



Madrid, 26 de julio de 2018

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

A los efectos de dar cumplimiento al artículo 228 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (la "**Ley del Mercado de Valores**"), FUNESPAÑA, S.A. ("**Funespaña**" o la "**Sociedad**"), pone en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el siguiente

HECHO RELEVANTE

En fecha 25 de julio de 2018, el Consejo de Administración de Mapfre España, Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A. ("Mapfre España"), titular directo del 96,003% del capital social de la Sociedad, ha acordado la formulación de una oferta pública de adquisición para la exclusión de cotización de la totalidad de las acciones de Funespaña (la "**OPA**" o la "**Oferta**"), y ha solicitado al Consejo de Administración de Funespaña que lleve a cabo los trámites oportunos a efectos de (i) convocar una Junta General de Accionistas que someta a consideración y, en su caso, aprobación de los accionistas de Funespaña los referidos acuerdos y (ii) emitir el informe de administradores justificativo de la Oferta y del precio al que se refiere el artículo 82.3 de la Ley del Mercado de Valores.

Con fecha de hoy, el Consejo de Administración de la Sociedad ha acordado convocar la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad, para su celebración en Madrid, en el Ayre Gran Hotel Colón (Edificio América), sito en la calle Pez Volador, nº 11, el día 12 de septiembre de 2018, a las 12,30 horas, en primera convocatoria, o el día siguiente, 13 de septiembre de 2018, en segunda convocatoria y en el mismo lugar y hora, a fin de someter a la deliberación de la misma la aprobación de la exclusión de cotización de las acciones de Funespaña de las Bolsas de Valores de Madrid y de Barcelona y, consecuentemente, de contratación del Sistema de Interconexión Bursátil Español (el "**SIBE**") así como la formulación de una OPA por parte de Mapfre España (la "**Operación**").

Se acompaña a esta comunicación el texto de la referida convocatoria, incluyendo el orden del día de la Junta General, que se publicará en los términos legal y estatutariamente previstos, así como el texto íntegro de las propuestas de acuerdos que formula el Consejo de Administración en relación con los distintos puntos del orden del día.

Asimismo, y de conformidad con el artículo 82.3 de la Ley del Mercado de Valores y el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, se acompaña (i) el informe emitido por el Consejo de



Administración de Funespaña justificativo de la propuesta de exclusión de negociación y del precio de la referida Oferta y (ii) el informe de valoración de la Sociedad emitido por Deloitte Financial Advisory, S.L., todo ello conforme a lo dispuesto en la normativa aplicable.

Funespaña, S.A.

Francisco Javier Bergamín Serrano
Secretario del Consejo de Administración



Convocatoria de la Junta General Extraordinaria de Accionistas



FUNESPAÑA, S.A.

JUNTA GENERAL EXTRAORDINARIA

El Consejo de Administración de Funespaña, S.A. ("**Funespaña**" o la "**Sociedad**") celebrado el día 26 de julio de 2018, ha acordado convocar a los señores accionistas a la Junta General Extraordinaria de la Sociedad, que se celebrará en la ciudad de Madrid, en el Ayre Gran Hotel Colón (Edificio América), sito en la calle Pez Volador nº 11, el próximo día 12 de septiembre de 2018, en primera convocatoria, a las 12,30 horas, o, en su caso, el día siguiente, esto es, el 13 de septiembre de 2018, a la misma hora y en el mismo lugar, en segunda convocatoria.

La referida reunión se celebra en Madrid, según lo establecido en los Estatutos Sociales, en tanto que dicho lugar de celebración ha sido acordado por el Consejo de Administración de la Sociedad, con arreglo al siguiente

ORDEN DEL DÍA

Primero.- Examen y aprobación, en su caso, de la exclusión de cotización en las Bolsas de Valores de Madrid y de Barcelona de las acciones representativas del capital social de Funespaña, S.A. y de la formulación de una oferta pública de adquisición de acciones de la Sociedad por parte de Mapfre España, Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A. a esos efectos.

Segundo.- Delegación de facultades para la formalización, inscripción, desarrollo, interpretación, subsanación y ejecución de los acuerdos adoptados.

Derecho a presentar nuevas propuestas de acuerdo

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 519.3 de la Ley de Sociedades de Capital, los accionistas que representen, al menos, el 3% del capital social, podrán presentar propuestas fundamentadas de acuerdos sobre asuntos ya incluidos en el orden del día anteriormente indicado. El ejercicio de este derecho deberá hacerse mediante notificación fehaciente que habrá de recibirse en el domicilio social, dentro de los cinco (5) días siguientes a la publicación de la convocatoria. En el escrito de notificación se hará constar el nombre o la denominación social del accionista o accionistas solicitantes, y se adjuntará la oportuna documentación –copia de la tarjeta de asistencia o certificado de legitimación- que acredite su condición de accionista.

Derecho de Información

En cumplimiento de lo dispuesto en la Ley de Sociedades de Capital, en los Estatutos Sociales y en el Reglamento de la Junta General de la Sociedad, a partir de la publicación del presente anuncio de convocatoria, estará en el domicilio social, a disposición de los Accionistas, quienes tendrán derecho a solicitar su entrega o envío inmediato y gratuito, la siguiente documentación:

(i) En relación con cada uno de los Puntos del Orden del Día:

- Propuesta de los acuerdos que el Consejo de Administración somete a la aprobación de la Junta General de Accionistas.

(ii) En relación con la exclusión de cotización en las Bolsas de Valores de Madrid y Barcelona de las acciones representativas del capital social de Funespaña y de la formulación de una oferta pública de adquisición de acciones de la Sociedad formulada por parte de Mapfre España, Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A. a esos efectos:

- El informe de valoración emitido por Deloitte Financial Advisory, S.L. en relación con la valoración de las acciones de la Sociedad a efectos de lo dispuesto en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.
- El informe sobre la propuesta de exclusión de cotización mediante la formulación de una oferta pública de adquisición y precio ofrecido en la misma, que ha sido objeto de aprobación por el Consejo de Administración de la Sociedad el día 26 de julio de 2018, a los efectos de lo dispuesto en el artículo 82 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores.

Asimismo, se pone en conocimiento de los señores accionistas que dichos documentos se pondrán, además del resto de información y documentación legalmente exigible, a su disposición en la página web de la Sociedad (www.funespana.es).

De conformidad con lo previsto en la Ley de Sociedades de Capital y en el Reglamento de la Junta General, hasta el quinto día anterior a la celebración de la Junta, los accionistas pueden formular las preguntas o peticiones de aclaraciones que se refieran a puntos comprendidos en el orden del día o a la información accesible al público que se hubiera facilitado por la Sociedad a la Comisión Nacional del Mercado de Valores desde la fecha de celebración de la última Junta General y acerca del informe del auditor.

Intervención de Notario en la Junta: Acta Notarial

El Consejo de Administración, al amparo de lo dispuesto en el artículo 203 de la Ley de Sociedades de Capital, en relación con los artículos 101 y 103 del Reglamento del Registro Mercantil, ha acordado solicitar la intervención de Notario en la Junta, a fin de que levante Acta de la reunión de la misma.

Asistencia y Delegación

Tendrán derecho de asistencia los accionistas titulares de veinticinco (25) o más acciones, que tengan inscritas sus acciones en el Registro Contable correspondiente, con cinco (5) días de antelación a la fecha de celebración de la Junta General. Los accionistas titulares de un número menor de acciones podrán agruparse hasta completar, al menos, dicho número, nombrando entre ellos un representante y comunicándolo al Secretario del Consejo de Administración de la Sociedad con cinco (5) días de antelación a la



celebración de la Junta General, mediante carta firmada por todos los accionistas agrupados y el nombre y la aceptación del accionista representante, que será quien ejerza el derecho al voto en nombre de todos los accionistas agrupados.

Los accionistas podrán solicitar, a través de alguna de las entidades participantes (Bancos, Cajas de Ahorros o Entidades Financieras) y/o de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, Sociedad Anónima (Iberclear), el correspondiente Certificado de Legitimación o documentación equivalente del Registro Contable de las anotaciones en cuenta de los valores de la Sociedad.

El derecho de asistencia se podrá delegar en otra persona, sea o no accionista. La representación, que requerirá la aceptación expresa del representante, deberá conferirse por escrito y con carácter especial para cada Junta a través de medios que garanticen debidamente la identidad de la persona que ejerce su derecho a delegar. La representación es siempre revocable. La asistencia personal a la Junta del representado tendrá valor de revocación. No se podrá tener en la Junta más de un representante.

Los documentos en los que consten las representaciones o delegaciones para la Junta, incluidas las que se hagan en favor de algún miembro del Consejo de Administración, contendrán las instrucciones sobre el sentido del voto respecto de los puntos del orden del día de la Junta, entendiéndose que, de no impartirse éstas, el representante votará a favor de las propuestas de acuerdos formuladas por el Consejo de Administración. Cuando la tarjeta de asistencia se entregue a la Sociedad sin indicación de la persona concreta a la que el accionista confiere su representación, la representación se entenderá conferida al Presidente de la Junta General.

Información General

Para los aspectos relativos a la Junta no contenidos en este anuncio, los señores accionistas podrán consultar el Reglamento de la Junta General que se encuentra a su disposición en la página web (www.funespana.es).

