resultado no ordinario                                        | -0,2  | -2,5  | -3,0  |
| Resultado total                                               | 4,6   | 11,1  | 15,1  |
| <b>Variación interanual (%)*</b>                              |       |       |       |
| Ingresos                                                      | n.a.  | n.a.  | 15,8% |
| EBITDA                                                        | n.a.  | n.a.  | 17,5% |
| Resultado antes de impuestos                                  | n.a.  | n.a.  | 38,6% |
| Resultado total                                               | n.a.  | n.a.  | 36,0% |
| <b>Otros Ratios (%)</b>                                       |       |       |       |
| Margen EBITDA                                                 | 24,7% | 23,9% | 24,2% |

\*No se ha estimado la variación del período 21-22 por la ausencia de publicación de detalle de la Cuenta de Resultados del negocio funerario en 2021 y 2022.

\*No se ha estimado la variación del período 22-23 por falta de comparabilidad de los datos debido a la adquisición de Mémora por parte de GCO en febrero de 2023.

## c) Grupo Baqueira Beret

## Visión general del grupo

El Grupo Baqueira es la mayor estación de esquí de España, cuya principal actividad es la gestión y desarrollo de su dominio esquiable y servicios asociados

### Introducción

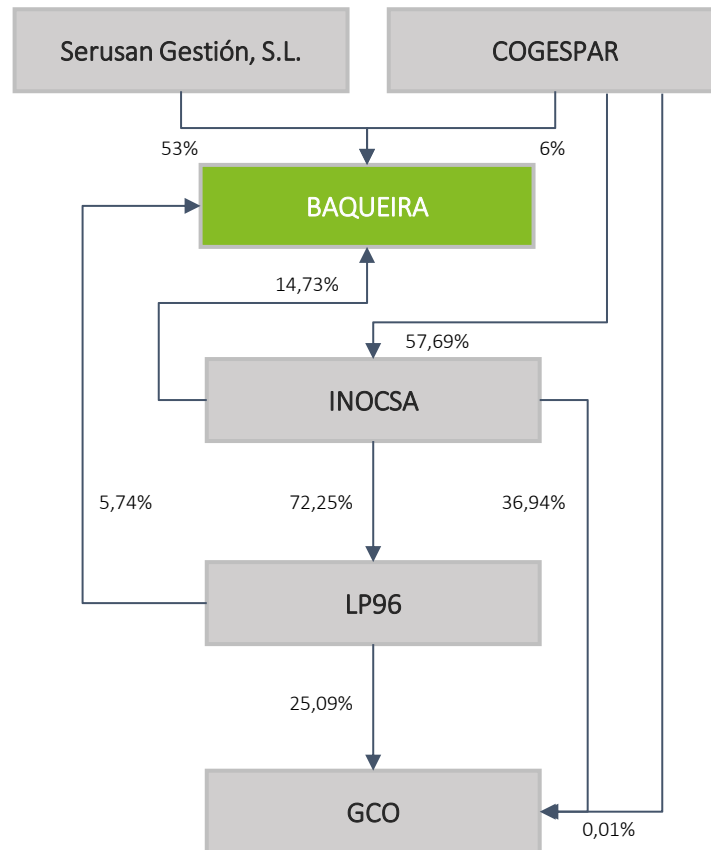
Baqueira es una sociedad anónima española no cotizada con sede en el municipio de Naut Aran, Lleida. Baqueira es la estación de esquí más grande de España (contó con más de 1 millón de esquiadores en 2023, un 6% más que en el ejercicio anterior).

La sociedad gestiona el dominio esquiable con modernas infraestructuras, garantizando nieve en gran parte de sus pistas gracias a su avanzada instalación de producción y mantenimiento. Además de esquí alpino y snowboard, Baqueira apuesta por una mejora continua en remontes, hostelería, alquiler de equipos y otros servicios, así como en la organización de eventos deportivos, musicales y gastronómicos.

Sus ingresos principales, en consecuencia, proceden de la propia estación de esquí de Baqueira y, en menor medida, de Hovasa (hotel de explotación turística) y agencias de viajes de organización y tramitación de paquetes combinados de alojamiento, cursos de esquí y actividades.

A 30 de junio de 2024 (fecha de cierre de su ejercicio social) el capital social de Baqueira está dividido en 1.566.550 acciones. Sus principales accionistas son Serusan Gestión, con un 53% de participación e INOCSA, que ostenta un 14,73%.

El Grupo Baqueira, cuyas cuentas anuales se depositan en el Registro Mercantil de Lleida, forma parte del Grupo consolidado Serusan, cuya matriz es la Sociedad Serusan Gestión, S.L.



# Balance Grupo Baqueira: Activo

La principal partida del activo es la relativa a inmovilizado material, que representa un 55,9% del activo a 30 de junio de 2024

## Balance de Baqueira

A 30 de junio de 2024 (fecha bajo la cual la entidad ha formulado sus últimas cuentas anuales disponibles), el Grupo Baqueira presenta un activo total consolidado de 109.489 miles de euros, lo que supone un incremento del 12,3% respecto a 30 de junio de 2023.

De las partidas de activo, la principal partida es el inmovilizado material, que a 30 de junio de 2024 alcanzan los 61.228 miles de euros, y supone un incremento del 3,8% respecto al mismo periodo de 2023. Este epígrafe representa el 55,9% del peso sobre los activos totales y está formado principalmente por el dominio esquiable de Baqueira (2.273 Ha) y toda la infraestructura asociada.

La principal fuente de ingresos del grupo procede de la estación de esquí (60% del total de ingresos) y de su diversificación en otros negocios como es la restauración (21%) y agencia de viajes (19%). Véase el apartado de análisis de cuenta de resultados para mayor detalle.

La segunda partida más relevante del activo son las inversiones financieras a corto plazo, con un peso del 22,1% a 30 de junio de 2024. Experimenta una variación positiva de casi 700 puntos porcentuales frente al ejercicio anterior. Corresponde en su práctica totalidad por imposiciones a plazos.

Por último, se observa durante el año 2024 una reducción de 43% de la partida efectivo y activos líquidos equivalentes.

| Activo (miles de euros)                       | 2022          | 2023          | 2024           | %sAT 2024     |
|-----------------------------------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
| Inmovilizado intangible                       | 1.633         | 1.460         | 1.732          | 1,6%          |
| Inmovilizado material                         | 47.164        | 58.960        | 61.228         | 55,9%         |
| Inversiones Inmobiliarias                     | 1.649         | 1.616         | 1.582          | 1,4%          |
| Inversiones financieras a largo plazo         | 65            | 88            | 93             | 0,1%          |
| Activos por impuesto diferido                 | 436           | 0             | 0              | 0,0%          |
| Deudores comerciales no corrientes            | 0             | 209           | 106            | 0,1%          |
| Existencias                                   | 1.587         | 1.867         | 1.808          | 1,7%          |
| Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar | 2.377         | 1.356         | 2.051          | 1,9%          |
| Inversiones financieras a corto plazo         | 0             | 3.045         | 24.249         | 22,1%         |
| Periodificaciones a corto plazo               | 138           | 112           | 169            | 0,2%          |
| Efectivo y otros líquidos equivalentes        | 34.505        | 28.743        | 16.471         | 15,0%         |
| <b>Total Activo</b>                           | <b>89.554</b> | <b>97.456</b> | <b>109.489</b> | <b>100,0%</b> |
| <b>Variación interanual (%)*</b>              |               |               |                |               |
| Inmovilizado material                         | n.a.          | 25,0%         | 3,8%           |               |
| Inversiones financieras a corto plazo         | n.a.          | 100,0%        | 696,3%         |               |
| Efectivo y otros líquidos equivalentes        | n.a.          | -16,7%        | -42,7%         |               |
| Total activo                                  | n.a.          | 8,8%          | 12,3%          |               |

# Balance Grupo Baqueira: Pasivo y Patrimonio Neto

El patrimonio a 30 de junio de 2024 se sitúa en 100 millones de euros, 10 veces superior al pasivo total a la fecha

## Balance de Baqueira

En relación con el pasivo consolidado, alcanza una cifra de 9.902 miles de euros a 30 de junio de 2024, lo que supone un incremento del 1,1% con respecto al saldo registrado en junio de 2023.

La principal partida dentro del pasivo son los acreedores comerciales y otras cuentas para pagar, que alcanzan una cifra de 6.071 miles de euros, los cuales representan el 61% del pasivo total de Grupo Baqueira a junio de 2024. El saldo está formado principalmente por el saldo que mantiene con las administraciones públicas y por las remuneraciones pendientes de pago.

En relación con el patrimonio neto, la cifra se sitúa en 99.587 miles de euros (lo que supone un incremento del 13,6% respecto con respecto de junio de 2023). La principal partida dentro de los fondos propios son las reservas, que suponen un 74% del total del patrimonio. Dentro del importe de reservas, la cifra más destacable corresponde a las otras reservas que explican un 89% del total del importe. Se puede observar una variación positiva del 15% respecto al periodo anterior.

Por otro lado, el segundo epígrafe más relevante dentro de los fondos propios corresponde al resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante, con un incremento del 19,6% respecto al cierre del ejercicio anterior. Las principales entidades que aportan resultado al grupo son: Baqueira Beret, S.A. (73%), Hoteles Valle de Aran, S.A.U. (23%) y Viajes Baqueira Beret, S.A.U. (5%)

| Pasivo (miles de euros)                          | 2022          | 2023          | 2024          | %sAT 2024    |
|--------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| Deudas a largo plazo                             | 3.434         | 2.437         | 1.433         | 1,3%         |
| Pasivos por impuesto diferido                    | 375           | 341           | 311           | 0,3%         |
| Deudas a corto plazo                             | 1.199         | 2.001         | 2.087         | 1,9%         |
| Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar   | 4.715         | 5.018         | 6.071         | 5,5%         |
| <b>Total Pasivo</b>                              | <b>9.723</b>  | <b>9.797</b>  | <b>9.902</b>  | <b>9,0%</b>  |
| Capital                                          | 9.415         | 9.415         | 9.415         | 8,6%         |
| Prima de Emisión                                 | 2.751         | 2.751         | 2.751         | 2,5%         |
| Reservas                                         | 54.834        | 64.493        | 74.162        | 67,7%        |
| Acciones y participaciones sociedad dominante    | -986          | -1.003        | -1.020        | -0,9%        |
| Resultado ejercicio atribuido sociedad dominante | 13.580        | 11.825        | 14.146        | 12,9%        |
| Subvenciones, donaciones y legados recibidos     | 237           | 178           | 133           | 0,1%         |
| <b>Total Patrimonio Neto</b>                     | <b>79.831</b> | <b>87.659</b> | <b>99.587</b> | <b>91,0%</b> |
| <b>Variación interanual (%)*</b>                 |               |               |               |              |
| Deudas a largo plazo                             | n.a.          | -29,0%        | -41,2%        |              |
| Deudas a corto plazo                             | n.a.          | 66,9%         | 4,3%          |              |
| Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar   | n.a.          | 6,4%          | 21,0%         |              |
| Total Pasivo                                     | n.a.          | 0,8%          | 1,1%          |              |
| Fondos propios                                   | n.a.          | 9,8%          | 13,6%         |              |

# Cuenta de resultados

El resultado del ejercicio se ha situado en 14.146 miles de euros y el volumen de negocio total ha aumentado un 11,3% a 30 de junio de 2024

## Cuenta de Resultados de Baqueira

A 30 de junio de 2024, el volumen de negocio total del Grupo Baqueira alcanzó una cifra de 71.578 miles de euros, suponiendo un incremento del 11,3% respecto al cierre de junio del ejercicio 2023. Los ingresos obtenidos son principalmente procedentes de la estación de esquí (60% del total de ingresos) y de su diversificación en otros negocios como es la restauración (21%) y agencia de viajes (19%).

La partida de gastos de personal es la más representativa, explicando un 35% del total de gastos de explotación de la entidad. Éstos, experimentan un aumento del 6% respecto al saldo registrado en el periodo anterior. La plantilla media de Baqueira y de las sociedades del grupo consolidado se sitúa en 383 personas. No obstante, debido a la estacionalidad del negocio, durante la temporada de esquí se produce un incremento significativo en el número de empleados para atender la mayor demanda de servicios en invierno.

El resultado de explotación a 30 de junio de 2024 se sitúa en 17.572 miles de euros, suponiendo un incremento de 14,8 puntos porcentuales respecto al mismo periodo del ejercicio anterior.

El resultado antes de impuestos para el ejercicio 2024 fue de 18.348 miles de euros, y el resultado neto del ejercicio de 14.146 miles de euros, un 19,6% más respecto al mismo periodo del ejercicio anterior.

| Cuenta de Resultados (Miles de euros)                  | 2022          | 2023          | 2024          |
|--------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Importe neto de la cifra de negocios                   | 63.064        | 64.284        | 71.578        |
| Aprovisionamientos                                     | -10.979       | -11.393       | -11.972       |
| Otros ingresos de explotación                          | 3.535         | 2.829         | 2.358         |
| Gastos de personal                                     | -17.159       | -18.128       | -19.277       |
| Otros gastos de explotación                            | -13.282       | -13.865       | -15.274       |
| Amortización del inmovilizado                          | -7.215        | -8.283        | -9.665        |
| Imputación de subvenciones de inmov no fin y otras     | 105           | 79            | 59            |
| Deterioro y resultado por enajenaciones de inmov       | 0             | -54           | 0             |
| Otros resultados                                       | -214          | -169          | -237          |
| <b>Resultado de Explotación</b>                        | <b>17.854</b> | <b>15.301</b> | <b>17.572</b> |
| <b>Resultado Financiero</b>                            | <b>-19</b>    | <b>-5</b>     | <b>777</b>    |
| <b>Resultado antes de impuestos</b>                    | <b>17.835</b> | <b>15.296</b> | <b>18.348</b> |
| <b>Impuestos</b>                                       | <b>-4.255</b> | <b>-3.471</b> | <b>-4.202</b> |
| <b>Resultado del ejercicio operaciones continuadas</b> | <b>13.580</b> | <b>11.825</b> | <b>14.146</b> |
| <b>Variación interanual (%)</b>                        |               |               |               |
| Importe neto de la cifra de negocios                   | n.a.          | 1,9%          | 11,3%         |
| Resultado de Explotación                               | n.a.          | -14,3%        | 14,8%         |
| Resultado Financiero                                   | n.a.          | -73,0%        | -15552,2%     |
| Resultado del ejercicio operaciones continuadas        | n.a.          | -12,9%        | 19,6%         |

# Métodos de valoración

# Métodos de Valoración

En el contexto de lo dispuesto en el artículo 14.2 del RD 1066/2007, hemos considerado las siguientes metodologías de valoración como expertos independientes.

En esta sección se describen los métodos considerados y se justifica su respectiva relevancia para INOCSA en el contexto de la oferta pública de adquisición.

## a) Valor Teórico Contable

Se ha calculado el valor teórico contable de INOCSA a partir de las cuentas anuales auditadas a 31 de diciembre de 2024.

## b) Transacciones con acciones de INOCSA desde el 1 de enero de 2024

Se han analizado las transacciones producidas desde el 1 de enero de 2024.

## c) Suma de partes

Se ha incluido como método de valoración aplicable al caso concreto y aceptado comúnmente por la comunidad financiera internacional, el método de valoración de suma de partes. Asimismo, cabe señalar que para la valoración de la participación directa e indirecta de INOCSA en GCO se ha tomado como referencia el Informe de GCO mencionado anteriormente.

De acuerdo con nuestro entendimiento de INOCSA, el sector, la actividad y sus características específicas, no hemos considerado relevantes otros métodos de valoración distintos a los utilizados en el Informe.

## a) Valor Teórico Contable

# Valor Teórico Contable

Los últimos estados financieros disponibles se corresponden con las cuentas anuales a 31 de diciembre de 2024

## Descripción del Valor Teórico Contable

El método del Valor Teórico Contable (“VTC”) se basa en la estimación del valor de una compañía en función de su patrimonio neto, entendiendo éste como la diferencia entre sus activos y sus pasivos, registrados a valor contable. El VTC por acción es el resultado de dividir la cifra de recursos propios de la Sociedad (patrimonio neto atribuible a la sociedad dominante) entre el número de acciones emitidas por la misma, netas de autocartera o acciones propias.

El VTC cuenta con la ventaja de que, en general, puede ser calculado fácilmente y el acceso a la información que se necesita es directo y trazable.

Se trata de un enfoque estático que considera los activos y pasivos en el momento de la valoración a su valor contable de acuerdo con la normativa contable de aplicación. Los criterios de valoración para determinar el valor contable de cada uno de los activos y pasivos que se registran en el balance a una fecha determinada no son en algunos casos criterios de valor de mercado.

El RD 1066/2007 establece que el VTC de la Sociedad Afectada, y en su caso, del grupo consolidado, debe ser calculado con base en las últimas cuentas anuales auditadas y, si son de fecha posterior a éstas, sobre la base de los últimos estados financieros.

En este sentido, a continuación, mostramos el VTC resultante de considerar:

- El patrimonio neto según las cuentas anuales auditadas de la Sociedad del ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2024.
- El número de acciones en circulación, excluido el número de acciones propias mantenidas en autocartera a 31 de diciembre de 2024 (1.527.295).

A continuación, se muestra una tabla con el detalle del cálculo del valor teórico contable de INOCSA a 31 de diciembre de 2024.

| Datos en miles (euros y acciones)                                                                       | INOCSA         |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|
| Fecha de referencia                                                                                     | 31/12/2024     |
| Fondos propios                                                                                          | 366.837        |
| <b>Patrimonio neto (A)</b>                                                                              | <b>366.837</b> |
| Número de Acciones en circulación                                                                       | 1.620          |
| De las cuales Acciones propias                                                                          | 93             |
| <b>Acciones netas en circulación <sup>(1)</sup> (B)</b>                                                 | <b>1.527</b>   |
| <b>VTC por acción (euros) (C) = (A) / (B)</b>                                                           | <b>240,19</b>  |
| <b>VTC por acción post-dividendos recibidos (euros) (D) = (C) + 54,29 euros / acción <sup>(2)</sup></b> | <b>294,48</b>  |
| <b>VTC por acción post-dividendo repartido (euros) (E) = (D) – 45,40 euros / acción <sup>(3)</sup></b>  | <b>249,07</b>  |

Nota 1: Número de acciones en circulación, excluido el número de acciones propias mantenidas en autocartera a 31 de diciembre de 2024 (en miles de acciones). El número total de acciones es de 1.620.000 y el número de acciones en autocartera es de 92.705, siendo el número de acciones ordinarias en circulación de 1.527.295.

Nota 2: VTC teniendo en cuenta los dividendos recibidos de su participación en GCO de 0,207, 0,594, 0,25 y 0,20 euros por acción, abonados el 12 de febrero, el 8 de mayo, el 9 de julio y el 8 de octubre de 2025, respectivamente, además de los dividendos a recibir de su participación en LP96 por importe de 16,40, 35,316, 13,2286 y 13,2286 euros por acción, acordados el 30 de enero, el 30 de abril, el 26 de junio y el 25 de septiembre de 2025, respectivamente. Véase mayor detalle del cálculo en la página 55.

Nota 3: VTC teniendo en cuenta los dividendos repartidos por INOCSA de 7,7472, 21,0009, 8,3282 y 8,3282 euros por acción, el 12 de febrero, el 8 de mayo, el 9 de julio y el 8 de octubre de 2025, Véase mayor detalle del cálculo en la página 55.

# Valor Teórico Contable

Las normas contables de aplicación implican que la principal partida de activo no se registre a su valor razonable lo que nos lleva a no considerar este método como relevante

## Aspectos a considerar

El VTC constituye un método estático de valoración que ofrece una imagen puntual de la situación patrimonial de la Sociedad en una fecha determinada e indica los recursos propios contables de que dispone aquélla. En este sentido, dos empresas con un mismo valor contable podrían presentar diferencias en su valor real o de mercado, ya que, entre otros aspectos, cada una de ellas podría tener distintas expectativas de crecimiento, rentabilidades esperadas y/o niveles de riesgo, circunstancias que no quedarían reflejadas en el método estático de valoración del VTC.

El VTC, a pesar de contar con la ventaja de que puede ser calculado fácilmente y el acceso a la información que se necesita es directo y trazable, resulta de la aplicación de principios y normas contables establecidos por el regulador que se encuentren vigentes en el momento de la formulación de los estados financieros, así como de los criterios que la dirección de cada compañía, dentro de las mencionadas normas, considere más adecuados. De este modo, se podrían obtener distintos VTC para una misma empresa dependiendo de la normativa contable concreta que se aplique.

La norma contable de aplicación para la Sociedad en la preparación de sus cuentas anuales es el Plan General de Contabilidad (PGC) aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre. En este contexto, el PGC establece en algunos casos criterios de valoración para determinar el valor contable de ciertos activos y pasivos cuyo resultado puede diferir, incluso significativamente, del valor razonable o de mercado de éstos.

Entre estos casos, destacamos las partidas contables de la Sociedad que por su naturaleza e importancia resultan más relevantes a estos efectos: Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo y corto plazo.

Las partidas “Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo” e “Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo” presentan en los estados financieros de la Sociedad a 31 de diciembre de 2024 un saldo por importe de 361 y 3 millones de euros, respectivamente, sobre un activo total de 381 millones de euros, lo que supone en conjunto un 95% del activo total de la Sociedad. Tal y como INOCSA informa en sus estados financieros, esta partida se encuentra registrada a coste. Por lo tanto, de acuerdo con la normativa contable de aplicación, esta partida no se registra a valor razonable, existiendo diferencias entre el valor razonable y el importe registrado en balance.

## Conclusión

Tal como se ha comentado anteriormente, la información contable con la que se calcula el VTC no está diseñada para mostrar el valor de una compañía.

Asimismo, como se ha mostrado anteriormente, el valor en libros de la práctica totalidad del activo del balance de INOCSA (un 95% del activo total), difiere de su valor razonable. En particular, el valor en libros de la participación que tiene INOCSA en GCO y en LP96 es de 355 millones de euros, siendo el valor central de nuestra conclusión de valor de estas participaciones 3.295 millones de euros (véase mayor detalle en la página 55 del Informe).

El VTC es un método que refleja únicamente el patrimonio contable de una empresa en una fecha determinada, basado en criterios puramente contables y difiriendo en función de la normativa contable de aplicación. Adicionalmente, no tiene en cuenta factores clave en la valoración de una compañía como la relación entre la rentabilidad generada por la empresa y su coste de capital.

Por todos estos factores, consideramos que el VTC no es una metodología adecuada para nuestra conclusión de valor.

b) Transacciones con acciones de INOCSA desde el 1 de enero de 2024

# Transacciones con acciones de INOCSA producidas desde el 1 de enero de 2024

## Transacciones con acciones de INOCSA producidas desde el 1 de enero de 2024

La compañía nos ha confirmado que desde el 1 de enero de 2024 no se han producido operaciones corporativas sobre las acciones de INOCSA de las que implícitamente pudiese derivarse un precio de esta sociedad, como fusiones, escisiones y ampliaciones de capital, así como de ninguna otra operación.

Hemos analizado las transacciones con acciones propias de INOCSA desde el 1 de enero de 2024 ya que refleja un periodo de 20 meses (hasta fecha de informe) que consideramos razonable y que cubre el periodo de 12 meses anterior a la formulación de la OPA.

Desde el 1 de enero de 2024 INOCSA ha realizado 28 adquisiciones de acciones propias con un precio mínimo de 1.150 euros por acción y un precio máximo de 1.444 euros por acción. Dichos precios fueron calculados por INOCSA en función de la cotización bursátil de GCO en cada momento. En este sentido, la acción de GCO se revalorizó c. 36% desde el 1 de enero de 2024 hasta el 27 de marzo de 2025. Asimismo, la cotización media ponderada de GCO durante los últimos seis meses previos al anuncio de la Oferta fue de 38,16 euros.

## Conclusión

Las transacciones analizadas constituyen acuerdos privados sobre la base de unos criterios determinados por INOCSA y mantenidos en el tiempo, sin que estén realizadas en el contexto de ninguna opa.

Por lo tanto, el precio de las transacciones sobre acciones de INOCSA no puede utilizarse para nuestra conclusión de valor ya que no recogen el valor de su participación directa e indirecta en GCO que se desprende del informe de GCO, sino que se calcularon por parte de INOCSA en función de la cotización de la acción de GCO en cada momento.

c) Suma de partes

# Suma de partes

Para estimar el valor de las acciones de INOCSA se ha utilizado el método de Suma de Partes

## Descripción del método de Suma de partes

Dada la actividad de la Sociedad hemos aplicado un enfoque basado en la suma de partes ("SOTP", por sus siglas en inglés). Este método indica el valor como agregación de los diferentes Valores Razonables determinados para cada una participadas o activos, deduciendo el de sus pasivos y añadiendo aquellos ajustes o partidas que, no estando en el balance, sea necesario considerar.



|          |                                                        |
|----------|--------------------------------------------------------|
| <b>A</b> | <b>Valor de las participadas</b>                       |
| <b>B</b> | <b>Ajustes al valor del negocio</b>                    |
|          | Posición financiera neta                               |
| <b>C</b> | +/- Otros activos y pasivos                            |
| <b>D</b> | +/- Valor Actual de los Activos y (Pasivos) Fiscales   |
|          | <b>= Valor del 100% de las participaciones</b>         |
| <b>E</b> | - Valor Actual Neto de costes estructurales            |
|          | <b>= Valor del 100% de las acciones (Equity Value)</b> |

**A**

Consideración del valor de las participadas de INOCSA:

- GCO: valor resultante del Informe de GCO
- LP96: suma de partes (Anexo I)
- Baqueira: valor por acción fijado por la compañía para recompras.

**B**

Posición financiera neta de INOCSA a 31 de diciembre de 2024.

**C**

Ajuste por otros activos y pasivos de INOCSA:

- Créditos a empresas
- Acreedores comerciales

**D**

La Sociedad no presenta activos o pasivos por impuesto diferido. Los activos por impuesto corriente se han considerado a su valor nominal. No existen bases imponibles negativas activadas o pendientes de activación.

**E**

El valor actual neto de los costes de estructura de INOCSA no se ha considerado debido a su inmaterialidad en el contexto de la valoración.

