VALORACIÓN DE SOCIEDADES PARTICIPADAS

ELABORACION	REVISION	APROBACION
Nombre: Ignacio López García **Cargo:** Valoraciones **Fecha:** 25/05/2016	**Nombre:** Miguel Delmas Costa **Cargo:** Gerente Back Office Participadas **Fecha:** 26/05/2016	**Nombre:** Javier Carral Martínez **Cargo:** Director Participadas **Fecha:** 30/05/2016

ÍNDICE

1.- Valoración de sociedades participadas 3
1.1.- Objeto 3
1.2.- Alcance 3
1.3.- Cronograma 3
1.4.- Modelos de valoración 5
1.4.1.- Modelos de valoración por sociedad participada 5
1.4.2.- Descripción de métodos de valoración utilizados 7
1.4.2.1.- Metodología 1: Descuento de Flujos 7
1.4.2.2.- Metodología 2: Múltiplos 8
1.4.2.3.- NAV Informado 8
1.4.2.4.- Valoración del put 9
1.4.2.5.- Proyecciones económicas 10
1.4.2.6.- Valoración de un tercero 10
1.4.2.7.- Valoración por partes/divisiones 10
1.4.2.8.- Patrimonio neto ajustado 10
1.4.2.9.- Tasaciones 11
1.4.2.10.- Valor de liquidación 11
2.- Control de Versiones 12

1.- VALORACIÓN DE SOCIEDADES PARTICIPADAS

1.1.- Objeto

El objeto de este procedimiento es establecer tanto la periodicidad como las pautas y criterios a aplicar para la valoración de las sociedades que componen la cartera de participadas del Grupo ABANCA y que se realiza periódicamente desde el área de valoración de Participadas.

1.2.- Alcance

El alcance de cada valoración se especificará en el propio informe que se elabore, indicando si es informativa, contable, para apoyo a negociación (compra o venta), etc.

1.3.- Cronograma

En la Figura 1 se muestra el cronograma aplicado para la realización periódica de la valoración de empresas del Grupo ABANCA.

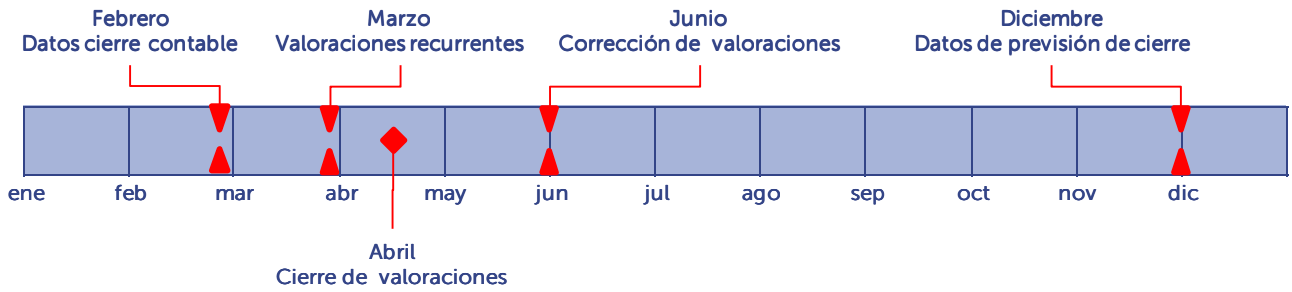


Figura 1.Cronograma Valoración de Sociedades Participadas

1º) A finales de año (finales de noviembre, principios de diciembre) comienzan a recibirse las previsiones de cierre de las empresas participas, de modo que el equipo de valoraciones del área de Participadas comienza a realizar la valoración de toda la cartera de sociedades participadas.

2º) En el mes de febrero los analistas del área de Participadas solicitan a todas las empresas participadas los datos de cierre contable (o estimaciones de cierre en caso de que no tuviesen disponible el cierre), de modo que el equipo de valoraciones pueda cerrar las valoraciones correspondientes a todas las sociedades que componen la cartera de participadas no más tarde de mediados de abril, que deberán presentarse para la auditoría del área de Participadas.

3º) En el mes de junio los analistas recopilarán los cierres de semestre de todas las empresas participadas, de modo que el equipo de valoraciones pueda corregir las valoraciones de aquellas sociedades en las que haya cambios significativos (previsión de venta, liquidación, etc.)