Asimismo, a partir de la fecha de publicación de este anuncio, los señores accionistas pueden dirigirse, para cualquier aclaración o solicitud, a las oficinas de la Sociedad en Almería (Calle Sufí, 4) o a la Oficina de Atención al Accionista en Madrid (Calle Doctor Esquerdo, 138, 5ª planta), en horario de lunes a viernes, de nueve a catorce horas; siendo los teléfonos de atención al accionista: 91.700.30.20 y 900.500.000, así como al correo de atención al accionista: accionistas@funespana.es. También podrán utilizar el Foro Electrónico de Accionistas, que se habilita con ocasión de la convocatoria y hasta la celebración de la Junta General, para publicar comunicaciones como las que se recogen en el artículo 4, apartado 2, del Reglamento del Foro Electrónico de Accionistas de Funespaña.

Apertura de la Mesa de Registro

Se comunica a los señores accionistas que a fin de que la Junta General se inicie a la hora prevista, la mesa de recepción se abrirá 45 minutos antes, para atender a los trámites de registro y acceso. Los señores accionistas deberán solicitar en dicha mesa



sus intervenciones, con expresión de los puntos del orden del día en que deseen intervenir, para facilitar el buen desarrollo de la reunión.

Previsión de Celebración de la Junta

Se comunica a los señores accionistas que, de acuerdo con la experiencia de años anteriores, se prevé que la celebración de la Junta General tendrá lugar en primera convocatoria, el día 12 de septiembre de 2018, en el lugar y hora señalados.

Protección de Datos de Carácter Personal

La Sociedad informa a sus accionistas que los datos de carácter personal obtenidos a lo largo del procedimiento de delegación, voto y solicitud de información a distancia, serán incorporados a un fichero informático, bajo la responsabilidad de la Sociedad, con la finalidad de gestionar el control y cumplimiento de la relación accionarial existente. La base legal para dicho tratamiento es la existencia y cumplimiento de las obligaciones derivadas de la relación accionarial. Los datos personales de los accionistas se tratarán mientras se mantenga la relación accionarial. Una vez finalizada la misma, los datos se conservarán, debidamente bloqueados, a los solos efectos de cumplir con las obligaciones legales o contractuales que sean de aplicación y durante el tiempo necesario para ello (normalmente, no excediendo dicho tratamiento del plazo de seis años). El accionista podrá ejercer los derechos de acceso, rectificación, o supresión de datos, así como solicitar que se limite el tratamiento de sus datos personales, oponerse al mismo, o solicitar la portabilidad de sus datos, de conformidad con lo dispuesto en el Reglamento General de Protección de Datos, dirigiéndose por escrito al domicilio social de Funespaña, situado en la calle Suflí, 4; 04009 Almería, a través de los servicios de atención al accionista o de la página web de la Sociedad. El accionista podrá presentar, asimismo, una reclamación ante la Agencia Española de Protección de Datos.

Madrid, a 26 de julio de 2018.

Francisco Javier Bergamín Serrano
El Secretario del Consejo de Administración



Propuesta de Acuerdos de la Junta General Extraordinaria de Accionistas

FUNESPAÑA, S.A.
Propuesta de Acuerdos
Junta General Extraordinaria de Accionistas

PUNTO PRIMERO DEL ORDEN DEL DÍA

EXAMEN Y APROBACIÓN, EN SU CASO, DE LA EXCLUSIÓN DE COTIZACIÓN EN LAS BOLSAS DE VALORES DE MADRID Y DE BARCELONA DE LAS ACCIONES REPRESENTATIVAS DEL CAPITAL SOCIAL DE FUNESPAÑA, S.A. Y DE LA FORMULACIÓN DE UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES DE LA SOCIEDAD POR PARTE DE MAPFRE ESPAÑA, COMPAÑÍA DE SEGUROS Y REASEGUROS, S.A. A ESOS EFECTOS.

Propuesta de Acuerdo:

1. Exclusión de cotización

Aprobar la exclusión de cotización oficial de la totalidad de las acciones representativas del capital social de Funespaña, S.A. (la "**Sociedad**" o "**Funespaña**") que actualmente se encuentran admitidas a cotización en las Bolsas de Valores de Madrid y de Barcelona y, consecuentemente, de su contratación a través del Sistema de Interconexión Bursátil Español ("**SIBE**"), todo ello conforme a lo dispuesto en el artículo 82 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (la "**Ley del Mercado de Valores**"), y el artículo 10 y concordantes del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el "**Real Decreto 1066/2007**").

La justificación de la exclusión de negociación se contiene en el informe justificativo formulado por el Consejo de Administración de la Sociedad en fecha 26 de julio de 2018, en cumplimiento de lo previsto en el artículo 82.3 de la Ley del Mercado de Valores y que se ha puesto a disposición de los accionistas con ocasión de la convocatoria de la presente Junta General de Accionistas.

2. Oferta pública de adquisición de acciones de la Sociedad para su exclusión de cotización

Tomar razón del acuerdo adoptado por parte del Consejo de Administración de Mapfre España, Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A. ("**Mapfre España**" o el "**Oferente**"), accionista mayoritario de Funespaña, de promover y formular una oferta pública de adquisición de acciones de la Sociedad para su exclusión, todo ello de acuerdo con el hecho relevante publicado en fecha 25 de julio de 2018.

En consecuencia con lo anterior, aprobar que la oferta pública de adquisición de acciones de la Sociedad a llevar a cabo conforme a lo previsto en el artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, con motivo de la exclusión de cotización de la totalidad de las acciones de la Sociedad de las Bolsas de Valores de Madrid y de Barcelona y, consecuentemente, de su contratación a través del SIBE (la "**Oferta**" o la "**OPA**"), se formule por el accionista mayoritario de la Sociedad, esto es, Mapfre España, Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A. en los siguientes términos y condiciones:

Oferente:

El Oferente será Mapfre España, Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A. (el "**Oferente**" o "**Mapfre España**"), sociedad anónima de nacionalidad española, con domicilio social en Majadahonda (Madrid), Ctra. de Pozuelo, nº 50, con N.I.F. número A-28.141.935 e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid en la Hoja número M-9.333.

Mapfre España es titular directo de 17.661.503 acciones de la Sociedad, representativas de, aproximadamente, el 96,003% de su capital social.

Valores a los que se dirige la Oferta:

La Oferta que formula Mapfre España se dirigirá a todas las acciones de la Sociedad, salvo a aquéllas que hubieran votado a favor de la exclusión en la presente Junta General de Accionistas y que, adicionalmente, inmovilicen sus valores hasta que transcurra el plazo de aceptación al que se refiere el artículo 23 del Real Decreto 1066/2007.

El Oferente inmovilizará las 17.661.503 acciones de Funespaña de las que es titular durante todo el período de aceptación de la Oferta. Por lo tanto, la Oferta se dirigirá de manera efectiva a 735.395 acciones de la Sociedad, representativas de, aproximadamente, un 3,997% de su capital social.

Al no existir en Funespaña no tiene en circulación derechos de suscripción, obligaciones convertibles o canjeables en acciones, warrants, ni cualesquiera otros valores, ni instrumentos que puedan dar derecho, directa o indirectamente, a la suscripción o adquisición de acciones de la Sociedad, la Oferta no se dirigirá a tales valores o instrumentos.

La OPA se formulará exclusivamente en el mercado español, único mercado en el que cotizan las acciones de Funespaña a las que se dirigirá la OPA.

Contraprestación:

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 10.3 del Real Decreto 1066/2007, la OPA se formulará como compraventa, consistiendo en dinero la totalidad de la contraprestación, que será satisfecha al contado en el momento de liquidarse la

operación.

El precio de la Oferta se ha fijado en la cantidad de 7,5 euros por acción.

Dicho precio ha sido fijado conforme a los criterios establecidos en los artículos 9, 10.5 y 10.6 del Real Decreto 1066/2007, tras haberse procedido a la elaboración de un informe de valoración independiente de las acciones de Funespaña emitido por un experto independiente designado a tal efecto conforme a lo previsto en la citada normativa.

El precio de la Oferta cumple con lo dispuesto en el artículo 10.6 del Real Decreto 1066/2007, no siendo inferior al mayor entre (i) el precio equitativo al que se refiere el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007, y (ii) el que resulta de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos de valoración contenidos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, dado que:

- (a) En relación con el (i) anterior, el precio de 7,5 euros por acción es el precio más elevado que Mapfre España, las sociedades del grupo al que pertenece, sus sociedades controladas (incluyendo Funespaña), las personas o entidades que actúen por cuenta o de forma concertada con las anteriores, y, según la información de Mapfre España, los administradores de dichas sociedades, han pagado o acordado por acciones de Funespaña desde el 29 de diciembre de 2014 (fecha de adquisición del 17,20% y de la comunicación inicial al mercado de la intención de formular una OPA de exclusión), y hasta el 25 de julio de 2018, fecha del hecho relevante anunciando la formulación de la OPA por Mapfre España; y
- (b) En relación con el (ii) anterior, el precio de 7,5 euros por acción está dentro del rango de 7,02–7,79 euros por acción, resultante del método de descuento de flujos de caja, el método considerado más adecuado por el experto independiente en su informe de valoración.

La justificación del precio de la Oferta se detalla en el informe emitido por el Consejo de Administración de la Sociedad en fecha 26 de julio de 2018 (al que se adjunta el informe de valoración de las acciones de la Sociedad emitido por Deloitte Financial Advisory, S.L., atendiendo a los criterios y los métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007), todo ello de conformidad con lo previsto en el artículo 82.3 de la Ley del Mercado de Valores y legislación concordante. El citado informe del Consejo de Administración, así como el de valoración, se han puesto a disposición de los accionistas en el momento de la convocatoria de esta Junta General de Accionistas.

Finalidad:

La OPA se formula con la finalidad de promover la exclusión de cotización de las acciones de la Sociedad de las Bolsas de Valores de Madrid y de Barcelona y, consecuentemente, de su contratación a través del SIBE.