# Suma de partes

## El valor de INOCSA se explica en su práctica totalidad por su participación directa e indirecta en GCO

### Participación en GCO

El rango de valor por acción resultante del Informe de GCO se sitúa entre 45,93 y 51,17 euros por acción, una vez ajustados los dividendos repartidos el 12 de febrero, el 8 de mayo, el 9 de julio y el 8 de octubre de 2025. Los escenarios mínimo y máximo toman esos valores. En el escenario central se ha tomado un valor de 49,706 euros por acción, que se corresponde con el precio inicial de la Oferta (50 euros por acción) ajustado por: (i) los dividendos repartidos en mayo, julio y octubre de 2025; y (ii) la decisión de INOCSA de incrementar el precio de la Oferta en 0,75 euros anunciada el 21 de octubre de 2025. La diferencia de 0,044 euros entre el valor de 49,706 que se ha tomado en el escenario central y el precio efectivo de la Oferta (49,75 euros por acción) se debe al redondeo al alza al segundo decimal del precio de la Oferta cuando se ajustó el dividendo por acción repartido por GCO en mayo de 2025 (0,594 euros por acción) para dar cumplimiento a la normativa de variación mínima de cotizaciones.

El rango de valor resultante del Informe de GCO se sitúa entre 5.421 y 6.039 millones de euros<sup>1</sup>, una vez ajustados los dividendos repartidos el 12 de febrero, 8 de mayo, 9 de julio y 8 de octubre de 2025. INOCSA posee 44.328.842 acciones de GCO sobre un total de 118.022.717 acciones de GCO a 31 de diciembre de 2024 excluyendo la autocartera, lo que supone un 37,56%. Por tanto, el valor de la participación de INOCSA en GCO se sitúa entre 2.036 y 2.268 millones de euros, situándose en el escenario central en 2.203 millones de euros.

### Participación en LP96 (véase Anexo I)

El capital social de LP96 está dividido en 500.000 acciones. El rango de valor de LP96, en línea con el rango de valor de GCO, se sitúa entre 2.793,90 y 3.109,39 euros por acción, que corresponden al rango de valor resultante del informe de GCO 45,93 y 51,17 euros por acción, respectivamente, una vez ajustados los dividendos a repartir acordados el 30 de enero, el 30 de abril, el 26 de junio y el 25 de septiembre de 2025. Los escenarios mínimo y máximo toman esos valores. En el escenario central se ha tomado un valor de 3.021,24 euros por acción, que

Nota 1: El rango de valor resultante del Informe de GCO sin ajuste por dividendos se sitúa entre 5.569 y 6.187 millones de euros.

Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

corresponde con un valor de GCO de 49,706 euros por acción (según explicado anteriormente). INOCSA ostenta 361.228 acciones de LP96. Por tanto, el valor de la participación de INOCSA en LP96 se sitúa entre 1.009 y 1.123 millones de euros, situándose en el escenario central en 1.091 millones de euros.

### Participación en Baqueira

El capital social de Baqueira está dividido en 1.566.550 acciones. Para estimar el valor de las acciones de Baqueira se ha tomado el último valor de referencia determinado por su Consejo de Administración para dar liquidez a los accionistas que desean vender sus acciones, que se sitúa en 60 euros por acción (véase Anexo II). INOCSA ostenta de forma directa 230.788 acciones de Baqueira. Por lo tanto, el valor de la participación de INOCSA en Baqueira se sitúa en 13,8 millones de euros.

### Posición financiera neta

En este apartado se ha considerado el valor en libros de INOCSA a la Fecha de Valoración, que es inferior a 1 millón de euros.

### Otros activos y pasivos

En este apartado se ha considerado el valor en libros de INOCSA a la Fecha de Valoración. A 31 de diciembre de 2024 se han considerado los siguientes activos y pasivos a su valor contable, con un saldo agregado de (10) millones de euros:

- Inversiones en empresas del Grupo: 3 millones de euros correspondientes a un préstamo a LP96.
- Otros activos: 1 millón de euros
- Otros pasivos financieros; 13 millones de euros
- Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar: 1 millón de euros

### Activos y pasivos fiscales

En este apartado se ha considerado el valor en libros de INOCSA a la Fecha de Valoración. INOCSA presenta un saldo de 16 millones en activos por impuesto corriente a 31 de diciembre de 2024.

## Conclusión de valor

A la Fecha de Valoración, el valor razonable de INOCSA está en un rango entre 2.022,34 y 2.249,79 euros por acción, siendo de 2.186,24 euros por acción en el valor central

Estimación del valor a 31 de diciembre de 2024

| millones de euros |                                                    | Min                       | Central         | Max             |                                                                                          |
|-------------------|----------------------------------------------------|---------------------------|-----------------|-----------------|------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>A</b>          | <b>Valor de las participadas</b>                   | <b>3.059</b>              | <b>3.309</b>    | <b>3.405</b>    | <b><math>A = A.1 + A.2 + A.3</math></b>                                                  |
| A1                | GCO                                                | 2.036                     | 2.203           | 2.268           | Anexo I                                                                                  |
| A2                | LP96                                               | 1.009                     | 1.091           | 1.123           |                                                                                          |
| A3                | Baqueira                                           |                           | 14              |                 |                                                                                          |
| <b>B</b>          | <b>Posición financiera neta</b>                    |                           |                 |                 | <b>B</b>                                                                                 |
| <b>C</b>          | <b>Otros activos y pasivos</b>                     |                           | (10)            |                 | <b>C</b>                                                                                 |
| <b>D</b>          | <b>Valor Actual Neto activos fiscales</b>          |                           | 16              |                 | <b>D</b>                                                                                 |
| <b>E</b>          | <b>Equity Value</b>                                | <b>3.065</b>              | <b>3.315</b>    | <b>3.411</b>    | <b>Equity Value: <math>A + B + C + D</math></b>                                          |
| <b>F</b>          | <b>Número de acciones en circulación (Nota 1)</b>  | 1,52 millones de acciones |                 |                 |                                                                                          |
| <b>G</b>          | <b>Valor por acción (€) (Nota 2)</b>               | <b>2.013,48</b>           | <b>2.177,38</b> | <b>2.240,92</b> | <b><math>G = E / F</math></b>                                                            |
| <b>H</b>          | <b>Dividendos recibidos de GCO y LP96 (Nota 3)</b> |                           | 54,29           |                 | <b><math>H = [(1,251 * 44.328.842) + (78,17 * 361.228)] * 98,75\% / 1.522.323</math></b> |
| <b>I</b>          | <b>Dividendo repartido por INOCSA (Nota 4)</b>     |                           | 45,40           |                 | <b>I</b>                                                                                 |
| <b>J</b>          | <b>Valor por acción post dividendos (€)</b>        | <b>2.022,34</b>           | <b>2.186,24</b> | <b>2.249,79</b> | <b><math>J = G + H - I</math></b>                                                        |

Nota 1: 1.522.323 acciones, considerando una autocartera a 31/12/24 de 97.677 acciones.

Nota 2: Equity value entre número de acciones en circulación. El valor por acción puede no coincidir con el resultado de dividir los valores de las filas anteriores ya que éstos están redondeados.

Nota 3: dividendos recibidos de GCO de 0,207, 0,594, 0,25 y 0,20 euros por acción, abonados el 12 de febrero, el 8 de mayo, el 9 de julio y el 8 de octubre de 2025, respectivamente, además de los dividendos a repartir por LP96 de 16,40, 35,316, 13,2286 y 13,2286 euros por acción acordados el 30 de enero, el 30 de abril, el 26 de junio y el 25 de septiembre de 2025, respectivamente. Los dividendos recibidos corresponden al 98,75% de los pagados como consecuencia del efecto fiscal. El 95% de los dividendos repartidos están exentos de tributación, tributando el 5% restante al tipo impositivo nominal aplicable (25%) según el artículo 21.10 de la LIS.

Nota 4: dividendos repartidos por INOCSA por importe de 7,7472, 21,0009, 8,3282 y 8,3282 euros por acción, el 12 de febrero, el 8 de mayo, el 9 de julio y el 8 de octubre de 2025, respectivamente.

El 99% de la valoración de INOCSA corresponde a su participación en GCO basada en su rango de valor del Informe de GCO: 2.203 millones de euros su participación directa y 1.091 millones de euros su participación a través de LP96, un total de 3.295 millones de euros sobre una valoración central de 3.315 millones de euros.

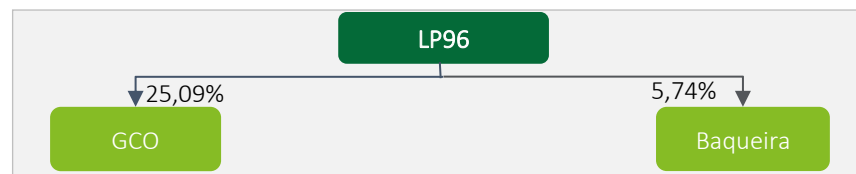
# Anexos

## Anexo I: valoración de LP96

Para estimar el valor de la participación en LP96 se ha utilizado el método de Suma de Partes

### Descripción del método de Suma de partes

Dada la actividad de LP96 hemos aplicado un enfoque basado en la suma de partes ("SOTP", por sus siglas en inglés).



|          |                                                        |
|----------|--------------------------------------------------------|
| <b>A</b> | <b>Valor de las participadas</b>                       |
| <b>B</b> | <b>Ajustes al valor del negocio</b>                    |
|          | Posición financiera neta                               |
| <b>C</b> | +/- Otros activos y pasivos                            |
| <b>D</b> | +/- Valor Actual de los Activos y (Pasivos) Fiscales   |
|          | <b>= Valor del 100% de las participaciones</b>         |
| <b>E</b> | - Valor Actual Neto de costes estructurales            |
|          | <b>= Valor del 100% de las acciones (Equity Value)</b> |

A

Consideración del valor de las participadas de LP96:

- GCO: valor resultante del Informe de GCO
- Baqueira: valor por acción fijado por la compañía para recompras.

B

Posición financiera neta de LP96 a 31 de diciembre de 2024.

C

Ajuste por otros activos y pasivos de LP96:

- Créditos a empresas
- Acreedores comerciales

D

La Sociedad no presenta activos o pasivos por impuesto diferido. Los activos por impuesto corriente se han considerado a su valor nominal. No existen bases imponibles negativas activadas o pendientes de activación.

E

El valor actual neto de los costes de estructura de LP96 no se ha considerado debido a su inmaterialidad en el contexto de la valoración.

# Anexo I: valoración de LP96

El valor de LP96 se explica en su práctica totalidad por su participación en GCO

## Participación en GCO

El rango de valor por acción resultante del Informe de GCO se sitúa entre 45,93 y 51,17 euros por acción, una vez ajustados los dividendos repartidos el 12 de febrero, el 8 de mayo, el 9 de julio y el 8 de octubre de 2025. Los escenarios mínimo y máximo toman esos valores. En el escenario central se ha tomado un valor de 49,706 euros por acción (según explicado en página 54), que se corresponde con el valor de la oferta ajustado por: (i) los dividendos repartidos en mayo, julio y octubre de 2025; y (ii) la decisión de INOCSA de incrementar el precio de la Oferta en 0,75 euros anunciada el 21 de octubre de 2025.

LP96 posee 30.103.560 acciones de GCO. Por lo tanto, el valor de la participación de LP96 en GCO se sitúa entre 1.383 y 1.540 millones de euros, situándose en el escenario central en 1.496 millones de euros.

El rango de valor resultante del Informe de GCO se sitúa entre 5.421 y 6.039 millones de euros<sup>1</sup>, una vez ajustados los dividendos repartidos el 12 de febrero, el 8 de mayo, el 9 de julio y el 8 de octubre de 2025. LP96 posee 30.103.560 acciones de GCO sobre un total de 118.022.717 acciones de GCO a 31 de diciembre de 2024 excluyendo la autocartera, lo que supone un 25,5%. Por tanto, el valor de la participación de LP96 en GCO se sitúa entre 1.383 y 1.540 millones de euros.

## Participación en Baqueira

El capital social de Baqueira está dividido en 1.566.550 acciones. Para estimar el valor de las acciones de Baqueira se ha tomado el último valor de referencia determinado por su Consejo de Administración para dar liquidez a los accionistas que deseen vender sus acciones, que se sitúa en 60€ por acción (véase Anexo II).

LP96 ostenta 89.868 acciones de Baqueira de forma directa. Por lo tanto, el valor de la participación de LP96 en Baqueira se sitúa en 5,4 millones de euros.

## Posición financiera neta

En este apartado se ha considerado el valor en libros de LP96 a la Fecha de Valoración. La posición financiera neta de LP96 a 31 de diciembre de 2024 es inferior a 1 millón de euros.

## Otros activos y pasivos

En este apartado se ha considerado el valor en libros de LP96 a la Fecha de Valoración. A 31 de diciembre de 2024 se han considerado los siguientes pasivos a su valor contable, con un saldo agregado de (4) millones de euros.

- Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar: 1 millón de euros.
- Deudas con empresas del Grupo: 3 millones de euros.

## Activos y pasivos fiscales

En este apartado se ha considerado el valor en libros de LP96 a la fecha de Valoración. LP96 presenta un saldo de 15 millones de euros en activos por impuesto corriente a 31 de diciembre de 2024.

Nota 1: El rango de valor resultante del Informe de GCO sin ajuste por dividendos se sitúa entre 5.569 y 6.187 millones de euros.

## Anexo I: valoración de LP96

A Fecha de Valoración, el valor razonable de LP96 se encuentra en un rango de entre 2.793,90 y 3.109,39 euros por acción, siendo de 3.021,24 euros en el valor central

Estimación del valor a 31 de diciembre de 2024

| millones de euros |                                                   | Min                      | Central         | Max             |                                                |
|-------------------|---------------------------------------------------|--------------------------|-----------------|-----------------|------------------------------------------------|
| <b>A</b>          | <b>Valor de las participadas</b>                  | <b>1.388</b>             | <b>1.502</b>    | <b>1.546</b>    | $A = A.1 + A.2$                                |
|                   | A.1 GCO                                           | 1.383                    | 1.496           | 1.540           |                                                |
|                   | A.2 Baqueira                                      |                          | 5               |                 |                                                |
| <b>B</b>          | <b>Posición financiera neta</b>                   |                          | -               |                 | $B$                                            |
| <b>C</b>          | <b>Otros activos y pasivos</b>                    |                          | (4)             |                 | $C$                                            |
| <b>D</b>          | <b>Valor Actual Neto activos fiscales</b>         |                          | 15              |                 | $D$                                            |
| <b>E</b>          | <b>Equity Value</b>                               | <b>1.399</b>             | <b>1.513</b>    | <b>1.557</b>    | $Equity\ Value: A + B + C + D$                 |
| <b>F</b>          | <b>Número de acciones en circulación (Nota 1)</b> | 0,5 millones de acciones |                 |                 |                                                |
| <b>G</b>          | <b>Valor por acción (€) (Nota 2)</b>              | <b>2.797,70</b>          | <b>3.025,04</b> | <b>3.113,18</b> | $G = E / F$                                    |
| <b>H</b>          | <b>Dividendos recibidos de GCO (Nota 3)</b>       |                          | 74,38           |                 | $H = (1,251 * 30.103.560) * 98,75\% / 500.000$ |
| <b>I</b>          | <b>Dividendo repartido por LP96 (Nota 4)</b>      |                          | 78,17           |                 | $I$                                            |
| <b>J</b>          | <b>Valor por acción post dividendos (€)</b>       | <b>2.793,90</b>          | <b>3.021,24</b> | <b>3.109,39</b> | $J = G + H - I$                                |

Nota 1: 500.000 acciones.

Nota 2: Equity value entre número de acciones en circulación. El valor por acción no coincide con el resultado de dividir los valores de las filas anteriores ya que éstos están redondeados

Nota 3: dividendos recibidos de GCO de 0,207, 0,594, 0,25 y 0,20 euros por acción, abonados el 12 de febrero, el 8 de mayo, el 9 de julio y el 8 de octubre de 2025, respectivamente.

Nota 4: dividendos a repartir por LP96 de 16,40, 35,316, 13,2286 y 13,2286 euros por acción acordados el 30 de enero, el 30 de abril, el 26 de junio y el 25 de septiembre de 2025, respectivamente.

## Anexo II: valoración de Baqueira

### La Junta General de Baqueira autoriza anualmente al Consejo de Administración de la Sociedad a efectuar recompras de acciones propias estableciendo una horquilla de precios

#### Adquisición de acciones propias

La Junta General de Accionistas de Baqueira autoriza anualmente al Consejo de Administración de la Sociedad a efectuar recompras de acciones propias estableciendo una horquilla de precios.

La Junta General de Accionistas de Baqueira celebrada el 9 de diciembre de 2023 autorizó al Consejo de Administración de dicha sociedad para la adquisición de acciones propias, fijando un precio mínimo de 41 euros y un máximo de 55 euros, con el voto favorable del 94,66% del capital social.

La Junta General de Accionistas de Baqueira celebrada el 7 de diciembre de 2024, con el voto favorable del 94,64% del capital social, autorizó al Consejo de Administración de dicha sociedad para la adquisición de acciones propias, fijando un precio mínimo de 41 euros y un máximo de 60 euros.

Desde el 1 de enero de 2024 hasta la Fecha del Informe se ha producido una única operación de compra el 7 de febrero de 2024 de 15 acciones a 55€ por acción.

Hemos estimado el valor de las acciones de Baqueira a partir del valor máximo fijado por la última Junta General de accionistas celebrada el 7 de diciembre de 2024, 60€ por acción.

#### Contraste de valor

Hemos llevado a cabo un contraste del valor de Baqueira, empleando el enfoque de múltiplos de mercado de compañías comparables y de transacciones comparables.

Los múltiplos de valoración son calculados en base a la relación entre el valor de mercado y datos financieros de compañías cotizadas comparables. Los múltiplos derivados de las compañías cotizadas proporcionan una indicación sobre cuánto se está pagando en el mercado por compañías comparables. Los Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U.

múltiplos son aplicados a los datos financieros de la compañía para llegar a un rango indicativo de valor.

#### Selección de los múltiplos de valoración

Hemos considerado en nuestro análisis de valoración de Baqueira el múltiplo de valoración más comúnmente empleado para la valoración de este tipo de negocios:

- EV/EBITDA (*Enterprise Value to EBITDA*). Refleja el valor de una sociedad respecto a su EBITDA.

Al ser el EBITDA la magnitud de la cuenta de resultados que representa el resultado operativo o de explotación, no estando condicionada por políticas contables de amortización de activos, consideramos más adecuado el empleo del múltiplo EV/EBITDA en lugar del múltiplo EV/EBIT, permitiendo la comparabilidad de las compañías por ser neutro respecto de la estructura de capital e independiente del régimen fiscal y de la política de amortización.

La aplicación del método de valoración por múltiplos viene condicionada por:

- La disponibilidad y fiabilidad de la información disponible sobre compañías cotizadas en mercados bursátiles con negocios similares a Baqueira; y,
- La homogeneidad de las referencias contables y de gestión de las compañías con negocios similares a los de Baqueira.

#### Criterios de selección de las compañías comparables

A la hora de seleccionar las compañías, hemos aplicado criterios de selección que nos permiten identificar los negocios comparables que operan en una industria similar, en regiones parecidas y con la misma tipología de negocio. Una vez seleccionada la muestra de compañías comparables, se ha obtenido información sobre las mismas para el cálculo de los múltiplos a aplicar en la

# Anexo II: valoración de Baqueira

La valoración por múltiplos de cotizadas comparables a Baqueira considera el múltiplo comúnmente empleado en la valoración de este tipo de negocio

valoración.

Para ello, hemos obtenido de la base de datos S&P Capital IQ las compañías cotizadas en el sur de Europa que se identifican dentro del sector de “*Leisure Facilities*”, habiendo seleccionado aquellas dedicadas a la gestión y explotación integral de estaciones de esquí y actividades relacionadas. Las entidades comparables a Baqueira resultantes de aplicar este criterio son: Compagnie Du Mont-Blanc y Compagnie des Alpes SA (véase mayor detalle en el Anexo III). De esas dos compañías, hemos seleccionado Compagnie Du Mont Blanc como la más comparable con Baqueira considerando la mayor similitud en las magnitudes de ingresos y margen EBITDA.

## Valoración por múltiplos a 31 de diciembre de 2024

Hemos obtenido de la base de datos S&P Capital IQ el múltiplo EV/EBITDA<sup>1</sup> a 31 de diciembre de 2024 de la compañía seleccionada como comparable de Baqueira considerando sus valores de empresa y EBITDA de los últimos 12 meses a dicha fecha.

Una vez obtenido el múltiplo a 31 de diciembre de 2024, se aplica sobre el EBITDA<sup>1</sup> de Baqueira. A continuación, se considera la deuda financiera neta y los activos y pasivos no operativos que presenta Baqueira y, dividiendo el resultado por el número de acciones, resulta en el valor por acción de las acciones de Baqueira.

En la siguiente tabla se muestran los resultados de la valoración por múltiplos de las acciones de Baqueira:

| Datos a 31 de diciembre de 2024     | EV/EBITDA           |
|-------------------------------------|---------------------|
| Compagnie Du Mont-Blanc             | 3,8x <sup>1</sup>   |
| <b>Magnitudes de Baqueira Beret</b> |                     |
| EBITDA (M€)                         | 27,2 <sup>2</sup>   |
| <b>Enterprise Value (M€)</b>        | <b>104,3</b>        |
| (-) Deuda Financiera Neta (M€)      | (14,0) <sup>2</sup> |
| (+) Otros activos y pasivos (M€)    | 25,7 <sup>2</sup>   |
| <b>Valor total acciones (M€)</b>    | <b>144,1</b>        |
| Número de acciones (M)              | 1,6                 |
| <b>Valor por acción (€/acción)</b>  | <b>92,0</b>         |

<sup>2</sup> Las últimas magnitudes disponibles auditadas de Baqueira son a 30 de junio de 2024.

Fuente: Análisis interno de Deloitte basado en información proporcionada por S&P Capital IQ y Cuentas Anuales auditadas de Baqueira a 30 de junio de 2024.

<sup>1</sup> Como la compañía seleccionada como comparable aplica la NIIF 16 en relación con los arrendamientos, al contrario que Baqueira, se ha obtenido de la base de datos S&P Capital IQ el múltiplo EV/EBITDA ajustado de la misma, eliminando el efecto de la aplicación de la NIIF 16.

## Anexo II: valoración de Baqueira

Consideramos adecuado el valor de las acciones de Baqueira estimado a partir del valor máximo fijado por la última Junta General de accionistas celebrada, de 60€ por acción

### Descripción del enfoque de múltiplos de mercado de transacciones comparables

Los multiplicadores o múltiplos de transacciones comparables de mercado indican fundamentalmente la relación existente entre el valor pagado en una transacción entre partes no vinculadas por las acciones de una compañía y determinadas variables financieras u operativas de la empresa adquirida. Los múltiplos obtenidos se aplican a las variables de la empresa o negocio a valorar, obteniendo así una posible indicación de valor.

Asumiendo que los mercados son eficientes, los valores que se obtendrían de la aplicación de este método constituirían una buena aproximación del posible valor de la compañía a valorar, en la medida en la que ésta se asemeje a aquellas transacciones seleccionadas en la muestra de comparación o se produzcan en periodos de tiempo cercanos en los que se reflejen similares condiciones de mercado.

### Criterios de selección de las transacciones comparables

Para nuestro análisis se han obtenido de la base de datos S&P Capital IQ transacciones en el sector de “*Leisure Facilities*” en el sur de Europa en las que la sociedad objeto de la transacción estuviera dedicada a la gestión y explotación integral de estaciones de esquí y actividades relacionadas, completadas desde el 1 de enero de 2021, en las que se haya adquirido un porcentaje superior al 50% y que el comprador sea un tercero distinto del grupo societario de la sociedad objeto de la transacción.

En nuestro análisis se ha puesto de manifiesto que, de acuerdo con los criterios de selección, no existe ninguna transacción que proporcione información sobre múltiplos.

### Conclusiones Múltiplos de mercado de compañías y transacciones comparables

El contraste por múltiplos de mercado de compañías comparables presenta limitaciones dado que solo se ha podido obtener una única compañía comparable, con un distinto perfil de negocio al que presenta Baqueira.

Por otra parte, no se han identificado transacciones comparables y las adquisiciones de acciones propias se han limitado a una única transacción.

Por estas razones, hemos descartado dichas metodologías.

No hemos tenido acceso a la dirección de Baqueira, si bien esto no ha sido una limitación en nuestro Informe. Hemos utilizado como valor de las acciones de Baqueira el valor máximo fijado por la última Junta General de accionistas celebrada, de 60€ por acción que fue refrendado por el 94,64% de los accionistas. Considerando la relevancia del porcentaje de aceptación y la significatividad de la participación en Baqueira en el contexto de la valoración de INOCSA, consideramos razonable la valoración de 60 euros por acción de Baqueira.

## Anexo III: compañías cotizadas comparables

### Análisis de las compañías comparables

#### Gestión y explotación integral de estaciones de esquí y actividades relacionadas

| Compañía                | Geografía | Comparabilidad                                                                                                                                                                                                        |
|-------------------------|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Compagnie du Mont-Blanc | Francia   | Operador francés centrado exclusivamente en el valle de Chamonix-Mont-Blanc, con actividad focalizada en remontes, estaciones de esquí y turismo de montaña en un único destino.                                      |
| Compagnie des Alpes SA  | Europa    | Grupo francés que gestiona múltiples estaciones de esquí en los Alpes y, además, parques temáticos y de ocio en distintos países europeos, combinando negocios de montaña con entretenimiento familiar diversificado. |



Deloitte hace referencia, individual o conjuntamente, a Deloitte Touche Tohmatsu Limited (“DTTL”) (private company limited by guarantee, de acuerdo con la legislación del Reino Unido), y a su red de firmas miembro y sus entidades asociadas. DTTL y cada una de sus firmas miembro son entidades con personalidad jurídica propia e independiente. DTTL (también denominada "Deloitte Global") no presta servicios a clientes. Consulte la página <http://www.deloitte.com/about> si desea obtener una descripción detallada de DTTL y sus firmas miembro.

