

S.A. Damm

Informe de Valoración

Madrid, a 20 de Octubre de 2014



S.A. Damm

Carrer del Rosselló 515

08025 - Barcelona - España

UBS Limited (en adelante, "UBS"), como experto independiente encargado de realizar un informe de valoración en el contexto de la posible formulación de una Oferta Pública de Adquisición para la exclusión de negociación (en adelante, "OPA de Exclusión" u "Oferta") sobre la totalidad de las acciones no inmovilizadas de manera irrevocable de S.A. Damm (en adelante la "Compañía" o "Damm"), remite a la Compañía el presente Informe de Valoración.

Este Informe de Valoración ha sido elaborado a fecha 20 de Octubre de 2014 y se facilita exclusivamente en beneficio de Damm y su Consejo de Administración, y al único efecto de que pueda servir de soporte al informe de administradores que deberá elaborarse a los efectos de la Oferta, de conformidad con lo previsto en el artículo 34.5 de la Ley 24/1998, de 28 Julio, del Mercado de Valores, y en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007. En consecuencia, y por más que se pueda adjuntar al folleto público correspondiente a la Oferta, el Informe de Valoración no se emite ni confiere derecho alguno a favor de cualesquiera consejeros, accionistas, acreedores o empleados de Damm, ni de cualquier otra persona distinta de la Compañía, ni podrá ser utilizado para ningún otro propósito que el anteriormente citado. El Informe de Valoración no constituye asesoramiento de carácter legal, ni viene a sustituir en modo alguno ninguna de las obligaciones de Damm y su órgano de administración en relación con la Oferta (y, en particular, en relación con los citados preceptos legales).

Este Informe de Valoración se ha preparado exclusivamente para Damm sobre la base de lo indicado y con el citado propósito y no tendrá validez a cualesquiera otros efectos sin el consentimiento previo por escrito de UBS, todo ello sin perjuicio de (i) su puesta a disposición de los accionistas de Damm en el contexto de la convocatoria de Junta General de Accionistas, (ii) su incorporación por anexo al citado folleto público, o (iii) cualesquiera comunicaciones que en el contexto de la Oferta procedan.

La información que se contiene en este Informe de Valoración se basa en predicciones de gestión que nos han sido facilitadas y refleja condiciones preponderantes y nuestra visión a fecha de hoy, todo ello sujeto a que alguna de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se ha definido y podrían ocurrir acontecimientos no previstos. Las opiniones y estimaciones de UBS constituyen su valoración de la Compañía a la fecha de referencia de este Informe y, en la medida en que circunstancias y eventos posteriores a nuestro análisis pueden afectar a la Compañía, nuestras conclusiones deben ser entendidas como estrictamente limitadas a la fecha indicada. En la elaboración de este Informe de Valoración hemos asumido que la información pública analizada, así como toda aquella información que nos ha sido facilitada o comunicada por Damm, ha sido y continua siendo exacta y completa, sin que se haya realizado una verificación independiente de la misma. Asimismo, no es ni pretende ser una evaluación específica de los activos o del negocio de Damm. UBS no emite ningún tipo de manifestación en relación con el valor real que pueda recibirse en el marco de la Oferta o de cualquier otra transacción, ni de los efectos legales, fiscales o contables derivados de la efectiva consumación de la Oferta o de cualquier otra transacción.

UBS ha prestado a la Compañía ciertos servicios financieros y de banca de inversión por los cuales ha recibido algún tipo de remuneración, incluyendo esta OPA de Exclusión, por los que recibirá honorarios. UBS es posible que vuelva a prestar en el futuro servicios similares de nuevo a Damm.

UBS declara que no tiene conflicto en su actuación como experto independiente encargada de la elaboración del presente Informe de Valoración en esta potencial OPA de Exclusión y que cualquier remuneración que reciba por tal origen no está vinculada al precio ofrecido por el Oferente ni al nivel de aceptación de la presente OPA de Exclusión.



Juan Monte
Head of Investment Banking Spain
Managing Director



César Concepción
Investment Banking Spain
Executive Director

Resumen de la transacción propuesta




- Oferta Pública de Exclusión de Cotización de Damm

- Exclusión promovida por la propia Compañía, una vez aprobada por los correspondientes órganos de gobierno

- La Oferta se dirige a los accionistas que no han inmovilizado de forma irrevocable sus títulos

- UBS ha sido contratado por Damm para realizar una valoración independiente de la Compañía en el contexto de una posible OPA de Exclusión de Cotización teniendo en consideración los criterios que se establecen en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007 de 27 de Julio

Índice

- 
- Descripción de Damm
 - Fuentes de información
 - Valoración de Damm (según métodos establecidos en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de Julio)
 - Resumen y conclusiones

Sección 1

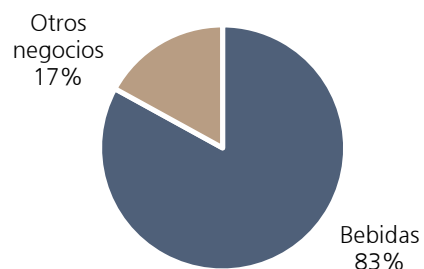
Descripción de Damm

Descripción general

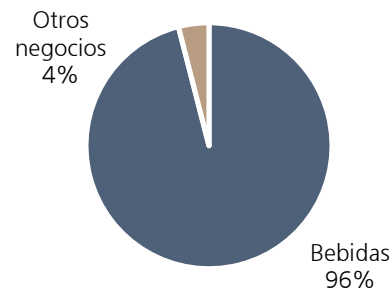
Descripción

- Damm tiene sus orígenes en la fusión de tres cerveceras que operaban en la ciudad de Barcelona en el año 1910
- La actividad principal es la fabricación y comercialización de una amplia cartera de marcas de cerveza, siendo Estrella Damm la marca bandera
- Damm ha desarrollado su presencia en otras áreas de negocio siempre ligadas a las bebidas no alcohólicas (refrescos y lácteos) dando lugar a su configuración actual de holding o conglomerado de cerveza y bebidas, que actualmente representa el 83% de las ventas y el 96% del EBITDA del Grupo
- Asimismo Damm ha desarrollado su presencia en otros segmentos de actividad relacionados con la actividad principal como son la logística troncal, la distribución capilar y la restauración de conveniencia
- Aparte de su actividad industrial, Damm posee una inversión financiera estratégica en Ebro Foods (10% del capital)