Ausencia de condiciones:

La efectividad de la OPA no está sujeta a condición alguna.

Compraventas forzosas:

En el supuesto de que, como consecuencia de la OPA, en la fecha de liquidación de la Oferta se cumplan las condiciones previstas en el artículo 47.1 del Real Decreto 1066/2007, Mapfre España tiene intención de exigir a los titulares de acciones de Funespaña, S.A. afectados por la Oferta que no hayan acudido a la misma, su venta forzosa al mismo precio de la Oferta, esto es, a un precio de 7,5 € por acción. De igual forma, en el supuesto de que se cumplan las referidas circunstancias, cualquiera de los accionistas de Funespaña que lo desee podrá exigir a Mapfre España la compra forzosa de la totalidad de sus acciones de Funespaña al mismo precio de la Oferta indicado con anterioridad.

PUNTO SEGUNDO DEL ORDEN DEL DÍA

DELEGACIÓN DE FACULTADES PARA LA FORMALIZACIÓN, INSCRIPCIÓN, DESARROLLO, INTERPRETACIÓN, SUBSANACIÓN Y EJECUCIÓN DE LOS ACUERDOS ADOPTADOS.

Propuesta de Acuerdo:

En relación con los anteriores acuerdos, se acuerda facultar al Presidente del Consejo de Administración, al Consejero Delegado y al Secretario no consejero del mismo, tan ampliamente como en Derecho sea necesario, para que cualquiera de ellos, indistintamente y en los términos más amplios que en Derecho se requieran, pueda realizar las siguientes actuaciones:

- (i) Realizar cuantos actos o negocios jurídicos sean necesarios o convenientes para la ejecución de los acuerdos anteriores, otorgando cuantos documentos públicos o privados estimasen necesarios o convenientes para la más plena eficacia de los mismos.
- (ii) Subsanan, aclarar, interpretar, precisar o completar los acuerdos anteriores o los que se recogiesen en cuantas escrituras o documentos se otorguen en ejecución del mismo y, de modo particular, cuantas omisiones, defectos o errores de fondo o de forma impidieran la admisión del anterior acuerdo y de sus consecuencias por la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV") o cualesquiera otras instituciones u organismos o su inscripción en el Registro Mercantil.
- (iii) Tomar conocimiento y aceptar en nombre y representación de la Sociedad cuantas modificaciones, mejoras y términos y condiciones adicionales pudieran plantearse por el Oferente en relación con la OPA, siempre y cuando se ajusten a las previsiones relativas a las ofertas públicas de adquisición de valores, y siempre y cuando el precio de la OPA no sea inferior al aprobado por la Junta General y que

resulta del acuerdo primero.

- (iv) Presentar y tramitar la totalidad de los expedientes y documentación necesaria ante la CNMV, las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores españolas, la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (*Iberclear*), las entidades participantes o encargadas del registro contable de las anotaciones en cuenta u otros organismos públicos o privados cuando fuere necesario.
- (v) Revocar, en su caso, la designación de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (*Iberclear*) y sus entidades participantes como entidades encargadas de la llevanza del registro contable de las acciones de la Sociedad, y, en su caso, designar a su discreción, una vez queden excluidas de negociación las acciones de la Sociedad de la Bolsa de Valores de Madrid y de Barcelona, y en tanto las acciones de la Sociedad estén representadas mediante anotaciones en cuenta, una nueva entidad encargada de la llevanza del registro contable de las acciones de la Sociedad.
- (vi) Realizar todas las actuaciones necesarias para, tras la liquidación de la OPA o, en su caso, tras la liquidación de las compraventas forzosas, en caso de que éstas tengan lugar, obtener la efectiva exclusión de cotización de las acciones de la Sociedad.
- (vii) Representar a la Sociedad ante cualesquiera organismos, oficinas públicas, entidades, registros, públicos o privados, nacionales o extranjeros, ante los que sea necesario llevar a cabo cualesquiera actuaciones relativas a la exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad y, en particular de las citadas en el apartado (iv) anterior.
- (viii) Comparecer ante los Registros Mercantiles competentes, la CNMV, las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores españolas, la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (*Iberclear*) y cualesquiera otras autoridades, organismos o entidades, públicas o privadas, firmando al efecto cuantos documentos, públicos o privados, y realizando y dando cumplimiento a cuantos trámites y actuaciones sean precisos o convenientes para la ejecución y buen fin del primer acuerdo, pudiendo en particular y a título meramente enunciativo y no limitativo, determinar, aclarar, precisar, modificar e interpretar su contenido en todas las condiciones de los mismos, en lo no previsto por la presente Junta General de Accionistas, incluso modificando la redacción y las condiciones en aquellos aspectos que sean precisos al objeto de ajustar su texto y contenidos a cualesquiera modificaciones legislativas o recomendaciones de carácter no vinculante que pudieran producirse desde la fecha de adopción de los acuerdos y la de su presentación o inscripción en cualquier registro público, y a las calificaciones que sobre dichos documentos pudiera realizar cualquiera de las autoridades y organismos anteriormente citados o cualesquiera otros competentes, formalizando los documentos complementarios que sean precisos al respecto, así

como subsanar cualesquiera defectos, omisiones o errores que fueren apreciados o puestos de manifiesto por la CNMV y/o el Registro Mercantil.

- (ix) Llevar a cabo cuantos actos, conexos o complementarios, fueren necesarios o convenientes para el buen fin de los presentes acuerdos.
- (x) Interpretar, aclarar, complementar, desarrollar y ejecutar los acuerdos adoptados por la presente Junta General, y, en particular subsanar cuantos defectos, omisiones o errores de fondo o de forma pudieran impedir el acceso de dichos acuerdos y sus consecuencias al Registro Mercantil, los registros oficiales de la CNMV, el Registro de la Propiedad y cualesquiera otros, incluyendo la adaptación de tales acuerdos a la calificación verbal o escrita del Registro Mercantil o de cualesquiera otras autoridades, funcionarios o instituciones competentes para ello, así como para dar cumplimiento a cuantos requisitos puedan resultar legalmente exigibles para su eficacia.
- (xi) En general, realizar cuantos actos o negocios jurídicos y otorgar cuantos documentos públicos o privados sean necesarios o convenientes para la plena ejecución y eficacia de los acuerdos adoptados por la presente Junta General, incluyendo la realización de las actuaciones que fueran precisas ante cualesquiera organismos públicos o privados.

* * *



Informe emitido por el Consejo de Administración de Funespaña, que incluye el informe de valoración emitido por Deloitte Financial Advisory, S.L.

**INFORME DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE FUNESPAÑA, S.A. EN
RELACIÓN CON LA SOLICITUD DE EXCLUSIÓN DE COTIZACIÓN DE LA
TOTALIDAD DE SUS ACCIONES DE LAS BOLSAS DE VALORES DE MADRID Y
BARCELONA, Y LA FORMULACIÓN DE UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE
ACCIONES A TAL EFECTO**

El Consejo de Administración de Funespaña, S.A. (la "**Sociedad**" o "**Funespaña**") en su reunión celebrada el día de hoy, ha acordado someter a la consideración y aprobación, en su caso, de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad, convocada para su celebración el día 12 de septiembre de 2018, en primera convocatoria, y para el día 13 de septiembre de 2018, en segunda convocatoria, la exclusión de cotización de las acciones representativas del capital social de la Sociedad de las Bolsas de Valores de Madrid y Barcelona (y, consecuentemente, de su contratación a través del Sistema de Interconexión Bursátil Español ("**SIBE**" o "**Mercado Continuo**")). Asimismo, se someterá a la consideración y aprobación de la citada Junta General, como presupuesto necesario para la exclusión, la formulación a tal efecto de una oferta pública de adquisición (la "**OPA**" o la "**Oferta**") por parte del accionista mayoritario de la Sociedad, esto es, Mapfre España, Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A. ("**Mapfre España**" o el "**Oferente**").

En cumplimiento de lo previsto en el artículo 82.3 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (la "**Ley del Mercado de Valores**") y 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 (el "**Real Decreto 1066/2007**"), el Consejo de Administración de la Sociedad ha acordado formular el presente informe, justificando detalladamente la propuesta de exclusión de cotización y el precio ofrecido.

1. Justificación de la propuesta de exclusión de cotización

1.1. Solicitud de exclusión de cotización oficial recibida

El Consejo de Administración de la Sociedad, como consecuencia de (i) los acuerdos de formulación de la OPA adoptados por parte de Mapfre España y comunicados a la Sociedad y (ii) la necesidad de aprobación de la exclusión y del precio de la Oferta por parte de la Junta General de Accionistas de Funespaña, propone someter a la aprobación de dicho órgano la citada exclusión de cotización oficial de la totalidad de las acciones representativas del capital social de la Sociedad, mediante la formulación de la OPA.

1.2. Antecedentes. Justificación de la exclusión de cotización oficial

El 29 de diciembre de 2014, Mapfre España adquirió una participación en Funespaña de aproximadamente un 17,20% del total de derechos de voto por un precio de 7,50 euros por acción. En dicha fecha, se informó asimismo de la intención del Oferente de promover la formulación de una OPA de exclusión sobre Funespaña. Adicionalmente, el 8 de octubre de

2015, Mapfre España adquirió una participación en Funespaña de aproximadamente un 14,79% del total de derechos de voto, también al precio de 7,50 euros por acción. Las citadas adquisiciones se realizaron a accionistas históricos de la Sociedad, conocedores de la gestión de Funespaña y del sector.