Deloitte presta servicios de auditoría, consultoría, legal, asesoramiento financiero, gestión del riesgo, tributación y otros servicios relacionados, a clientes públicos y privados en un amplio número de sectores. Con una red de firmas miembro interconectadas a escala global que se extiende por más de 150 países y territorios, Deloitte aporta las mejores capacidades y un servicio de máxima calidad a sus clientes, ofreciéndoles la ayuda que necesitan para abordar los complejos desafíos a los que se enfrentan. Los más de 312.000 profesionales de Deloitte han asumido el compromiso de crear un verdadero impacto.

## **ANEXO XV**

**Aval de la Oferta.**

**AVAL**

En Barcelona, a 7 de mayo de 2025

CaixaBank, S.A. (la **Entidad Avalista**), con domicilio social en Calle Pintor Sorolla, 2-4, 46002 Valencia, España, entidad debidamente registrada en el Registro Mercantil de Valencia, Tomo 10370, Folio 1, Hoja V-178351, e inscrita en el Registro Administrativo Especial del Banco de España con el número 2100 y con número de identificación fiscal (N.I.F.) A08663619, representada por D. José Luis Mora Jiménez, mayor de edad, con número de D.N.I. , y por D. Felipe Augusto Oriol Miranda, mayor de edad, con número de D.N.I. , ambos con facultades suficientes para este acto en virtud de la escritura pública de poder especial otorgada a su favor de fecha 25 de abril de 2025, ante el notario de Barcelona, D. Salvador Farrés Ripoll, con número 5.372 de orden de su protocolo,

**AVALA**

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (la **CNMV**), y en beneficio de los accionistas de la sociedad Grupo Catalana Occidente, S.A. (la **Compañía**) que acudana la oferta pública de adquisición (la **Oferta**) formulada por la sociedad INOC, S.A., con domicilio social en Calle Méndez Álvaro 31, 28045 Madrid, España e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, Tomo 36798, Folio 189, Hoja M-658999 y con número de identificación fiscal (N.I.F.) A28082626 (el **Oferente**), en garantía de las obligaciones de pago en efectivo asumidas por el Oferente en la Oferta, cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la CNMV, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de dos mil doscientos setenta y siete millones novecientos cua renta y siete mil novecientos euros (2.277.947.900€).

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (**IBERCLEAR**) o de la CNMV, mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista en el siguiente domicilio: Oficina 02931 – Paseo de la Castellana, 189, 28046 – Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, expresamente se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

El presente aval ha sido inscrito en el Registro Especial de Avals de la Entidad Avalista con el número **9340.03.269299472**

**CAIXABANK. S.A.**

P.p. D. Felipe Augusto Oriol Miranda

P.p. D. José Luis Mora Jiménez

CON MI INTERVENCIÓN, yo MIQUEL TARRAGONA COROMINA, Notario del Ilustre Colegio de Catalunya, con residencia en la ciudad de Barcelona, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento de la organización y régimen del Notariado y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación de los firmantes y consentimiento prestado al contenido del presente aval por Caixabank, S.A., A08663619, haciendo constar expresamente que he identificado a los otorgantes, Don Felipe Augusto Oriol Miranda, mayor de edad, con D.N.I. número ; y Don José Luis Mora Jiménez, mayor de edad, con D.N.I. número , a quienes juzgo capaces y legitimados para este acto, los cuales han acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el otorgamiento del presente Aval, en virtud de Poder especial, a su favor conferido mediante escritura otorgada el día 25 de abril de 2025, ante el Notario de Barcelona, Don Salvador Farres Ripoll, bajo el número 5.372 de su protocolo, el cual no precisa inscripción en el registro mercantil en virtud de lo dispuesto en el artículo 94.5º del reglamento del registro mercantil, cuya copia autorizada me exhiben en este acto, y acuerdo del Comité Permanente de Créditos de Caixabank de fecha 25 de marzo de 2025 manifestando que sus facultades no le han sido revocadas, así como que no ha variado la capacidad jurídica de la sociedad que representan, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado, que el otorgamiento del presente aval se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada de los intervinientes y que los otorgantes han estampado la firma ante mí.

Este documento de aval consta de un folio, el cual rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 2.25. Y yo, el Notario, intervengo este AVAL con mi firma, signo y rúbrica, cuya expresión informática quedará incorporada con la misma fecha y bajo el mismo número, en el correspondiente protocolo electrónico, en Barcelona, 07 de mayo de 2025.-

CON MI INTERVENCIÓN

Barcelona, 07.05.25



## **ANEXO XVI**

**Modelo del anuncio de la Oferta que se publicará en los  
boletines de cotización de las Bolsas de Valores de  
Barcelona y Madrid.**

**ANUNCIO DE LA OFERTA PÚBLICA VOLUNTARIA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES  
FORMULADA POR INOC, S.A. SOBRE LA  
TOTALIDAD DE LAS ACCIONES REPRESENTATIVAS DEL CAPITAL SOCIAL DE  
GRUPO CATALANA OCCIDENTE, S.A.**

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (la “**CNMV**”) ha autorizado el [●] de [●] de 2025 la oferta pública voluntaria de adquisición de acciones (la “**Oferta**”) formulada por Inoc, S.A. (“**Inocsa**” o la “**Sociedad Oferente**”) sobre la totalidad de las acciones representativas del capital social de Grupo Catalana Occidente, S.A. (“**Catalana Occidente**” o la “**Sociedad Afectada**”).

La Oferta se rige por la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (la “**LMVSI**”), por el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el “**Real Decreto 1066/2007**”) y demás legislación aplicable.

A continuación, y de conformidad con lo establecido en el artículo 22 del Real Decreto 1066/2007, se incluye la información esencial de la Oferta que consta en su correspondiente folleto explicativo (el “**Folleto**”).

A partir del día hábil bursátil siguiente a la publicación del primero de los anuncios de la Oferta a los que se refiere el artículo 22.1 del Real Decreto 1066/2007, el Folleto y sus anexos estarán disponibles en formato electrónico en la página web de la CNMV ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)), en la página web corporativa de Inocsa ([www.grupoinocsa.com](http://www.grupoinocsa.com)) y en la página web corporativa de Catalana Occidente ([www.gco.com](http://www.gco.com)), así como en formato impreso en los siguientes lugares:

| ENTIDAD                                                | DIRECCIÓN                              |
|--------------------------------------------------------|----------------------------------------|
| <b>A) CNMV</b>                                         |                                        |
| - CNMV Madrid                                          | Calle Edison, 4, 28006 Madrid          |
| - CNMV Barcelona                                       | Carrer de Bolívia, 56, 08018 Barcelona |
| <b>B) Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores</b> |                                        |
| - Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid    | Plaza de la Lealtad, 1, 28014 Madrid   |
| - Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Barcelona | Passeig de Gràcia, 19, 08010 Barcelona |
| <b>C) Sociedad Afectada</b>                            |                                        |
| - Grupo Catalana Occidente, S.A.                       | Calle Méndez Álvaro, 31, 28045 Madrid  |
| <b>D) Sociedad Oferente</b>                            |                                        |
| - Inoc, S.A.                                           | Calle Méndez Álvaro, 31, 28045 Madrid  |

**1. SOCIEDAD AFECTADA**

La Sociedad Afectada es Grupo Catalana Occidente, S.A., sociedad anónima de nacionalidad española, con domicilio social en la calle Méndez Álvaro, 31, Madrid, y con Número de

Identificación Fiscal (N.I.F.) A-08.168.064. La Sociedad Afectada consta inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, en la Hoja M-659.287 y cuenta con código LEI 959800H2P9S8MS95DT42.

El capital social de Catalana Occidente asciende a 36.000.000 euros, representado por 120.000.000 de acciones ordinarias de 0,30 euros de valor nominal cada una, pertenecientes a una misma clase y serie, con idénticos derechos políticos y económicos, y totalmente suscritas y desembolsadas.

Las acciones están representadas mediante anotaciones en cuenta, cuya llevanza corresponde a la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.U. ("**Iberclear**") y sus entidades participantes.

Las acciones de Catalana Occidente están admitidas a negociación en las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid, a través del Sistema de Interconexión Bursátil ("**SIBE**" o "**Mercado Continuo**").

Catalana Occidente está controlada por Co Sociedad de Gestión y Participación, S.A. ("**CO**") y, por tanto, de conformidad con el artículo 42 del Código de Comercio, forma parte del grupo de sociedades del que CO es sociedad cabecera (el "**Grupo CO**").

Para más información sobre Catalana Occidente, véase el apartado 1.3 del Folleto.

## **2. SOCIEDAD OFERENTE**

La Sociedad Oferente es Inoc, S.A., sociedad anónima, constituida el 23 de octubre de 1957, de nacionalidad española, con domicilio social en la calle Méndez Álvaro, 31, Madrid, y con Número de Identificación Fiscal (N.I.F.) A-28.082.626. Inocsa consta inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, en la Hoja M-658.999 y cuenta con código LEI 95980020140005716775.

Inocsa es una sociedad no cotizada, dedicada a las actividades propias de una entidad *holding*, que dirige y gestiona participaciones en sociedades dedicadas principalmente a la actividad de seguros y a la gestión de cartera de inversiones y que está participada y controlada de forma directa por CO, titular directo del 57,69% del capital social de Inocsa.

CO está participada por los miembros de las distintas ramas de la familia Serra, si bien ninguna persona física o jurídica controla CO, de conformidad con lo previsto en el artículo 42 del Código de Comercio

Para más información sobre Inocsa y su estructura de propiedad y control, véase el apartado 1.4 del Folleto.

## **3. ACUERDOS SOBRE LA OFERTA Y LA SOCIEDAD AFECTADA**

El 14 de enero de 2025, Inocsa y Catalana Occidente suscribieron un acuerdo de confidencialidad y colaboración. En virtud de este acuerdo, Catalana Occidente se comprometió a proporcionar a Inocsa la información necesaria a efectos de poder evaluar la formulación de

la Oferta. Además, Catalana Occidente se comprometió a permitir el acceso a su equipo directivo para que Inocsa pudiera revisar, confirmar, comprender y evaluar la planificación empresarial de Catalana Occidente, así como analizar las proyecciones e hipótesis utilizadas con el fin de valorar correctamente la compañía.

Aparte de lo anterior, no existe acuerdo o pacto alguno de ninguna naturaleza relativo a la Oferta entre, de una parte, Inocsa, las sociedades que forman el Grupo CO o los miembros de los órganos de administración, dirección o control de las anteriores y, de otra parte, Catalana Occidente, los accionistas de Catalana Occidente, cualquier titular de instrumentos financieros cuyo subyacente sea la acción de Catalana Occidente o los miembros de los órganos de administración, dirección y control de Catalana Occidente. Asimismo, no se ha reservado ninguna ventaja ni a los accionistas de Catalana Occidente ni a los miembros de los órganos de administración, dirección y control de Catalana Occidente.

Para más información sobre los acuerdos sobre la Oferta y la Sociedad Afectada, véase el apartado 1.5 del Folleto.

#### **4. VALORES DE LA SOCIEDAD AFECTADA PERTENECIENTES A LA SOCIEDAD OFERENTE**

Catalana Occidente está controlada por CO y, por tanto, forma parte del Grupo CO. Según la información pública disponible (i) Catalana Occidente dispone, indirectamente, de 1.977.283 acciones propias en autocartera, representativas de un 1,65% de su capital social total, siendo que la titularidad directa de estas acciones corresponde a Sociedad Gestión Catalana Occidente, S.A.U., cuyo accionista único es Catalana Occidente, y (ii) no existen ni en Catalana Occidente ni en sus filiales planes de incentivos en vigor que se liquiden mediante la entrega de acciones de Catalana Occidente o den derecho a recibir acciones de Catalana Occidente.

CO es titular, directa e indirectamente, de 74.441.042 acciones de Catalana Occidente, representativas del 62,03% de su capital social total y del 63,07% de sus derechos de voto (excluyendo las acciones en autocartera). En concreto, CO es titular (i) de forma directa, de 8.640 acciones de Catalana Occidente, representativas del 0,0072% de su capital social total y del 0,0073% de sus derechos de voto (excluyendo las acciones en autocartera), y (ii) de forma indirecta, del resto. Esta participación indirecta de CO en Catalana Occidente está en posesión de Inocsa (directa e indirectamente), siendo CO titular directo del 57,69% del capital social de Inocsa. A su vez, la participación de Inocsa en el capital social de Catalana Occidente se desglosa en (i) una participación directa de 44.328.842 acciones de Catalana Occidente, representativas del 36,94% de su capital social total y del 37,56% de sus derechos de voto (excluyendo las acciones en autocartera), y (ii) en una participación indirecta de 30.103.560 acciones de Catalana Occidente, representativas del 25,09% de su capital social total y del 25,51% de sus derechos de voto (excluyendo las acciones en autocartera). La participación indirecta de Inocsa en Catalana Occidente está en posesión de La Previsión 96, S.A. ("LP96"), directamente; siendo Inocsa titular directa del 72,25% del capital social de LP96.

Adicionalmente, se atribuyen a Inocsa según los criterios de cómputo del artículo 5 del Real Decreto 1066/2007 los derechos de voto de 4.653.646 acciones de Catalana Occidente,

representativas del 3,88% de su capital social total y del 3,94% de sus derechos de voto (excluyendo las acciones en autocartera), titularidad de miembros de los órganos de administración de las sociedades del Grupo CO designados por CO o sociedades del Grupo CO (incluyendo la propia Catalana Occidente y sus filiales), y sus personas y entidades estrechamente vinculadas.

En consecuencia, se atribuyen a CO los derechos de voto de un total de 79.094.688 acciones de Catalana Occidente, representativas del 65,91% de su capital social total y del 67,02% de sus derechos de voto (excluyendo las acciones en autocartera).

## **5. OPERACIONES CON VALORES DE LA SOCIEDAD AFECTADA**

En los 12 meses anteriores a la fecha del anuncio previo de la Oferta del pasado 27 de marzo de 2025 y hasta la fecha del Folleto, ni CO, ni Inocsa, ni LP96, ni ninguna otra sociedad del Grupo CO ha adquirido acciones de Catalana Occidente. Asimismo, Catalana Occidente no ha adquirido acciones propias durante dicho periodo.

Según el leal saber y entender de Inocsa, tras haber realizado las comprobaciones oportunas, en los 12 meses anteriores a la fecha del anuncio previo de la Oferta y hasta la fecha del Folleto, 4 miembros de los órganos de administración de sociedades del Grupo CO adquirieron en 5 operaciones de compra o sucesión hereditaria un total de 24.675 acciones de Catalana Occidente representativas del 0,0206% de su capital social total. Los precios de adquisición oscilaron entre un mínimo de 37,69 euros por acción y un máximo de 37,76 euros por acción.

Para más información sobre las operaciones con acciones de la Sociedad Afectada, véase el apartado 1.7 del Folleto.

## **6. VALORES A LOS QUE SE DIRIGE LA OFERTA**

La Oferta se dirige a la totalidad de las acciones en que se divide el capital social de Catalana Occidente, salvo por las 74.441.042 acciones de titularidad (directa o indirecta) de CO, representativas del 62,03% del capital social total de Catalana Occidente, que han sido inmovilizadas. En consecuencia, la Oferta se dirige de manera efectiva a 45.558.958 acciones de Catalana Occidente, representativas del 37,97% de su capital social total.

## **7. CONTRAPRESTACIÓN OFRECIDA**

La Oferta se formula como compraventa o, alternativamente, como un canje de acciones, sin que los accionistas de Catalana Occidente puedan optar, simultánea y conjuntamente, por ambas modalidades de aceptación.

La contraprestación consiste en (i) un pago de 49,75 euros en efectivo por cada acción de Catalana Occidente ("**Contraprestación en Efectivo**") o, alternativamente, en (ii) 1 nueva acción de clase B de nueva emisión de Inocsa (las "**Nuevas Acciones de Inocsa**") por cada 43,9446 acciones de Catalana Occidente (la "**Contraprestación en Acciones**" y, dicha ecuación de canje, la "**Ecuación de Canje**"), con base en un precio de referencia

por Nueva Acción de Inocsa de 2.186,24 euros, para un máximo de 8.000.000 de acciones de Catalana Occidente (el "**Número Máximo de Acciones de Catalana Occidente para el Canje**"), que representan aproximadamente un 6,67% del capital social de Catalana Occidente. La Contraprestación en Efectivo y la Contraprestación en Acciones serán referidas, conjuntamente, como el "**Precio de la Oferta**".

La contraprestación inicial de la Oferta consistía en (i) un pago de 50 euros por acción; o, alternativamente, (ii) un canje de acciones consistente en 1 nueva acción de clase B de Inocsa por cada 43,8419 acciones de Catalana Occidente, con base en un precio de referencia por Nueva Acción de Inocsa de 2.192,10 euros. No obstante, Sociedad Oferente decidió ajustar la contraprestación de la Oferta, de forma que quedó establecida en los términos descritos en el párrafo anterior por (i) los ajustes por los importes brutos de los dividendos anunciados en las comunicaciones de otra información relevante publicadas por Inocsa en la página web de la CNMV el 8 de mayo de 2025, el 3 de julio de 2025 y el 26 de septiembre de 2025, en relación con los dividendos abonados por Catalana Occidente e Inocsa a sus accionistas el 8 de mayo de 2025, el 9 de julio de 2025 y el 8 de octubre de 2025; y, finalmente, (ii) el incremento del Precio de la Oferta, en 75 céntimos de euro por acción de Catalana Occidente anunciado en la comunicación de información privilegiada publicada por Inocsa en la página web de la CNMV el 21 de octubre de 2025.

Los accionistas de Catalana Occidente que acepten la Oferta mediante la Contraprestación en Acciones, deben tener en cuenta, asimismo, lo siguiente:

- Dada la Ecuación de Canje de la Contraprestación en Acciones, serán necesarias, al menos, 44 acciones de Catalana Occidente para recibir 1 Nueva Acción de Inocsa.
- Los accionistas de Catalana Occidente que acepten la Oferta mediante la Contraprestación en Acciones puede que no logren vender la totalidad de las acciones de Catalana Occidente incluidas en su declaración de aceptación y, por tanto, que conserven la titularidad de parte de ellas, a causa de las reglas de aplicación de la Ecuación de Canje establecidas en el apartado 2.2.1 del Folleto o, en su caso, de las reglas de distribución y prorrateo establecidas en el apartado 3.2 del Folleto.
- De conformidad con lo previsto en el apartado 2.2.1 del Folleto, la aplicación de la Ecuación de Canje podrá dar lugar a que el número de acciones de Catalana Occidente entregadas en canje se redondee al alza sin que la parte decimal en exceso le confiera derecho alguno a percibir cantidad en efectivo ni compensación de ninguna naturaleza.
- Las Nuevas Acciones de Inocsa que se entregarán como Contraprestación en Acciones: (i) son de clase B, por lo que llevan aparejada la prestación accesoria que se describe en el apartado 2.2.4 del Folleto; (ii) son acciones no admitidas a negociación en ningún mercado regulado, sistema multilateral de negociación o cualquier otro centro de ejecución; y (iii) están sujetas a la limitación a la libre

transmisibilidad prevista en el artículo 7 de los estatutos sociales de Inocsa, como se detalla en el apartado 2.2.4.(i) del Folleto.

- La aceptación de la Oferta en la modalidad de Contraprestación en Acciones conlleva la aplicación del Régimen de Neutralidad Fiscal descrito en el apartado 5.3.1 del Folleto, con las salvedades y limitaciones que se indican en los apartados 3.2, 3.7.(ii), 4.10 y 5.3.1 del Folleto.

Los accionistas de Catalana Occidente podrán aceptar la Oferta mediante la Contraprestación en Efectivo por la totalidad o parte de las acciones de Catalana Occidente de las que sean titulares.

Los accionistas de Catalana Occidente que acepten la Oferta mediante la Contraprestación en Acciones deberán aceptar la Oferta con la totalidad de sus acciones a cambio de la Contraprestación en Acciones, no pudiendo, por tanto, aceptar parcialmente la Oferta mediante esta modalidad de contraprestación. Las declaraciones de aceptación que opten por la Contraprestación en Acciones deberán contener la totalidad de las acciones de su titular.

A efectos aclaratorios, los accionistas de Catalana Occidente que deseen aceptar la Oferta deberán elegir una de las dos modalidades de contraprestación en su declaración de aceptación de la Oferta, sin que sea posible optar por una combinación de ambas y, para el caso de que opten por la Contraprestación en Acciones, deberán aceptar la Oferta con todas las acciones de Catalana Occidente de su titularidad, todo ello con el fin de garantizar el cumplimiento de los requisitos previstos en la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades ("**LIS**") para aplicar el régimen de neutralidad fiscal (el "**Régimen de Neutralidad Fiscal**" como dicho concepto se desarrolla en el Documento de Exención al que se hace referencia en el apartado 12.2 del presente documento y el apartado 5.3.1 del Folleto). En todo caso, se considerará como una sola aceptación de la Oferta las diversas que hubiese podido realizar, directa o indirectamente, la misma persona física o jurídica.

En el caso de que el número total de acciones de Catalana Occidente que vayan a ser entregadas en la liquidación de la Oferta mediante Contraprestación en Acciones supere el Número Máximo de Acciones de Catalana Occidente para el Canje, se aplicarán las reglas de distribución y prorrateo del artículo 38.1 del Real Decreto 1066/2007 como se describe en el apartado 11.2 siguiente. Las acciones de Catalana Occidente que no pudieran ser canjeadas por la Contraprestación en Acciones en aplicación de las reglas de distribución y prorrateo no se liquidarán en efectivo, sino que dichas acciones sobrantes serán conservadas por el accionista en cuestión. Estas acciones sobrantes serán objeto de compraventa forzosa si se cumplen los requisitos previstos para ello indicados en el apartado 3.7 del Folleto o, si no se cumplen, podrán ser vendidas en el marco de la orden sostenida de compra que Inocsa tiene intención de formular conforme a lo previsto en el apartado 4.10 del Folleto, siempre y cuando se cumpla la condición de aceptación mínima a la que se sujeta la Oferta.

A pesar de que la Oferta es una oferta voluntaria y, por lo tanto, no es exigible el pago de un precio que reúna los requisitos para tener la consideración de "precio equitativo" en los

términos del artículo 9 del Real Decreto 1066/2007, Inocsa considera que el Precio de la Oferta tiene dicha consideración. Para ello, la Sociedad Oferente ha aportado un informe de valoración de 22 de octubre de 2025, emitido por Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U. ("**Deloitte**"), que aplica las reglas de valoración establecidas en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007 para justificar que el Precio de la Oferta cumple con los requisitos establecidos en el artículo 9 del mencionado Real Decreto 1066/2007 para ser considerado como precio equitativo. Inocsa, asimismo, aporta el informe de valoración para poder promover la exclusión de negociación de las acciones de Catalana Occidente tras la liquidación de la Oferta si Inocsa alcanza, a resultados de la Oferta, al menos el 75% del capital social con derecho a voto de Catalana Occidente, conforme a las reglas de cómputo previstas en el apartado 4.10 del Folleto y según lo previsto en los artículos 65 de la LMVSI y 11.d) del Real Decreto 1066/2007 (el "**Informe de Valoración de las Acciones de Catalana Occidente**").

Dentro de los métodos considerados por Deloitte en el Informe de Valoración de las Acciones de Catalana Occidente, el rango de valoración por acción de Catalana Occidente resultante del método finalmente aplicado es el siguiente:

| Método aplicado                                          | Valor por acción (euros) |
|----------------------------------------------------------|--------------------------|
| Descuento de Dividendos y<br>Descuento de Flujos de Caja | 45,93 - 51,17            |

Por otro lado, Inocsa, de conformidad con lo dispuesto con el artículo 14.2.(c) del Real Decreto 1066/2007, ha aportado un informe de valoración (el "**Informe de Valoración de las Acciones de Inocsa**") de 22 de octubre de 2025, emitido por Deloitte, a los efectos de valorar las Nuevas Acciones de Inocsa que se entregarán como Contraprestación en Acciones en el marco de la Oferta, así como para poder justificar que la Contraprestación en Acciones, en el marco del Precio de la Oferta, se encuentra dentro del rango de valores a considerar como precio equitativo de conformidad con el Informe de Valoración de las Acciones de Catalana Occidente.

Dentro de los métodos considerados por Deloitte en el Informe de Valoración de las Acciones de Inocsa, el rango de valoración por acción de Catalana Occidente resultante del método finalmente aplicado es el siguiente:

| Método aplicado | Valor por acción (euros) |
|-----------------|--------------------------|
| Suma de partes  | 2.022,34 - 2.249,79      |

Con respecto a lo previsto en el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007, se deja constancia de que:

- (i) ni Inocsa, ni CO, ni LP96, ni ninguna sociedad que conforma el Grupo CO, han adquirido o han acordado adquirir acciones de Catalana Occidente, directa o indirectamente mediante entidades controladas, en el periodo de 12 meses previos a la fecha de publicación del anuncio previo de la Oferta y hasta la fecha del Folleto;

- (ii) según el leal y saber entender de la Sociedad Oferente, tras haber realizado las comprobaciones oportunas, las únicas operaciones realizadas por los miembros de los órganos de administración y control de las sociedades que conforman el Grupo CO, en el periodo indicado del punto anterior, son las indicadas en el apartado 5 anterior;
- (iii) no existen compensaciones adicionales que hubieran sido o deban ser pagadas por Inocsa, ni existen pagos diferidos a favor de ningún accionista; y
- (iv) ni Inocsa ni ninguna de las entidades o personas indicadas en el subapartado (i) y (ii) anteriores tienen acuerdos o compromisos vigentes para adquirir acciones de Catalana Occidente.

Aparte de los ajustes en el Precio de la Oferta descritos en el apartado 7 anterior como consecuencia de los pagos de dividendos por parte de Catalana Occidente e Inocsa, en virtud del artículo 9.4.(a) del Real Decreto 1066/2007, no se ha producido ninguna otra circunstancia establecida en el artículo 9.4 del Real Decreto 1066/2007 que pudiera dar lugar a la modificación del precio equitativo. Asimismo, y en relación con el precio equitativo, Inocsa manifiesta que ni la Sociedad Oferente, ni CO, ni las sociedades de su grupo son parte de ningún acuerdo vigente relativo a la adquisición y suscripción de acciones de Catalana Occidente.

Para más información sobre la contraprestación ofrecida, véase el apartado 2.2 del Folleto.