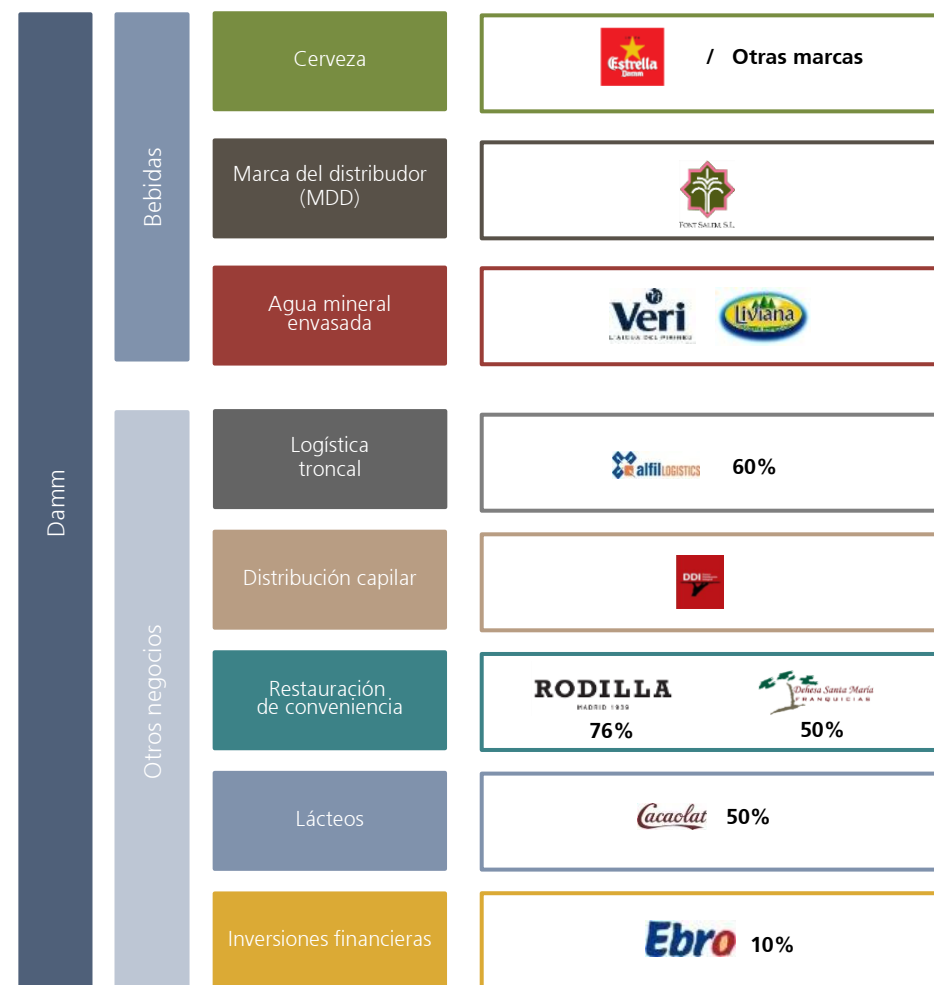
Ingresos 2013



EBITDA 2013¹



Estructura del grupo



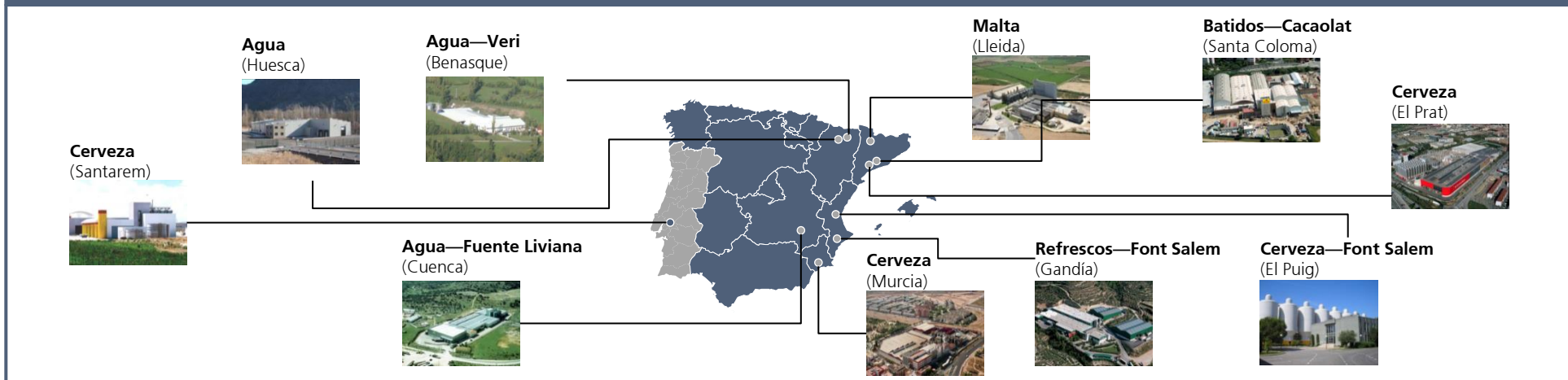
Fuente: Compañía

Nota:

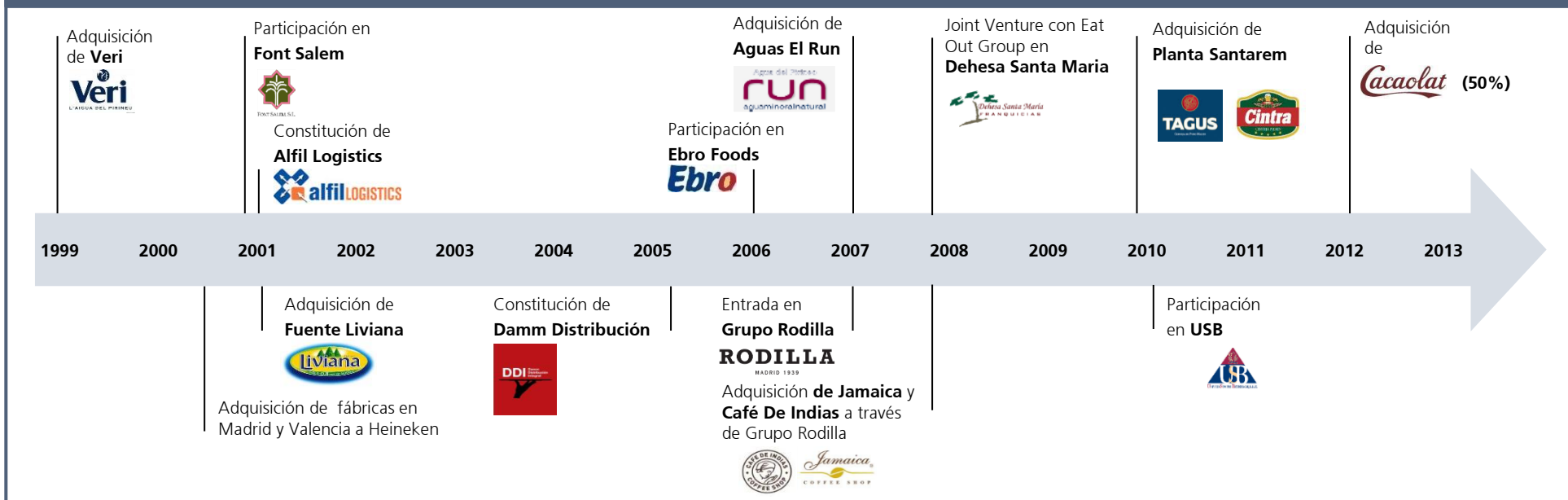
1 EBITDA = "Earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation" (Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización)

Presencia geográfica e historia reciente

Centros de producción



Historia reciente



Datos financieros históricos del grupo

Cuenta de pérdidas y ganancias 2010-2013

(miles €)	2010A	2011A	2012A	2013A
Ingresos ordinarios	789.986	806.075	868.213	879.860
Otros ingresos de explotación	29.056	30.905	32.073	29.482
Variación existencias productos terminados y en curso fabricación	(5.960)	4.800	1.273	865
Aprovisionamientos	(288.897)	(315.536)	(348.014)	(336.382)
Margen bruto	524.185	526.244	553.545	573.825
Gastos de personal	(133.082)	(111.392)	(130.691)	(127.070)
Dotaciones a las amortizaciones	(68.196)	(68.495)	(73.845)	(72.243)
Otros gastos	(235.076)	(240.907)	(263.870)	(274.906)
Resultado neto por deterioro y enajenación de activos no corrientes	(6.491)	(5.014)	8.569	261
Beneficio de explotación	81.340	100.437	93.708	99.867
Resultado neto por deterioro de Instrumentos financieros	-	(4.000)	(2.103)	(40.183)
Ingresos de participaciones en capital	3	9	540	4
Otros intereses e ingresos asimilados	3.827	5.348	7.251	7.006
Gastos financieros y gastos asimilados	(3.472)	(11.182)	(10.212)	(9.496)
Diferencias de cambio	(179)	(81)	82	(287)
Participación en sociedades en equivalencia	22.275	11.322	13.831	9.113
Resultado neto enajenación de Instrumentos financieros y ajustes a valor razonable en adquisición por etapas	(13.613)	32.162	1.252	3.074
Resultado antes de impuestos	90.181	134.016	104.349	69.098
Impuesto sobre beneficios	(20.764)	(43.628)	(22.238)	1.629
Resultado del ejercicio	69.415	90.388	82.111	70.727
Atribuible a:				
Intereses minoritarios	(586)	(585)	(203)	(654)
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	68.829	89.803	81.908	70.073

Datos financieros históricos del grupo

Balance de situación 2010-2013

(miles de €)	2010A	2011A	2012A	2013A	(miles de €)	2010A	2011A	2012A	2013A
Activo no corriente	778.554	825.106	888.120	882.522	Patrimonio neto	601.371	643.191	682.053	721.977
Fondo de comercio	35.002	43.093	44.384	44.337	Capital suscrito	48.769	50.395	51.996	53.482
Otros activos intangibles	4.239	25.129	26.483	25.466	Prima de emisión	33.937	32.311	32.312	32.312
Inmovilizado material	431.662	444.024	453.132	440.241	Otras reservas de la sociedad dominante	453.253	485.505	427.669	449.353
Inversiones por el método de la participación	248.006	242.995	264.885	261.272	Reservas en sociedades consolidadas	-	-	105.589	125.395
Activos financieros no corrientes	40.563	51.171	80.800	71.593	Ajustes por valoración	7.205	(2.658)	(6.603)	2.248
Activos por impuestos diferidos	19.081	18.694	18.436	39.613	Pérdidas y ganancias de la sociedad dominante	68.829	89.803	81.908	70.073
					Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio	(14.631)	(15.119)	(15.599)	(16.045)
					Intereses minoritarios	4.008	2.953	4.781	5.159
Activo corriente	370.440	418.083	416.561	389.822	Patrimonio neto sociedad dominante	597.363	640.237	677.272	716.818
Existencias	53.398	60.568	62.114	67.695	Ingresos diferidos	-	-	1.294	1.368
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	123.951	142.769	135.430	119.748					
Otros activos financieros corrientes	4.454	48.987	116.729	93.638	Pasivo no corriente	134.882	339.844	320.544	266.176
Otros activos corrientes	899	2.108	2.184	3.431	Deudas con entidades de crédito	81.823	254.246	226.264	182.874
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes	187.739	163.651	100.104	105.310	Provisiones	2.116	9.439	9.108	852
					Otros pasivos no corrientes	47.641	52.674	59.552	55.487
					Pasivos por impuestos diferidos	3.302	23.484	25.620	26.963
Total activo	1.148.994	1.243.200	1.304.681	1.272.344					
					Pasivo corriente	412.743	260.195	300.790	282.823
					Deudas con entidades de crédito	188.378	49.689	90.183	86.761
					Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	224.156	210.298	140.945	130.615
					Otros pasivos corrientes	209	209	69.662	65.447
					Total patrimonio neto + pasivo	1.148.994	1.243.200	1.304.681	1.272.344