Igualmente, a lo largo del año podrán realizarse cuantas valoraciones se consideren necesarias en función de cambios que puedan surgir en las empresas solicitadas o bien sean solicitadas por parte de ABANCA o de un externo.

1.4.- Modelos de valoración

1.4.1.- Modelos de valoración por sociedad participada

A continuación se detallan los métodos de valoración utilizados por parte del equipo de valoraciones de Participadas en función de la tipología de sociedad participada:

Tipología de Compañías			Metodología principal	Metodología secundaria	Descuentos	Otros criterios
COTIZADAS			Precios medios de cotización	Precios objetivos analistas Transacciones recientes	En los casos en que proceda, se podrá aplicar un descuento. De forma contraria, cuando de la venta de participación pueda derivarse un cambio de control de la compañía, procederá la aplicación de una prima.	Múltiplos comparables del sector DCF
NO COTIZADAS	**Minoría/ No gestionadas**	**Fondos**	NAV Informado	Revisión de las valoraciones individuales de las compañías de la cartera (múltiplos o DCF)	Descuento medio de mercado	Aplicación de descuentos medios ofertas recibidas
		Capital riesgo	Valoración del put	Proyecciones económicas	Descuento por actualización hasta la fecha de ejercicio/ Descuento por riesgo de incumplimiento	Cuando exista incertidumbre sobre la continuidad de la empresa, imposibilidad de obtener proyecciones de negocio, y/o sus resultados negativos no permitan la aplicación de múltiplos, se utilizarán otros métodos: Patrimonio neto ajustado, tasaciones, valor liquidativo etc.
		Industriales	DCF	Múltiplos de compañías comparables	Descuentos por minoría e iliquidez	Cuando exista incertidumbre sobre la continuidad de la empresa, imposibilidad de obtener proyecciones de negocio, y/o sus resultados negativos no permitan la aplicación de múltiplos, se utilizarán otros métodos: Patrimonio neto ajustado, tasaciones, valor liquidativo etc.

Tipología de Compañías			Metodología principal	Metodología secundaria	Descuentos	Otros criterios
NO COTIZADAS	Minoría/ No gestionadas	**Comerciales-Distribución**	DCF	Múltiplos de compañías comparables	Descuentos por minoría e iliquidez	Cuando exista incertidumbre sobre la continuidad de la empresa, imposibilidad de obtener proyecciones de negocio, y/o sus resultados negativos no permitan la aplicación de múltiplos, se utilizarán otros métodos: Patrimonio neto ajustado, tasaciones, valor liquidativo etc.
		Concesionales	DCF	Valoración de un tercero	Descuentos por minoría e iliquidez, salvo en los casos que se aplique descuento de dividendos	Cuando exista incertidumbre sobre la continuidad de la empresa, imposibilidad de obtener proyecciones de negocio, y/o sus resultados negativos no permitan la aplicación de múltiplos, se utilizarán otros métodos: Patrimonio neto ajustado, tasaciones, valor liquidativo etc.
		Seguros	Múltiplos de mercado	Valoración terceros	Descuentos por minoría e iliquidez	Transacciones recientes entre socios Valoración acciones en relación con últimos aumentos capital
		Financieras	Múltiplos de mercado	Valoración por partes/divisiones Valoración terceros	Descuentos por minoría e iliquidez	Fondos Propios Patrimonio neto ajustado
		Inmobiliarias	Patrimonio neto ajustado	Tasaciones	Descuentos por minoría e iliquidez	Tasaciones Valor de liquidación
	Mayoría/ Gestionadas	**Los mismos criterios que en el caso de no cotizadas minoritarias per sin aplicar descuento de minoría**				

En todas las valoraciones se utilizará, en la medida de lo posible y siempre que las características de la sociedad lo permita, tanto la metodología principal como la secundaria. Si los valores obtenidos en las diferentes valoraciones realizadas no difieren en gran medida, encontrándose en una estrecha horquilla de valores, la valoración final se calculará obteniendo un promedio de los valores dentro de rango.

Una vez calculado el EQ 100%, se le aplicará el % correspondiente a ABANCA Corporación Industrial y Empresarial y posteriormente al valor EQ de la participación se le aplicará, si procede, un % de descuento por pequeño tamaño y/o minoría y/o iliquidez.