El 10 de julio de 2015, el Tribunal Supremo acordó la estimación parcial del recurso contencioso-administrativo formulado por un accionista de Funespaña contra la resolución de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la “CNMV”) de 27 de marzo de 2012. En virtud de la citada resolución, se autorizó la oferta pública de adquisición de acciones de la Sociedad Afectada formulada por Mapfre España, que había sido anunciada el 30 de noviembre de 2011 y que era de 7,00 euros por acción. Como consecuencia de lo anterior, el precio equitativo de la citada oferta fue recalculado, fijándose en 7,37 euros por acción y procediendo Mapfre España al pago a los accionistas afectados que lo solicitaron de las cantidades correspondientes como consecuencia del incremento del precio, mediante un procedimiento que tuvo lugar entre el día 22 de febrero de 2018 y el día 15 de marzo de 2018.

Mapfre España es titular de 17.661.503 acciones de la Sociedad, representativas de, aproximadamente, el 96,003% de su capital social. En consecuencia, el capital que se encuentra en la actualidad distribuido entre el público (*free float*) representa, aproximadamente, el 3,997% del capital social de Funespaña.

Desde la adquisición del 17,20% el 29 de diciembre de 2014 (mediante hecho relevante publicado en la misma fecha), Mapfre España ha comunicado al mercado en diversas ocasiones su intención de formular una OPA sobre Funespaña al precio de 7,5 euros por acción para la exclusión de cotización. En concreto, la intención de Mapfre España de formular una OPA sobre Funespaña ha sido comunicada en fechas 19 de abril de 2017 (mediante hecho relevante publicado el 21 de abril de 2017), 29 de septiembre de 2017 (mediante hecho relevante publicado el 3 de octubre de 2017) y 21 de febrero de 2018 (mediante hecho relevante publicado en la misma fecha). El reducido porcentaje de capital flotante impide que se alcancen niveles de difusión accionarial adecuados para la negociación de las acciones en Bolsa, presentando en los últimos años dicha negociación un volumen de contratación reducido. A su vez, el cumplimiento de las obligaciones periódicas, ya sean de transparencia, financieras u otras, a las que está sometida la Sociedad en su condición de compañía cotizada, conlleva una serie de costes fijos directos e indirectos que, si bien son difíciles de cuantificar con precisión, no dejan de ser relevantes, máxime cuando no es previsible que dichas cargas, gastos y obligaciones tengan ninguna contrapartida en el corto y medio plazo. La exclusión de cotización simplificaría el funcionamiento y gestión de la Sociedad y permitiría ahorrar los costes en los que incurre Funespaña por su condición de sociedad cotizada.

El Consejo de Administración entiende que la exclusión de cotización se justifica y es razonable, siendo coherente con la intención anunciada por Mapfre España al mercado en los últimos años desde la adquisición del 17,20% el 29 de diciembre de 2014, tal y como se ha hecho constar con anterioridad.

A la vista de la situación expuesta, el Consejo de Administración someterá a la consideración de la Junta General de Accionistas de la Sociedad el correspondiente acuerdo de exclusión de cotización y la formulación de la OPA.

2. Justificación del precio a ofrecer y demás términos y características de la Oferta

2.1. Justificación de la contraprestación de la Oferta

La Oferta se formulará como compraventa de conformidad con lo dispuesto en el artículo 10.3 del Real Decreto 1066/2007, consistiendo en dinero la totalidad de la contraprestación.

La contraprestación por cada acción de la Sociedad será de 7,5 euros.

El Oferente ha designado a la entidad Deloitte Financial Advisory, S.L., sociedad de nacionalidad española, con domicilio en Madrid, Plaza Pablo Ruiz Picasso, número 1 (Edificio Torre Picasso), inscrita en el Registro Mercantil de Madrid en la Hoja M-319.093 y titular de N.I.F. B-83.504.043 (“**Deloitte**”) como experto independiente para la elaboración de un informe de valoración independiente de las acciones de la Sociedad, atendiendo a los criterios y métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007. A estos efectos, Deloitte ha emitido, con fecha 19 de julio de 2018, el correspondiente informe de valoración (el “**Informe de Valoración**”), que se adjunta al presente informe como **Anexo I**.

Las valoraciones que resultan de los distintos métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, según el Informe de Valoración, son las que se exponen en el siguiente cuadro resumen y que se explican a continuación:

Método de valoración	Valoración por acción de la Sociedad
Valor teórico contable	6,34 – 6,49
Valor liquidativo	-
Cotización media ponderada	7,44
Precio de OPAs formuladas en los 12 meses previos	-
Descuento de flujos de caja	7,02 – 7,79
Múltiplos de compañías cotizadas comparables	7,23 – 7,82
Múltiplos de transacciones de compañías comparables	7,48 – 7,77
Transacciones previas sobre acciones de Funespaña	7,50

A) *Valor teórico contable o neto patrimonial de la Sociedad*

El valor teórico contable (“**VTC**”) se basa en la estimación del valor de una empresa en función de su patrimonio neto, entendiendo éste como la diferencia entre sus activos

contables y sus pasivos exigibles, registrados a su valor neto contable. El VTC por acción es el cociente de dividir la cifra de recursos propios de la sociedad (esto es, el patrimonio neto atribuible a la sociedad dominante) por el número de acciones emitidas por la misma, netas de autocartera o de acciones propias.

Tomando como base los estados financieros auditados de la Sociedad a nivel consolidado a 31 de diciembre de 2017, de acuerdo con este método de valoración, el valor de las acciones de la Sociedad es de 6,34 euros por acción. Asimismo, la Sociedad ha proporcionado a Deloitte un balance de situación consolidado no formulado ni auditado a 31 de marzo de 2018, en base al cual Deloitte ha estimado el VTC en 6,49 euros por acción, por lo que no se desprenden diferencias significativas con respecto al valor indicado en el párrafo anterior.

Deloitte ha considerado que esta metodología sobre la conclusión de valor de las acciones de Funespaña no es adecuada.

B) *Valor liquidativo de la Sociedad*

El valor de liquidación de una empresa trata de reflejar el valor neto que se obtendría de una empresa bajo la hipótesis de una eventual situación de disolución y cese definitivo de las actividades. Es decir, se basa fundamentalmente en el valor que se obtendría en el supuesto de que se realicen todos los activos, se liquiden todos los pasivos, así como las posibles contingencias.

Deloitte considera que no es un método adecuado para la Sociedad en cuanto a que, dada la naturaleza del negocio, de la aplicación de este método resultarían valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, por lo que no es preciso su cálculo.

C) *Cotización media ponderada*

El artículo 10 del Real Decreto 1006/2007 indica que debe considerarse la “cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado”.

Según lo indicado con anterioridad, Mapfre España ha reiterado en diversas ocasiones su interés en formular una OPA para la exclusión de Funespaña. A estos efectos, Deloitte ha considerado en su Informe de Valoración, la cotización media ponderada en los semestres inmediatamente anteriores a las siguientes fechas de los hechos relevantes en los que Mapfre España reiteraba su interés en formular la OPA: 29/12/2014 (5,88 euros); 19/04/2017 (6,40 euros); 29/09/2017 (7,10 euros); 21/02/2018 (7,28 euros).

Además de las anteriores, y dado que a la fecha del Informe de Valoración no había tenido lugar el anuncio de propuesta de la OPA, Deloitte ha considerado el valor correspondiente a los seis meses inmediatamente anteriores al 19 de julio de 2018, fecha de emisión del Informe de Valoración. En este sentido, el resultado de la aplicación de la metodología de cotización media ponderada asciende a 7,44 euros por acción. Tras el anuncio de propuesta

de la OPA, está previsto que Deloitte actualice el resultado de la cotización media ponderada, tomando en consideración la fecha del mencionado anuncio de propuesta de OPA a esos efectos.

Deloitte ha puesto de manifiesto que en la consideración de este método debe tenerse en cuenta los limitados volúmenes de contratación realizados durante el período analizado y el escaso porcentaje de *free-float*, por lo que Deloitte considera que no es una metodología adecuada a los efectos de su valoración de las acciones de Funespaña.

D) *Precio de OPAs formuladas en los 12 meses previos*

No han existido ofertas públicas de adquisición en los 12 meses precedentes a la fecha de emisión del Informe de Valoración si bien el mismo hace referencia a la ejecución de la Sentencia del Tribunal Supremo de 10 de julio de 2015, en virtud de la cual se procedió al recálculo del precio equitativo, de 7,00 euros por acción, a 7,37 euros por acción.

E) *Otros métodos de valoración aplicables al caso*

Se han aplicado otros métodos de valoración comúnmente aceptados por la comunidad financiera internacional, de conformidad con lo establecido en el artículo 10.5 e) del Real Decreto 1066/2007.

(i) *Descuento de flujos de caja*

El descuento de flujos de caja 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. 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, posición financiera neta, los activos y pasivos no operativos y las inversiones en sociedades que consolidan por el método de puesta en equivalencia.

En este sentido, Deloitte ha tomado en consideración dos escenarios de valoración para la determinación del rango asociado a esta metodología: (a) el primero se ha basado en un Plan de Negocio elaborado por la dirección de la Sociedad, y (b) el segundo recoge un escenario alternativo de contraste sobre el caso anterior, en el que se han ajustado determinadas variables dada la incertidumbre asociada a cualquier ejercicio de proyección.

De la aplicación de la metodología de descuentos de flujos de caja, se obtiene un rango de valores para las acciones de la Sociedad de entre 7,02 y 7,79 euros por acción.

Deloitte considera que este es el método de mayor aceptación en la comunidad financiera y que resulta el más adecuado a los efectos de su valoración de las acciones de Funespaña.