Sección 2

Fuentes de información

Fuentes de información utilizadas para la elaboración de este informe

Información pública disponible	Información aportada por Damm	Consideraciones
<ul style="list-style-type: none"> • Cuentas anuales auditadas individuales y consolidadas para los años 2010, 2011, 2012 y 2013 • Resultados consolidados no auditados del primer semestre de 2013 y 2014 • Hechos relevantes publicados por la Compañía en la CNMV • Las cifras de mercado, incluyendo el precio de cotización de Damm, así como las valoraciones de las comparables y elementos relevantes para el cálculo del Coste Medio Ponderado del Capital ("CMPC"), se han tomado en consideración a fecha 20 de Octubre de 2014 	<ul style="list-style-type: none"> • Presupuesto de 2014 y proyecciones financieras para el período de 2014-2018, preparadas en Septiembre 2014, incluyendo: <ul style="list-style-type: none"> – proyecciones para las distintas líneas de negocio – plan de inversiones del grupo – proyecciones de volumen de mercado (Fuente: Informe de Canadean) – cuota de mercado y venta por canales (Fuente: Informe de Nielsen) – descripción de la competencia (Fuente: Informe de la Asociación de Cerveceros Españoles de 2013) • UBS ha recibido el Plan de Negocio de la Compañía para el período 2014-2018, que será aprobado por el Consejo de Administración de la Compañía, según nos informan, el próximo 27 de Octubre de 2014 • UBS ha asumido que las proyecciones aportadas por Damm han sido elaboradas adecuadamente por su equipo directivo en base a supuestos que reflejan las valoraciones y estimaciones actuales más fidedignas en relación con los resultados previstos futuros de las operaciones y condiciones financieras de la Compañía 	<ul style="list-style-type: none"> • UBS ha tenido la oportunidad de comentar con miembros del equipo de dirección de la Compañía acerca de las actividades comerciales pasadas y actuales de la Compañía, su situación financiera y las previsiones y operaciones futuras de la misma • UBS considera que las proyecciones proporcionadas por Damm pueden reflejar un escenario razonable de evolución futura de la Compañía. Dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, alguna de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se ha definido y podrían ocurrir acontecimientos no previstos • En el contexto de UBS actuando como experto independiente y sujeto a las consideraciones recogidas en la página 1, consideramos suficiente toda la información descrita anteriormente para la elaboración del presente Informe de Valoración • UBS no ha realizado un proceso de Due Diligence sobre Damm ni sobre sus proyecciones • UBS no ha comprobado la exactitud e integridad de la información pública disponible y no ha llevado a cabo ninguna evaluación o estimación de los activos o pasivos de la Compañía

Sección 3

Valoración de Damm

Metodologías de valoración para una OPA de exclusión

El precio de la OPA de exclusión no podrá ser inferior al mayor que resulte entre el precio equitativo al que se refieren el artículo 9 del RD 1066/2007 y el que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos de valoración establecidos en el apartado 5 del artículo 10 del RD 1066/2007 de 27 de Julio

Métodos de valoración establecidos por el RD 1066/2007

1 Valor teórico contable

- Consiste en la determinación del valor neto patrimonial de la Compañía

2 Valor liquidativo

- Valor de la Compañía en una eventual situación de disolución y cese definitivo de las actividades (venta de todos los activos y pasivos, así como las contingencias que pudieran existir)

3 Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión

- Precio medio diario ponderado por volumen desde el 20 de Abril de 2014 al 20 de Octubre de 2014

4 Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año

- Consiste en el precio de una Oferta Pública de Adquisición reciente sobre la Compañía

5 Otros métodos de valoración aceptados comúnmente por la comunidad financiera

5.a Descuento de Flujos de Caja ("DFC")

- Valor sobre la base de la capacidad de generación de flujos de caja libres futuros y descontados a valor presente

5.b Múltiplos de compañías cotizadas comparables

- Valoración aplicando a las magnitudes de la Compañía los múltiplos a los que cotizan las compañías del sector comparables a la misma

5.c Múltiplos de transacciones precedentes comparables

- Valoración aplicando a las magnitudes de la Compañía los múltiplos implícitos en operaciones de compraventa / fusiones con características similares a nuestra operación

- Dada la inexistencia de referencias directamente comparables en los mercados públicos o transacciones precedentes, UBS considera que la metodología más adecuada para realizar la valoración de Damm es el Descuento de Flujos de Caja ("DFC"), puesto que toma en consideración las proyecciones futuras del negocio, reflejando por tanto el valor intrínseco de la Compañía

1 Valor teórico contable

Descripción

- El valor teórico contable (VTC) de una sociedad se determina por la diferencia entre el activo contable y el pasivo exigible y representa su patrimonio neto, que corresponde al valor de los bienes atribuibles a los accionistas en un momento dado como resultado de la gestión de la empresa desde su creación

$$\text{VTC Sociedad Dominante} = \text{Activo Contable} - \text{Pasivo Exigible}^1 - \text{Intereses minoritarios}$$

- El VTC dividido por el número de acciones en circulación (excluyendo autocartera), si todas tienen el mismo valor, o por un valor nominal común, da lugar al valor teórico contable por acción
- Según información publicada por Damm a 30 de Junio 2014, el número de acciones, teniendo en cuenta la ampliación de capital aprobada en la misma fecha, ascendía a 270,083,317 y no existe posición de autocartera

Cálculo	A 31 de Diciembre 2013		A 30 de Junio 2014	
	Individual	Consolidado	Individual	Consolidado
Activo Contable (€)	1.164.350.000	1.272.344.000	1.138.430.000	1.268.860.000
Pasivo Exigible ¹ (€)	571.339.000	550.367.000	549.758.000	539.957.000
Valor Teórico Contable (€)	593.011.000	721.977.000	588.672.000	728.903.000
Intereses minoritarios (€)	—	5.159.000	—	7.052.000
Valor Teórico Contable Sociedad Dominante (€)	593.011.000	716.818.000	588.672.000	721.851.000
Número de acciones	267.409.225	267.409.225	270.083.317	270.083.317 ²
Valor Teórico Contable por acción (€)	2,22	2,68	2,18	2,67

- El Valor Teórico Contable de Damm según sus cuentas consolidadas no auditadas a 30 de Junio de 2014 es de 2,67€ por acción
- El Valor Teórico Contable no es un método adecuado para valorar Damm, por ser un método estático y sólo estar basado en el mero valor contable de los activos, sin recoger el valor real de marcas y activos intangibles de la Compañía

2 Valor liquidativo

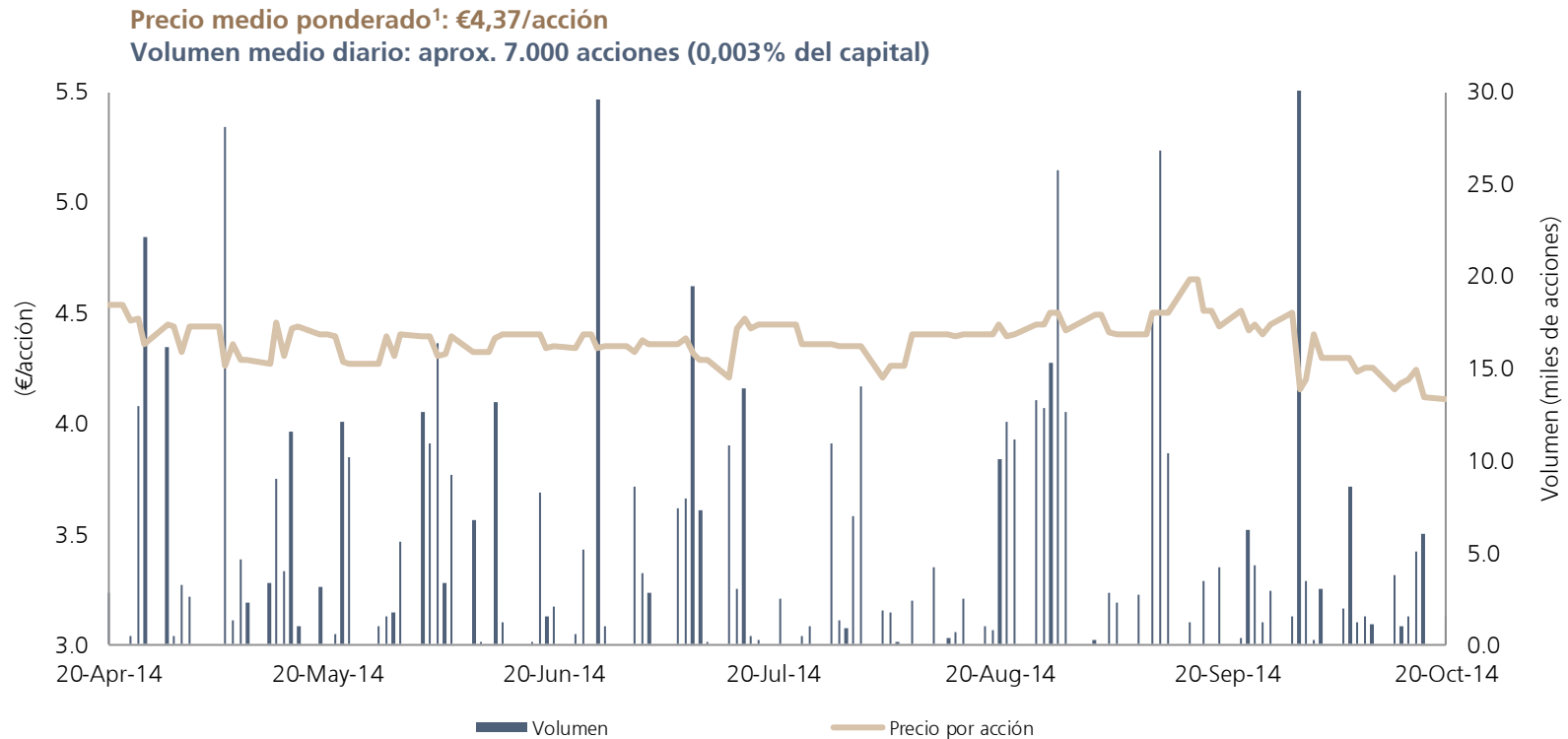
Descripción

- El valor de liquidación de una compañía refleja el valor que ésta tendría en caso de cese de la actividad y disolución del negocio. Tras el cese de la actividad, se procede a la venta de sus activos en un proceso de subasta
- En la mayoría de los casos, una venta de activos por liquidación resulta en la pérdida de todo o parte del valor de la empresa, y la destrucción del valor viene en gran parte determinada por la urgencia o necesidad de vender dichos activos
- Finalmente, una venta troceada de los activos de Damm debería tener en cuenta el impacto de los descuentos asociados con la venta acelerada, los costes de vender o liquidar los activos (incluyendo el impacto fiscal), los costes asociados con la división de la Compañía y la pérdida de sinergias que se generaría desde un punto de vista operativo y de financiación que ahora se producen al operar Damm como una sola entidad