1.4.2.- Descripción de métodos de valoración utilizados

1.4.2.1.- Metodología 1: Descuento de Flujos

- Tipo:
  - Cfac-Cash Flow disponible para accionistas
  - FCF-Free Cash Flow
  - Descuento de Dividendos
- Fuente de las proyecciones económicas:
  - Dirección de la Compañía participada
  - Elaboración de Valoración por un tercero (reciente)
  - Elaboración por el Área de Participadas de ABANCA (en caso de conocimiento y experiencia histórica sobre el negocio)
- Revisión de las proyecciones: El Área de Participadas de ABANCA podrá revisar la proyecciones económicas realizadas por la propia compañía o por un tercero, siempre y cuando proceda y sea con el fin de introducir hipótesis más prudentes
- Revisión y aplicación de tasas de riesgo-descuento: El Área de Participadas de ABANCA podrá validar o corregir las tasas de descuento utilizadas por la compañía o terceros en la valoración según proceda y aplicar la que estime según análisis concreto en particular de:

Variables CAPM	Criterios o fuente
Beta	Facset
Prima de riesgo	IESE-Bloomberg
Bono a 10 años	Facset
Ke	
Coste de deuda	Facset
Spread de deuda	Mercado
Valor residual	Normalizado
Crecimiento g=	Siempre < 2%
WACC	Medio o variable

1.4.2.2.- **Metodología 2: Múltiplos**

- Tipo: EV/EBITDA, EV/SALES, EV/EBIT, P/E, P/BV
- Aplicación de datos: PYG y Balance a 31/12 de la participada del año a que se refiere la valoración; en caso de no disponer de los mismos en el momento de la valoración se podrá hacer una estimación de cierre.
- Revisión de los datos: El Área de Participadas de ABANCA podrá revisar y ajustar los datos base de cierre para la aplicación de los múltiplos en caso de estar afectados por importes no recurrentes.
- Aplicación de los múltiplos: Fuente: Facset; a través de las diferentes clasificaciones sectoriales se elegirá la más representativa y comparable con la empresa objetivo. Se utilizarán dos fuentes de datos:
  - Muestra de compañías cotizadas del sector/subsector (Base de datos Facset) a la fecha más reciente posible
  - Muestra de transacciones entre compañías (cotizadas y/o no cotizadas) del sector/subsector, y en la medida de lo posible acotada a periodos temporales cercanos en el tiempo a la fecha de la valoración.

Para cada múltiplo se aplicará con preferencia la mediana de la muestra. Si se utilizan varios ratios distintos (P/BV, EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E, Ev/Sales etc.) se obtendrá un valor promedio de entre los resultados equity obtenidos con cada ratio.

Opcionalmente y con el fin de calibrar las valoraciones, aislando el efecto cíclico, se podrán utilizar muestras que reflejen un promedio histórico de las medianas anuales de múltiplos concretos (EV/EBITD, P/BV P/E etc..) a lo largo de periodos de 6 a 15 años.

1.4.2.3.- **NAV Informado**

La valoración de los fondos de capital riesgo y otras compañías que invierten en sector inmobiliario – hotelero viene determinada por informes de seguimiento trimestrales-semestrales y/o anuales en los que los gestores de dichos fondos detallan el importe NAV (net asset value). Con el objeto de valorar la participación correspondiente se multiplicará el porcentaje de

participación por el NAV de la compañía y si procede se aplicará un descuento al valor obtenido en función de:

- Ofertas de compra: la tasa de descuento se acercará a la tasa aplicada por las ofertas de compra recibidas.
- Tipología de la cartera de participadas: cuanto mayor el riesgo de la cartera, mayor será la tasa de descuento aplicada.
- Método de valoración utilizado por el fondo: la tasa de descuento deberá reflejar la credibilidad del método de valoración utilizado por la sociedad gestora para la valorar la cartera de participadas del Fondo.
- Fase en la que se encuentra el Fondo: la tasa disminuye a medida que se acerque la fase de liquidación/desinversión del Fondo.
- Desembolsos pendientes: mayor tasa cuanto mayor sea la cifra de desembolsos pendientes que tendrá que asumir el futuro comprador en caso de venta.
- % de comisiones de gestión y éxito: mayor tasa de descuento cuanto mayor sea el porcentaje de comisiones aplicadas por la sociedad gestora.