## **8. CONDICIONES A LAS QUE ESTÁ SUJETA LA OFERTA**

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 13.2(b) del Real Decreto 1066/2007, la Oferta está sujeta al cumplimiento de la condición de que sea aceptada por un número de acciones de Catalana Occidente que, sumadas a las 44.328.842 acciones que ya tiene de forma directa, permitan a Inocsa alcanzar la titularidad directa de, al menos, más de la mitad del total de los derechos de voto correspondientes a las acciones de Catalana Occidente al término del periodo de aceptación de la Oferta, esto es, excluyendo del número total de acciones de Catalana Occidente la autocartera que, en su caso, directa o indirectamente, mantenga en dicho momento.

A efectos del cumplimiento de la condición de aceptación mínima, en relación con los accionistas que acepten la Oferta en la modalidad de Contraprestación en Acciones, nótese que sólo serán tenidas en cuenta las acciones de Catalana Occidente que sean finalmente canjeadas en aplicación de la Ecuación de Canje y, en su caso, de las reglas de distribución y prorrateo, y por tanto Inocsa adquiera de forma efectiva.

El capital social total con derecho de voto de Catalana Occidente asciende a 118.022.717 acciones (representativas del mismo número de derechos de voto), considerando que el capital social de Catalana Occidente está representado por un total de 120.000.000 acciones (representativas del mismo número de derechos de voto) y que, Catalana Occidente dispone, indirectamente, de 1.977.283 acciones propias en autocartera. En su virtud, asumiendo que la totalidad de dichas acciones propias notificadas se mantienen en autocartera al término del

periodo de aceptación de la Oferta, la condición de aceptación mínima se entendería cumplida si la Oferta es aceptada por, al menos, 14.682.517 acciones de Catalana Occidente (representativas del 12,44% de los derechos de voto correspondientes a las acciones de Catalana Occidente), que —sumadas a las 44.328.842 acciones que Inocsa ya tiene de forma directa— representarían más de la mitad del total de los derechos de voto correspondientes a las acciones de Catalana Occidente.

Adicionalmente, al amparo de lo previsto en el artículo 13.2(c) y 13.2(d) del Real Decreto 1066/2007, la Oferta se condicionó inicialmente a la aprobación de los términos y condiciones de la Oferta por parte de la junta general de accionistas de Inocsa, así como a la aprobación, por parte de la misma, de la delegación en el consejo de administración para ejecutar la emisión de las Nuevas Acciones de Inocsa para atender la Contraprestación en Acciones.

La referida condición está ya cumplida, al haberse aprobado por la junta general de accionistas de Inocsa celebrada el 30 de abril de 2025.

Para más información sobre las condiciones de la Oferta, véanse los apartados 2.4 y 3.5 del Folleto.

## **9. GARANTÍAS Y FINANCIACIÓN DE LA OFERTA**

### **9.1. Garantías de la Oferta**

De conformidad con el artículo 15 del Real Decreto 1066/2007, para asegurar el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la Oferta, Inocsa ha presentado ante la CNMV un aval a primer requerimiento emitido por CaixaBank, S.A., por un importe agregado de 2.277.947.900 euros, con objeto de garantizar el pago máximo de la Contraprestación en Efectivo de la Oferta que puede resultar necesario para liquidar la misma. El importe del aval cubre íntegramente el pago mediante la Contraprestación en Efectivo por la totalidad de los valores a los que se dirige la Oferta.

Adicionalmente, dado que la Oferta será pagada con Nuevas Acciones de Inocsa para aquellos accionistas que escojan la Contraprestación en Acciones, los miembros del consejo de administración de Inocsa han actuado y continuarán actuando de modo no contradictorio con la decisión de formular la Oferta y de poder disponer de las Nuevas Acciones de Inocsa, tras la aprobación de su emisión por la junta general de accionistas de Inocsa celebrada el 30 de abril de 2025, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 15.4 del Real Decreto 1066/2007.

### **9.2. Fuentes de financiación de la Oferta**

Habida cuenta de los ajustes por dividendos realizados y el posterior incremento del Precio de la Oferta, en caso de que la totalidad de las 45.558.958 acciones de la Sociedad Afectada a las que se dirige la Oferta acepten la misma bajo la modalidad de Contraprestación en Efectivo, Inocsa deberá desembolsar un importe en efectivo de 2.266.558.160,50 euros.

La Contraprestación en Efectivo se financiará totalmente con recursos ajenos.

El 7 de mayo de 2025, de conformidad con la Carta de Mandato, Inocsa, como prestatario, y LP96 como garante, suscribieron con CaixaBank, S.A., como entidad financiadora, avalista, *mandated lead arranger*, única entidad estructuradora (*sole bookrunner*), única entidad aseguradora y banco agente, un contrato de financiación sindicada a largo plazo sujeto a derecho común español por importe máximo de 2.277.947.900 euros (el "**Contrato de Financiación**"). En relación con lo anterior, en fecha 11 de junio de 2025, CaixaBank, S.A., como cedente, avalista y banco agente, Banco Santander, S.A., Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A., Bankinter, S.A. y BNP Paribas, S.A. Sucursal en España, como cesionarios, Inocsa, como prestatario y LP96, como garante, han suscrito un contrato de cesión de posición contractual en virtud del cual, entre otros, CaixaBank, S.A. ha cedido parcialmente a favor de Banco Santander, S.A., Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A., Bankinter, S.A. y BNP Paribas, S.A. Sucursal en España una participación de la financiación en su condición de Entidad Financiadora bajo el Contrato de Financiación.

Se hace constar expresamente que ni Catalana Occidente ni sus filiales asumirán o garantizarán (ni personalmente ni mediante la constitución de garantías reales o de otro tipo) el Contrato de Financiación ni está previsto que asuman obligaciones de pago de ningún importe destinado al pago de la Contraprestación en Efectivo de la Oferta y de, en su caso, el de los citados pagos en efectivo.

Inocsa tiene previsto emplear los dividendos procedentes de sus sociedades participadas para atender al servicio de la deuda del Contrato de Financiación y, con ello, amortizar la financiación y realizar el pago de intereses conforme al calendario previsto a tal efecto, pudiendo asimismo realizar amortizaciones anticipadas voluntarias con los dividendos procedentes de Catalana Occidente en la medida en que los compromisos de solvencia del Grupo Inocsa lo permitan y esté alineado con su estrategia. En caso de que los dividendos percibidos por Inocsa de sus sociedades participadas resulten insuficientes para atender los compromisos de pago derivados de la financiación antes descrita, la Sociedad Oferente valorará la refinanciación de la deuda en condiciones de mercado, o la obtención de financiación adicional con terceros que aseguren el cumplimiento íntegro y puntual de dichas obligaciones.

Para más información sobre la financiación de la Oferta y sus efectos, véanse los apartados 2.4.7 y 2.4.8 del Folleto.

## **10. PLANES E INTENCIONES DE LA SOCIEDAD OFERENTE EN RELACIÓN CON LA OPERACIÓN**

### **10.1. Finalidad de la Oferta**

La finalidad perseguida por Inocsa con la formulación de la Oferta es la adquisición de un número de acciones de Catalana Occidente no controladas por CO que le permita alcanzar, al menos, la mayoría del total de sus derechos de voto de forma directa y proceder a continuación a excluir a Catalana Occidente de las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid.

En primer lugar, Inocsa pretende convertirse en titular directa de, al menos, más de la mitad del total de los derechos de voto correspondientes a las acciones de Catalana Occidente para reforzar su posición de control sobre Catalana Occidente, pasando a tener una participación de control directa. Alcanzar dicho umbral permite la aplicación del Régimen de Neutralidad Fiscal a la emisión de las Nuevas Acciones de Inocsa que deban ser entregadas a los accionistas de Catalana Occidente que acepten la Oferta mediante la modalidad de Contraprestación en Acciones. Por esta razón Inocsa ha incorporado una condición de aceptación mínima a la Oferta que no puede ser objeto de renuncia.

En segundo lugar, (a) para el caso de que se cumpla la condición de aceptación mínima y (b) ello permita además la exclusión de negociación de las acciones de Catalana Occidente mediante la excepción de oferta de exclusión prevista en el artículo 65 LMVSI y el artículo 11.d) del Real Decreto 1066/2007, Inocsa pretende igualmente proceder a continuación a excluir a Catalana Occidente de las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid considerando que:

- (i) el capital flotante (*free float*) que quedaría distribuido entre el público en caso de cumplirse la condición de aceptación mínima de la Oferta impediría alcanzar los niveles de difusión accionarial adecuados para la negociación de las acciones de Catalana Occidente en las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid, presentando consecuentemente la negociación de las acciones en Bolsa un escaso volumen de contratación y de liquidez;
- (ii) la exclusión de negociación de la Sociedad Afectada simplificaría el funcionamiento y estructura de Catalana Occidente, lo que permitiría el ahorro de determinados costes en los que incurre la Sociedad Afectada como consecuencia de su condición de sociedad cotizada, tanto económicos como de administración; y
- (iii) la exclusión facilitaría la implementación de las estrategias de la Sociedad Afectada a largo plazo, evitando el impacto que genera la fluctuación de los precios de las acciones cotizadas y las expectativas a corto plazo de los mercados de capitales, así como la implementación de una estructura corporativa y toma de decisiones más simplificada y racionalizada, si bien siempre con pleno respeto al cumplimiento de la normativa aseguradora que, en su caso, le sea de aplicación.

Con el fin de maximizar las posibilidades de que Inocsa alcance la mayoría de los derechos de voto correspondientes a las acciones de Catalana Occidente de forma directa y que se cumpla así la condición de aceptación mínima, la Oferta se articula como una compraventa o, alternativamente, como un canje de acciones. Esta estructura tiene por objeto permitir que aquellos accionistas que deseen continuar participando en el negocio de Catalana Occidente puedan hacerlo indirectamente a través de su participación en la Sociedad Oferente, aceptando la Oferta mediante la Contraprestación en Acciones.

## **10.2. Planes estratégicos e intenciones sobre las actividades futuras y la localización de los centros de actividad de la Sociedad Afectada**

Los consejeros dominicales designados por CO, en su condición de accionista de control de Catalana Occidente a través de Inocsa, en el consejo de administración de Catalana Occidente han participado en la definición de la estrategia y los planes estratégicos de Catalana Occidente y sus filiales. CO, en su condición de accionista de control de Catalana Occidente a través de Inocsa ha ratificado, mediante su voto en las diferentes reuniones de la junta general de accionistas de Catalana Occidente, su confianza en la gestión de los órganos de administración de Catalana Occidente. En ese sentido, Inocsa conoce los planes de negocio de Catalana Occidente, cuya vigencia ratifica y respecto de los cuales manifiesta que no tiene intención de apartarse, toda vez que sus intenciones para Catalana Occidente se corresponden con lo previsto en los planes de negocio de Catalana Occidente.

Por ello, Inocsa no tiene intención de realizar cambios en la estrategia de Catalana Occidente, de forma que la Sociedad Afectada siga desarrollando su actividad ordinaria a través de las principales sociedades de sus tres líneas de negocio, Occident GCO, S.A.U. de Seguros y Reaseguros, Atradius N.V. y Mémora Servicios Funerarios, S.L.U. , ni contempla ningún cambio respecto a los objetivos de desarrollo de negocio, crecimiento y/o localización de los centros de actividad en los que Catalana Occidente y sus filiales desarrollan sus negocios. En cualquier caso y como es habitual en la gestión de cualquier negocio operativo, la aparición de eventos, riesgos u oportunidades en un entorno en constante evolución podrían dar lugar a ajustes en el mismo, con el objetivo de garantizar que Catalana Occidente continúe creciendo, mejorando su rentabilidad y reforzando su posición de solvencia.

Para más información sobre los planes estratégicos e intenciones sobre las actividades futuras de la Sociedad Afectada, véase el apartado 4.2 del Folleto.

## **10.3. Planes estratégicos e intenciones respecto al mantenimiento de los puestos de trabajo y condiciones laborales del personal y directivos de la Sociedad Afectada**

El capital humano de Catalana Occidente es su principal activo y el artífice de la consecución de sus objetivos empresariales.

Al respecto, y en línea con lo comentado en el apartado 10.2 anterior, Inocsa tiene intención de mantener los puestos de trabajo existentes tanto del personal como de los directivos y no prevé cambios materiales en sus condiciones laborales. Todo ello sin perjuicio de que, como es habitual, se pueda adaptar la fuerza laboral y directiva a las condiciones del mercado en cada momento y a la vista del entorno económico y las necesidades del negocio.

## **10.4. Planes relativos a la utilización o disposición de activos de la Sociedad Afectada y variaciones previstas en su endeudamiento financiero neto**

Inocsa no tiene intención de llevar a cabo ninguna iniciativa que pueda resultar en una alteración significativa de la política de uso ni tiene planes que supongan la disposición de

activos de Catalana Occidente y las sociedades de su grupo. No obstante, como es habitual en la gestión de cualquier negocio puede haber alteraciones con el fin de que Catalana Occidente siga creciendo, mejorando su rentabilidad y fortaleciendo su solvencia.

Inocsa velará, desde su papel de accionista de control de la Sociedad Afectada, porque Catalana Occidente siga cumpliendo holgadamente, tal y como ha ocurrido en el pasado, con todos los requerimientos de solvencia exigidos por la normativa aseguradora vigente, en los términos que se describen en el Folleto.

#### **10.5. Planes relativos a la emisión de valores de la Sociedad Afectada**

Inocsa no tiene ningún plan o intención de promover la emisión de valores por Catalana Occidente o por sus filiales.

#### **10.6. Política de dividendos y remuneraciones al accionista de la Sociedad Afectada**

Catalana Occidente tiene una trayectoria de distribución de dividendos regular y creciente en el tiempo.

En los últimos ejercicios, con carácter general, el dividendo pagado por Catalana Occidente ha sido no sólo estable, sino también creciente año a año, con un incremento anual que ha oscilado entre el 7,5% y el 10%.

A estos efectos, en los últimos 5 ejercicios completos, los dividendos distribuidos por la Sociedad Afectada han sido los siguientes:

| <b>Ejercicio</b> | <b>Importe total distribuido (€)</b> | <b>Importe bruto por acción (€)</b> |
|------------------|--------------------------------------|-------------------------------------|
| 2020             | 81.510.000                           | 0,67925                             |
| 2021             | 107.748.000                          | 0,8979                              |
| 2022             | 116.568.000                          | 0,9714                              |
| 2023             | 126.636.000                          | 1,0553                              |
| 2024             | 137.592.000                          | 1,1466                              |

Por su parte, aunque Inocsa no tiene establecida una política de dividendos, tiene como práctica establecida repartir dividendos en la misma fecha en la que los recibe de sus sociedades filiales, en el porcentaje que considera oportuno tomando en consideración factores que incluyen, sin limitación: el resultado del ejercicio, el flujo de caja, la situación financiera, la atención al servicio de la deuda y otros factores que puedan ser considerados relevantes por el consejo de administración de Inocsa. En este sentido, ha de tenerse en cuenta que,

dada la naturaleza de la misma como entidad dedicada a las actividades propias de una entidad holding, su capacidad de distribución de dividendos a sus accionistas depende de forma primaria y, en gran medida, de los dividendos que, directamente o a través de su participación en LP96, reciba de Catalana Occidente.

Aunque Inocsa no ha tomado una decisión sobre la futura política de dividendos de Catalana Occidente, con la suscripción del Contrato de Financiación, sí ha asumido el compromiso de adoptar una política de distribución de dividendos que haga posible la devolución de la deuda financiera de Inocsa (incluyendo aquella derivada del Contrato de Financiación).

En ese sentido, Inocsa tiene intención de adaptar la futura política de dividendos de Catalana Occidente, singularmente, a la atención por Inocsa de las obligaciones del Contrato de Financiación (incluidos intereses y principal), pero sin que el nivel de reparto tradicional de dividendos realizado hasta la fecha por Inocsa se vea afectado.

En consecuencia, Inocsa prevé un incremento de los dividendos de Catalana Occidente hasta que se produzca la amortización de la financiación prevista en el Contrato de Financiación para: (i) hacer frente al calendario de amortización de la deuda, (ii) mantener la política actual de dividendos de Inocsa y, en su caso, (iii) realizar amortizaciones anticipadas de la financiación prevista en el Contrato de Financiación.

#### **10.7. Planes relativos a los órganos de administración y dirección y control de la Sociedad Afectada**

De conformidad con el apartado 10.1 anterior, en caso de que la Oferta se liquide con éxito y ello permita la exclusión de negociación de las acciones de Catalana Occidente de las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid, la intención de Inocsa es promover dicha exclusión. Como consecuencia de dicha exclusión y de la consiguiente pérdida por Catalana Occidente de la condición de sociedad cotizada, Inocsa tiene la intención de realizar cambios en la configuración y funcionamiento de los órganos de administración, dirección y control de Catalana Occidente con el fin de adecuarlos a los de las sociedades no cotizadas. No obstante, en la medida en que Catalana Occidente es sociedad cabecera de un grupo asegurador y tiene la consideración de Entidad de Interés Público, dichos cambios deberán tener en cuenta las obligaciones dispuestas en la normativa aseguradora en materia de gobierno corporativo y, en particular, las dispuestas en la Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, así como en la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, al objeto de seguir cumpliendo con todos aquellos requisitos que le sean de aplicación en cada momento. Se deja constancia expresa de que, aunque Catalana Occidente dejara de tener la condición de sociedad cotizada, en tanto sea sociedad cabecera de un grupo asegurador y tenga la consideración de Entidad de Interés Público, deberá mantener, como mínimo, dos consejeros independientes. Inocsa no ha valorado promover la reducción del número actual de consejeros independientes (tres) al mínimo de dos, ni tampoco la sustitución de los actuales.

En este sentido, en tanto que Catalana Occidente mantenga su condición de Entidad de Interés Público y/ o sociedad cabecera de un grupo asegurador, deberá mantener un sistema de

gobierno que cumpla con la normativa aseguradora y, por tanto, una estructura organizativa transparente y apropiada, con una clara distribución y una adecuada separación de funciones y con un sistema eficaz para garantizar la transmisión de información, todo ello para garantizar la gestión sana y prudente de la actividad y los mecanismos eficaces de control interno del grupo. Lo anterior incluye la obligación de mantener en Catalana Occidente las siguientes funciones fundamentales: la función de gestión de riesgos, la función de verificación del cumplimiento, la función de auditoría interna y la función actuarial.

Además, dicho sistema de gobierno debe establecer mecanismos eficaces que garanticen el cumplimiento de las exigencias de aptitud y honorabilidad de las personas que dirigen de manera efectiva Catalana Occidente o desempeñan en ella las funciones fundamentales que lo integran. En este sentido, Catalana Occidente deberá mantener la Comisión de Auditoría, con la composición y funciones contempladas en el artículo 529 quaterdecies de la Ley de Sociedades de Capital, de conformidad con la disposición adicional tercera de la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas.

Por los motivos anteriores, producida la exclusión de negociación de las acciones de Catalana Occidente, en su caso, Inocsa no prevé cambios sustanciales en los órganos de administración de la Sociedad Afectada ni en la estrategia de transparencia, rigor e independencia de los órganos de gobierno de la misma.

Se hace constar expresamente que, mientras sea Catalana Occidente una sociedad cotizada, Inocsa mantendrá la composición actual del consejo de administración de Catalana Occidente y velará para que Catalana Occidente siga cumpliendo con la legislación aplicable a las sociedades cotizadas y aseguradoras en materia de composición y funcionamiento del consejo de administración, tomando en consideración, como hasta la fecha, las recomendaciones de buen gobierno corporativo de las sociedades cotizadas emitidas por CNMV, en particular, para el nombramiento de consejeros independientes.

#### **10.8. Previsiones relativas a los estatutos de la Sociedad Afectada**

De conformidad con el apartado 10.1 anterior, en caso de que la Oferta se liquide con éxito y ello permita la exclusión de negociación de las acciones de Catalana Occidente de las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid, la intención de Inocsa es promover dicha exclusión. Como consecuencia de dicha exclusión, y en la medida en que Catalana Occidente dejaría de tener la condición de sociedad cotizada, Inocsa promoverá la adaptación de los estatutos sociales de Catalana Occidente a los que son propios de las sociedades no cotizadas, con la salvedad de los requisitos en materia de gobierno corporativo que le son exigibles a Catalana Occidente en tanto que Entidad de Interés Público y sociedad cabecera de un grupo asegurador y en línea de lo explicado en el apartado 10.1 y 10.7 anteriores.

Inocsa no promoverá la modificación de los estatutos sociales de la Sociedad Afectada antes de que se produzca, en su caso, la exclusión de negociación de las acciones de Catalana Occidente de las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid.

#### **10.9. Intenciones respecto a la cotización de las acciones de la Sociedad Afectada y del ejercicio de venta forzosa**

Inocsa ejercerá el derecho de venta forzosa de los artículos 116 de la LMVSI y 47 del Real Decreto 1066/2007 si se cumplen los umbrales establecidos para ello, lo que conllevaría la exclusión de negociación de las acciones de Catalana Occidente de las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid.

Si los umbrales establecidos en dichos artículos no se alcanzan y, por ende, no es posible el ejercicio del derecho de venta forzosa, pero se cumple la condición de aceptación mínima e Inocsa alcanza en la fecha de liquidación de la Oferta una participación mínima, directa o indirecta, del 75% del capital social con derecho a voto de Catalana Occidente, Inocsa promoverá la exclusión de negociación de Catalana Occidente acogiéndose a la excepción de oferta de exclusión previsto en el artículo 65 LMVSI y el artículo 11.d) del Real Decreto 1066/2007, para lo que deberá ser sometida a aprobación de la junta general de accionistas de Catalana Occidente a propuesta de su consejo de administración. A efectos del cumplimiento del umbral anterior, en relación con los accionistas que acepten la Oferta en la modalidad de Contraprestación en Acciones, nótese que sólo serán tenidas en cuenta las acciones de Catalana Occidente que sean finalmente canjeadas en aplicación de la Ecuación de Canje y, en su caso, de las reglas de distribución y prorrateo, y por tanto Inocsa adquiera de forma efectiva.

#### **10.10. Intenciones relativas a la transmisión de valores de la Sociedad Afectada**

Inocsa y CO no tienen intención de transmitir ninguna de las acciones de Catalana Occidente de las que son titulares, directa o indirectamente, ni de las que adquieran tras la liquidación de la Oferta. Asimismo, no existe ningún acuerdo, negociación o compromiso con terceros en este sentido.

#### **10.11. Informaciones relativas a la propia Sociedad Oferente y a su grupo**

Como consecuencia de la Oferta, CO reforzará su control sobre Catalana Occidente en el número de acciones que acepte la Oferta que, como mínimo, serán aquellas que permitan a Inocsa superar el 50% de los derechos de voto de Catalana Occidente de forma directa tras la liquidación de la misma.

Por otro lado, la financiación de la Oferta por lo que se refiere a la parte de la Contraprestación en Efectivo conllevará un incremento del endeudamiento de Inocsa y del Grupo CO a nivel consolidado en un importe máximo de 2.266.558.160,50 euros (en la medida en que la totalidad de las acciones de Catalana Occidente a las que se dirige la Oferta aceptaran la misma y optaran por la Contraprestación en Efectivo y, por tanto, se disponga de dicho importe máximo bajo el Contrato de Financiación para hacer frente al correspondiente pago), así como la asunción de compromisos y limitaciones enumerados en el apartado 2.7.1 (negative pledge, cumplimiento de ratios y otros).

En lo que al reparto de dividendos de Inocsa respecta, la Sociedad Oferente tiene intención de que el nivel de reparto tradicional de dividendos realizado hasta la fecha por Inocsa no disminuya. Se hace constar expresamente que la financiación de la Oferta no limitará ni restringirá la capacidad de Inocsa para distribuir dividendos a sus accionistas, en tanto se mantenga el cumplimiento de las obligaciones del Contrato de Financiación. En ese sentido, Inocsa promoverá una política de distribución de dividendos en Catalana Occidente en línea de lo indicado en los apartados 2.4.8 y 4.7 del Folleto, esto es, de forma que le permita atender las obligaciones del Contrato de Financiación y la completa amortización de dicha financiación, pero sin que el nivel de reparto tradicional de dividendos realizado hasta la fecha por Inocsa disminuya.

Para más información sobre la propia Sociedad Oferente y su grupo, véase el apartado 4.12 del Folleto.

## **11. PROCEDIMIENTO DE ACEPTACIÓN Y LIQUIDACIÓN**

### **11.1. Plazo de aceptación de la Oferta**

El plazo de aceptación de la Oferta es de 30 días naturales contados a partir del día hábil bursátil siguiente a la fecha de publicación del primero de los anuncios a los que se refiere el artículo 22 del Real Decreto 1066/2007. Se tomará como fecha de publicación de los anuncios en los boletines de cotización la fecha de la sesión bursátil a la que estos se refieran.

A los efectos del cómputo del referido plazo de 30 días naturales, se incluirá tanto el día inicial como el último día del plazo. Si el primer día del plazo fuera inhábil bursátil, el plazo de aceptación se iniciaría el primer día hábil bursátil siguiente. En el caso de que el último día del plazo fuese inhábil bursátil, el plazo de aceptación se extenderá hasta el final del día hábil bursátil siguiente. El plazo de aceptación finalizará, en todo caso, a las 23:59 horas del último día del plazo de aceptación.

Inocsa podrá ampliar el plazo de aceptación de la Oferta una o más veces, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 23 del Real Decreto 1066/2007, siempre que no se rebase el límite máximo de 70 días naturales previsto en el Real Decreto 1066/2007 y que la prórroga se comunique a la CNMV con carácter previo. La ampliación del plazo de aceptación, en su caso, deberá anunciarse en los mismos medios en que hubiera sido publicada la Oferta, al menos 3 días naturales antes del término del plazo inicial o de la correspondiente prórroga, indicándose las circunstancias que la motivan.

### **11.2. Reglas de distribución y prorrateo en relación con la aceptación de la Oferta en acciones de la Sociedad Afectada**

En el caso de que el número total de acciones de Catalana Occidente que vayan a ser entregadas en la liquidación de la Oferta mediante Contraprestación en Acciones supere el Número Máximo de Acciones de Catalana Occidente para el Canje (esto es 8.000.000 de acciones, representativas del 6,67% del capital social total de Catalana Occidente), se

aplicarán las siguientes reglas de distribución y prorrateo del artículo 38.1 del Real Decreto 1066/2007.