- **No hemos calculado el valor liquidativo por considerar que es significativamente inferior a los que se obtienen utilizando el resto de metodologías recogidas en el artículo 10.5 del RD 1066/2007 de 27 de Julio de 2007**

3 Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión

Evolución de la cotización bursátil y volumen de la acción



- El precio medio ponderado por volumen de los 6 meses anteriores al anuncio público de la transacción es de €4,37 por acción
- Consideramos que la liquidez de la acción de Damm es reducida y por tanto la capitalización bursátil no es un reflejo preciso del valor

4 Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año

- No es de aplicación por la inexistencia de este tipo de referencia durante el último año

5 Otros métodos de valoración

Valoración fundamental

5.a

Descuento de flujos de caja ("DFC")

Descripción

- Valora la Compañía en función de todos los flujos de caja libres futuros descontados al Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC)
- La metodología de DFC determina el valor de la Compañía sobre la base de su capacidad de generar flujos de caja libres futuros en base a su Plan de Negocio

Consideraciones

- Los flujos de caja libres futuros se basan en las proyecciones financieras de las distintas líneas de negocio de la sociedad, para el período 2014-2018
- Para el cálculo de la tasa de descuento se ha considerado el método del cálculo del Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC)
- Se ha utilizado una tasa de descuento fija durante toda la proyección, considerando una estructura de capital constante para la misma¹
- Es considerada la metodología más apropiada para determinar el valor intrínseco de la Compañía

Métodos de contraste

5.b

Múltiplos de cotización

Descripción

- Valora la Compañía en función de múltiplos de compañías cotizadas comparables

Consideraciones

- Dado que el negocio cervecero de Damm es el único con peso significativo a nivel EBITDA, se ha seleccionado un universo de compañías que operan en el sector de la cerveza, y que por su comparabilidad operativa y financiera con Damm se pueden utilizar como referencia de valoración
- Se utilizan múltiplos de valoración basados en la métrica de Beneficio Neto (PER²) y EBITDA (VE/EBITDA) para los años 2014 y 2015. Se considera el PER más relevante puesto que homogeniza el valor atribuible al accionista (ver página siguiente)

5.c

Múltiplos de transacciones precedentes

- Valora la Compañía en función de múltiplos de transacciones precedentes

- Transacciones que por su relevancia y aplicabilidad son adecuadas para nuestro análisis

- Las operaciones precedentes seleccionadas se han basado en información pública de mercado y se han filtrado en base a unos criterios cuantificables
- Se utilizan múltiplos de valoración basados en la métrica de Beneficio Neto (PER) y EBITDA (VE/EBITDA) para los últimos 12 meses anteriores a cada transacción. Se considera el PER más relevante puesto que homogeniza el valor atribuible al accionista (ver página siguiente)

- El método más relevante para la valoración de Damm es el descuento de flujos de caja ("DFC"). Esta valoración incluye un valor terminal para el negocio, que asume que se mantienen las condiciones de viabilidad del negocio a largo plazo
- UBS considera los métodos de contraste de limitada relevancia:
 - Múltiplos de cotización: no existe un comparable cotizado regional que opere en un mercado con una dinámica y crecimiento como el de Damm
 - Múltiplos de transacciones precedentes: no existe una transacción directamente comparable con la contemplada en este informe

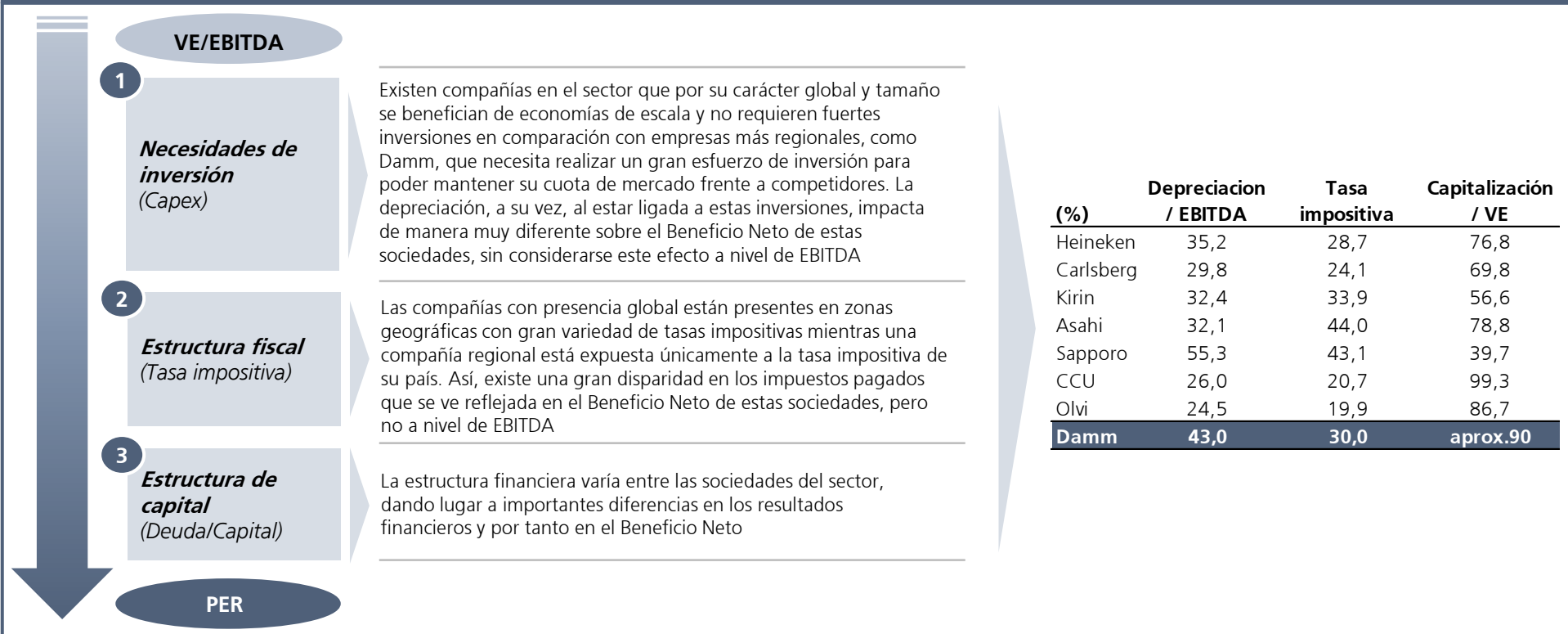
5 PER como metodología de contraste de referencia

- Consideramos que el múltiplo PER es más adecuado que el VE/EBITDA como metodología de contraste en el contexto de esta OPA de exclusión por las siguientes razones:
 - Relevancia para el accionista: tiene en cuenta la capacidad de la empresa de generar beneficios, y por tanto, el valor para el accionista, después de considerar las correspondientes cargas de inversión, financieras y fiscales a las que tiene que hacer frente
 - Beneficio recurrente y predecible: el PER es particularmente aplicable para compañías que, como Damm, se caracterizan por reportar beneficios estables y recurrentes
 - Homogeneidad frente a comparables: puesto que elimina las distorsiones que pueden impactar al EBITDA entre empresas con diferente tamaño, enfoque geográfico y/o posicionamiento de mercado, tales como las necesidades de inversión, estructura de capital y fiscalidad aplicable

Conciliación VE/EBITDA – PER

Consideraciones

Análisis de los comparables seleccionados



(%)	Depreciación / EBITDA	Tasa impositiva	Capitalización / VE
Heineken	35,2	28,7	76,8
Carlsberg	29,8	24,1	69,8
Kirin	32,4	33,9	56,6
Asahi	32,1	44,0	78,8
Sapporo	55,3	43,1	39,7
CCU	26,0	20,7	99,3
Olvi	24,5	19,9	86,7
Damm	43,0	30,0	aprox.90

5.a Valoración por DFC—Plan de Negocio 2014-2018

Resumen de las principales hipótesis

2014: Evolución del negocio durante el segundo semestre

- La actividad del Grupo tiene una alta estacionalidad generándose típicamente en el tercer trimestre el 40% del volumen y de los resultados de explotación. En el 3T de 2014 la actividad se ha comportado de forma inferior al mismo período del año 2013, absorbiendo en parte la mejor evolución ya reportada en la información pública periódica del 1T y 2T de 2014 en comparación con el mismo período del año 2013. Este comportamiento ha venido causado por una mala climatología en la temporada veraniega especialmente en las zonas costeras donde el grupo concentra una parte relevante de su actividad, unida a un menor dinamismo del consumo interior¹, en comparación con el primer semestre del año 2014. Además, la Compañía no espera un repunte de la actividad durante el último trimestre de 2014