(ii) *Valoración en base a múltiplos de mercado de compañías cotizadas comparables*

La metodología de múltiplos de mercado de compañías comparables compara, en términos de múltiplos, la sociedad en relación a compañías comparables similares. Deloitte ha seleccionado el múltiplo EV/EBITDA en base a la mediana de los múltiplos de compañías cotizadas comparables de 2017 y estimado para 2018.

De la aplicación de esta metodología, se obtiene un rango de valores para las acciones de la Sociedad de entre 7,23 y 7,82 euros por acción.

Teniendo en cuenta que no existen compañías cotizadas comparables similares a la Sociedad en España y que aquellas compañías cotizadas que son similares en cuanto a tipología de negocio, tienen una comparabilidad limitada debido a las perspectivas de crecimiento de los mercados en los que operan, las particularidades sectoriales, el tamaño y la regulación vigente en cada uno de los países en los que se encuentran, Deloitte considera que no es una metodología adecuada para la determinación del valor de la Sociedad.

(iii) *Valoración en base a múltiplos de mercado de transacciones comparables*

A través de la metodología de múltiplos de transacciones de compañías comparables, Deloitte ha podido conocer y entender cómo se han valorado empresas similares a Funespaña en transacciones recientes. Para su aplicación, Deloitte ha realizado una lista de transacciones comparables desde 2015 hasta la actualidad dentro del sector en el que opera la Sociedad, entendiendo ampliamente las condiciones de la transacción.

De la aplicación de esta metodología, se obtiene un rango de valores para las acciones de la Sociedad de entre 7,48 y 7,77 euros por acción.

Deloitte ha destacado que la información disponible de transacciones comparables no es muy representativa del potencial valor de Funespaña en una transacción. Adicionalmente, y al tratarse en algunos casos de transacciones en la que las empresas objetivo son pequeñas o privadas, la información disponible no es fiable y hay poca trazabilidad de las magnitudes reportadas por las fuentes consultadas y la falta de visibilidad en relación con potenciales primas, descuentos, mecanismos de ajustes al precio, ajustes aplicados sobre la referencia de los resultados empleada (EBITDA), sinergias esperadas, etc. Por todo ello, Deloitte considera que no es una metodología adecuada para la determinación del valor de la Sociedad.

(iv) *Transacciones previas sobre acciones de Funespaña*

Adicionalmente a los métodos de valoración anteriormente señalados, Deloitte ha tomado en consideración transacciones previas realizadas sobre las acciones de Funespaña. A estos efectos, y sin perjuicio de otras transacciones previas realizadas por Mapfre España con anterioridad, Deloitte ha destacado como referencia de valor en esta metodología las transacciones correspondientes a los años 2014 y 2015 -por importe de 7,50 euros por

acción- tanto por el volumen de acciones involucrado en las mismas como por tratarse de transacciones en las que participaron accionistas históricos de la Sociedad, concedores de la gestión de Funespaña y del sector.

De la aplicación de esta metodología se obtiene un valor para las acciones de la Sociedad de 7,50 euros por acción.

F) *Conclusiones*

Deloitte considera que el método más adecuado para el cálculo del valor de las acciones de Funespaña es el método de descuento de flujos de caja, del que resulta un rango de valoración de las acciones de Funespaña de 7,02 y 7,79 euros por acción. Deloitte no ha considerado relevantes otros métodos de valoración distintos de los mencionados anteriormente, de acuerdo con su entendimiento de la Sociedad, el sector, la actividad y sus características específicas.

2.2. Propuesta de oferta pública de adquisición de acciones

Los términos de la Oferta, sujeta a lo previsto en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, son los siguientes:

A) *Oferente*

El Oferente será Mapfre España, Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A., sociedad anónima de nacionalidad española, con domicilio social en Majadahonda (Madrid), Ctra. de Pozuelo nº 50, N.I.F. A-28.141.935 e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid en la hoja número M-9.333.

Mapfre es titular directo de 17.661.503 acciones de la Sociedad, representativas de, aproximadamente, el 96,003% de su capital social.

B) *Valores a los que se dirige la Oferta*

La Oferta se dirigirá a todas las acciones de Funespaña, salvo a aquéllas que hubieran votado a favor de la exclusión en la respectiva Junta General de Accionistas de Funespaña que apruebe la citada operación y la formulación de la OPA por Mapfre España y que, adicionalmente, inmovilicen sus valores hasta que transcurra el plazo de aceptación al que se refiere el artículo 23 del Real Decreto 1066/2007.

Mapfre España inmovilizará las 17.661.503 acciones de Funespaña de las que es titular durante todo el periodo de aceptación de la Oferta. Por lo tanto, la Oferta se dirigirá de manera efectiva a 735.395 acciones de Funespaña, representativas de, aproximadamente, un 3,997% de su capital social.

La OPA se formulará exclusivamente en el mercado español, único mercado en el que cotizan las acciones de Funespaña a las que se dirigirá la OPA.

C) *Contraprestación*

El precio de la Oferta se fija en la cantidad de 7,5€ por acción.

Dicho precio ha sido fijado conforme a los criterios establecidos en el artículo 10.5 y 10.6 del Real Decreto 1066/2007.

D) *Finalidad*

La OPA se formula con la finalidad de promover la exclusión de cotización de las acciones de Funespaña de las Bolsas de Valores de Madrid y Barcelona.

E) *Ausencia de condiciones*

La efectividad de la OPA no se sujeta a condición alguna.

F) *Compraventas forzosas*

En el supuesto de que, como consecuencia de la OPA, en la fecha de liquidación de la Oferta se cumplan las condiciones previstas en el artículo 47.1 del Real Decreto 1066/2007, Mapfre España tiene intención de exigir a los titulares de acciones de Funespaña afectados por la Oferta que no hayan acudido a la misma, su venta forzosa al mismo precio de la Oferta, esto es, a un precio de 7,5€ por acción. De igual forma, en el supuesto de que se cumplan las referidas circunstancias, cualquiera de los accionistas de Funespaña que lo deseen podrán exigir a Mapfre España la compra forzosa de la totalidad de sus acciones de Funespaña al mismo precio de la Oferta indicado con anterioridad.

3. Conclusiones

El Consejo de Administración de Funespaña entiende que, atendiendo a criterios de economía y eficacia en el desarrollo de la actividad, a la vista del proyecto empresarial y según la estructura de la Sociedad, la exclusión de cotización se justifica y es razonable en la medida en que supondría la simplificación de su funcionamiento y permitiría ahorrar los costes fijos directos e indirectos en los que incurre la Sociedad por su condición de sociedad cotizada.

Asimismo, el Consejo de Administración de Funespaña considera que el precio de la Oferta cumple con lo dispuesto en el artículo 10.6 del Real Decreto 1066/2007, no siendo inferior al mayor entre (i) el precio equitativo al que se refiere el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007, y (ii) el que resulta de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos de valoración contenidos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, dado que:

- (a) En relación con el (i) anterior, el precio de 7,5 euros por acción es el precio más elevado que Mapfre España, las sociedades del grupo al que pertenece, sus

sociedades controladas (incluyendo Funespaña), las personas o entidades que actúen por cuenta o de forma concertada con las anteriores, y, según la información de Mapfre España, los administradores de dichas sociedades, han pagado o acordado por acciones de la Sociedad Afectada desde el 29 de diciembre de 2014 (fecha de adquisición del 17,20% y de la comunicación inicial al mercado de la intención de formular una OPA de exclusión), y hasta el 25 de julio de 2018, fecha del hecho relevante anunciando la formulación de la OPA por Mapfre España; y

- (b) En relación con el (ii) anterior, el precio de 7,5 euros por acción está dentro del rango de 7,02–7,79 euros por acción, resultante del método de descuento de flujos de caja, el método considerado más adecuado por Deloitte en su Informe de Valoración.

Se hace constar expresamente que los siguientes consejeros presentes en la reunión del Consejo, esto es, Mapfre España, Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A. representada por D. Francisco José Marco Orenes, Mapfre Consultores de Seguros y Reaseguros, S.A. representada por D. Javier del Río Martín, D. Alberto Ortíz Jover y Dña. María Teresa Maticci Marcos, se han abstenido de tomar parte en la formulación del presente informe y en la deliberación sobre su aprobación por entender que podrían encontrarse en una potencial situación de conflicto de interés, si bien se han adherido al voto favorable de los consejeros independientes, esto es, Dña. María Victoria Hidalgo Castaño y D. Carlos Rodolfo Lavilla a los solos efectos de posibilitar la válida emisión del presente informe.

* * *

Y PARA QUE ASÍ CONSTE y surtan todos los efectos legales oportunos, suscriben el presente Informe los miembros del Consejo de Administración, que firman a continuación, en Madrid a 26 de julio de 2018.

Presidente

Consejero Delegado

D. Francisco José Marco Orenes
Representante Persona Física de Mapfre
España, Compañía de Seguros y
Reaseguros, S.A.

D. Alberto Ortíz Jover

Consejero

Consejero

Dña. María Victoria Hidalgo Castaño

D. Carlos Rodolfo Lavilla

Consejero

D. Javier del Río Martín
Representante persona física de Mapfre
Consultores de Seguros y Reaseguros, S.A.

Consejero

Dña. María Teresa Mاتيacci Marcos



ANEXO I

Informe de valoración emitido por Deloitte Financial Advisory, S.L.



Informe de Valoración

Funespaña, S.A.