A efectos aclaratorios, a la hora de determinar si las aceptaciones de la Oferta mediante Contraprestación en Acciones superan el Número Máximo de Acciones de Catalana Occidente para el Canje, sólo se tendrá en cuenta el número total de acciones de Catalana Occidente que vayan a ser entregadas en la liquidación de la Oferta mediante Contraprestación en Acciones y, por tanto, una vez aplicada la Ecuación de Canje a las declaraciones de aceptación de la Oferta que opten por la Contraprestación en Acciones conforme a lo previsto en el apartado 7 anterior.

Se deja expresa constancia de que las acciones de Catalana Occidente que no pudieran ser canjeadas por la Contraprestación en Acciones en aplicación de las reglas de distribución y prorrateo no se liquidarán en efectivo, sino que dichas acciones sobrantes serán conservadas por el accionista en cuestión. Estas acciones sobrantes serán objeto de compraventa forzosa, si se cumplen los requisitos previstos para ello, indicados en el apartado 3.7 del Folleto o, si no se cumplen, podrán ser vendidas en el marco de la orden sostenida de compra que Inocsa tiene intención de formular, conforme a lo previsto en el apartado 10.9 anterior y el apartado 4.10 del Folleto, si se cumple la condición de aceptación mínima a que está sujeta la eficacia de la Oferta.

(i) Distribución lineal

Se comenzará la distribución de Nuevas Acciones de Inocsa adjudicando a cada aceptación de acciones de Catalana Occidente (i.e., al número de acciones de Catalana Occidente que en función de cada aceptación debiera entregarse de resultas de la Ecuación de Canje) un número igual de Nuevas Acciones de Inocsa, que será el que resulte de aplicar la Ecuación de Canje al resultado de dividir el 25% del Número Máximo de Acciones de Catalana Occidente para el Canje, esto es, 2.000.000 de acciones de Catalana Occidente, entre el número total de las aceptaciones que opten por la Contraprestación en Acciones. Las aceptaciones que se hubiesen realizado por un número de acciones de Catalana Occidente que resulte, en aplicación de la Ecuación de Canje, inferior al mencionado en este párrafo se atenderán íntegramente.

(ii) Distribución del exceso

La cantidad de Nuevas Acciones de Inocsa no adjudicada según la regla anterior se distribuirá de forma proporcional al número de acciones de Catalana Occidente comprendidas en cada declaración de aceptación que opte por la Contraprestación en Acciones aplicando la Ecuación de Canje.

Las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid coordinarán sus actuaciones en caso de que deban aplicarse las reglas de distribución y prorrateo anteriormente señaladas, encomendándose a la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Barcelona el desarrollo de las labores que se requieran al efecto. En todo caso, se

considerará como una sola aceptación de la Oferta las diversas que hubiese podido realizar, directa o indirectamente, la misma persona física o jurídica.

Si como consecuencia del prorrateo, el número de acciones de Catalana Occidente que correspondería canjear a cada aceptante no coincidiese con un número entero, sino con un número con decimales, dicha cifra se redondeará: (i) al alza, si el decimal equivale a la mitad o a más de la mitad de un entero (i.e. 0,5 o más); o (ii) a la baja, si el decimal equivale a menos de la mitad de un entero (i.e. menos de 0,5). No obstante, si como consecuencia del citado redondeo el número de acciones de Catalana Occidente que correspondería canjear excediese del Número Máximo de Acciones de Catalana Occidente para el Canje, no se aplicará el sistema del redondeo, sino que únicamente se considerarán números enteros de acciones a canjear, obviando los decimales.

Si como consecuencia del redondeo derivado del prorrateo o como consecuencia de considerar únicamente números enteros de acciones a canjear, el número total de Nuevas Acciones de Inocsa a entregar resultase inferior al número total de Nuevas Acciones de Inocsa que resulta de aplicar la Ecuación de Canje al Número Máximo de Acciones de Catalana Occidente para el Canje, cada una de las Nuevas Acciones de Inocsa sin adjudicar se irá asignando a uno de los aceptantes de la Contraprestación en Acciones hasta que no quede ninguna por adjudicar, empezando por aquel aceptante que tenga un mayor número de acciones de Catalana Occidente ofrecidas en la prorrata sin adjudicar, seguido por el segundo aceptante que tuviera más acciones ofrecidas en la prorrata sin adjudicar, y así sucesivamente (en caso de que dos o más aceptantes tuvieran el mismo número de acciones ofrecidas sin adjudicar por acciones de Inocsa, la asignación entre ellos se hará por orden alfabético).

Las acciones de Catalana Occidente que no pudieran ser canjeadas por la Contraprestación en Acciones en aplicación de las reglas de distribución y prorrateo no se liquidarán en efectivo, sino que dichas acciones sobrantes serán conservadas por el accionista en cuestión. El mantenimiento de estas acciones sobrantes será con carácter adicional al mantenimiento de la titularidad de las acciones de Catalana Occidente que no vayan a ser entregadas en la liquidación de la Oferta mediante Contraprestación en Acciones por resultar sobrantes en la aplicación de la Ecuación de Canje. En ese sentido, se recuerda que la aplicación de las reglas de distribución y prorrateo es posterior a la aplicación de la Ecuación de Canje a las declaraciones de aceptación de la Oferta que opten por la Contraprestación en Acciones conforme a lo previsto en el apartado 7 anterior.

### **11.3. Formalidades que deben cumplir los destinatarios de la Oferta para manifestar su aceptación, así como la forma y plazo en el que recibirán la contraprestación**

#### **(a) Declaraciones de aceptación de la Oferta**

Las declaraciones de aceptación de la Oferta por los accionistas de Catalana Occidente, cualquiera que sea la modalidad de contraprestación por la que opten (sin que los accionistas de Catalana Occidente puedan optar, simultánea y conjuntamente, por ambas modalidades de aceptación), se realizarán de acuerdo con el procedimiento señalado en el Folleto.

Las declaraciones de aceptación de la Oferta se admitirán desde el primer día del plazo de aceptación hasta el último, ambos incluidos. Las declaraciones de aceptación de la Oferta serán revocables en cualquier momento antes del último día de dicho plazo y carecerán de validez si se someten a condición, todo ello conforme se establece en el artículo 34 del Real Decreto 1066/2007. Las declaraciones de aceptación remitidas por los destinatarios de la Oferta con posterioridad al último día del plazo de aceptación no serán válidas por lo que no se computarán en el resultado de la Oferta.

Por consiguiente, carecerán de validez las declaraciones de aceptación referidas a acciones cuyas fechas de contratación sean posteriores al último día del plazo de aceptación de la Oferta y aquellas declaraciones de aceptación remitidas por los destinatarios de la Oferta fuera del dicho plazo.

En todo caso, se entenderá como una única declaración de aceptación de la Oferta todas aquellas que formule, directa o indirectamente, la misma persona física o jurídica.

(b) Procedimiento de aceptación de la Oferta

Los accionistas de Catalana Occidente que deseen aceptar la Oferta deberán dirigirse a la entidad financiera en la que tengan depositadas sus acciones y manifestar por escrito ante esta última, ya sea de forma presencial, por medios electrónicos o por cualesquiera otros medios admitidos por las entidades depositarias: (i) su declaración de aceptación; y (ii) la modalidad de contraprestación por la que opten, esto es, Contraprestación en Efectivo o Contraprestación en Acciones, no pudiendo optar de forma combinada por ambas modalidades de contraprestación. Las declaraciones de aceptación que opten por la Contraprestación en Acciones deberán contener la totalidad de las acciones de Catalana Occidente de su titular.

En el supuesto de que la declaración de aceptación de un accionista comprenda una aceptación que sea parte mediante la Contraprestación en Acciones y parte mediante la Contraprestación en Efectivo, se entenderá que el accionista en cuestión ha aceptado íntegramente la Oferta mediante la Contraprestación en Efectivo por las acciones que hubiera incluido en la declaración de aceptación. Asimismo, en caso de que el accionista en cuestión acepte la Oferta mediante la Contraprestación en Acciones de forma parcial (esto es, no con todas las acciones de Catalana Occidente de las que fuera titular), dicha declaración de aceptación no se considerará válida y se entenderá por no hecha. Las anteriores normas se aplicarán de igual forma a los accionistas de Catalana Occidente que tengan sus acciones en dos o más cuentas de valores de entidades depositarias diferentes, ya que, como se indicaba anteriormente, se considerará como una sola aceptación de la Oferta las diversas que hubiese podido realizar la misma persona física o jurídica, por lo

que sus diferentes declaraciones de aceptación deberán conjuntamente cumplir con lo anteriormente establecido.

Asimismo, en ausencia de manifestación sobre el tipo de contraprestación por la que optan, se entenderá que el accionista de Catalana Occidente opta por recibir la Contraprestación en Efectivo.

Se entenderá que la declaración de aceptación en la que el destinatario de la Oferta haya aceptado la Contraprestación en Acciones implicará automática e irrevocablemente el consentimiento del accionista aceptante para que, una vez haya finalizado el plazo de aceptación, en la forma prevista en el Folleto, las acciones de Catalana Occidente con las que ha aceptado la Oferta y resulten canjeadas en aplicación de la Ecuación de Canje a cambio de la Contraprestación en Acciones se registren a nombre de Inocsa, permitiendo así la suscripción y desembolso de las Nuevas Acciones de Inocsa.

El derecho a recibir la Contraprestación en Acciones puede verse limitado si los accionistas de Catalana Occidente que acepten la Oferta en la modalidad de Contraprestación en Acciones deciden entregar un número de acciones de Catalana Occidente que, en total, exceda del Número Máximo de Acciones de Catalana Occidente para el Canje, según lo indicado en el apartado 11.2 anterior. En ese caso, de conformidad con el citado apartado 11.2 anterior, los accionistas de Catalana Occidente que acepten la Oferta en la modalidad de Contraprestación en Acciones conservarán la titularidad de las acciones de Catalana Occidente que no pudieran ser canjeadas en aplicación de las reglas de distribución y prorrateo por haberse superado el límite del Número Máximo de Acciones de Catalana Occidente para el Canje. Estas acciones sobrantes serán objeto de compraventa forzosa, si se cumplen los requisitos previstos para ello, indicados en el apartado 3.7 del Folleto o, si no se cumplen, podrán ser vendidas en el marco de la orden sostenida de compra que Inocsa tiene intención de formular, conforme a lo previsto en el apartado 10.9 anterior y el apartado 4.10 del Folleto, si se cumple la condición de aceptación mínima a que está sujeta la eficacia de la Oferta.

Los accionistas de Catalana Occidente que opten por la Contraprestación en Acciones conocerán el número total de Nuevas Acciones de Inocsa que se emitirán, con la publicación del resultado de la Oferta.

Toda declaración de aceptación de la Oferta mediante la Contraprestación en Efectivo deberá comprender, al menos, una acción de Catalana Occidente. Respecto de la Contraprestación en Acciones, los accionistas aceptantes deberán aceptar la Oferta con la totalidad de sus acciones (debiendo en cualquier caso ser, como mínimo, titulares de 44 acciones de Catalana Occidente, para poder aplicar la Ecuación de Canje).

Las acciones de Catalana Occidente respecto de las que se acepte la Oferta deberán comprender todos los derechos políticos y económicos, cualquiera que sea su naturaleza, que pudieran corresponder a aquellas. Las acciones deberán ser transmitidas (i) con todos los derechos económicos y políticos que les correspondan; (ii) libres de cargas y gravámenes y de derechos de terceros que limiten sus derechos políticos o económicos o

su libre transmisibilidad; y (iii) por persona legitimada para transmitir las según los asientos del correspondiente registro contable, de forma que Inocsa adquiriera la propiedad irrevindicable sobre las acciones de acuerdo con lo establecido en el artículo 11 de la LMVSI.

De conformidad con lo establecido en el artículo 34.2 del Real Decreto 1066/2007, durante el plazo de aceptación de la Oferta, las entidades financieras que reciban las declaraciones de aceptación de los destinatarios de la Oferta remitirán diariamente a Inocsa, a través del representante designado a estos efectos que se indica a continuación, y a las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid, de forma globalizada, los datos relativos al número de acciones de Catalana Occidente comprendidas en las declaraciones de aceptación presentadas por los accionistas de Catalana Occidente y la modalidad de contraprestación por la que hayan optado.

Las entidades que hubieran comunicado declaraciones globales de aceptación de destinatarios de la Oferta que, con posterioridad, revoquen sus aceptaciones, deberán presentar nuevas declaraciones globales que modifiquen y sustituyan a las anteriores.

Las declaraciones de aceptación remitidas por los destinatarios de la Oferta con posterioridad al último día del plazo de aceptación no serán válidas por lo que se rechazarán y no se computarán como aceptación ni por lo tanto en el resultado de la Oferta.

El representante de Inocsa a los efectos de las comunicaciones de dichas declaraciones de aceptación y sus datos son los siguientes:

**CaixaBank, S.A.**

Calle del Pintor Sorolla, 2-4, 46002 Valencia

Email: entidad.agente@caixabank.com

Inocsa y las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid, facilitarán a la CNMV, cuando esta lo solicite, información sobre las declaraciones de aceptación recibidas.

Una vez finalizado el plazo de aceptación y dentro del plazo establecido en la instrucción operativa emitida y publicada por las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid, las aceptaciones válidas de la Oferta, cualquiera que sea la modalidad de contraprestación por la que hayan optado los accionistas de Catalana Occidente, serán cursadas por las entidades participantes en Iberclear receptoras a las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid, quienes se encargarán de recoger dichas aceptaciones por escrito de forma presencial, por medios electrónicos, o por cualesquiera otros medios admitidos por las entidades depositarias y responderán, de acuerdo con sus registros de detalle, de la titularidad y tenencia de las acciones a las que se refieran las aceptaciones, así como de la inexistencia de cargas y gravámenes o derechos de terceros que limiten los derechos políticos o económicos de dichas acciones o su libre transmisibilidad.

Las aceptaciones de los titulares de acciones de Catalana Occidente, cualquiera que sea la modalidad de contraprestación por la que hayan optado, se acompañarán de la documentación suficiente para que se pueda proceder a la transmisión de las acciones y deberán incluir todos los datos identificativos exigidos por la normativa aplicable para este tipo de operaciones que, a título enunciativo y no limitativo, serán: (i) nombre completo o denominación social; (ii) domicilio; y (iii) número de identificación fiscal o, en caso de accionistas que no sean residentes en España y no tengan un número de identificación fiscal español, su número de pasaporte o identificación, nacionalidad y lugar de residencia.

En ningún caso Inocsa aceptará acciones de Catalana Occidente cuya fecha de contratación sea posterior al último día del plazo de aceptación de la Oferta ni declaraciones de aceptación remitidas por los destinatarios de la Oferta fuera de dicho plazo. Es decir, la fecha de contratación de aquellas acciones de Catalana Occidente que se ofrezcan en venta deberá haber tenido lugar no más tarde del último día del plazo de aceptación de la Oferta y las declaraciones de aceptación deberán ser remitidas por los destinatarios de la Oferta, asimismo, en dicho plazo, como máximo.

Todo lo anterior se refiere a las aceptaciones de los titulares de los valores y al papel de las entidades financieras depositarias y entidades de servicios de inversión que las reciben en primer lugar. No afecta, por tanto, a los flujos de información subsiguientes entre las entidades que las reciben, los custodios, los participantes de Iberclear y las infraestructuras del mercado para realizar los procesos necesarios para la comunicación a las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid del detalle de las aceptaciones que resulten de las declaraciones u órdenes de aceptación.

Según lo dispuesto en el artículo 35.2 del Real Decreto 1066/2007, la información sobre el número de aceptaciones presentadas podrá ser obtenida por los interesados durante el plazo de aceptación de la Oferta, previa solicitud e identificación completa del solicitante, bien en el domicilio de Inocsa o bien en el domicilio de CaixaBank, S.A., la entidad encargada de la intermediación, liquidación y agencia de las operaciones de adquisición de las acciones de Catalana Occidente que resulten de la Oferta descrita en el apartado 11.6 siguiente (la “**Entidad Agente**”).

Para determinar el número de Nuevas Acciones de Inocsa que deberán ponerse a disposición de los accionistas de Catalana Occidente que hayan optado por la Contraprestación en Acciones, la Entidad Agente deberá coordinar con las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid la entrega de la información correspondiente en relación con las declaraciones de aceptación que hayan optado por la Contraprestación en Acciones para calcular el número de Nuevas Acciones de Inocsa que deben ser entregadas a los accionistas de Catalana Occidente de conformidad con las normas de distribución descritas anteriormente.

(c) Régimen y funcionamiento de los picos en relación con la modalidad de Contraprestación en Acciones

Teniendo en cuenta el procedimiento de aplicación de la Ecuación de Canje prevista para la modalidad de Contraprestación en Acciones descrito en el apartado 7 anterior, no habrá importes remanentes (picos) que deban pagarse en efectivo a los accionistas de Catalana Occidente que acepten la Oferta en dicha modalidad.

(d) Publicación del resultado de la Oferta

De conformidad con lo establecido en el artículo 36 del Real Decreto 1066/2007, transcurrido el plazo de aceptación previsto en el apartado 11.1 anterior, o el que resulte en caso de prórroga o modificación, concurrencia de ofertas competidoras o extensiones del plazo por modificación de las ofertas, y en un plazo máximo de 5 días hábiles desde dicha fecha, las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid comunicarán a la CNMV el número total de acciones de Catalana Occidente comprendidas en las declaraciones de aceptación presentadas distinguiendo:

- (i) aquellas que hayan optado por la Contraprestación en Efectivo; y
- (ii) aquellas que hayan optado por la Contraprestación en Acciones y hayan sido efectivamente canjeadas una vez aplicadas la Ecuación de Canje y, en caso de que el número total de acciones de Catalana Occidente comprendidas en las declaraciones de aceptación que opten por la Contraprestación en Acciones supere el Número Máximo de Acciones de Catalana Occidente para el Canje (esto es, supere los 8.000.000 de acciones), las reglas de distribución y prorrateo descritas en el apartado 11.2 anterior.

Recibida por la CNMV la información sobre el total de aceptaciones, las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid publicarán el resultado de la Oferta con su alcance concreto en el plazo máximo de 7 días hábiles desde la finalización del plazo de aceptación. A tal efecto, la CNMV comunicará a las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid, a Inocsa y a la Sociedad Afectada, el resultado de la Oferta.

Las citadas sociedades rectoras de las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid publicarán el resultado de la Oferta en los boletines de cotización en los términos y sesión que indique la CNMV. Se entenderá por fecha de publicación del resultado de la Oferta la fecha de la sesión a la que se refieran los mencionados boletines de cotización en que se publique el resultado de la Oferta.

(e) Liquidación de la Oferta en relación con la Contraprestación en Acciones

De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 37.2 del Real Decreto 1066/2007, al consistir una de las alternativas de contraprestación ofrecida en un canje de valores, su liquidación se producirá en la forma prevista en el Folleto y que es la indicada en este apartado.

- (i) *Entidad encargada de la liquidación y agencia en relación con la Contraprestación en Acciones*

La Entidad Agente, en virtud de un contrato de agencia suscrito con Inocsa, tramitará el canje de acciones objeto de la Oferta mediante Contraprestación en Acciones y se encargará de efectuar la liquidación por cuenta de Inocsa, correspondiéndole, entre otras, la función de calcular el número necesario de Nuevas Acciones de Inocsa a emitir de acuerdo con la Ecuación de Canje acordada para aquellos accionistas de Catalana Occidente que opten por la Contraprestación en Acciones.

*(ii) Canje de acciones*

Dentro de los 2 días hábiles bursátiles siguientes a la publicación del resultado de la Oferta en los boletines de cotización de las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid, la Entidad Agente promoverá la puesta a disposición de Inocsa de las acciones de Catalana Occidente que hayan aceptado la Oferta.

En este sentido, con carácter simultáneo a la publicación del resultado de la Oferta por parte de la CNMV, la Entidad Agente comunicará a Inocsa el número definitivo de Nuevas Acciones de Inocsa que sea necesario emitir como parte de la Contraprestación en Acciones, de conformidad con el apartado (iii) siguiente y teniendo en cuenta el número de acciones de Catalana Occidente que hayan aceptado la Oferta mediante la Contraprestación en Acciones y la Ecuación de Canje y, en su caso, la aplicación de las reglas de distribución y prorrateo.

*(iii) Ejecución del aumento de capital no dinerario de Inocsa y expedición de los títulos nominativos representativos de las Nuevas Acciones de Inocsa*

Con posterioridad a la liquidación de la Oferta para aquellos accionistas de Catalana Occidente que hubieran solicitado la Contraprestación en Efectivo y no más tarde del día hábil siguiente a la recepción por parte de Inocsa de la comunicación emitida por la Entidad Agente en la que consten el número de Nuevas Acciones de Inocsa que sea necesario emitir como parte de la Contraprestación en Acciones, teniendo en cuenta el número de acciones de Catalana Occidente que hayan aceptado la Oferta, el consejo de administración de Inocsa aprobará la ejecución del correspondiente aumento de capital a suscribir con aportaciones no dinerarias (consistentes en las acciones de Catalana Occidente que hayan aceptado la Oferta mediante la modalidad de Contraprestación en Acciones y vayan a ser canjeadas conforme al procedimiento establecido en el apartado (ii) anterior), mediante la emisión del número exacto de Nuevas Acciones de Inocsa necesarias para atender las citadas aceptaciones de la Oferta en atención a la Ecuación de Canje. Asimismo, corresponderá al consejo de administración de Inocsa la expedición de los títulos nominativos de las Nuevas Acciones de Inocsa a entregar a los accionistas de Catalana Occidente que hayan aceptado la Oferta bajo la modalidad de Contraprestación en Acciones y así lo soliciten expresamente.

Inocsa comunicará en el mismo día a la CNMV, mediante una comunicación de información privilegiada o de otra información relevante, el acuerdo de ejecución del aumento de capital, que será objeto de elevación a público y presentación para su

inscripción en el Registro Mercantil de Madrid no más tarde del día hábil bursátil siguiente a la fecha de ejecución del aumento de capital.

*(iv) Inscripción en el Registro Mercantil de Madrid del aumento de capital de Inocsa*

Una vez formalizada la correspondiente escritura de aumento de capital se procederá a anotar las Nuevas Acciones de Inocsa en el libro registro de acciones nominativas de Inocsa a nombre de los accionistas de Catalana Occidente aceptantes de la Oferta mediante la modalidad de Contraprestación en Acciones que correspondan y se expedirán a su favor los correspondientes títulos nominativos representativos de las Nuevas Acciones de Inocsa, entregándose estos a aquellos que así lo soliciten expresamente. A los efectos oportunos, se presentará en Iberclear un testimonio notarial de la escritura pública de aumento de capital de Inocsa, junto con un certificado del libro registro de acciones nominativas de Inocsa.

El efectivo cambio de titularidad a favor de Inocsa de las acciones de Catalana Occidente se producirá con carácter simultáneo a la anotación de las Nuevas Acciones de Inocsa a nombre de los accionistas de Catalana Occidente aceptantes de la Oferta bajo la modalidad de Contraprestación en Acciones en el libro registro de acciones nominativas de Inocsa. Esta fecha se considerará como fecha de canje de las acciones de Catalana Occidente por las Nuevas Acciones de Inocsa. Inocsa comunicará a la CNMV por medio de una comunicación de otra información relevante esta liquidación de la Oferta en su modalidad de Contraprestación en Acciones.

Producida la inscripción del aumento de capital en el Registro Mercantil de Madrid, se presentará en Iberclear un nuevo testimonio notarial de la escritura pública de aumento de capital de Inocsa, que contendrá el cajetín de su inscripción en el Registro Mercantil de Madrid.

(f) Intervención y liquidación de la Oferta en relación con la Contraprestación en Efectivo

La adquisición de las acciones objeto de la Oferta mediante Contraprestación en Efectivo se intermediará y liquidará por la Entidad Agente, en su condición de miembro de las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid y entidad participante en Iberclear, por cuenta del Oferente.

La liquidación y el pago la Contraprestación en Efectivo será realizado de conformidad con lo previsto en el artículo 37 del Real Decreto 1066/2007 y siguiendo el procedimiento establecido para ello por Iberclear, considerándose como fecha de contratación de la correspondiente operación bursátil, la de la sesión a la que se refieran los boletines de cotización de las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid que publiquen el resultado de la Oferta.

**11.4. Gastos de aceptación y liquidación de la Oferta**

Todos los gastos derivados de la ampliación de capital de Inocsa serán por cuenta de Inocsa.

Los titulares de las acciones de Catalana Occidente que acepten la Oferta a través de la Entidad Agente no soportarán los gastos de corretaje derivados de la intervención de un miembro del mercado en la compraventa, ni de los cánones de liquidación de Iberclear, ni los de contratación de las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid, que serán satisfechos por Inocsa.

En el supuesto de que intervengan por cuenta del accionista aceptante otros miembros del mercado distintos de la Entidad Agente, los gastos de corretaje y demás gastos de la parte vendedora en la operación, entre los que se incluyen los cánones de liquidación de Iberclear y los de contratación de las Bolsas de Valores de Barcelona y Madrid, serán a cargo del accionista aceptante.

Los gastos en los que incurra Inocsa para la adquisición de las acciones de Catalana Occidente y su liquidación serán satisfechos por la Sociedad Oferente.

Inocsa no se hará cargo, en ningún caso, de las eventuales comisiones y gastos que las entidades depositarias y administradoras de las acciones de Catalana Occidente carguen a sus clientes por la tramitación de órdenes derivadas de la aceptación de la Oferta y el mantenimiento de los saldos.

De conformidad con el artículo 33.5 del Real Decreto 1066/2007, en caso de desistimiento de la Oferta o de cualquier otra causa que la deje sin efecto, devendrán ineficaces las aceptaciones que se hubieran presentado, corriendo a cargo de Inocsa los gastos ocasionados a los accionistas de Catalana Occidente por la aceptación. Asimismo, de acuerdo con el artículo 39.1 del Real Decreto 1066/2007, en caso de resultado negativo de la Oferta, las entidades o personas que hubieran recibido aceptaciones por cuenta de Inocsa estarán obligadas a la devolución de los documentos acreditativos de la titularidad de los valores que les hubieran sido entregados por los accionistas aceptantes. Todos los gastos de la devolución serán por cuenta de Inocsa.

Cualesquiera otros gastos distintos de los anteriormente reseñados serán asumidos por quien incurra en ellos.