Volumen

- La evolución del volumen ha sido proyectada siguiendo las estimaciones proporcionadas por Canadean para el mercado cervecero y de refrescos y agua envasada español. Así, el volumen de litros vendidos por Damm se estima estable durante el período de proyección, como consecuencia de una recuperación del consumo de productos marquistas de cerveza y agua y una peor evolución comparativa de los productos de "marca del distribuidor", asociado a una evolución mas favorable de la economía española
- En cuanto a la cuota de mercado, la Compañía espera mantener su nivel actual de cuota durante el período de proyección, siendo el arco mediterráneo la zona más importante para el Grupo
- En relación a los planes de internacionalización, el Plan de Negocio contempla crecimientos superiores a la tasa media anual del 1,5% prevista para el mercado español, manteniendo la misma evolución de precios que la utilizada para el mercado nacional. Este crecimiento está fundamentado en la construcción de relaciones comerciales duraderas con importadores y distribuidores en los países objetivo, fuerte inversión en marca y desarrollo de mercado para posicionar los productos, innovación de producto y desarrollo de implantaciones fabriles o acuerdos de envasado

Precios

- La variación de precios (IPC) se estima en 1,5%; los negocios del Grupo, especialmente en lo que se refiere a las actividades de bebidas crecerán ligeramente por debajo de esa referencia (entre el 0,5% y el 1%), ajustándose en función del peso relativo que los diferentes canales tienen en el mix de ventas del Grupo

5.a Valoración por DFC—Plan de Negocio 2014-2018 (continuación)

Resumen de las principales hipótesis

Costes operativos

- Los costes operativos de Damm se componen de algunos de carácter variable, que evolucionan a las tasas combinadas de precio y volumen indicadas anteriormente, como son los Aprovisionamientos (materias primas, materiales, y energía); otros que crecen a la tasa inflacionaria (aprox. 1,5% anual), como son los sueldos y salarios, y costes de reparación y suministros, entre otros; y, por último, ciertos costes que por su naturaleza evolucionan en base a un determinado ratio de €/litro y por tanto crecen sólo en línea con el volumen comercializado

EBITDA

- Los márgenes de EBITDA / Ventas evolucionan ligeramente al alza a lo largo del periodo proyectado como consecuencia del mayor apalancamiento operativo y eficiencias en los procesos de negocio
- El ciclo inversor 2007 - 2012 que se caracterizó por la introducción de mejoras técnicas y logísticas así como de políticas de gestión continua de costes, han permitido consolidar en los ejercicios 2013 y 2014 una estructura de costes ajustada, más eficiente y que cuenta con un alto componente de carácter variable
- El Plan de Negocio contempla el mantenimiento de la estructura de costes alcanzada. En consecuencia, los costes operativos varían por lo general en función de la tasa inflacionaria prevista (1,5%) y mantienen sus niveles actuales en términos de €/litro, por lo que a pesar del crecimiento previsto en el Plan de Negocio se considera que el Grupo será capaz de alcanzar ese crecimiento sin necesidad de incrementar sus costes fijos actuales

Capex

- Recoge las inversiones de reposición en plantas y renovación del parque de envases (botella e instalaciones de barril) principalmente. Su evolución es estable y se sitúa en niveles inferiores a las del ciclo 2007-2012 cuando la Compañía aumentó de forma sustancial su base productiva y logística. El total de inversión en el periodo proyectado se estima en aproximadamente €350 millones

Fondo de Maniobra

- Incluye la financiación operativa del inventario y deudores y acreedores comerciales. El fondo de maniobra se mantendrá en niveles cercanos a los €60 millones, con variaciones anuales inferiores a €2 millones, en línea con niveles históricos

Fiscalidad

- Variación en la tasa nominal impositiva de Damm, siendo de un 30% en 2014, 28% en 2015 y 25% en adelante, en línea con la regulación fiscal prevista en España

5.a Valoración por DFC – normalización de resultados

Cálculo de normalización detallado

Ajustes normalización – LTM¹ a Junio 2014

(miles de €)	2S 2013	1S 2014	LTM Jun-14
EBITDA² reportado	105.029	74.518	179.547
A Ajuste Otros ingresos de explotación	(4.441)	–	(4.441)
EBITDA² ajustado	100.588	74.518	175.106
Depreciación, amortización y deterioro inmov.	(36.068)	(35.400)	(71.468)
Resultado de explotación ajustado	64.520	39.118	103.638
Resultado financiero neto	(2.472)	(2.248)	–
Deterioro de Pescanova reportado	(7.457)	–	(7.457)
Participación puesta en equivalencia reportada	3.994	3.814	7.808
B Ajuste al deterioro de Pescanova	7.457	–	7.457
B Ajuste a la participación puesta en equivalencia	(3.994)	(3.814)	(7.808)
Beneficio antes de impuestos ajustado	62.048	36.870	98.918
C Impuestos ajustados	(18.614)	(11.061)	(29.675)
Beneficio neto ajustado consolidado	43.434	25.809	69.243
% Beneficio neto de minoritarios según cuentas	0,54	1,25	–
Beneficio neto minoritarios	(235)	(321)	(557)
Beneficio neto ajustado sociedad dominante	43.198	25.488	68.686

Consideraciones

- A** Históricamente, y con determinada periodicidad plurianual, el Grupo revisa las contraprestaciones recibidas en concepto de fianzas asociadas al parque de envases en poder de clientes; de existir importes a regularizar, estos se registran dentro de "Otros Ingresos de explotación", habiéndose realizado dicha revisión en el ejercicio 2013. El importe ajustado en el 2S 2013 ascendió a €5.2m, de forma que se considera, a efectos de normalización un ajuste de €4.4m
- B** Durante el año 2013, Damm provisionó las pérdidas correspondientes al deterioro en su participación en Pescanova por un valor total de €40m, de los cuales aprox.€11m correspondieron al 2S 2013. Para el cálculo del beneficio ajustado, hemos sustraído ese ajuste de Pescanova por no tener una naturaleza recurrente, además del resultado de participaciones puestas en equivalencia, cuya valoración se considera separadamente en los ajustes al valor de los fondos propios
- C** En el 2S 2013, el Grupo consideró en el registro de sus obligaciones fiscales los correspondientes ajustes derivados de la aplicación de las Bases Imponibles Negativas pendientes de aplicación así como otras deducciones fiscales que se adecuan a la normativa en vigor

Métricas 2013 reportadas y ajustadas, y años 2014 y 2015 estimados

(miles de €)	2013 reportado			2013 ajustado			2014E			2015E
	1S	2S	Completo	1S	2S	Completo	1S	2S	Completo	Completo
EBITDA²	66.820	105.029	171.849	66.820	100.588	167.408	74.518	97.242	171.760	176.653
Depreciación, amortización y deterioro inmov.	(35.914)	(36.068)	(71.982)	(35.914)	(36.068)	(71.982)	(35.400)	(38.400)	(73.800)	(73.800)
Resultado de explotación	30.906	68.961	99.867	30.906	64.520	95.426	39.118	58.842	97.960	102.853
Resultado financiero neto	(301)	(2.472)	(2.773)	(301)	(2.472)	(2.773)	(2.248)	(913)	(3.161)	(1.986)
Deterioro de Pescanova	(29.652)	(7.457)	(40.183) ³	–	–	–	–	–	–	–
Participación puesta en equivalencia	5.119	3.994	9.113	–	–	–	–	–	–	–
Resultado neto enajenación instrumentos financieros	–	–	3.074	–	–	–	–	–	–	–
Beneficio antes de impuestos	6.072	63.026	69.098	30.605	62.048	92.653	36.870	57.929	94.799	100.867
Impuestos	15.951	(14.322)	1.629	(9.182)	(18.614)	(27.796)	(11.061)	(17.379)	(28.440)	(28.243)
Beneficio neto consolidado	22.023	48.704	70.727	21.424	43.434	64.857	25.809	40.551	66.360	72.624
Beneficio neto minoritarios	(390)	(264)	(654)	(379)	(235)	(615)	(321)	(661)	(983)	(990)
Beneficio neto ajustado sociedad dominante	21.633	48.440	70.073	21.044	43.198	64.242	25.488	39.889	65.377	71.634

Fuente: Cuentas semestrales y anuales de Damm, Plan de Negocio de la Compañía
Nota:

1 LTM = "Last twelve months" (últimos 12 meses hasta la fecha de referencia)

2 Resultado de la suma de las partidas beneficio de explotación, dotación a las amortizaciones y resultado neto por deterioro y enajenación de activos no corrientes

3 El ajuste por deterioro de valor de instrumentos financieros en el ejercicio 2013 fue de €40,183 millones, como viene indicado en las Cuentas Anuales Consolidadas 2013 de la Compañía, ajustándose el valor de esta partida correspondiente al 2S 2013 a un total de €10,531 millones (en comparación con los €7,457 millones reportados en las Cuentas Intermedias no auditadas de 2S 2013)

5.a Valoración por DFC – Plan de Negocio 2014-2018

Principales magnitudes

Millones de €	2013 Ajustado	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	TACC ¹ 14-16 (%)	TACC ¹ 14-18 (%)
Ventas	880	896	914	929	939	952	1.9	1.5
% variación	–	1.8	2.1	1.6	1.0	1.4		
Otros ingresos de explotación	25	26	26	27	27	27	1.5	1.5
Ingresos de explotación	905	922	941	956	966	979	1.8	1.5
Coste de ventas	336	342	355	363	364	368	3.0	1.8
% ventas	38.1	38.2	38.8	39.0	38.8	38.7		
Margen bruto	569	579	586	593	602	611	1.2	1.3
% ventas	64.7	64.7	64.1	63.8	64.1	64.2		
Gastos generales, de venta y de administración	402	408	409	415	420	425	0.8	1.0
% ventas	45.7	45.5	44.8	44.6	44.7	44.6		
EBITDA	167	172	177	178	183	187	1.9	2.1
% ventas	19.0	19.2	19.3	19.2	19.4	19.6		
Depreciación y amortización	71	74	74	74	74	74	0.0	0.0
% ventas	8.1	8.2	8.1	7.9	7.9	7.8		
Resultado de explotación	96	98	103	105	109	113	3.4	3.6
% ventas	10.9	10.9	11.2	11.3	11.6	11.9		
Capex	65²	67	69	72	74	74	3.4	2.4
% ventas	7.4	7.5	7.6	7.7	7.8	7.8		
% depreciación y amortización	90.7	91.0	94.1	97.2	99.6	100.0		
Capital circulante	57	58	58	59	60	61	0.7	1.2
% ventas	6.5	6.5	6.4	6.3	6.4	6.4		