19 de julio de 2018

Mapfre España Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A.
Ctra. Pozuelo, 50
28222 – Majadahonda, Madrid

Funespaña, S.A.
C/ Doctor Esquerdo, 138
28007 - Madrid

Deloitte Financial Advisory, S.L.U.

Torre Picasso
Plaza Pablo Ruiz Picasso 1
28020, Madrid
Tel (+34) 91 514 50 00

www.deloitte.es

19 de julio 2018

A la atención de los Consejos de Administración de Mapfre España Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A. y Funespaña, S.A.,

Adjuntamos nuestro informe (el "Informe") en relación con nuestro trabajo de valoración en calidad de experto independiente de la totalidad de acciones de Funespaña, S.A. ("Funespaña" o la "Sociedad") en el contexto de la oferta pública de adquisición ("OPA") que formulará Mapfre España Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A. ("Mapfre" y conjuntamente con Funespaña los "Clientes" o "Ustedes") sobre las acciones de Funespaña con el objetivo de promover su exclusión de negociación.

El trabajo de valoración ha sido realizado atendiendo a los criterios de valoración indicados en el Artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores ("RD 1066/2007").

Nuestro Informe ha sido preparado exclusivamente para su utilización por parte de los Consejos de Administración de Mapfre y de Funespaña, siguiendo los criterios establecidos en el RD 1066/2007. Deloitte Financial Advisory, S.L. ("Deloitte") autoriza su puesta a disposición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV"), y una vez autorizada la citada OPA, se adjuntará como información complementaria al folleto que se ponga a disposición de los accionistas de Funespaña 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, (incluidos los accionistas de Funespaña) para propósitos diferentes a los descritos.

Nuestro trabajo es de naturaleza independiente y no supone ninguna recomendación a las Direcciones de Mapfre o Funespaña, a sus accionistas o a terceros, en relación con la posición que deberían tomar respecto a la operación planteada u otras operaciones que involucran a ambas sociedades. Nuestro trabajo no tiene por objeto analizar la conveniencia de las estrategias de negocio actuales o pasadas de la Sociedad ni las razones de la operación en relación con otras estrategias de negocio o transacciones por las que hubiera podido optar.

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

Nuestros honorarios asociados al presente Informe se han estimado en función del equipo necesario y la experiencia de sus profesionales. Los honorarios son independientes de que la OPA sea o no sea autorizada por la CNMV y de que la misma sea completada.

Mapfre España Compañía de Seguros y
Reaseguros, S.A.
Ctra. Pozuelo, 50
28222 – Majadahonda, Madrid

Funespaña, S.A.
C/ Doctor Esquerdo, 138
28007 - Madrid

Deloitte Financial Advisory, S.L.U.

Torre Picasso
Plaza Pablo Ruiz Picasso 1
28020, Madrid
Tel (+34) 91 514 50 00

www.deloitte.es

Hemos facilitado un borrador de este Informe a las Direcciones de Mapfre y Funespaña, quienes nos han hecho los comentarios que han considerado oportunos y hemos recibido sendas cartas de manifestaciones en las cuales las Direcciones de Mapfre y Funespaña confirman 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, (ii) aceptan su responsabilidad respecto de las proyecciones y asunciones que las soportan y que se han utilizado en nuestro estudio, (iii) no se ha omitido ninguna información de su conocimiento que sea relevante o que pueda afectar significativamente a la conclusión de nuestro trabajo (iv) y que entienden que el presente Informe responde a su encargo. Hemos incorporado algunos de sus comentarios a este Informe en los aspectos que hemos considerado oportunos.

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. El Informe describe el propósito, uso y alcance de nuestro estudio, las metodologías empleadas y los resultados de nuestro trabajo.

Deloitte Financial Advisory, S.L.U.

Glosario

%	Porcentaje	g	Tasa de crecimiento a perpetuidad
€	Euro	Ke	Coste de los recursos propios
20XXE	Año Estimado	m€	Miles de euros
BoP	Beginning of period, Principio del periodo	M€	Millones de euros
BINs	Bases Imponibles Negativas	Market Cap	Capitalización bursátil
Capex	Inversiones en activo fijo	Mapfre	Mapfre España Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A.
CAPM	Capital Asset Pricing Model	Negocio Directo	Negocio Funerario
CCAA	Cuentas Anuales	Negocio Indirecto	Negocio de intermediación asociado a la tramitación de siniestros de seguros de decesos
Clientes	Mapfre España Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A. y Funespaña, S.A.	NOPLAT	Beneficio operativo neto menos impuestos
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OPA	Oferta Pública de Adquisición
DFC	Descuento de flujos de caja	PIB	Producto Interior Bruto
Dirección de Funespaña	Responsable de administración y finanzas de Funespaña	PMC	Periodo Medio de Cobro
Dirección de Mapfre	Responsable de estrategia y fusiones y adquisiciones de Mapfre	PMP	Periodo Medio de Pago
DFN	Deuda financiera neta	RCSD	Ratio de Cobertura al Servicio de la Deuda
EoP	Ending of period, Fin del periodo	RD 1006/2007	Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio
EBT	Beneficio de Explotación antes de impuestos	Rf	Tasa libre de riesgo
EBIT	Beneficio de Explotación antes de intereses e impuestos	S.A.	Sociedad Anónima
EBITDA	Beneficio antes de Amortizaciones, Intereses e Impuestos	S.L.	Sociedad Limitada
EV	Enterprise Value, Valor del Negocio	Sociedad	Funespaña, S.A.
EqV	Equity Value, Valor de las Acciones	VAN	Valor Actual Neto
FCF	Flujo de caja	VT	Valor terminal o residual
FCSO	Flujo de Caja al Servicio de la Deuda	VTC	Valor teórico contable
Funespaña	Funespaña, S.A.	WACC	Coste medio ponderado de los recursos
FMI	Fondo Monetario Internacional	Working Capital	Capital Circulante
IFRS	International Financial Reporting Standards		
IPC	Índice de Precios al Consumo		

Índice

Resumen del Informe	6
Antecedentes	8
Objetivo y alcance	13
El Mercado	18
La Sociedad	24
Métodos de Valoración según el RD 1066/2007	42
a. Valor teórico contable	44
b. Valor de liquidación de la Sociedad	46
c. Cotización media ponderada	48
d. Precio de OPA formulada en los 12 meses previos	51
e. Otros métodos de valoración comúnmente aceptados	53
i. Descuento de Flujos de Caja	54
ii. Múltiplos de mercado de compañías comparables	69
iii. Múltiplos de mercado de transacciones	74
iv. Transacciones previas sobre acciones de Funespaña	78
Conclusión de Valoración	80
Anexos	82

Resumen del Informe

Resumen del Informe

Resultados de nuestro trabajo

Valor estimado de Funespaña

Método aplicado

Valor por acción (Euros)

Valor Teórico Contable

31/12/2017

6,34

31/03/2018 (información financiera no auditada)

6,49

Valor Liquidativo

No calculado por ser inferior

Cotización media ponderada

29/12/2014

5,88

19/04/2017

6,40

29/09/2017

7,10

21/02/2018

7,28

19/07/2018

7,44

Precio de OPA formulada en los 12 meses previos

No ha habido

Otros métodos de valoración comúnmente aceptados

Descuento de Flujos de Caja

7,02 – 7,79

Múltiplos de compañías cotizadas comparables

7,23 – 7,82

Múltiplos de transacciones de compañías comparables

7,48 – 7,77

Transacciones previas sobre acciones de Funespaña

7,50

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 del RD 1066/2007, en nuestra opinión, el valor por acción de Funespaña se sitúa entre **7,02 euros y 7,79 euros**, rango definido considerando el método de Descuento de Flujos de Caja por considerarse el más adecuado, encontrándose dentro de este rango los valores observados en las transacciones previas sobre las acciones de Funespaña.

De acuerdo con nuestro entendimiento de la Sociedad, el sector, la actividad y sus características específicas, no hemos considerado relevantes otros métodos de valoración distintos de los mencionados anteriormente.

Antecedentes

Antecedentes

El 27 de octubre de 2011, el Consejo de Administración de Mapfre acordó la formulación de una Oferta Pública de Adquisición sobre la totalidad de las acciones de Funespaña

Antecedentes

Funespaña, S.A. fue constituida en España como Sociedad Limitada el 14 de septiembre de 1990, bajo la denominación social de Funespaña, S.L., transformándose en Sociedad Anónima en marzo de 1995. Actualmente es cabecera de un grupo de 34 sociedades (el "Grupo") dedicado a la prestación de servicios funerarios, fundamentalmente en territorio español. Asimismo, Funespaña es filial de Mapfre, quien, en los últimos ejercicios, ha venido incrementando progresivamente su participación en el capital hasta alcanzar un 96%.

En 1998 el Grupo sacó a cotizar el 33% de su capital en las Bolsas de Madrid y Barcelona en el Mercado Continuo, convirtiéndose en la primera compañía del sector funerario representada en el mercado bursátil español. Esta decisión estratégica contribuyó a la consecución del proceso de expansión diseñado por el Grupo consistente en la toma de participaciones en sociedades relacionadas con la prestación de servicios funerarios y la gestión de cementerios en España, Hungría y Chile. Actualmente, las sociedades ubicadas en Chile se encuentran en liquidación y la aportación de Tanatorium, sociedad ubicada en Hungría, es residual con respecto al consolidado del Grupo (inferior al 0,1%).

Desde su salida a cotización hasta el ejercicio 2002, en el accionariado del Grupo no existieron accionistas con un porcentaje de participación igual o superior al 10% del capital social que no fueran personas físicas. A partir de esa fecha, las sociedades Astaldo, S.L. e I.A.F. Inversiones y Asesoramiento Financiero, S.L. se hicieron con participaciones cercanas al 15%.