#### **11.5. Plazos para la renuncia a la condición de aceptación mínima a la que está sujeta la eficacia de la Oferta**

Según se ha indicado anteriormente, Inocsa se compromete a no renunciar a la condición de aceptación mínima referida en el apartado 8 anterior.

#### **11.6. Designación de las entidades o intermediarios financieros que actúen por cuenta de la Sociedad Oferente en el procedimiento de aceptación y liquidación de la Oferta**

Inocsa ha designado a CaixaBank, S.A., con domicilio social en Calle Pintor Sorolla número 2-4, Valencia (46002), y N.I.F. número A-08663619, inscrita en el Registro Mercantil de Valencia, al tomo 10.370, folio 1, hoja V-178351, como entidad encargada de la intermediación y liquidación de las operaciones de adquisición y canje de las acciones de Catalana Occidente que resulten de la Oferta.

Asimismo, CaixaBank, S.A. será la entidad encargada de la intervención y liquidación, en su caso, de las operaciones de compraventa forzosa, en los términos que se describen en el apartado 3.7 del Folleto.

## **12. AUTORIZACIONES**

### **12.1. Autorizaciones en materia de competencia**

Teniendo en consideración que CO continuará teniendo el control de la Sociedad Afectada a través de Inocsa, la adquisición derivada de la Oferta no requiere autorización (o no oposición) ni notificación alguna a la Comisión Europea de acuerdo con el Reglamento (CE) nº 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas, ni a la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) de acuerdo con la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia, ni a ninguna otra jurisdicción.

### **12.2. Otras autorizaciones administrativas**

Inocsa considera que no tiene obligación de notificar a ninguna autoridad española o extranjera con carácter previo, ni de obtener autorización o declaración de no oposición de ninguna otra autoridad administrativa española o extranjera distinta de la CNMV para llevar a cabo la Oferta y su liquidación.

No obstante lo anterior, se ha notificado a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones el eventual incremento por parte de Newsercal, S.L. y D. Hugo Serra Calderón de su participación indirecta en Catalana Occidente, Occident GCO, S.A.U. de Seguros y Reaseguros y Atradius Crédito y Caución, S.A. de Seguros y Reaseguros que se produciría bajo determinados escenarios de aceptación de la Oferta.

Inocsa no emitirá ningún folleto a los efectos del del Reglamento 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017 (el "**Reglamento de Folletos**") en relación con las Nuevas Acciones de Inocsa que debe emitir para atender a la Contraprestación en Acciones de la Oferta, dado que Inocsa ha optado por acogerse a la exención para las ofertas de canje establecida en el artículo 1, apartado 4.f) del Reglamento de Folletos. A los efectos de que Inocsa pueda acogerse a la referida exención, Inocsa ha publicado de forma separada en su página web ([www.grupoinocsa.com](http://www.grupoinocsa.com)) un documento de exención (el "**Documento de Exención**") de conformidad con los requisitos del Reglamento Delegado 2021/528, de 16 de diciembre de 2020 (el "**Reglamento Delegado 2021/528**").

En concreto, el Documento de Exención se ha elaborado por la Sociedad Oferente de conformidad con lo previsto en el Anexo II del Reglamento Delegado 2021/528. El Documento de Exención no constituye un folleto a los efectos del Reglamento de Folletos y se deja expresa constancia de que, con arreglo al artículo 1, apartado 6 bis, letra b), del Reglamento (UE) 2017/1129, ha sido aprobado por la CNMV.

La Sociedad Oferente ha dado a conocer la publicación del Documento de Exención mediante una comunicación de otra información relevante dirigida a la CNMV, para su publicación en su página web ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)), en la que consta un enlace a la página web de Inocsa que contiene dicho Documento de Exención. La publicación del Documento de Exención por la Sociedad Oferente se ha realizado al tiempo de la autorización de la Oferta por parte de la CNMV.

Para más información respecto de las autorizaciones administrativas y el Documento de Exención, véase el apartado 5.2 y 5.3 del Folleto.

### **13. RESTRICCIÓN TERRITORIAL**

La Oferta se realiza únicamente en el mercado español y se dirige a todos los accionistas que resulten ser titulares de acciones de Catalana Occidente (distintas de aquellas de titularidad, directa o indirecta, de CO), con independencia de su nacionalidad o lugar de residencia. El Folleto y su contenido no constituyen una extensión de la Oferta a ninguna jurisdicción donde la formulación de la Oferta pudiera exigir la distribución o registro de documentación adicional al Folleto.

La Oferta no se realiza en o hacia, y no es susceptible de ser aceptada en o desde, Canadá, Australia, Nueva Zelanda, la República de Sudáfrica o Japón y el Folleto y todos los demás documentos relativos a la Oferta no constituyen o forman parte de ninguna oferta o solicitud de compra o suscripción de valores en los Estados Unidos de América o en cualquier otra jurisdicción restringida. En particular, la Oferta no se formula, ni directa ni indirectamente, en los Estados Unidos de América, ya sea por correo o por cualquier otro medio o instrumento (incluyendo, a título enunciativo y no limitativo, por fax, teléfono o internet) interestatal, o a través de medios de las bolsas de valores de los Estados Unidos de América. Por lo tanto, el Folleto no será distribuido por ningún medio en los Estados Unidos de América.

Se informa a aquellos accionistas de Catalana Occidente que residan fuera de España y decidan aceptar la Oferta, que ésta puede encontrarse sujeta a restricciones legales y reglamentarias distintas de aquéllas contempladas en la propia legislación española. En este sentido, será exclusiva responsabilidad de aquellos accionistas residentes en el extranjero que decidan aceptar la Oferta el cumplimiento de dichas normas y, por tanto, la propia verificación, aplicabilidad e implicación de éstas.

En Sant Cugat del Vallès (Barcelona), a [●] de [●] de 2025.

**En representación de Inoc, S.A., como Sociedad Oferente**

---

D. Francisco José Arregui Laborda  
Consejero y apoderado

## **ANEXO XVII**

**Carta entregada por Inocsa a la CNMV en relación con la  
publicidad de la Oferta.**

## Comisión Nacional del Mercado de Valores

Calle Edison, 4  
28006 Madrid

28 de abril de 2025

### **Re.: Carta relativa a la publicidad de la oferta pública voluntaria de adquisición formulada por Inoc, S.A. sobre la totalidad de las acciones de Grupo Catalana Occidente, S.A.**

Muy Sres. Nuestros:

Nos referimos a la oferta pública voluntaria de adquisición de acciones formulada por Inoc, S.A. (la "**Sociedad Oferente**") sobre la totalidad de las acciones que componen el capital social de Grupo Catalana Occidente, S.A. (respectivamente, "**GCO**" y la "**Oferta**"), la cual se encuentra pendiente de autorización por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la "**CNMV**").

Conforme se indica en el folleto explicativo de la Oferta (el "**Folleto**"), una vez ésta sea autorizada por la CNMV, la Sociedad Oferente publicará los preceptivos anuncios a los que se refiere el artículo 22 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Al margen de los preceptivos anuncios antes citados, la Sociedad Oferente tiene previsto realizar las siguientes actividades de publicidad, promoción y difusión de la Oferta:

- i. La difusión de una nota de prensa en castellano y en inglés informando a los accionistas de GCO y al público en general, de la autorización de la Oferta por la CNMV, de las características principales de la misma y de la duración de su plazo de aceptación.
- ii. La habilitación de un centro de llamadas (*call center*), operado por un tercero, para informar a los accionistas de GCO sobre la Oferta, siguiendo un guión y un documento de preguntas y respuestas en español y en inglés que serán empleados en las llamadas con los accionistas de GCO.
- iii. La publicación en la página web corporativa de la Sociedad Oferente, esto es, [www.grupoinocsa.com](http://www.grupoinocsa.com), de la documentación y otra información distribuida o publicada en relación con la Oferta, incluyendo la solicitud de autorización de la Oferta, el Folleto y sus anexos, el anuncio de la Oferta, las distintas

# INOCSA

comunicaciones de otra información relevante o información privilegiada publicadas por la Sociedad Oferente en el marco de la Oferta.

Una copia de la documentación referida en los apartados anteriores será enviada a la CNMV con antelación a su difusión. El contenido de dicha documentación no será puesto a disposición de ninguna persona o entidad distinta de la CNMV.

Por último, se aprovecha la presente para informarles de que la Sociedad Oferente solicitará a GCO que ponga el Folleto, junto con sus anexos, a disposición de accionistas e inversores a través de su página web corporativa ([www.gco.com](http://www.gco.com)).

Todas las actuaciones descritas anteriormente cumplirán con lo previsto en la Orden EHA/1717/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de servicios y productos de inversión y la Circular 2/2020, de 28 de octubre, de la CNMV, sobre publicidad de los productos y servicios de inversión.

Al margen de lo expresado en esta carta, la Sociedad Oferente manifiesta que no tiene previsto desarrollar ningún otro tipo de difusión ni publicidad de cualquier otra forma en relación con la Oferta. Si, con posterioridad a la fecha de la presente carta, la Sociedad Oferente decidiera llevar a cabo cualquier otro tipo de actividad de publicidad, promoción y difusión adicional en relación con la Oferta, informará a la CNMV a la mayor brevedad posible y enviará los documentos y materiales que en su caso tenga previsto utilizar a la CNMV con antelación a su difusión.

Muy atentamente,

---

D. Francisco José Arregui Laborda  
Secretario consejero y apoderado

## **ANEXO XVIII**

**Contestaciones número V2401-24 y número V1740-25  
(ampliando la anterior) evacuadas por la Dirección General  
de Tributos a la consulta formulada por Inocsa en relación  
con la aplicación del Régimen de Neutralidad Fiscal.**



**MINISTERIO DE HACIENDA  
REGISTRO AUXILIAR D.G. TRIBUTOS  
SALIDA**

**Nº de registro: 005343-24**

**Nº Consulta/Informe: V2401-24**

**Fecha: 25/11/2024**

**Destinatario: INOC, S.A.**



VICEPRESIDENCIA  
PRIMERA DEL GOBIERNO  
  
MINISTERIO  
DE HACIENDA

SECRETARÍA DE ESTADO DE  
HACIENDA

DIRECCIÓN GENERAL DE TRIBUTOS  
(Código DIR3: E00127005)

CONSULTAS TRIBUTARIAS ESCRITAS (Código SIA: 991962)

TIPO DE DOCUMENTO: RESOLUCIÓN

IDENTIFICACIÓN DEL DOCUMENTO

|                                                    |                         |                      |
|----------------------------------------------------|-------------------------|----------------------|
| Ref. DG Tributos:                                  | Nº Reg. Entrada Origen: | Nº Reg. Entrada:     |
| 202407013                                          | REGAGE24e00080587799    | REGAGE24e00083582689 |
| Subdirección:                                      |                         |                      |
| S.G. IMP. SOBRE LAS PERSONAS JURÍDICAS (EA0022488) |                         |                      |

INTERESADO

|                                    |           |        |  |
|------------------------------------|-----------|--------|--|
| NIF:                               | A28082626 | Email: |  |
| Nombre y apellidos / razón social: |           |        |  |
| INOC, S.A.                         |           |        |  |
| Dirección:                         |           |        |  |
| PASEO DE LA CASTELLANA 4           |           |        |  |

REPRESENTANTE

|                                       |           |        |  |
|---------------------------------------|-----------|--------|--|
| NIF:                                  | B59942110 | Email: |  |
| Nombre y apellidos / razón social:    |           |        |  |
| CUATRECASAS GONQALVES PEREIRA, S.L.P. |           |        |  |
| Dirección:                            |           |        |  |
| AVENIDA DIAGONAL 191                  |           |        |  |

CONCEPTO IMPOSITIVO

Impuesto sobre Sociedades

NORMATIVA APLICABLE

LIS Ley 27/2014 art. 76-5 y 89-2



|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| Ref. DG Tributos: 202407013 | 2 \ 9 |
|-----------------------------|-------|

### DESCRIPCIÓN SUCINTA DE HECHOS:

La entidad consultante X es una sociedad holding cuyo principal activo es la participación, directa e indirecta, en el capital social de la entidad Y. Ambas sociedades forman parte de un grupo mercantil cuya sociedad dominante es la entidad Z que es titular del 57,69% de las acciones representativas del capital social de la entidad consultante X. Las acciones de X no están admitidas a negociación en ningún mercado y están representadas mediante títulos nominativos. A día de hoy la titularidad del resto de las acciones de X está repartida entre más de 540 accionistas.

La entidad consultante X es propietaria directa e indirectamente del 62,03% de las acciones de la entidad Y, con un 36,94% de forma directa y un 25,09% a través de su participación del 72,25% en la sociedad P, entidad holding cuyo principal activo, que representa el 95% de sus inversiones, es también su inversión en Y. Además, la entidad consultante X mantiene una pequeña participación accionarial en la entidad no aseguradora A, que a 31 de diciembre de 2023, no alcanzaba ni el 1,7% de las inversiones. Por último, cabe mencionar que la entidad Y mantiene aproximadamente un 1,65% de sus acciones en autocartera de forma indirecta.

Por otro lado, a 31 de diciembre de 2023, la participación de la entidad consultante X en Y (directa e indirecta) representaba el 93,21% de su total activo, y un 98% respecto de la totalidad de inversiones en empresas del grupo y asociadas.

Por su parte, la entidad Y, es una sociedad holding cuya actividad principal consiste en tener participaciones en entidades aseguradoras y reaseguradoras. Las acciones de Y están admitidas a negociación en las bolsas de valores de Barcelona y Madrid a través del Sistema de Interconexión Bursátil, por lo que Y está sometida a supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. El resto del accionariado de Y, está muy atomizado entre personas físicas y jurídicas, residentes y no residentes, que ninguna de ellas alcanza una participación del 5%. El número aproximado de accionistas es de 6700.

La entidad Y, es asimismo, considerada la entidad matriz de un grupo de seguros, por lo que está sometida adicionalmente a supervisión por parte de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, y por último la entidad Y también es la sociedad dominante de un Grupo fiscal. La doble condición de Y de sociedad cotizada y matriz de un Grupo de supervisión de entidades aseguradoras genera duplicidades en la supervisión, lo que se traduce generalmente en una mayor necesidad de asignación de recursos por parte de Y, y por ello, en mayores costes, que a su vez le restan eficiencia y competitividad respecto de otros actores del mercado asegurador.

La entidad consultante X tiene previsto que antes de final del año 2024 su consejo de administración debata, y en su caso, resuelva someter a aprobación de la junta general de X, la formulación de una oferta pública de adquisición voluntaria de conformidad con lo previsto en el artículo 117 de la Ley de los Mercados de Valores y Servicios de Inversión. Como las acciones de Y están admitidas a negociación en las bolsas de valores de Madrid y Barcelona, la entidad X manifestará en el folleto de la OPA su intención de promover la exclusión de negociación de las acciones de Y mediante el ejercicio del derecho de compraventa forzosa de los artículos 116 de la Ley mencionada de los Mercados de Valores, si como resultado de la OPA se alcanzan los umbrales establecidos en dichos artículos, o bien, si no se alcanzasen dichos umbrales, pero se alcanzase una participación mínima del 75% del capital social con derecho a voto de Y, mediante el procedimiento de exclusión con excepción de oferta pública de exclusión previsto en la normativa.

Para poder acometer dicha inversión, la entidad consultante X se financiaría con recursos propios, que obtendría por la distribución de dividendos de sus filiales y, principalmente, mediante financiación externa. La OPA se ejecutaría a lo largo de 2025 y se formularía respecto de la totalidad de las acciones representativas del capital social de Y, con excepción de las acciones de Y que ya sean propiedad directa o indirecta de la entidad X, y las acciones propias de Y, si ésta decidiera inmovilizarlas.



|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| Ref. DG Tributos: 202407013 | 3 \ 9 |
|-----------------------------|-------|

La OPA se formularía como una compraventa de acciones, con contraprestación en efectivo. Además, alternativamente, para aquellos accionistas de Y que no quieran vender sus acciones, se daría la posibilidad de canjear las acciones de Y por acciones de X. Es decir, los destinatarios de la OPA podrían optar por mantener sus acciones de Y, vendérselas a X y cobrar el precio correspondiente en efectivo o, acudir a una ampliación de capital de X, canjeando sus acciones de Y por acciones de X.

La inclusión del Canje en la OPA tiene un triple objetivo:

- Maximizar las posibilidades de que X pueda alcanzar los derechos de voto necesarios para que se pueda acordar la exclusión de negociación sin necesidad de formular una oferta pública nuevamente de exclusión, al permitir que aquellos accionistas que deseen continuar participando en el negocio asegurados de Y lo puedan hacer.
- Maximizar las posibilidades de que X alcance los derechos de voto necesarios para el ejercicio del derecho de compraventa forzosa y así alcanzar el 100 por cien del capital de Y, o al menos, de reducir el número de accionistas minoritarios que tras la OPA permanecerían en Y.
- Reducir el coste económico de la operación para X, reduciendo la necesidad de tesorería para acometer la operación, y la financiación externa necesaria.

Las acciones de X que serían entregadas a los accionistas de Y que optaran por el canje serían acciones de nueva emisión, emitidas en virtud de una operación de aumento de capital por aportaciones no dinerarias. La ecuación de canje estaría prefijada en el folleto informativo de la OPA y la valoración de las acciones de Y sería idéntica a la valoración a efectos de la compraventa, de conformidad con los informes de valoración de un experto independiente. En todo caso, el número de acciones de X que podrían emitirse como consecuencia del canje sería limitado, con objeto de que el porcentaje de participación de Z en X se mantenga por encima del 50% en todo momento, y no pierda el control directo de X e indirecto de Y. Por aplicación del principio de igualdad de trato a los accionistas destinatarios de la OPA, en caso de que las solicitudes de Canje superasen ese número máximo de acciones de X disponibles, deberá procederse a su asignación entre los solicitantes conforme al procedimiento de prorrateo que se describirá en el folleto informativo de la OPA, y las acciones que no pudieran acudir al Canje por aplicación de la citada limitación deberán ser vendidas mediante el procedimiento de compraventa.

Dado que la formulación de la OPA deberá ser formalmente aprobada por la junta general de X, en la misma reunión también se sometería a aprobación el acuerdo de Aumento de Capital, con delegación en los administradores de X de la facultad de señalar la fecha en que el aumento de capital deberá ejecutarse y de fijar las condiciones del mismo en todo lo no previsto en el acuerdo de la junta general de X.

Finalizado el plazo de aceptación de la OPA, la compraventa se liquidaría como operación bursátil por el procedimiento establecido para ello por la Sociedad de Gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores (IBERCLEAR), en los dos días posteriores a la publicación en el Boletín de Cotización del anuncio del resultado de la oferta. Por su parte, no estando las acciones de X representadas mediante anotaciones en cuenta ni admitidas a negociación en ningún mercado de valores, la liquidación del canje requeriría el otorgamiento de la escritura pública de ejecución del aumento de capital y su inscripción en el Registro Mercantil, así como la actualización del libro registro de acciones nominativas mediante la realización de los asientos correspondientes, y en su caso, la emisión y entrega de los títulos oportunos a los nuevos accionistas.

Así, en primer lugar, se efectuaría la liquidación de la compraventa y, la adquisición por X de las acciones de los accionistas de Y que hayan optado por vender la totalidad de su participación accionarial y de las acciones, que en su caso, tuvieran que vender los accionistas que habiendo



|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| Ref. DG Tributos: 202407013 | 4 \ 9 |
|-----------------------------|-------|

optado por el canje, como consecuencia del procedimiento de prorrateo para el caso de que la demanda de acciones de X excediera del límite máximo emitido.

Seguidamente, y conocido el porcentaje de participación directa e indirecta de X en Y resultante de la liquidación de la compraventa se efectuarían las acciones necesarias para la ejecución del canje. Es intención de la entidad consultante X que la ejecución del canje se produzca lo antes posible tras la liquidación de la compraventa para lo que agilizará al máximo las actuaciones necesarias. En todo caso, la liquidación de la compraventa sería cronológicamente previa a la liquidación del canje, de forma que la adquisición por X de las acciones Y de aquellos accionistas que opten por la compraventa precederá siempre a la ejecución del canje.

La exclusión de Y de cotización bursátil se desea realizar a cabo por los siguientes motivos económicos:

- Eliminar el coste asociado al cumplimiento de las obligaciones derivadas de la normativa del mercado de valores.
- Eliminar las desventajas competitivas que en ocasiones conlleva el cumplimiento de las exigencias del mercado bursátil en materia de transparencia e información pública periódica.
- Eliminar duplicidades en materia de supervisión al tener dos organismos supervisores con son la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y la CNMV.
- Eliminar duplicidades en la gestión y gobernanza de sociedades holding con cientos de accionistas como es X y con miles de accionistas como es el caso de Y, concentrando los minoritarios en X.
- Mejorar la competitividad del grupo frente a otros grupos aseguradores no cotizados, que son la mayoría en España, así como tener una mayor capacidad de capitalización de la compañía al no estar sujeta a unas exigencias de dividendo en el mercado bursátil que le permita afrontar su crecimiento inorgánico futuro.
- Evitar la volatilidad que supone el hecho de que la cotización de las acciones de Y no reporta beneficio alguno en la gestión del grupo dado que las aseguradoras no son entidades que deban financiarse en el mercado para desarrollar la actividad aseguradora.
- Maximizar con la operación de canje el éxito de la OPA posibilitando que la entidad X incremente su participación en Y y que, a la vez aquellos accionistas de y que no quieren vender sus acciones sigan participando económicamente en el negocio asegurador del grupo canjeando sus acciones por acciones de X.
- Abaratar el coste financiero de la operación para el grupo.

**CUESTIÓN PLANTEADA:**

Si la operación descrita podría aplicar el régimen fiscal previsto en el Capítulo VII del Título VII de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades y que la operación responde a motivos económicos válidos.

**CONTESTACIÓN:**



En primer lugar, cabe traer a colación, el artículo 17, apartados 3 y 4, de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (en adelante, LIS), de acuerdo con el cual:

*“3. Los elementos patrimoniales transmitidos en virtud de fusión y escisión total o parcial, se valorarán, en sede de las entidades y de sus socios, de acuerdo con lo establecido en el Capítulo VII del Título VII de esta Ley.*

*Los elementos patrimoniales aportados a entidades y los valores recibidos en contraprestación, así como los valores adquiridos por canje, se valorarán de acuerdo con lo establecido en el Capítulo VII del Título VII de esta Ley.*

*No obstante, en caso de no resultar de aplicación el régimen establecido en el Capítulo VII del Título VII de esta Ley en cualquiera de las operaciones mencionadas en este apartado, los referidos elementos patrimoniales se valorarán de acuerdo con lo establecido en el apartado siguiente.*

*4. Se valorarán por su valor de mercado los siguientes elementos patrimoniales:*

*a) (...).*

*b) Los aportados a entidades y los valores recibidos en contraprestación, salvo que resulte de aplicación el régimen previsto en el Capítulo VII del Título VII de esta Ley o bien que resulte de aplicación el apartado 2 anterior.*

*c) (...).*

*d) Los transmitidos en virtud de fusión, y escisión total o parcial, salvo que resulte de aplicación el régimen previsto en el Capítulo VII del Título VII de esta Ley.*

*e) (...).*

*f) Los adquiridos por canje o conversión, salvo que resulte de aplicación el régimen previsto en el Capítulo VII del Título VII de esta Ley.*

*Se entenderá por valor de mercado el que hubiera sido acordado entre partes independientes, pudiendo admitirse cualquiera de los métodos previstos en el artículo 18.4 de esta Ley.”*

Por tanto, con arreglo a lo anterior, no se integrarán en la base imponible de las sociedades ni de los socios, las plusvalías asociadas a los elementos transmitidos con ocasión de una operación de fusión, escisión, aportación de activos o canje de valores, salvo en aquellos supuestos en los que no resulte de aplicación el régimen de neutralidad fiscal establecido en el Capítulo VII del Título VII de esta Ley (artículos 76 a 89 de la LIS).

El Capítulo VII del Título VII de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (en adelante, LIS), regula el régimen especial de las operaciones de fusión, escisión, aportación de activos, canje de valores y cambio de domicilio social de una Sociedad Europea o una Sociedad Cooperativa Europea de un Estado miembro a otro de la Unión Europea.

La presente contestación parte de la consideración de que la oferta pública de adquisición de acciones voluntaria planteada cumple con lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Así, en el marco de la referida OPA, tras la compra de las acciones de los socios de Y que opten por transmitir la totalidad de su participación accionarial a X y, en su caso, tras la compra de las acciones de aquellos otros socios que se vean obligados a enajenar sus participaciones como consecuencia del procedimiento de prorrateo que finalmente se establezca, la entidad consultante pretende llevar a cabo una operación de canje en virtud de la cual la sociedad X obtendría la mayoría de los derechos de voto de la sociedad Y o, si ya dispusiese de dicha mayoría, adquiriría una mayor participación en Y, con arreglo a lo dispuesto en el artículo 76.5 de la LIS, en virtud del cual:

*“5. Tendrá la consideración de canje de valores representativos del capital social la operación por la cual una entidad adquiere una participación en el capital social de otra que le permite obtener la*



|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| Ref. DG Tributos: 202407013 | 6 \ 9 |
|-----------------------------|-------|

mayoría de los derechos de voto en ella, o, si ya dispone de dicha mayoría adquirir una mayor participación, mediante la atribución a los socios, a cambio de sus valores, de otros representativos del capital social de la primera entidad y, en su caso, de una compensación en dinero que no exceda del 10 por ciento del valor nominal o, a falta de valor nominal, de un valor equivalente al nominal de dichos valores deducido de su contabilidad”.