5.a Valoración por DFC—descripción conceptual

Flujo de caja libre ("FCL")

EBIT	• Resultado operativo
x	
Efecto impositivo	• Aplicación de un tipo impositivo efectivo sobre el beneficio operativo de la compañía
+	
Depreciación y Amortización	• Gastos que no representan un desembolso de efectivo
-	
Capex	• Inversiones de capital de reposición y expansión
-	
Δ Fondo de maniobra	• Variaciones en el fondo de maniobra
=	
FCL	• Flujo de caja libre

Descuento del FCL

$$\text{Valor Compañía} = \frac{FCL_1}{(1+CMPC)} + \frac{FCL_2}{(1+CMPC)^2} + \dots + \frac{FCL_n}{(1+CMPC)^n} + \frac{VL}{(1+CMPC)^{n+1}}$$

FCL_n = Flujo de caja libre en el período n

CMPC = Tasa de descuento (coste medio ponderado de capital)

VL = Valor terminal del negocio calculado según el modelo de Gordon

n = Número de períodos proyectados

Coste medio ponderado de capital ("CMPC")

Coste de los Fondos Propios (FF.PP.)

- Capital Asset Pricing Model (CAPM)

$$\text{Coste de los FF.PP.} = \text{Tasa libre de riesgo} + \left(\text{Beta del activo} \times \text{Prima de riesgo del mercado} \right)$$

Coste de la deuda

$$\text{Coste de la deuda después de impuestos} = \left(\text{Índice de referencia} + \text{Margen crediticio} \right) \times \text{Aplicación del tipo impositivo } (1-t)$$

Coste medio ponderado de capital (CMPC)

$$\text{CMPC} = \text{Coste de los FF.PP.} \times \text{Peso de los FF.PP.} + \text{Coste de la deuda} \times \text{Peso de los Recursos Ajenos}$$

- El cálculo del coste medio ponderado de capital (CMPC) viene detallado en las páginas siguientes

5.a Valoración por DFC—hipótesis del CMPC y tasa de crecimiento terminal

Principales hipótesis

Tasa libre de riesgo

- La tasa libre de riesgo está basada en la cotización actual del bono soberano español a 30 años. A pesar de su menor liquidez en comparación con el bono a 10 años, consideramos el bono a 30 años como una referencia más relevante por su menor volatilidad y mayor plazo (en línea con el cálculo del valor terminal de los flujos de caja)

Prima de riesgo de mercado

- La prima de riesgo del mercado está basada en el informe "*Market Risk Premium used in 88 countries in 2014, a survey with 8,228 answers*" de Pablo Fernández, Pablo Linares e Isabel Fernández Acin (IESE Business School) de Junio de 2014

Betas desapalancadas

- La beta apalancada se ha determinado a partir de la fuente Barra (Agosto 2014) para las compañías comparables seleccionadas (ver página 26), excluyendo CCU y Olvi por su limitada liquidez
- A estas betas se le aplican las respectivas estructuras de capital y tasas impositivas para obtener la beta desapalancada

Compañía	Beta desapalancada (x)
Heineken	0,54
Carlsberg	0,70
Asahi	0,75
Sapporo	0,60
Kirin	0,66
Media	0,65

Tasa impositiva

- El tipo impositivo se basa en la tasa estatutaria de España a largo plazo, en línea con la reciente reforma fiscal (28% en 2015 y 25% a partir de 2016)

Estructura de capital objetivo

- Se ha considerado una estructura de capital objetivo de 20% Deuda / 80% Fondos Propios teniendo en cuenta la estructura de capital de las compañías comparables y los requerimientos de capital de la compañía a largo plazo

Coste de la deuda

- Para calcular el coste de la deuda se han analizado las emisiones de deuda con vencimiento a largo plazo de compañías con similar exposición geográfica y calidad crediticia. Este análisis ha sido contrastado con una estimación del coste de financiación a largo plazo de la Compañía, teniendo en cuenta su coste de financiación actual y el impacto de la extensión de plazos en los tipos base y márgenes aplicables

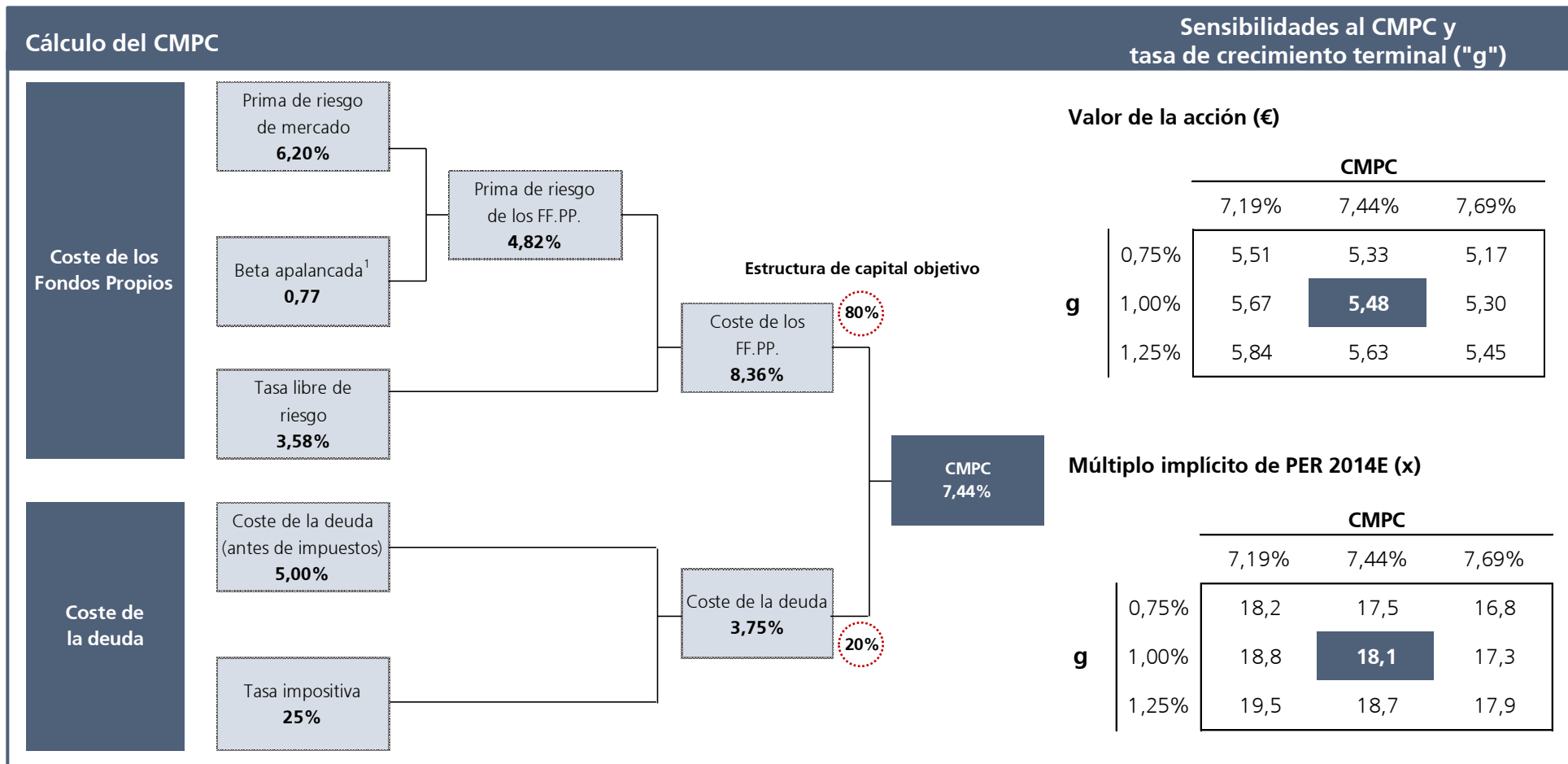
Tasa de crecimiento terminal "g"

- Partiendo de la tasa de inflación en España a largo plazo (1,5-2,0%¹) como referencia para estimar una tasa de crecimiento terminal ("g") razonable para Damm, existen razones por las cuales el crecimiento sería inferior a dicha tasa:
 - no se espera un crecimiento significativo de volúmenes a largo plazo
 - existe dificultad para incrementar los precios del producto final debido a la fuerte competencia en el sector
 - los costes de explotación crecen a ritmo inflacionario
- Así, los flujos de caja libres futuros deberían crecer a ritmos inferiores a la tasa de inflación y por tanto, una tasa "g" de 1,0% es razonable y aplicable en el caso de Damm

Nota:

1 Las fuentes consultadas incluyen Fondo Monetario Internacional, el Instituto Nacional de Estadística y Euromonitor a Octubre de 2014

5.a Valoración por DFC – cálculo del CMPC y valoración



- Del análisis realizado se obtiene un CMPC de 7,44% para Damm y una "g" de 1%, resultando en un rango de valor por acción de entre €5,17 y €5,84, una vez tenidos en cuenta todos los ajustes al valor de la acción recogidos en la página 30