En 2010, Mapfre adquirió el 27,28% del capital de Funespaña tras invertir 13,5 millones de euros, convirtiéndose así en el principal accionista (con personalidad jurídica) del Grupo, seguido por Astaldo, S.L. (15,3%).

Funespaña

Con fecha 20 de diciembre de 2010, el Consejo de Administración de Funespaña y los Administradores de Gestora de Activos Funerarios, S.A. (GESMAP), sociedad íntegramente participada por Mapfre, aprobaron la fusión por absorción (en adelante, la "Fusión") de las citadas compañías. Como consecuencia de esta operación, Funespaña ampliaría su capital mediante la emisión de 3.511.427 acciones, representativas del 24,53% de su capital, de las que Mapfre pasaría a ser titular, elevando así su porcentaje de participación en Funespaña hasta el 45,12%. En consecuencia, Mapfre pasaría a ostentar una participación de control en dicha sociedad, conforme a lo dispuesto en los Artículos 60 y siguientes de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, la "Ley del Mercado de Valores") y en el RD 1066/2007. Por todo ello, en el hecho relevante de fecha 20 de diciembre de 2010 en el que se comunicó la aprobación de la Fusión, se informó sobre la intención de Mapfre de formular una Oferta Pública de Adquisición obligatoria sobre la totalidad de las acciones representativas del capital social de Funespaña una vez ejecutada la Fusión.

Adicionalmente, tras la inscripción de la mencionada Fusión en los Registros Mercantiles de Madrid y Almería, entraron en vigor los aspectos del contrato entre accionistas (en adelante, el "Pacto de Accionistas") celebrado el 31 de mayo de 2011 entre Mapfre y Juan Valdivia Gerada, Angel Valdivia Gerada, Wenceslao Lamas Lopez y Wenceslao Lamas Fernandez (los "Accionistas Minoritarios"), poseedores del 21,1% del capital social. Entre otros, dicho acuerdo implicaba una sindicación de voto y un mecanismo de bloqueo que se activaría en el caso de que en dos ocasiones los Accionistas Minoritarios no votaran en el mismo sentido que Mapfre.

Antecedentes

El precio de la oferta de octubre de 2011 ascendió a 7,0 euros por acción

Antecedentes (cont.)

En situación de bloqueo y en caso de no alcanzar un acuerdo en un plazo de 15 días naturales, cualquiera de las partes tendría derecho a ejercitar, a su entera elección, la opción de compra (a favor de Mapfre) o de venta (a favor de los Accionistas Minoritarios) en los términos establecidos en el mencionado Pacto de Accionistas.

De esta manera, los derechos de voto correspondientes a los Accionistas Minoritarios, representativos de un 21,12% del total, así como los correspondientes a Alberto Ortiz Jover (administrador solidario de Gestora de Activos Funerarios Gesmap, S.A.U.) fueron atribuidos a Mapfre a los efectos de lo establecido en el Artículo 5 del RD 1066/2007. De esta manera, los derechos de voto de Mapfre en Funespaña aumentaron del 45,12% al 66,24%.

En este contexto, el Consejo de Administración de Mapfre acordó, el 27 de octubre de 2011, la formulación de la ya mencionada Oferta Pública de Adquisición sobre la totalidad de las acciones representativas del capital social de Funespaña, que fue comunicada mediante hecho relevante el 30 de noviembre de 2011. El 14 de diciembre de 2011, Mapfre presentó ante la CNMV una solicitud de autorización para lanzar la oferta, que fue admitida a trámite con fecha 22 de diciembre de 2011.

La contraprestación ofrecida por las acciones de Funespaña en dicha operación ascendió inicialmente a 7,0 euros por acción y se fijó tomando como referencia el precio más elevado que Mapfre y las personas que actuaban en concierto con el oferente o por su cuenta hubiesen pagado o acordado por los valores de Funespaña entre el 20 de diciembre de 2009 (esto es, el período de tiempo comprensivo de los 12 meses previos al anuncio de la oferta comunicado mediante hecho relevante de 20 de diciembre de 2010) y la fecha de dicho anuncio.

Durante el periodo descrito, Mapfre había adquirido 2.946.244 acciones con anterioridad a la fecha de la Fusión y 3.511.427 acciones como consecuencia de la Fusión. El precio máximo pagado o acordado por acción de las citadas adquisiciones fue de 7,0 euros.

Por otro lado, durante el mencionado período Juan Valdivia Gerada transmitió un total de 540.000 acciones a un precio de 7,0 euros (en total, directa e indirectamente poseía 2.350.491 acciones, suponiendo un 16,42% de derechos de voto) y D. Alberto Ortiz Jover adquirió 25 acciones de Funespaña por un precio de 7,44 euros, con la única finalidad de poder ser designado consejero por cooptación, no habiéndose considerado dicha referencia en la fijación del precio ofrecido.

El Consejo de la CNMV, en su reunión del día 27 de marzo de 2012, autorizó la oferta fijándose el plazo de aceptación entre el día 2 y el 23 de abril de 2012. El 25 de abril de 2012, la CNMV comunicó el resultado positivo de la oferta, al haber sido aceptada por un número de 1.367.113 acciones (28,29% de las acciones a las que se dirigió la oferta y el 9,55% del capital social de Funespaña).

El 8 de noviembre de 2012, el Consejo de Administración de Funespaña aprobó una ampliación de capital fruto de la cual, a 31 de diciembre de 2012, Mapfre pasó a ostentar el 63,80% del capital social del Grupo.

Tras la ejecución de la mencionada Oferta Pública de Adquisición, un accionista de Funespaña presentó un recurso contra la Resolución de la CNMV del 27 de marzo de 2012 que había autorizado la mencionada oferta. El 12 de marzo de 2014, la Sala de lo Contencioso-Administrativo dictó sentencia desestimando el recurso interpuesto. Dicha sentencia fue posteriormente recurrida.

Antecedentes

Tras el recálculo por parte de la CNMV de la contraprestación ofrecida y su fijación en 7,37 euros se ha procedido a la preceptiva compensación a los accionistas afectos

Antecedentes (cont.)

El 29 de diciembre de 2014, Funespaña comunicó, mediante el preceptivo hecho relevante, la adquisición por parte de Mapfre de la participación accionarial de tres de los Accionistas Minoritarios (representativa de un 17,20% del total de los derechos de voto de la sociedad), mediante la ejecución de una operación de compraventa especial al precio de 7,50 euros por acción, incrementando su participación en el capital social hasta alcanzar un 81%.

Asimismo, en dicho hecho relevante, Funespaña anunció que tras la salida del accionariado de los Accionistas Minoritarios, Mapfre tenía su intención de promover la formulación de una Oferta Pública de Adquisición de la totalidad de las acciones de Funespaña de las Bolsas de Valores españolas en las que cotizaba, considerando que el precio pagado en la operación previamente descrita a los Accionistas Minoritarios (7,50 euros por acción) resultaba adecuado como precio para la OPA. En dicha comunicación se informó que Mapfre ya había iniciado los actos preparatorios, consistentes en la designación de un experto independiente para la preparación del preceptivo informe de valoración, y que tanto la OPA como el precio de adquisición deberían ser aprobados por la Junta General de Accionistas de Funespaña.

Posteriormente, con fecha 8 de octubre de 2015, Mapfre adquirió una participación representativa de aproximadamente un 14,79% del total de los derechos de voto de Funespaña a un precio de 7,50 euros por acción, incrementando su porcentaje de participación en Funespaña hasta el 95,8%.

Con fecha 10 de julio de 2015, Mapfre fue notificada de la sentencia dictada por el Tribunal Supremo (la "Sentencia"), parcialmente estimatoria del recurso de casación interpuesto contra la Sentencia de la Audiencia Nacional de 12 de marzo de 2014, ordenando

la retroacción de actuaciones, con el fin de que la CNMV procediera a recalcular el precio equitativo en los términos fundamentados en dicha resolución judicial.

El 27 de marzo de 2017, la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional (Sección Sexta) dio traslado a Mapfre del escrito presentado ante la misma por la CNMV con fecha 3 de noviembre de 2015, por el que, a efectos de dar cumplimiento a la sentencia dictada por el Tribunal Supremo, el Acuerdo del Consejo de la CNMV, de 28 de octubre de 2015 (el "Acuerdo"), procedió al recálculo del referido precio equitativo, de 7,0 euros por acción, y a su fijación en 7,37 euros por acción, teniendo en cuenta el precio concertado entre Mapfre y los Accionistas Minoritarios en el Pacto de Accionistas suscrito con fecha 31 de mayo de 2011, en cuya cláusula 11.3 (d) se establecía que el precio de venta de la totalidad de los intereses titularidad de los Accionistas Minoritarios tendría que ser el valor de mercado de las acciones, calculado sobre la base del precio medio de la sesión de cotización de las acciones durante el período de 6 meses anterior a la fecha de notificación de bloqueo. El período de referencia considerado en dicho recálculo fue el comprendido entre el 31 de mayo y el 30 de noviembre de 2011.

El 19 de abril de 2017, mediante el preceptivo hecho relevante, Mapfre informó de que la sentencia del Tribunal Supremo se encontraba pendiente de ejecución, proceso que impedía la formulación de la referida OPA de exclusión, inicialmente anunciada el 29 de diciembre de 2014, si bien reiteraba su interés en el mantenimiento de la misma.