A su vez, el artículo 80 de la LIS condiciona la aplicación del régimen fiscal del canje de valores al cumplimiento de dos requisitos:

*“1. No se integrarán en la base imponible de este Impuesto, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, las rentas que se pongan de manifiesto con ocasión del canje de valores, siempre que cumplan los requisitos siguientes:*

*a) Que los socios que realicen el canje de valores residan en territorio español o en el de algún otro Estado miembro de la Unión Europea o en el de cualquier otro Estado siempre que, en este último caso, los valores recibidos sean representativos del capital social de una entidad residente en España.*

*Cuando el socio tenga la consideración de entidad en régimen de atribución de rentas, no se integrará en la base imponible de las personas o entidades que sean socios, herederos, comuneros o partícipes en dicho socio, la renta generada con ocasión del canje de valores, siempre que a la operación le sea de aplicación el régimen fiscal establecido en el presente Capítulo o se realice al amparo de la Directiva 2009/133/CE del Consejo, de 19 de octubre, relativa al régimen fiscal común aplicable a las fusiones, escisiones, escisiones parciales, aportaciones de activos y canje de valores realizados entre sociedades de diferentes Estados miembros y al traslado del domicilio social de una SE o una SCE de un Estado miembro a otro, y los valores recibidos por el socio conserven la misma valoración fiscal que tenían los canjeados.*

*b) Que la entidad que adquiera los valores sea residente en territorio español o esté comprendida en el ámbito de aplicación de la Directiva 2009/133/CE.*

*2. Los valores recibidos por la entidad que realiza el canje de valores se valorarán, a efectos fiscales, por el valor fiscal que tenían en el patrimonio de los socios que efectúan la aportación, según las normas de este Impuesto, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, manteniéndose, igualmente, la fecha de adquisición de los socios aportantes.*

*(...)*

*3. Los valores recibidos por los socios se valorarán, a efectos fiscales, por el valor fiscal de los entregados, determinado de acuerdo con las normas de este Impuesto, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, según proceda. Esta valoración se aumentará o disminuirá en el importe de la compensación complementaria en dinero entregada o recibida.*

*Los valores recibidos conservarán la fecha de adquisición de los entregados.*

*(...)”.*

Por tanto, en la medida en que, en virtud de la operación de canje descrita, la entidad X adquiera participaciones en el capital social de la sociedad Y que le permitan obtener la mayoría de los derechos de voto de dicha entidad, o, si ya dispone de dicha mayoría, que le permitan adquirir una mayor participación en la entidad participada, siempre que concurran el resto de los requisitos exigidos en el artículo 80 de la LIS, anteriormente citados, podrá aplicarse el régimen del Capítulo VII del Título VII de la LIS, en las condiciones y con los requisitos establecidos en dicha normativa.



|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| Ref. DG Tributos: 202407013 | 7 \ 9 |
|-----------------------------|-------|

En consecuencia, los socios de la sociedad Y que acudan al canje no integrarán en la base imponible de su imposición personal las rentas que deriven del canje de valores proyectado, en virtud de lo dispuesto en el artículo anteriormente transcrito. Así, los valores recibidos tras el canje de valores se valorarán, a efectos fiscales, por el valor fiscal de los entregados y los valores recibidos conservarán la fecha de adquisición de los entregados.

Por tanto, tratándose de socios personas físicas, residentes en territorio español, no integrarán en la base imponible del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas las rentas que se deriven del canje de valores proyectado, en virtud de lo dispuesto en el artículo anteriormente transcrito y de lo dispuesto en el artículo 37.3 de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio (en adelante, LIRPF). En el caso de socios personas jurídicas, residentes en territorio español, no integrarán en la base imponible del Impuesto sobre Sociedades las rentas que se deriven del canje de valores proyectado, en virtud de lo dispuesto en el artículo anteriormente transcrito y de lo dispuesto en el artículo 17.3 de la LIS. Finalmente, en caso de socios no residentes, no integrarán en la base imponible del Impuesto sobre la Renta de No Residentes las rentas que se deriven del canje de valores proyectado, en virtud de lo dispuesto en el artículo 80 de la LIS y, según los casos, de lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 18 o en los apartados 4 o 6 del artículo del 24 del Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, en relación con los citados artículos 37.3 LIRPF y de los artículos 17.3 y 80 de la LIS.

Respecto de los valores recibidos por la entidad que realiza el canje de valores, estos se valorarán, a efectos fiscales, por el valor fiscal que tenían en el patrimonio de los socios y conservarán la fecha de adquisición de los socios aportantes.

Adicionalmente, la aplicación del régimen de neutralidad fiscal exige analizar lo dispuesto en el artículo 89.2 de la LIS, según el cual:

*“Artículo 89. Aplicación del régimen fiscal.*

*1. Se entenderá que las operaciones reguladas en este capítulo aplican el régimen establecido en el mismo, salvo que expresamente se indique lo contrario a través de la comunicación a que se refiere el párrafo siguiente.*

*(...)*

*2. No se aplicará el régimen establecido en el presente capítulo cuando la operación realizada tenga como principal objetivo el fraude o la evasión fiscal. En particular, el régimen no se aplicará cuando la operación no se efectúe por motivos económicos válidos, tales como la reestructuración o la racionalización de las actividades de las entidades que participan en la operación, sino con la mera finalidad de conseguir una ventaja fiscal.*

*Las actuaciones de comprobación de la Administración tributaria que determinen la inaplicación total o parcial del régimen fiscal especial por aplicación de lo dispuesto en el párrafo anterior, eliminarán exclusivamente los efectos de la ventaja fiscal”.*

Este precepto recoge de forma expresa la razón de ser del régimen de las fusiones, escisiones, aportaciones de activos, canje de valores y cambio de domicilio social de una Sociedad Europea o una Sociedad Cooperativa Europea de un Estado miembro a otro de la Unión Europea, que no es sino asegurar que la fiscalidad no sea ni un freno ni un estímulo en las tomas de decisiones de las empresas sobre operaciones de reorganización empresarial.

Sin embargo, cuando el objetivo principal que se persiga con la operación de reestructuración sea el fraude o la evasión fiscal, no resultará de aplicación el régimen fiscal regulado en el Capítulo VII del Título VII de la LIS, en los términos previstos en el párrafo segundo del artículo 89.2 de la LIS.



|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| Ref. DG Tributos: 202407013 | 8 \ 9 |
|-----------------------------|-------|

En este punto, cabe traer a colación la sentencia número 2508/2016, de 23 de noviembre de 2016, del Tribunal Supremo cuyo FJ Segundo señala que *"(...) no se aplicará el régimen de diferimiento cuando la operación de fusión, de escisión, de aportación de activos o de canje de acciones tenga como principal objetivo el fraude o la evasión fiscal; el hecho de que una de las operaciones contempladas no se efectúe por motivos económicos válidos, como son la reestructuración o la racionalización de las actividades de las sociedades que participan en la operación, puede constituir una presunción de que esta operación tiene como objetivo principal o como uno de sus principales objetivos el fraude o la evasión fiscal. Ahora bien, pueden existir otros motivos económicos válidos, que no sean la reestructuración o racionalización de las actividades de las sociedades, pues como en otras ocasiones ha dicho este Tribunal Supremo, «Con tal que el negocio aspire, razonablemente, a la consecución de un objetivo empresarial, de la índole que fuere, debe decaer la idea de que, en los términos legales, "...la operación realizada tenga como principal objetivo el fraude o la evasión fiscal....".*

Por tanto, los motivos económicos válidos no constituyen un requisito sine qua non para la aplicación del régimen fiscal de reestructuración, sino que su ausencia puede constituir una presunción de que la operación puede haberse realizado con el objetivo principal de fraude o evasión fiscal.

Continúa el Alto Tribunal, en su sentencia de 23 de noviembre de 2016, señalando que *"...lo prohibido, lo que impide la aplicación del régimen especial de diferimiento no es más que se persiga como objetivo principal el fraude o la evasión fiscal, nada más, y simple y llanamente para despejar posibles incógnitas de la concurrencia o no de dicho objetivo con la intensidad requerida, se establece la presunción vista, que no concurren motivos económicos válidos, integrando este concepto no sólo con que el objetivo no sea la racionalización y reestructuración de las actividades empresariales, sino que como se desprende de su tenor literal, "tales como", aparte de los citados, que quizás pudieran ser los más comunes, caben otros objetivos empresariales que integran dicho concepto jurídico indeterminado, siempre que estos, como se ha dicho por la jurisprudencia, se conecten con la finalidad y objetivos del régimen especial de diferimiento, esto es, hacer posible la continuidad y desarrollo de la actividad empresarial."*

A mayor abundamiento, el Tribunal Supremo en su sentencia nº 1503/2022, de 16 de noviembre de 2022, ha señalado:

*"La obtención de una ventaja fiscal está ínsita en el propio régimen de diferimiento puesto que se caracteriza por su neutralidad fiscal, de suerte que el componente fiscal ni sea disuasorio ni incentivador al efecto, se trata de propiciar reestructuraciones mediante la neutralidad fiscal; la ventaja fiscal prohibida es la que se convierte en el objetivo y finalidad de la operación y no motivos económicos o empresariales, razones estas que lo justifica. La ventaja fiscal, fuera de los casos en los que se presente como objetivo espurio, es legítima dentro de la economía de opción (...)"*

En definitiva, si el objetivo principal perseguido con la operación de reestructuración fuese el fraude o la evasión fiscal, o dicho, en otros términos, fuese lograr una ventaja fiscal espuria o ilegítima, entraría en juego la cláusula contenida en el artículo 89.2 de la LIS y procedería eliminar la referida ventaja fiscal ilegítima.

Al margen de lo anterior, la eliminación de la ventaja fiscal ilegítima o abusiva sólo puede hacerse tras un análisis global del caso concreto, tal y como establece el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (en adelante TJUE), en su sentencia de 8 de marzo de 2017, en el caso Euro Park (asunto C-14/16), en cuyos párrafos 54 y 55 señala lo siguiente:

*"(...) de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia se desprende que, al transponer el artículo 11, apartado 1, letra a), de la Directiva 90/434, los Estados miembros no pueden recurrir a una presunción general de fraude o evasión fiscales. En efecto, el Tribunal de Justicia ya ha puntualizado, a este respecto, que para comprobar si la operación de que se trata persigue un objetivo de fraude o evasión fiscales, las autoridades nacionales competentes no pueden limitarse a aplicar criterios generales*



|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| Ref. DG Tributos: 202407013 | 9 \ 9 |
|-----------------------------|-------|

*predeterminados, sino que deben proceder, caso por caso, a un examen global de dicha operación, dado que el establecimiento de una norma de alcance general que prive automáticamente de la ventaja fiscal a determinadas categorías de operaciones, sin tener en cuenta si se ha producido o no efectivamente el fraude o evasión fiscales iría en detrimento del objetivo perseguido por la referida Directiva (...)."*

En el supuesto concreto planteado, la consultante señala que la operación de canje planteada constituye una pieza clave para garantizar el éxito de la OPA voluntaria que tiene intención de llevar a cabo, maximizando las posibilidades de que la sociedad X pueda alcanzar los derechos de voto necesarios para que se pueda acordar la exclusión de negociación de la sociedad Y, sin necesidad de formular una oferta pública nuevamente de exclusión, permitiendo que aquellos accionistas que deseen continuar participando en el negocio asegurador lo puedan hacer. Asimismo, la operación de canje permitirá no solo maximizar las posibilidades de que la entidad X adquiera los derechos de voto necesarios para el ejercicio del derecho de compraventa forzosa y así alcanzar el 100% del capital de Y, o al menos de reducir el número de accionistas minoritarios en Y tras la OPA, sino también reducir la financiación externa necesaria para llevar a cabo la operación. A mayor abundamiento, la consultante indica que la operación proyectada traerá consigo mejoras adicionales de muy diversa índole, en términos de ahorro de costes financieros, costes de cumplimiento, o en términos de mejora de su competitividad frente a otros grupos aseguradores no cotizados, incrementando la capacidad de capitalización de la compañía al no estar sujeta a unas exigencias de dividendo en el mercado bursátil que le permita afrontar su crecimiento futuro.

En virtud de todo lo anterior, en el supuesto concreto planteado a la operación de canje planteada la resultará de aplicación el régimen de neutralidad fiscal regulado en el Capítulo VII del Título VII de la LIS.

La presente contestación se realiza conforme a la información proporcionada por la consultante, sin tener en cuenta otras circunstancias no mencionadas y que pudieran tener relevancia en la determinación del objetivo principal de la operación proyectada, de tal modo que podrían alterar el juicio de la misma, lo que podrá ser objeto de comprobación administrativa a la vista de la totalidad de las circunstancias previas, simultáneas y posteriores concurrentes en la operación realizada.

Lo que comunico a Vd. con efectos vinculantes, conforme a lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 89 de la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria.

LA DIRECTORA GENERAL DE TRIBUTOS  
P.D. (Res. 4/2004 de 30 de julio; BOE 13.08.04)



**MINISTERIO DE HACIENDA  
REGISTRO AUXILIAR D.G. TRIBUTOS  
SALIDA**

**Nº de registro: 004777-25**

**Nº Consulta/Informe: V1740-25**

**Fecha: 24/09/2025**

**Destinatario: INOC, S.A.**



VICEPRESIDENCIA  
PRIMERA DEL GOBIERNO  
  
MINISTERIO  
DE HACIENDA

SECRETARÍA DE ESTADO DE  
HACIENDA  
  
DIRECCIÓN GENERAL DE TRIBUTOS  
(Código DIR3: E00127005)

CONSULTAS TRIBUTARIAS ESCRITAS (Código SIA: 991962)

TIPO DE DOCUMENTO: RESOLUCIÓN

IDENTIFICACIÓN DEL DOCUMENTO

|                                                    |                         |                      |
|----------------------------------------------------|-------------------------|----------------------|
| Ref. DG Tributos:                                  | Nº Reg. Entrada Origen: | Nº Reg. Entrada:     |
| 202504958                                          | REGAGE25e00052610681    | REGAGE25e00052858229 |
| Subdirección:                                      |                         |                      |
| S.G. IMP. SOBRE LAS PERSONAS JURÍDICAS (EA0022488) |                         |                      |

INTERESADO

|                                    |           |        |  |
|------------------------------------|-----------|--------|--|
| NIF:                               | A28082626 | Email: |  |
| Nombre y apellidos / razón social: |           |        |  |
| INOC, S.A.                         |           |        |  |
| Dirección:                         |           |        |  |
| CALLE MÉNDEZ ÁLVARO 31             |           |        |  |

REPRESENTANTE

|                                    |           |        |  |
|------------------------------------|-----------|--------|--|
| NIF:                               | B59942110 | Email: |  |
| Nombre y apellidos / razón social: |           |        |  |
| CUATRECASAS LEGAL S.L.P.           |           |        |  |
| Dirección:                         |           |        |  |
| AVENIDA DIAGONAL 191               |           |        |  |

CONCEPTO IMPOSITIVO

Impuesto sobre Sociedades-Regímenes especiales

NORMATIVA APLICABLE

LIS Ley 27/2014 arts. 17, 76, 80, 89

**DESCRIPCIÓN SUCINTA DE HECHOS:**

Esta consulta es una ampliación de la consulta contestada con referencia V2401-24.

La entidad consultante X es una sociedad holding cuyo principal activo es la participación, directa e indirecta, en el capital social de la entidad Y. Ambas sociedades forman parte de un grupo mercantil cuya sociedad dominante es la entidad Z que es titular del 57,69% de las acciones representativas del capital social de la entidad consultante X. Las acciones de X no están admitidas a negociación en ningún mercado y están representadas mediante títulos nominativos. A día de hoy la titularidad del resto de las acciones de X está repartida entre más de 540 accionistas.

La entidad consultante X es propietaria directa e indirectamente del 62,03% de las acciones de la entidad Y, con un 36,94% de forma directa y un 25,09% a través de su participación del 72,25% en la sociedad P, entidad holding cuyo principal activo, que representa el 95% de sus inversiones, es también su inversión en Y. Además, la entidad consultante X mantiene una pequeña participación accionarial en la entidad no aseguradora A, que a 31 de diciembre de 2023, no alcanzaba ni el 1,7% de las inversiones. Por último, cabe mencionar que la entidad Y mantiene aproximadamente un 1,65% de sus acciones en autocartera de forma indirecta.

Por otro lado, a 31 de diciembre de 2023, la participación de la entidad consultante X en Y (directa e indirecta) representaba el 93,21% de su total activo, y un 98% respecto de la totalidad de inversiones en empresas del grupo y asociadas.

Por su parte, la entidad Y, es una sociedad holding cuya actividad principal consiste en tener participaciones en entidades aseguradoras y reaseguradoras. Las acciones de Y están admitidas a negociación en las bolsas de valores de Barcelona y Madrid a través del Sistema de Interconexión Bursátil, por lo que Y está sometida a supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. El resto del accionariado de Y, está muy atomizado entre personas físicas y jurídicas, residentes y no residentes, que ninguna de ellas alcanza una participación del 5%. El número aproximado de accionistas es de 6700.

La entidad Y es, asimismo, considerada la entidad matriz de un grupo de seguros, por lo que está sometida adicionalmente a supervisión por parte de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, y por último la entidad Y también es la sociedad dominante de un Grupo fiscal. La doble condición de Y de sociedad cotizada y matriz de un Grupo de supervisión de entidades aseguradoras genera duplicidades en la supervisión, lo que se traduce generalmente en una mayor necesidad de asignación de recursos por parte de Y, y por ello, en mayores costes, que a su vez le restan eficiencia y competitividad respecto de otros actores del mercado asegurador.

La Junta General de la entidad consultante X, a propuesta de su Consejo de Administración, aprobó la formulación de una oferta pública de adquisición voluntaria sobre la totalidad de las acciones representativas de la entidad Y, de conformidad con lo previsto en el artículo 117 de la Ley de los Mercados de Valores y Servicios de Inversión. Como las acciones de Y están admitidas a negociación en las bolsas de valores de Madrid y Barcelona, la entidad X manifestará en el folleto de la OPA su intención de promover la exclusión de negociación de las acciones de Y mediante el ejercicio del derecho de compraventa forzosa de los artículos 116 de la Ley mencionada de los Mercados de Valores, si como resultado de la OPA se alcanzan los umbrales establecidos en dichos artículos, o bien, si no se alcanzasen dichos umbrales, pero se alcanzase una participación mínima del 75% del capital social con derecho a voto de Y, mediante el procedimiento de exclusión con excepción de oferta pública de exclusión previsto en la normativa.

Para poder acometer dicha inversión, la entidad consultante X se financiará con recursos propios, que obtendría por la distribución de dividendos de sus filiales y, principalmente, mediante financiación externa. La OPA se formularía respecto de la totalidad de las acciones representativas del capital social de Y, con excepción de las acciones de Y que ya sean propiedad directa o indirecta de la entidad X, y las acciones propias de Y, si ésta decidiera inmovilizarlas.

La OPA se formularía como una compraventa de acciones, con contraprestación en efectivo, en la que los socios de Y podrían vender una parte o la totalidad de sus acciones. Además, alternativamente, para aquellos accionistas de Y que no quieran vender sus acciones, se daría la posibilidad de canjear las acciones de Y por acciones de X. Es decir, los destinatarios de la OPA podrían optar por mantener sus acciones de Y, vender a X la totalidad o una parte de dichas acciones y cobrar el precio correspondiente en efectivo, o acudir a una ampliación de capital de X, canjeando sus acciones de Y por acciones de X. Los socios que decidieren vender solo una parte de sus acciones no podrán acudir al canje por el resto que retuvieren.

La inclusión del Canje en la OPA tiene un triple objetivo:

- maximizar las posibilidades de que X pueda alcanzar los derechos de voto necesarios para que se pueda acordar la exclusión de negociación sin necesidad de formular una oferta pública nuevamente de exclusión, al permitir que aquellos accionistas que deseen continuar participando en el negocio asegurados de Y lo puedan hacer;
- maximizar las posibilidades de que X alcance los derechos de voto necesarios para el ejercicio del derecho de compraventa forzosa y así alcanzar el 100 por cien del capital de Y, o al menos, de reducir el número de accionistas minoritarios que tras la OPA permanecerían en Y;
- reducir el coste económico de la operación para X, reduciendo la necesidad de tesorería para acometer la operación, y la financiación externa necesaria.

Los socios que opten por el canje deberán acudir a la OPA con todas sus acciones. Las acciones de X que serían entregadas a los accionistas de Y que optaran por el canje serán acciones de nueva emisión, emitidas en virtud de una operación de aumento de capital por aportaciones no dinerarias. La ecuación de canje estaría prefijada en el folleto informativo de la OPA y la valoración de las acciones de Y sería idéntica a la valoración a efectos de la compraventa, de conformidad con los informes de valoración de un experto independiente. En todo caso, el número de acciones de X que podrían emitirse como consecuencia del canje sería limitado, con objeto de que el porcentaje de participación de Z en X se mantenga por encima del 50% en todo momento, y no pierda el control directo de X e indirecto de Y. Por aplicación del principio de igualdad de trato a los accionistas destinatarios de la OPA, en caso de que las solicitudes de Canje superasen ese número máximo de acciones de X disponibles, deberá procederse a su asignación entre los solicitantes conforme al procedimiento de prorrateo que se describirá en el folleto informativo de la OPA, y las acciones que no pudieran acudir al Canje por aplicación de la citada limitación deberán ser vendidas mediante el procedimiento de compraventa.

Finalizado el plazo de aceptación de la OPA, la compraventa se liquidaría como operación bursátil por el procedimiento establecido para ello por la Sociedad de Gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores (IBERCLEAR), en los dos días posteriores a la publicación en el Boletín de Cotización del anuncio del resultado de la oferta. Por su parte, no estando las acciones de X representadas mediante anotaciones en cuenta ni admitidas a negociación en ningún mercado de valores, la liquidación del canje requeriría el otorgamiento de la escritura pública de ejecución del aumento de capital y su inscripción en el Registro Mercantil, así como la actualización del libro registro de acciones nominativas mediante la realización de los asientos correspondientes, y en su caso, la emisión y entrega de los títulos oportunos a los nuevos accionistas.

Así, en primer lugar, se efectuaría la liquidación de la compraventa y, la adquisición por X de las acciones de los accionistas de Y que hayan optado por vender la totalidad de su participación accionarial y de las acciones, que en su caso, tuvieran que vender los accionistas que habiendo optado por el canje, como consecuencia del procedimiento de prorrateo para el caso de que la demanda de acciones de X excediera del límite máximo emitido.

Seguidamente, y conocido el porcentaje de participación directa e indirecta de X en Y resultante de la liquidación de la compraventa se efectuarían las acciones necesarias para la ejecución del canje. Es intención de la entidad consultante X que la ejecución del canje se produzca lo antes posible tras

la liquidación de la compraventa para lo que agilizará al máximo las actuaciones necesarias. En todo caso, la liquidación de la compraventa sería cronológicamente previa a la liquidación del canje, de forma que la adquisición por X de las acciones de Y de aquellos accionistas que opten por la compraventa precederá siempre a la ejecución del canje.

La exclusión de Y de cotización bursátil se desea realizar a cabo por los siguientes motivos económicos:

- eliminar el coste asociado al cumplimiento de las obligaciones derivadas de la normativa del mercado de valores;
- eliminar las desventajas competitivas que en ocasiones conlleva el cumplimiento de las exigencias del mercado bursátil en materia de transparencia e información pública periódica;
- eliminar duplicidades en materia de supervisión al tener dos organismos supervisores con son la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y la CNMV;
- eliminar duplicidades en la gestión y gobernanza de sociedades holding con cientos de accionistas como es X y con miles de accionistas como es el caso de Y, concentrando los minoritarios en X;
- mejorar la competitividad del grupo frente a otros grupos aseguradores no cotizados, que son la mayoría en España, así como tener una mayor capacidad de capitalización de la compañía al no estar sujeta a unas exigencias de dividendo en el mercado bursátil que le permita afrontar su crecimiento inorgánico futuro;
- evitar la volatilidad que supone el hecho de que la cotización de las acciones de Y no reporta beneficio alguno en la gestión del grupo dado que las aseguradoras no son entidades que deban financiarse en el mercado para desarrollar la actividad aseguradora;
- maximizar con la operación de canje el éxito de la OPA posibilitando que la entidad X incremente su participación en Y y que, a la vez aquellos accionistas de y que no quieren vender sus acciones sigan participando económicamente en el negocio asegurador del grupo canjeando sus acciones por acciones de X;
- abaratar el coste financiero de la operación para el grupo.

### CUESTIÓN PLANTEADA:

Si la operación descrita podría aplicar el régimen fiscal previsto en el Capítulo VII del Título VII de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades y que la operación responde a motivos económicos válidos.

### CONTESTACIÓN:

En primer lugar, cabe traer a colación, el artículo 17, apartados 3 y 4, de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (en adelante, LIS), de acuerdo con el cual:

*“3. Los elementos patrimoniales transmitidos en virtud de fusión y escisión total o parcial, se valorarán, en sede de las entidades y de sus socios, de acuerdo con lo establecido en el Capítulo VII del Título VII de esta Ley.*

*Los elementos patrimoniales aportados a entidades y los valores recibidos en contraprestación, así como los valores adquiridos por canje, se valorarán de acuerdo con lo establecido en el Capítulo VII del Título VII de esta Ley.*

*No obstante, en caso de no resultar de aplicación el régimen establecido en el Capítulo VII del Título VII de esta Ley en cualquiera de las operaciones mencionadas en este apartado, los referidos elementos patrimoniales se valorarán de acuerdo con lo establecido en el apartado siguiente.*

4. Se valorarán por su valor de mercado los siguientes elementos patrimoniales:

- a) (...).
- b) Los aportados a entidades y los valores recibidos en contraprestación, salvo que resulte de aplicación el régimen previsto en el Capítulo VII del Título VII de esta Ley o bien que resulte de aplicación el apartado 2 anterior.
- c) (...).
- d) Los transmitidos en virtud de fusión, y escisión total o parcial, salvo que resulte de aplicación el régimen previsto en el Capítulo VII del Título VII de esta Ley.
- e) (...).
- f) Los adquiridos por canje o conversión, salvo que resulte de aplicación el régimen previsto en el Capítulo VII del Título VII de esta Ley.

*Se entenderá por valor de mercado el que hubiera sido acordado entre partes independientes, pudiendo admitirse cualquiera de los métodos previstos en el artículo 18.4 de esta Ley.”*

Por tanto, con arreglo a lo anterior, no se integrarán en la base imponible de las sociedades ni de los socios, las plusvalías asociadas a los elementos transmitidos con ocasión de una operación de fusión, escisión, aportación de activos o canje de valores, salvo en aquellos supuestos en los que no resulte de aplicación el régimen de neutralidad fiscal establecido en el Capítulo VII del Título VII de esta Ley (artículos 76 a 89 de la LIS).

El Capítulo VII del Título VII de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (en adelante, LIS), regula el régimen especial de las operaciones de fusión, escisión, aportación de activos, canje de valores y cambio de domicilio social de una Sociedad Europea o una Sociedad Cooperativa Europea de un Estado miembro a otro de la Unión Europea.