5.b Valoración por múltiplos de cotización—selección de comparables

Universo de comparables		Criterios de selección—Paso 1
<p>1 Cerveceros globales ABInBev AmBev Heineken SAB Miller</p> <p>3 Cerveceros ingleses Enterprise Inn Marstons Punch Taverns Young's</p>	<p>2 Cerveceros en mercados desarrollados Asahi Carlsberg CCU Kirin Molson Coors Olvi Sapporo The Boston Beer Company</p> <p>4 Cerveceros en mercados emergentes Anadolu Efes Tsingtao United Breweries ThaiBev Yanjing</p>	<ul style="list-style-type: none"> No existe un perfecto comparable para Damm, por ello, se ha analizado el universo de empresas cerveceras cotizadas a nivel mundial A continuación, se han descartado aquellas empresas: <ol style="list-style-type: none"> cuya cotización está impactada por expectativas sobre operaciones corporativas con sinergias significativas; ó que tienen un alto crecimiento esperado y/o una presencia significativa en mercados emergentes; ó impactadas por su componente inmobiliario (cerveceros ingleses)

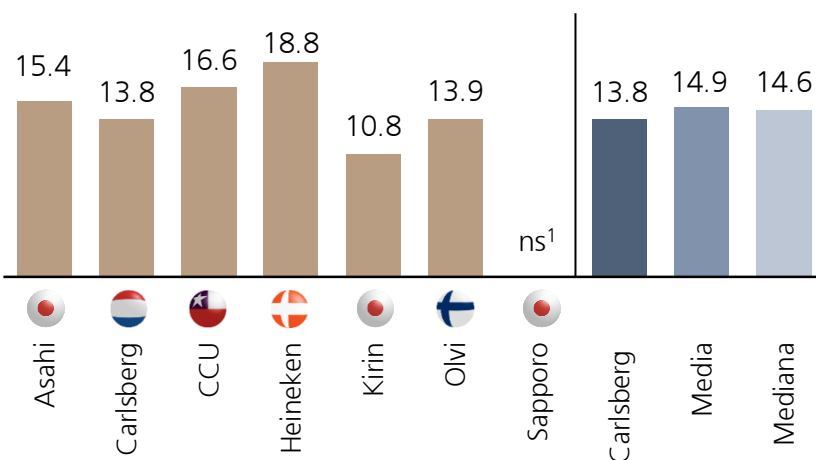
Selección de compañías comparables							Criterios de selección—Paso 2
Asahi	Carlsberg	CCU	Kirin	Heineken	Olvi	Sapporo	<ul style="list-style-type: none"> Como resultado, se ha obtenido una muestra de siete empresas comparables mostradas a la izquierda Adicionalmente, y de cara a realizar un ejercicio preciso de comparabilidad, se ha analizado la relevancia de estas comparables según su similitud a Damm en base a los siguientes criterios: <ol style="list-style-type: none"> presencia en Europa (>75% de las ventas) liquidez de la acción
X	✓	X	X	X	✓	X	
	✓				X		

- Carlsberg sería el comparable más relevante para Damm por su exposición geográfica y la liquidez de su acción
- Sin embargo, dadas las diferencias de tamaño, diversificación geográfica, perfil de crecimiento y concentración en el producto de marca, la valoración de Damm debería reflejar un cierto descuento respecto a Carlsberg

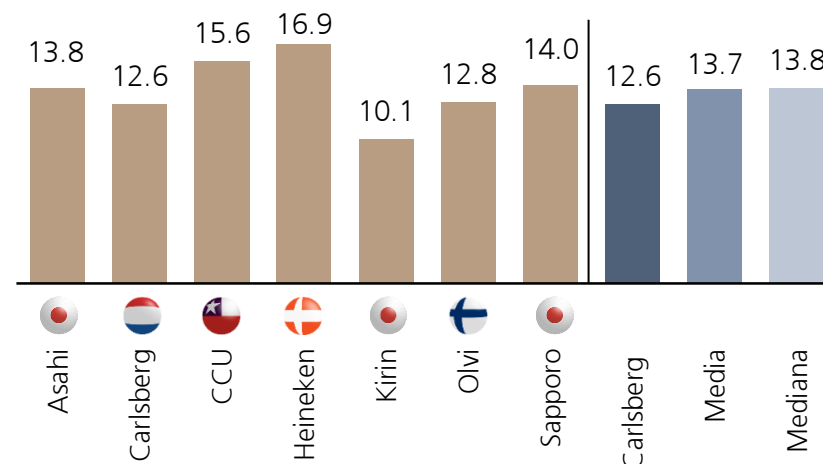
5.b Valoración por múltiplos de cotización

PER

PER 2014E (x)



PER 2015E (x)



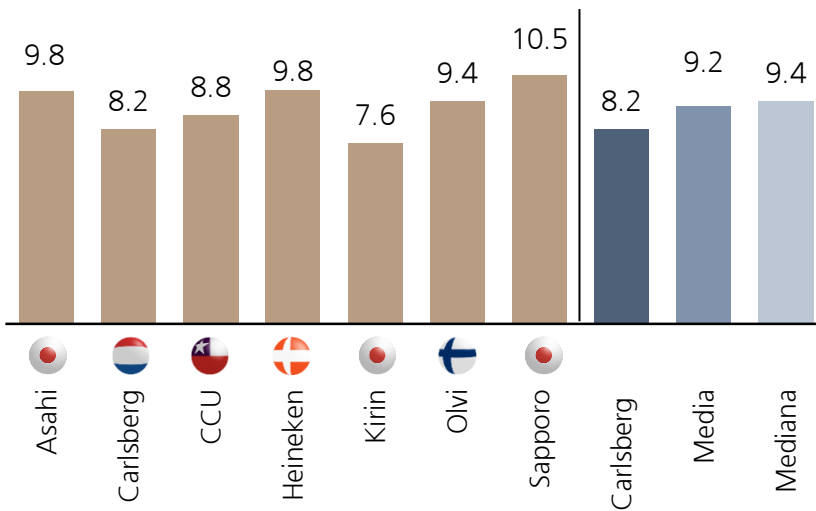
- Al aplicar los múltiplos de PER 2014E de las empresas comparables, obtenemos unos valores por acción para Carlsberg, la media y la mediana de €4,46, €4,71 y €4,65, respectivamente
- Al aplicar los múltiplos de PER 2015E de las empresas comparables, obtenemos unos valores por acción para Carlsberg, la media y la mediana de €4,45, €4,73 y €4,76, respectivamente

(€m / métrica indicada)	2014E			2015E		
	Carlsberg	Media	Mediana	Carlsberg	Media	Mediana
Múltiplo (x)	13,8	14,9	14,6	12,6	13,7	13,8
Métrica ²	65,4	65,4	65,4	71,6	71,6	71,6
Valor bruto de FF.PP.	905	974	958	903	980	986
Valor de las inversiones financieras	294	294	294	294	294	294
Activos fiscales	12	12	12	12	12	12
Pago de dividendos	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
Valor de FF.PP. implícito	1.204	1.273	1.256	1.202	1.279	1.285
Número de acciones (m)	270	270	270	270	270	270
Precio por acción (€)	4,46	4,71	4,65	4,45	4,73	4,76

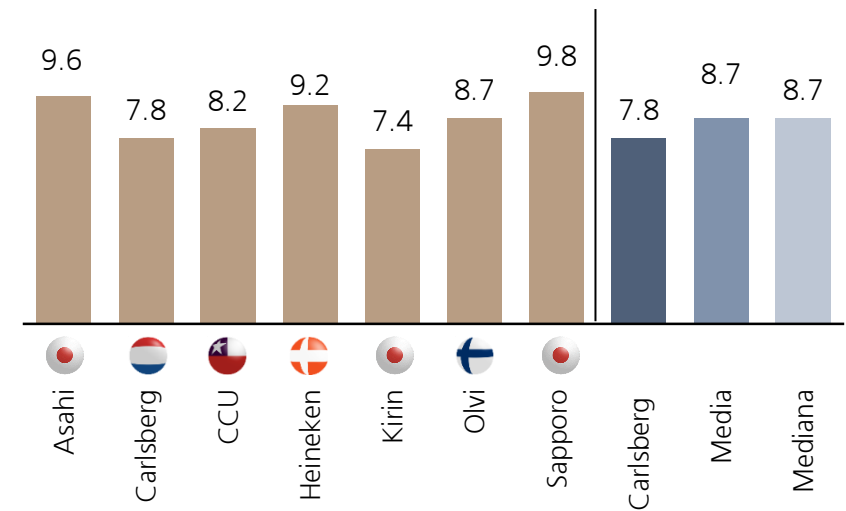
5.b Valoración por múltiplos de cotización

VE/EBITDA

VE/EBITDA 2014E (x)



VE/EBITDA 2015E (x)