1.4.2.4.- Valoración del put

Cuando exista una opción de compra "put", generalmente definida y acordada en el momento de la toma de la participación, por el cual, el socio, generalmente mayoritario y/o promotor, queda obligado a recomprar dicho % de participación en la compañía, se valorará, este, tendiendo al criterio, fórmula o referencias definidas en el contrato a la hora de calcular el precio de las acciones/participaciones.

Este criterio será válido en la medida que el ejercicio y cumplimiento de dicha opción sea razonablemente probable.

Independientemente del valor de la compañía calculado a través de otros métodos, el valor de la opción vendrá dado por la fórmula de cálculo, ponderada en su caso por la probabilidad de cumplimiento. En este sentido se atenderá especialmente a la situación del socio (persona física o jurídica) obligado a la recompra, así como su capacidad de ejercicio de la misma.

1.4.2.5.- Proyecciones económicas

Cuando existan referencias de valoración en base a datos futuros de componentes de cuenta de resultados o balances (Ventas, EBITDA, BDI, y o/deuda) necesarios para el cálculo de precio de las acciones (opciones put, call por ejemplo) se utilizarán las proyecciones económicas de dichos componente, facilitadas por la dirección de la compañía objetivo o en su caso se podrán realizar por el departamento de valoración correspondiente.

1.4.2.6.- Valoración de un tercero

Cuando se disponga de informe de valoración de una compañía realizado por un tercero (compañía de reconocido prestigio) este será tenido en cuenta, y se utilizará como referencia de valoración siempre y cuando sea un informe reciente y/o no haya habido cambios significativos en la compañía entre la fecha de valoración de dicho informe y la valoración en curso.

A estos efectos se podrán considerar como referencias de valoración las OFERTAS DE PRECIO RECIBIDAS y comunicadas, siempre dicha comunicación se encuentre debidamente sustentada y/o documentada y/o haya sido consecuencia de un proceso de negociación..

1.4.2.7.- Valoración por partes/divisiones

En la valoración de compañías o grupos empresariales en los que co-existan diferentes empresas, actividades, líneas de negocio, ramas de actividad o divisiones diferenciadas, se aplicará el criterio de SUMA de PARTES, es decir, se valorarán los diferentes ramas o actividades independientemente (a través de los diferentes métodos aplicables: DCF, Múltiplos, etc..) y se sumarán con el objeto de obtener la valoración agregada de dicha compañía o grupo empresarial.

1.4.2.8.- Patrimonio neto ajustado

Partiendo de la más reciente posible situación contable patrimonial de la compañía, se podrá ajustar dicho valor al alzo o a la baja, por sustitución en el balance de la compañía de los valores contables de algunos activos, pasivos, por valores o estimaciones de valor de mercado de dichos activos o pasivos.

1.4.2.9.- Tasaciones

Con igual tratamiento que una Valoración de terceros, en compañías inmobiliarias y/o hoteleras , cuando se disponga de informes de tasación realizados por un tercero (compañía de reconocido prestigio) estos serán tenidos en cuenta, y se utilizarán como referencia de valoración siempre y cuando sea un informe reciente y/o no haya habido cambios significativos en la compañía entre la fecha de valoración de dicho informe y la valoración en curso.

1.4.2.10.- Valor de liquidación

En caso de valoración de una compañía que se encuentre en un proceso de liquidación o bien en que su situación no permita vislumbrar continuidad en su actividad; partiendo de los datos de balance y resultados más recientes posibles y de forma análoga al caso de valoración por Patrimonio Neto Ajustado, se irán ajustando al alza o a la baja los distintos elementos patrimoniales tanto de activo como de pasivo, por sus valores o estimaciones de mercado. Además de recogerán todos aquellos pasivos, costes, activos o ingresos que puedan derivarse del propio proceso de liquidación de la compañía (gastos jurídicos, pasivos laborales, costes de cierre y desinstalación, otras responsabilidades etc..)

2.- CONTROL DE VERSIONES

Versión	Fecha	Cambios con respecto a versión anterior
1	30/05/2013	Primera versión del documento
2	15/07/2014	Adecuación del procedimiento a la nueva estructura interna de Gestión de ABANCA.
3	31/05/2016	Revisión del procedimiento atendiendo a todas recomendaciones aportadas tras auditoría interna.