La presente contestación parte de la consideración de que la oferta pública de adquisición de acciones voluntaria planteada cumple con lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Así, en el marco de la referida OPA, tras la compraventa de las acciones de los socios de Y (tanto las de aquellos que opten por vender la totalidad o una parte de su participación accionarial a X, como las acciones de aquellos otros socios que, habiendo optado por el canje, se vieren eventualmente obligados a enajenar sus participaciones como consecuencia del procedimiento de prorrateo que finalmente pudiere establecerse), se efectuaría el canje de las acciones de Y por las de X. Como consecuencia de la operación, la sociedad X obtendría la mayoría de los derechos de voto de la sociedad Y o, si ya dispusiese de dicha mayoría, adquiriría una mayor participación en Y, con arreglo a lo dispuesto en el artículo 76.5 de la LIS, en virtud del cual:

*“5. Tendrá la consideración de canje de valores representativos del capital social la operación por la cual una entidad adquiere una participación en el capital social de otra que le permite obtener la mayoría de los derechos de voto en ella, o, si ya dispone de dicha mayoría adquirir una mayor participación, mediante la atribución a los socios, a cambio de sus valores, de otros representativos del capital social de la primera entidad y, en su caso, de una compensación en dinero que no exceda del 10 por ciento del valor nominal o, a falta de valor nominal, de un valor equivalente al nominal de dichos valores deducido de su contabilidad”.*

A su vez, el artículo 80 de la LIS condiciona la aplicación del régimen fiscal del canje de valores al cumplimiento de dos requisitos:

*“1. No se integrarán en la base imponible de este Impuesto, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, las rentas que se pongan de manifiesto con ocasión del canje de valores, siempre que cumplan los requisitos siguientes:*

a) Que los socios que realicen el canje de valores residan en territorio español o en el de algún otro Estado miembro de la Unión Europea o en el de cualquier otro Estado siempre que, en este último caso, los valores recibidos sean representativos del capital social de una entidad residente en España.

Cuando el socio tenga la consideración de entidad en régimen de atribución de rentas, no se integrará en la base imponible de las personas o entidades que sean socios, herederos, comuneros o partícipes en dicho socio, la renta generada con ocasión del canje de valores, siempre que a la operación le sea de aplicación el régimen fiscal establecido en el presente Capítulo o se realice al amparo de la Directiva 2009/133/CE del Consejo, de 19 de octubre, relativa al régimen fiscal común aplicable a las fusiones, escisiones, escisiones parciales, aportaciones de activos y canje de valores realizados entre sociedades de diferentes Estados miembros y al traslado del domicilio social de una SE o una SCE de un Estado miembro a otro, y los valores recibidos por el socio conserven la misma valoración fiscal que tenían los canjeados.

b) Que la entidad que adquiera los valores sea residente en territorio español o esté comprendida en el ámbito de aplicación de la Directiva 2009/133/CE.

2. Los valores recibidos por la entidad que realiza el canje de valores se valorarán, a efectos fiscales, por el valor fiscal que tenían en el patrimonio de los socios que efectúan la aportación, según las normas de este Impuesto, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, manteniéndose, igualmente, la fecha de adquisición de los socios aportantes.

(...)

3. Los valores recibidos por los socios se valorarán, a efectos fiscales, por el valor fiscal de los entregados, determinado de acuerdo con las normas de este Impuesto, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, según proceda. Esta valoración se aumentará o disminuirá en el importe de la compensación complementaria en dinero entregada o recibida.

Los valores recibidos conservarán la fecha de adquisición de los entregados.

(...)"

Por tanto, en la medida en que, en virtud de la operación de canje descrita, la entidad X adquiera participaciones en el capital social de la sociedad Y que le permitan obtener la mayoría de los derechos de voto de dicha entidad, o, si ya dispone de dicha mayoría, que le permitan adquirir una mayor participación en la entidad participada, siempre que concurren el resto de los requisitos exigidos en el artículo 80 de la LIS, anteriormente citados, podrá aplicarse el régimen del Capítulo VII del Título VII de la LIS, en las condiciones y con los requisitos establecidos en dicha normativa, siempre que el importe de la compensación dineraria derivada del eventual procedimiento de prorrateo descrito en el escrito de consulta no excediera del 10 por ciento del valor nominal.

A estos efectos, las operaciones de compraventa ulteriores que pudieren derivarse de los artículos 116 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, y 47 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, o de lo previsto en el artículo 11.d) de dicho Real Decreto, no impedirían la aplicación del régimen.

En consecuencia, los socios de la sociedad Y que acudan al canje no integrarán en la base imponible de su imposición personal las rentas que deriven del canje de valores proyectado, en virtud de lo dispuesto en el artículo anteriormente transcrito. Así, los valores recibidos tras el canje de valores se valorarán, a efectos fiscales, por el valor fiscal de los entregados y los valores recibidos conservarán la fecha de adquisición de los entregados.

Por tanto, tratándose de socios personas físicas, residentes en territorio español, no integrarán en la base imponible del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas las rentas que se deriven del canje de valores proyectado, en virtud de lo dispuesto en el artículo anteriormente transcrito y de lo dispuesto en el artículo 37.3 de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio (en adelante, LIRPF). En el caso de socios personas jurídicas, residentes en territorio español, no integrarán en la base imponible del Impuesto sobre Sociedades las rentas que se deriven del canje de valores proyectado, en virtud de lo dispuesto en el artículo anteriormente transcrito y de lo dispuesto en el artículo 17.3 de la LIS. Finalmente, en caso de socios no residentes, no integrarán en la base imponible del Impuesto sobre la Renta de No Residentes las rentas que se deriven del canje de valores proyectado, en virtud de lo dispuesto en el artículo 80 de la LIS y, según los casos, de lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 18 o en los apartados 4 o 6 del artículo del 24 del Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, en relación con los citados artículos 37.3 LIRPF y de los artículos 17.3 y 80 de la LIS.

Respecto de los valores recibidos por la entidad que realiza el canje de valores, estos se valorarán, a efectos fiscales, por el valor fiscal que tenían en el patrimonio de los socios y conservarán la fecha de adquisición de los socios aportantes.

Adicionalmente, la aplicación del régimen de neutralidad fiscal exige analizar lo dispuesto en el artículo 89.2 de la LIS, según el cual:

*“Artículo 89. Aplicación del régimen fiscal.*

*1. Se entenderá que las operaciones reguladas en este capítulo aplican el régimen establecido en el mismo, salvo que expresamente se indique lo contrario a través de la comunicación a que se refiere el párrafo siguiente.*

*(...)*

*2. No se aplicará el régimen establecido en el presente capítulo cuando la operación realizada tenga como principal objetivo el fraude o la evasión fiscal. En particular, el régimen no se aplicará cuando la operación no se efectúe por motivos económicos válidos, tales como la reestructuración o la racionalización de las actividades de las entidades que participan en la operación, sino con la mera finalidad de conseguir una ventaja fiscal.*

*Las actuaciones de comprobación de la Administración tributaria que determinen la inaplicación total o parcial del régimen fiscal especial por aplicación de lo dispuesto en el párrafo anterior, eliminarán exclusivamente los efectos de la ventaja fiscal”.*

Este precepto recoge de forma expresa la razón de ser del régimen de las fusiones, escisiones, aportaciones de activos, canje de valores y cambio de domicilio social de una Sociedad Europea o una Sociedad Cooperativa Europea de un Estado miembro a otro de la Unión Europea, que no es sino asegurar que la fiscalidad no sea ni un freno ni un estímulo en las tomas de decisiones de las empresas sobre operaciones de reorganización empresarial.

Sin embargo, cuando el objetivo principal que se persiga con la operación de reestructuración sea el fraude o la evasión fiscal, no resultará de aplicación el régimen fiscal regulado en el Capítulo VII del Título VII de la LIS, en los términos previstos en el párrafo segundo del artículo 89.2 de la LIS.

En este punto, cabe traer a colación la sentencia número 2508/2016, de 23 de noviembre de 2016, del Tribunal Supremo cuyo FJ Segundo señala que “(...) no se aplicará el régimen de diferimiento cuando la operación de fusión, de escisión, de aportación de activos o de canje de acciones tenga como principal objetivo el fraude o la evasión fiscal; el hecho de que una de las operaciones

*contempladas no se efectúe por motivos económicos válidos, como son la reestructuración o la racionalización de las actividades de las sociedades que participan en la operación, puede constituir una presunción de que esta operación tiene como objetivo principal o como uno de sus principales objetivos el fraude o la evasión fiscal. Ahora bien, pueden existir otros motivos económicos válidos, que no sean la reestructuración o racionalización de las actividades de las sociedades, pues como en otras ocasiones ha dicho este Tribunal Supremo, «Con tal que el negocio aspire, razonablemente, a la consecución de un objetivo empresarial, de la índole que fuere, debe decaer la idea de que, en los términos legales, "...la operación realizada tenga como principal objetivo el fraude o la evasión fiscal....".*

Por tanto, los motivos económicos válidos no constituyen un requisito *sine qua non* para la aplicación del régimen fiscal de reestructuración, sino que su ausencia puede constituir una presunción de que la operación puede haberse realizado con el objetivo principal de fraude o evasión fiscal.

Continua el Alto Tribunal, en su sentencia de 23 de noviembre de 2016, señalando que "...lo prohibido, lo que impide la aplicación del régimen especial de diferimiento no es más que se persiga como objetivo principal el fraude o la evasión fiscal, nada más, y simple y llanamente para despejar posibles incógnitas de la concurrencia o no de dicho objetivo con la intensidad requerida, se establece la presunción vista, que no concurren motivos económicos válidos, integrando este concepto no sólo con que el objetivo no sea la racionalización y reestructuración de las actividades empresariales, sino que como se desprende de su tenor literal, "tales como", aparte de los citados, que quizás pudieran ser los más comunes, caben otros objetivos empresariales que integran dicho concepto jurídico indeterminado, siempre que estos, como se ha dicho por la jurisprudencia, se conecten con la finalidad y objetivos del régimen especial de diferimiento, esto es, hacer posible la continuidad y desarrollo de la actividad empresarial."

A mayor abundamiento, el Tribunal Supremo en su sentencia nº 1503/2022, de 16 de noviembre de 2022, ha señalado:

*"La obtención de una ventaja fiscal está ínsita en el propio régimen de diferimiento puesto que se caracteriza por su neutralidad fiscal, de suerte que el componente fiscal ni sea disuasorio ni incentivador al efecto, se trata de propiciar reestructuraciones mediante la neutralidad fiscal; la ventaja fiscal prohibida es la que se convierte en el objetivo y finalidad de la operación y no motivos económicos o empresariales, razones estas que lo justifica. La ventaja fiscal, fuera de los casos en los que se presente como objetivo espurio, es legítima dentro de la economía de opción (...)"*

En definitiva, si el objetivo principal perseguido con la operación de reestructuración fuese el fraude o la evasión fiscal, o dicho, en otros términos, fuese lograr una ventaja fiscal espuria o ilegítima, entraría en juego la cláusula contenida en el artículo 89.2 de la LIS y procedería eliminar la referida ventaja fiscal ilegítima.

Al margen de lo anterior, la eliminación de la ventaja fiscal ilegítima o abusiva sólo puede hacerse tras un análisis global del caso concreto, tal y como establece el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (en adelante TJUE), en su sentencia de 8 de marzo de 2017, en el caso Euro Park (asunto C-14/16), en cuyos párrafos 54 y 55 señala lo siguiente:

*"(...) de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia se desprende que, al transponer el artículo 11, apartado 1, letra a), de la Directiva 90/434, los Estados miembros no pueden recurrir a una presunción general de fraude o evasión fiscales. En efecto, el Tribunal de Justicia ya ha puntualizado, a este respecto, que para comprobar si la operación de que se trata persigue un objetivo de fraude o evasión fiscales, las autoridades nacionales competentes no pueden limitarse a aplicar criterios generales predeterminados, sino que deben proceder, caso por caso, a un examen global de dicha operación, dado que el establecimiento de una norma de alcance general que prive automáticamente de la ventaja fiscal a determinadas categorías de operaciones, sin tener en cuenta si se ha producido o no efectivamente el fraude o evasión fiscales iría en detrimento del objetivo perseguido por la referida Directiva (...)"*

En el supuesto concreto planteado, la consultante señala que la operación de canje planteada constituye una pieza clave para garantizar el éxito de la OPA voluntaria que tiene intención de llevar a cabo, maximizando las posibilidades de que la sociedad X pueda alcanzar los derechos de voto necesarios para que se pueda acordar la exclusión de negociación de la sociedad Y, sin necesidad de formular una oferta pública nuevamente de exclusión, permitiendo que aquellos accionistas que deseen continuar participando en el negocio asegurador lo puedan hacer. Asimismo, la operación de canje permitirá no solo maximizar las posibilidades de que la entidad X adquiera los derechos de voto necesarios para el ejercicio del derecho de compraventa forzosa y así alcanzar el 100% del capital de Y, o al menos de reducir el número de accionistas minoritarios en Y tras la OPA, sino también reducir la financiación externa necesaria para llevar a cabo la operación. A mayor abundamiento, la consultante indica que la operación proyectada traerá consigo mejoras adicionales de muy diversa índole, en términos de ahorro de costes financieros, costes de cumplimiento, o en términos de mejora de su competitividad frente a otros grupos aseguradores no cotizados, incrementando la capacidad de capitalización de la compañía al no estar sujeta a unas exigencias de dividendo en el mercado bursátil que le permita afrontar su crecimiento futuro.

En virtud de todo lo anterior, en el supuesto concreto planteado a la operación de canje planteada la resultará de aplicación el régimen de neutralidad fiscal regulado en el Capítulo VII del Título VII de la LIS.

La presente contestación se realiza conforme a la información proporcionada por la consultante, sin tener en cuenta otras circunstancias no mencionadas y que pudieran tener relevancia en la determinación del objetivo principal de la operación proyectada, de tal modo que podrían alterar el juicio de la misma, lo que podrá ser objeto de comprobación administrativa a la vista de la totalidad de las circunstancias previas, simultáneas y posteriores concurrentes en la operación realizada.

Lo que comunico a Vd. con efectos vinculantes, conforme a lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 89 de la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria.

LA DIRECTORA GENERAL DE TRIBUTOS  
P.D. (Res. 4/2004 de 30 de julio; BOE 13.08.04)  
LA SUBDIRECTORA GENERAL DE IMPUESTOS  
SOBRE LAS PERSONAS JURÍDICAS  
Beatriz Parejo García

## **ANEXO XIX**

**Comunicación de no oposición de la Dirección General de  
Seguros y Fondos de Pensiones.**



N. Ref.:C0468 9/2025

D. Hugo Serra Calderón  
Calle Méndez Álvaro, 31  
28045 Madrid

Mediante escrito de fecha de entrada en el registro de esta Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones de 22 de julio de 2025, D. Hugo Serra Calderón y la sociedad Newsercal, S.L. solicitan la no oposición al eventual incremento de su participación indirecta en las aseguradoras Occident GCO, Sociedad Anónima de Seguros y Reaseguros y Atradius Crédito y Caución S.A. de Seguros y Reaseguros, que se produciría bajo determinados escenarios de aceptación de la oferta pública de adquisición voluntaria de Inoc, S.A. sobre Grupo Catalana Occidente, S.A., conllevando la adquisición de una participación significativa por D. Hugo Serra Calderón en dichas entidades y la superación del umbral del 20% de participación en ambas compañías aseguradoras en lo que respecta a la sociedad Newsercal, S.L.

En virtud de la documentación presentada, este Centro Directivo comunica la no objeción al incremento anteriormente descrito, en los términos en que ha sido planteado, y a los meros efectos de lo dispuesto en el artículo 85 de la Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, y en el artículo 15 del Real Decreto 1060/2015, de 20 de noviembre, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras.

Se informa que, una vez efectuada la operación descrita, habrá de acreditarse ante este Centro Directivo la realización de la misma y, de no llevarse a cabo la citada operación en el plazo de tres meses desde la notificación de la presente Resolución, deberá comunicarse tal circunstancia a esta Dirección General, exponiendo las causas por las que no se hubiera realizado la operación proyectada.

Contra la presente Resolución, que no pone fin a la vía administrativa, podrá interponerse recurso de alzada en el plazo de un mes, que podrá presentarse ante la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones o ante la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, siendo este órgano el competente para resolverlo, de conformidad con lo establecido en los artículos 121 y 122 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.

El director general de Seguros  
y Fondos de Pensiones

José Antonio Fernández de Pinto

CORREO ELECTRÓNICO  
dirseguros@economia.gob.es

Paseo de la Castellana, 44  
28046 Madrid  
Teléfono: 91 339 71 11





N. Ref.:C0468 9/2025

SR. REPRESENTANTE LEGAL DE  
GRUPO CATALANA OCCIDENTE, S.A.  
Calle Méndez Álvaro, 31  
28045 Madrid

Mediante escrito de fecha de entrada en el registro de esta Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones de 22 de julio de 2025, D. Hugo Serra Calderón y la sociedad Newsercal, S.L. solicitan la no oposición al eventual incremento de su participación indirecta en las aseguradoras Occident GCO, Sociedad Anónima de Seguros y Reaseguros y Atradius Crédito y Caución S.A. de Seguros y Reaseguros, que se produciría bajo determinados escenarios de aceptación de la oferta pública de adquisición voluntaria de Inoc, S.A. sobre Grupo Catalana Occidente, S.A., conllevando la adquisición de una participación significativa por D. Hugo Serra Calderón en dichas entidades y la superación del umbral del 20% de participación en ambas compañías aseguradoras en lo que respecta a la sociedad Newsercal, S.L.

En virtud de la documentación presentada, este Centro Directivo comunica la no objeción al incremento anteriormente descrito, en los términos en que ha sido planteado, y a los meros efectos de lo dispuesto en el artículo 85 de la Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, y en el artículo 15 del Real Decreto 1060/2015, de 20 de noviembre, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras.

Se informa que, una vez efectuada la operación descrita, habrá de acreditarse ante este Centro Directivo la realización de la misma y, de no llevarse a cabo la citada operación en el plazo de tres meses desde la notificación de la presente Resolución, deberá comunicarse tal circunstancia a esta Dirección General, exponiendo las causas por las que no se hubiera realizado la operación proyectada.

Contra la presente Resolución, que no pone fin a la vía administrativa, podrá interponerse recurso de alzada en el plazo de un mes, que podrá presentarse ante la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones o ante la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, siendo este órgano el competente para resolverlo, de conformidad con lo establecido en los artículos 121 y 122 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.

El director general de Seguros  
y Fondos de Pensiones

José Antonio Fernández de Pinto

CORREO ELECTRÓNICO  
dirseguros@economia.gob.es

Paseo de la Castellana, 44  
28046 Madrid  
Teléfono: 91 339 71 11

CSV : GEN-59e3-f0bc-be71-f4cb-05ec-59b8-8daa-8d65

DIRECCIÓN DE VALIDACIÓN : <https://run.gob.es/hsbIF8yLcR>

FIRMANTE(1) : JOSE ANTONIO FERNANDEZ DE PINTO | FECHA : 24/07/2025 17:09 | Sin acción específica





N. Ref.:C0468 9/2025

SR. REPRESENTANTE LEGAL DE  
NEWSERCAL, S.L.  
Calle Méndez Álvaro, 31  
28045 Madrid

Mediante escrito de fecha de entrada en el registro de esta Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones de 22 de julio de 2025, D. Hugo Serra Calderón y la sociedad Newsercal, S.L. solicitan la no oposición al eventual incremento de su participación indirecta en las aseguradoras Occident GCO, Sociedad Anónima de Seguros y Reaseguros y Atradius Crédito y Caucción S.A. de Seguros y Reaseguros, que se produciría bajo determinados escenarios de aceptación de la oferta pública de adquisición voluntaria de Inoc, S.A. sobre Grupo Catalana Occidente, S.A., conllevando la adquisición de una participación significativa por D. Hugo Serra Calderón en dichas entidades y la superación del umbral del 20% de participación en ambas compañías aseguradoras en lo que respecta a la sociedad Newsercal, S.L.

En virtud de la documentación presentada, este Centro Directivo comunica la no objeción al incremento anteriormente descrito, en los términos en que ha sido planteado, y a los meros efectos de lo dispuesto en el artículo 85 de la Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, y en el artículo 15 del Real Decreto 1060/2015, de 20 de noviembre, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras.

Se informa que, una vez efectuada la operación descrita, habrá de acreditarse ante este Centro Directivo la realización de la misma y, de no llevarse a cabo la citada operación en el plazo de tres meses desde la notificación de la presente Resolución, deberá comunicarse tal circunstancia a esta Dirección General, exponiendo las causas por las que no se hubiera realizado la operación proyectada.

Contra la presente Resolución, que no pone fin a la vía administrativa, podrá interponerse recurso de alzada en el plazo de un mes, que podrá presentarse ante la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones o ante la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, siendo este órgano el competente para resolverlo, de conformidad con lo establecido en los artículos 121 y 122 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.

El director general de Seguros  
y Fondos de Pensiones

José Antonio Fernández de Pinto

CORREO ELECTRÓNICO  
dirseguros@economia.gob.es

Paseo de la Castellana, 44  
28046 Madrid  
Teléfono: 91 339 71 11





N. Ref.:C0468 9/2025

SR. REPRESENTANTE LEGAL DE  
OCCIDENT GCO, SOCIEDAD ANÓNIMA DE  
SEGUROS Y REASEGUROS  
Calle Méndez Álvaro, 31  
28045 Madrid

Mediante escrito de fecha de entrada en el registro de esta Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones de 22 de julio de 2025, D. Hugo Serra Calderón y la sociedad Newsercal, S.L. solicitan la no oposición al eventual incremento de su participación indirecta en las aseguradoras Occident GCO, Sociedad Anónima de Seguros y Reaseguros y Atradius Crédito y Caucción S.A. de Seguros y Reaseguros, que se produciría bajo determinados escenarios de aceptación de la oferta pública de adquisición voluntaria de Inoc, S.A. sobre Grupo Catalana Occidente, S.A., conllevando la adquisición de una participación significativa por D. Hugo Serra Calderón en dichas entidades y la superación del umbral del 20% de participación en ambas compañías aseguradoras en lo que respecta a la sociedad Newsercal, S.L.

En virtud de la documentación presentada, este Centro Directivo comunica la no objeción al incremento anteriormente descrito, en los términos en que ha sido planteado, y a los meros efectos de lo dispuesto en el artículo 85 de la Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, y en el artículo 15 del Real Decreto 1060/2015, de 20 de noviembre, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras.

Se informa que, una vez efectuada la operación descrita, habrá de acreditarse ante este Centro Directivo la realización de la misma y, de no llevarse a cabo la citada operación en el plazo de tres meses desde la notificación de la presente Resolución, deberá comunicarse tal circunstancia a esta Dirección General, exponiendo las causas por las que no se hubiera realizado la operación proyectada.

Contra la presente Resolución, que no pone fin a la vía administrativa, podrá interponerse recurso de alzada en el plazo de un mes, que podrá presentarse ante la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones o ante la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, siendo este órgano el competente para resolverlo, de conformidad con lo establecido en los artículos 121 y 122 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.

El director general de Seguros  
y Fondos de Pensiones

José Antonio Fernández de Pinto

CORREO ELECTRÓNICO  
dirseguros@economia.gob.es

Paseo de la Castellana, 44  
28046 Madrid  
Teléfono: 91 339 71 11

CSV : GEN-ce09-2be9-b6a4-d44a-47cb-7b6e-2df8-a7d3

DIRECCIÓN DE VALIDACIÓN : <https://run.gob.es/hsbIF8yLcR>

FIRMANTE(1) : JOSE ANTONIO FERNANDEZ DE PINTO | FECHA : 24/07/2025 17:09 | Sin acción específica





N. Ref.:C0046 63/2025

SR. REPRESENTANTE LEGAL DE  
ATRADIUS CREDITO Y CAUCION S.A. SEGS Y REASEGS.  
Calle Méndez Álvaro, 31  
28045 Madrid

Mediante escrito de fecha de entrada en el registro de esta Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones de 22 de julio de 2025, D. Hugo Serra Calderón y la sociedad Newsercal, S.L. solicitan la no oposición al eventual incremento de su participación indirecta en las aseguradoras Occident GCO, Sociedad Anónima de Seguros y Reaseguros y Atradius Crédito y Caución S.A. de Seguros y Reaseguros, que se produciría bajo determinados escenarios de aceptación de la oferta pública de adquisición voluntaria de Inoc, S.A. sobre Grupo Catalana Occidente, S.A., conllevando la adquisición de una participación significativa por D. Hugo Serra Calderón en dichas entidades y la superación del umbral del 20% de participación en ambas compañías aseguradoras en lo que respecta a la sociedad Newsercal, S.L.

En virtud de la documentación presentada, este Centro Directivo comunica la no objeción al incremento anteriormente descrito, en los términos en que ha sido planteado, y a los meros efectos de lo dispuesto en el artículo 85 de la Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, y en el artículo 15 del Real Decreto 1060/2015, de 20 de noviembre, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras.

Se informa que, una vez efectuada la operación descrita, habrá de acreditarse ante este Centro Directivo la realización de la misma y, de no llevarse a cabo la citada operación en el plazo de tres meses desde la notificación de la presente Resolución, deberá comunicarse tal circunstancia a esta Dirección General, exponiendo las causas por las que no se hubiera realizado la operación proyectada.

Contra la presente Resolución, que no pone fin a la vía administrativa, podrá interponerse recurso de alzada en el plazo de un mes, que podrá presentarse ante la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones o ante la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, siendo este órgano el competente para resolverlo, de conformidad con lo establecido en los artículos 121 y 122 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.

El director general de Seguros  
y Fondos de Pensiones

José Antonio Fernández de Pinto

CORREO ELECTRÓNICO  
dirseguros@economia.gob.es

Paseo de la Castellana, 44  
28046 Madrid  
Teléfono: 91 339 71 11

CSV : GEN-5e52-60b4-d24b-fc00-8e6f-e542-d558-cfc2

DIRECCIÓN DE VALIDACIÓN : <https://run.gob.es/hsbIF8yLcR>

FIRMANTE(1) : JOSE ANTONIO FERNANDEZ DE PINTO | FECHA : 24/07/2025 17:09 | Sin acción específica