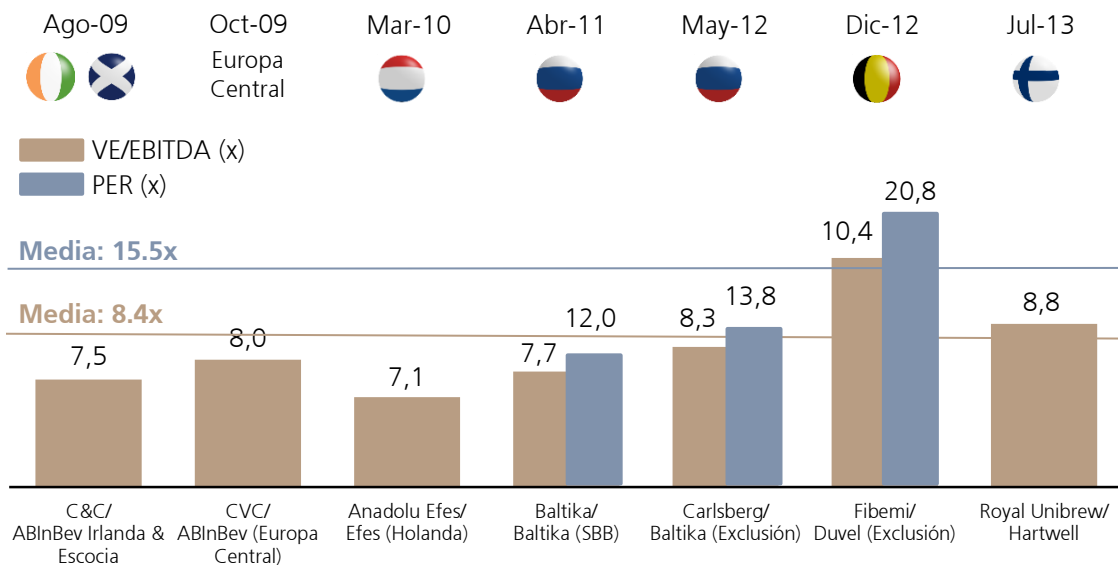


- Al aplicar los múltiplos de VE/EBITDA 2014E de las empresas comparables, obtenemos unos valores por acción para Carlsberg, la media y la mediana de €5,90, €6,50 y €6,64, respectivamente
- Al aplicar los múltiplos de VE/EBITDA 2015E de las empresas comparables, obtenemos unos valores por acción para Carlsberg, la media y la mediana de €5,79, €6,34 y €6,34, respectivamente

(€m / métrica indicada)	2014E			2015E		
	Carlsberg	Media	Mediana	Carlsberg	Media	Mediana
Múltiplo (x)	8,2	9,2	9,4	7,8	8,7	8,7
Métrica	171,8	171,8	171,8	176,7	176,7	176,7
VE implícito	1.414	1.577	1.615	1.384	1.532	1.532
Ajustes VE a F.F.P.P	179	179	179	179	179	179
Valor de FF.PP. implícito	1.593	1.756	1.794	1.563	1.712	1.712
Número de acciones (m)	270	270	270	270	270	270
Precio por acción (€)	5,90	6,50	6,64	5,79	6,34	6,34

5.c Valoración por múltiplos de transacciones precedentes en el sector

Transacciones precedentes relevantes



Criterios de selección

- Se han analizado las operaciones precedentes completadas en el Sector en los últimos 5 años
- El número de operaciones precedentes relevantes seleccionadas es de 7, cumpliendo todas ellas con el mayor número de criterios de selección definidos:
 - Operaciones con Valor de Empresa superior a €100 millones
 - Operaciones únicamente de cerveza
 - Operaciones ocurridas en Europa
 - Operaciones sin sinergias

- Al aplicar los múltiplos de PER de las transacciones relevantes, obtenemos unos valores por acción para la media y la mediana de €5,05 y €4,60, respectivamente
- Al aplicar los múltiplos de VE/EBITDA de las transacciones relevantes, obtenemos unos valores por acción para la media y la mediana de €6,10 y €5,85, respectivamente

(€m / métrica indicada)	PER	
	Media	Mediana
Múltiplo (x)	15,5	13,8
Métrica LTM ¹	68,7	68,7
Valor bruto de FF.PP.	1.065	945
Valor de las inv. financieras	294	294
Activos fiscales	12	12
Pago de dividendos	(8)	(8)
Valor de FF.PP. implícito	1.364	1.243
Número de acciones (m)	270	270
Precio por acción (€)	5,05	4,60

(€m / métrica indicada)	VE/EBITDA	
	Media	Mediana
Múltiplo (x)	8,4	8,0
Métrica LTM ²	175,1	175,1
VE implícito	1.469	1.401
Ajustes VE a F.F.P.P	179	179
Valor de FF.PP. implícito	1.648	1.580
Número de acciones (m)	270	270
Precio por acción (€)	6,10	5,85

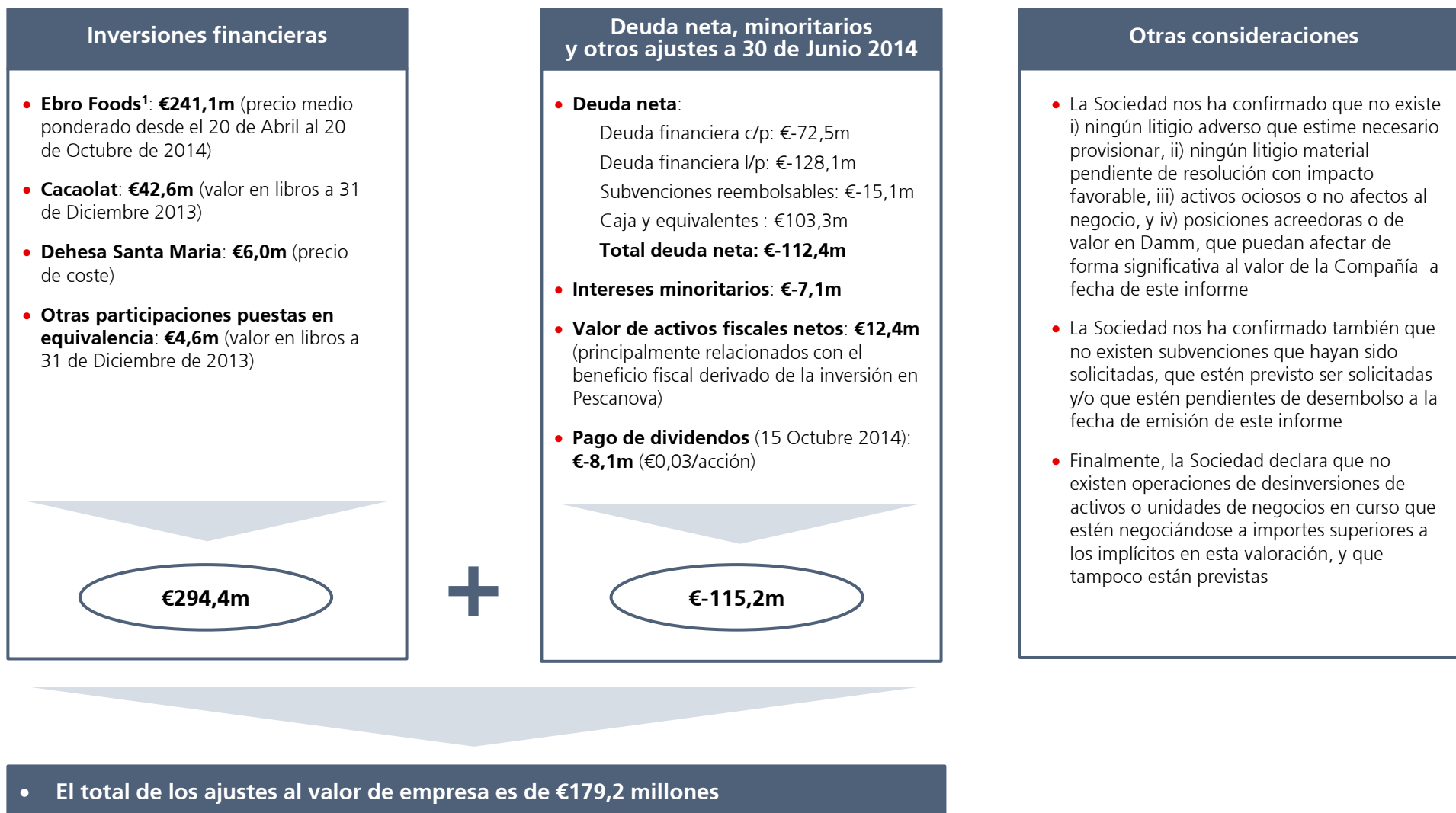
Fuente: Información de las compañías, Dealogic y MergerMarket

Nota:

1 Beneficio neto atribuible a la sociedad dominante normalizado (ver página 21)

2 EBITDA normalizado (ver página 21)

Ajustes de Valor de Empresa a Fondos Propios



Conclusión de la valoración

Resumen del valor por acción de los fondos propios de Damm según las metodologías contempladas en el Real Decreto 1066/2007:

Métodos	Valor por acción
Valor teórico contable	€2,67
Valor liquidativo	—
Cotización media ponderada último semestre	€4,37
Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año	—
Descuento de flujos de caja ¹	€5,17 - €5,84
Múltiplos de compañías cotizadas comparables ²	€4,45 - €4,76
Múltiplos de transacciones de compañías comparables ³	€4,60 - €5,05

Un detalle de la aplicación de dichos métodos y de las consideraciones sobre su respectiva relevancia se incluye en la descripción de los distintos métodos

Nota:

- 1 Valoración basada en un CMPC de 7,44% con variaciones de +/-0,25% y una tasa de crecimiento terminal de 1% con variaciones de +/-0,25%
- 2 Mínimo del rango es igual al valor mínimo de Carlsberg aplicando múltiplos de PER de 2014 y 2015. Máximo del rango es el valor máximo entre la media y la mediana de las comparables para los años 2014 y 2015
- 3 El rango de valoración corresponde al máximo y mínimo de la media y mediana de la valoración por PER de las transacciones precedentes relevantes

De acuerdo con las bases de información y los procedimientos empleados en la realización de nuestro trabajo, así como con las metodologías de valoración establecidas en el RD 1066/2007, y considerando los aspectos relevantes descritos en este Informe de Valoración, consideramos a día 20 de Octubre de 2014 que el rango de valor por acción se sitúa entre €5,17 y €5,84