Antecedentes

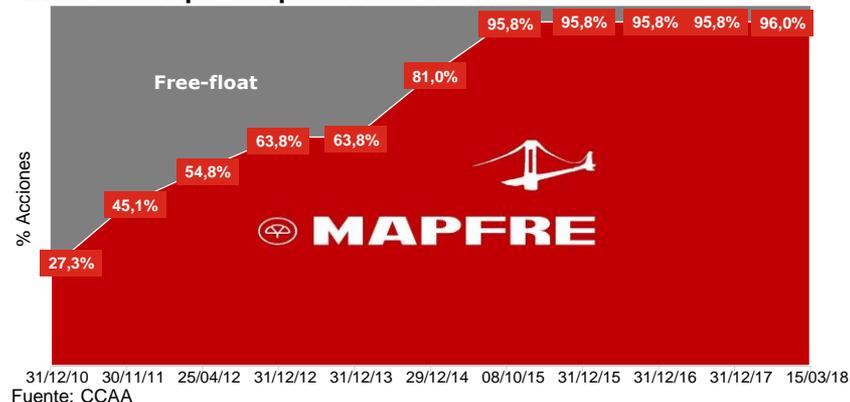
Mapfre ha reiterado su interés en la formulación de una OPA a un precio de 7,5 euros por acción para lo cual ha solicitado nuestros servicios para la elaboración de un informe en calidad de experto independiente

Antecedentes (cont.)

Posteriormente, con fecha 29 de septiembre de 2017, Mapfre informó de que la Audiencia Nacional había acordado estimar ejecutada en sus propios términos dicha sentencia, fijando el precio equitativo en 7,37 euros por acción. El incremento del precio equitativo inicial de la oferta derivado del Acuerdo conllevaba un derecho de crédito frente a Mapfre de los accionistas que aceptaron la oferta en su momento, de 0,37 euros por acción transmitida a aquélla. En dicha comunicación, Mapfre volvió a ratificar su interés en la referida OPA de exclusión, a un precio de 7,50 euros por acción.

Finalmente, el pasado 21 de febrero de 2018, Mapfre anunció, mediante hecho relevante, los procedimientos a seguir por los accionistas afectados por la Sentencia y volvió a expresar su interés en la formulación de la mencionada OPA de exclusión a un precio de 7,5 euros por acción, con sometimiento al procedimiento de la determinación del precio equitativo (el "Precio Equitativo") establecido por el RD 1066/2007, con intervención de experto independiente y autorización preceptiva por parte de la CNMV.

Linea de tiempo - Adquisición de acciones



Objetivo y alcance

Objetivo y Alcance

Nuestro trabajo ha consistido en realizar una valoración independiente del 100% de las acciones de Funespaña siguiendo los métodos de valoración indicados en el Artículo 10 del RD 1066/2007

Objetivo

Nuestro trabajo ha consistido en proporcionar una valoración independiente del 100% de las acciones de Funespaña a 31 de diciembre de 2017 (en adelante, el "Objetivo"), fecha de los últimos estados financieros auditados, siguiendo los métodos de valoración indicados en el Artículo 10 del RD 1066/2007.

Siguiendo lo establecido por el RD 1066/2007, el precio de la OPA de exclusión no podrá ser inferior al mayor que resulte entre el precio equitativo al que se refiere el Artículo 9 del RD 1066/2007 (precio o contraprestación no inferior al más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta) y el que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos indicados en el apartado 5 del Artículo 10 del RD 1066/2007 y que se definen a continuación:

- Valor teórico contable de la sociedad 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 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 propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado;
- Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente 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 flujos de caja, múltiplos de compañías y transacciones comparables u otros.

Objetivo y Alcance

Nuestra conclusión de valor se refiere al 100% de las acciones del Grupo a 19 de julio de 2018

Fecha de valoración y fecha del informe

Nuestros análisis de valoración se refieren al 31 de diciembre de 2017, fecha más reciente de la que se disponen estados financieros formulados y auditados (la "Fecha de Valoración").

El análisis de valoración se ha realizado, fundamentalmente, entre el 5 de abril y el 19 de julio de 2018. En nuestro análisis hemos tenido en cuenta las variaciones en los datos macroeconómicos y de mercado entre la Fecha de Valoración y 19 de julio de 2018 (la "Fecha del Informe"). No hemos tenido conocimiento de ningún acontecimiento que haga que nuestra conclusión de valor no sea 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, posteriores a la Fecha del Informe, podría significar potencialmente un cambio en nuestras conclusiones de valoración del presente Informe.

Alcance

En nuestro trabajo de valoración hemos realizado, fundamentalmente, los siguientes procedimientos:

- Análisis general de la situación actual del sector, así como de la situación macroeconómica de España;
- Análisis de los estados financieros consolidados históricos correspondientes a los tres últimos ejercicios;
- Lectura de las actas del Consejo de Administración y de la Junta General de Accionistas de Funespaña y Mapfre de las reuniones celebradas durante los 12 meses previos a la Fecha del Informe;
- Análisis de la relevancia de las distintas metodologías de valoración recogidas en el Artículo 10 del RD 1066/2007;
- Estimación del Valor teórico contable según los estados financieros auditados a 31 de diciembre de 2017;
- Análisis de la conveniencia o no de utilizar la metodología del valor liquidativo;
- Análisis de la cotización media ponderada de la acción de Funespaña en los últimos 6 meses anteriores al anuncio de la propuesta de exclusión;
- Análisis de OPAs y transacciones precedentes sobre acciones de Funespaña;

Objetivo y Alcance

Nuestro Informe ha sido elaborado principalmente a partir de información proporcionada por la Dirección de Mapfre y Funespaña

Alcance (cont.)

- Análisis del presupuesto para el ejercicio 2018 aprobado por el Consejo de Administración de la Sociedad de fecha 13/12/2017;
- Análisis del plan de negocio para el periodo 2018-2022 (en adelante, el "Plan de Negocio") aprobado por el Consejo de Administración de la Sociedad en su reunión de fecha 17/07/2018, teniendo en cuenta las perspectivas del sector y la evolución futura del negocio (en adelante, el "Caso Base");
- Análisis de la coherencia y razonabilidad, desde un punto de vista financiero, de las citadas proyecciones en su conjunto;
- Análisis de posibles alternativas a las hipótesis de proyección y valoración críticas con el fin de evaluar su impacto en valor;
- Discusión y elaboración de unas proyecciones que constituyen un escenario ajustado de nuestra valoración como ejercicio de contraste al Caso Base (en adelante, el "Escenario Alternativo");
- Evaluación del coste medio ponderado de capital (en adelante, "WACC") y de otras hipótesis de valoración (valor terminal, tasa de crecimiento a perpetuidad);
- Análisis de compañías comparables cotizadas y de información pública disponible de transacciones precedentes sobre otras compañías del sector;
- Análisis de informes de analistas de las compañías cotizadas comparables identificadas;
- Análisis de otra información considerada relevante para llevar a cabo nuestro trabajo de valoración independiente.

Consideraciones generales

Nuestro Informe ha sido elaborado principalmente a partir de información proporcionada por las Direcciones de Mapfre y Funespaña y obtenida en conversaciones con ellos, así como con la información pública disponible sobre el sector y sus competidores.

Ni Deloitte ni otras firmas de la red internacional de Deloitte prestan servicios de auditoría ni a Mapfre ni a Funespaña ni a ninguna de las sociedades de los grupos a los que pertenecen. Deloitte ha prestado servicios profesionales, entre otros, de asesoramiento, Due Diligence y Valoración a Mapfre y Funespaña, si bien en ningún caso ha consistido en la emisión de opinión de valor de las acciones de Funespaña. Se ha realizado un análisis interno que ha determinado que no existe ningún conflicto de interés para la realización de este Informe.

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, como S&P Capital IQ, Merger Market, Thomson Reuters e informes sectoriales. Asumimos que la información obtenida de fuentes públicas u otras fuentes en el transcurso de este acuerdo es fiable. No obstante, no podemos garantizar la precisión de la información empleada.

Una parte sustancial de nuestro trabajo y, por tanto, de los resultados de la valoración, se ha basado en las proyecciones financieras que resultan de la aplicación de los criterios establecidos por las Direcciones de Mapfre y Funespaña y que recogen su estimación más fundamentada acerca de los resultados y flujos de caja libres esperados de la actividad de la Sociedad, basándose en las presentes circunstancias y su posible evolución futura.

Procedimientos y consideraciones generales

Nuestro trabajo no ha incluido la realización de una auditoría, ni Due Diligence ni trabajo similar que permita la evaluación de la situación fiscal, laboral, registral, contable

Consideraciones generales (cont.)

Queremos insistir en que debido al carácter incierto que tiene cualquier información basada en expectativas futuras, 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.

Hemos analizado la coherencia y razonabilidad global de las citadas proyecciones en su conjunto desde un punto de vista financiero, no observándose asuntos relevantes que lleven a concluir que las mismas no son razonables. No obstante, hemos realizado un escenario de contraste elaborando unas proyecciones financieras que se basan en las referencias disponibles de evolución de número de defunciones, expectativas de precios y márgenes históricos observados en el Grupo.

La información con la que hemos contado para realizar nuestro trabajo, la consideramos suficiente para soportar nuestra conclusión. Deloitte no ha tenido ninguna limitación al alcance en la realización del trabajo.

La Sociedad nos ha confirmado que no existen operaciones de desinversiones de activos o unidades de negocios en curso que estén negociándose a importes superiores a los implícitos en esta valoración.

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 o a distintas posibilidades de materialización de economías adicionales (sinergias). 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.

La Dirección de Funespaña, nos ha confirmado que no existen otros activos no afectos a la explotación u ociosos a efectos de la valoración (más allá de los activos inmobiliarios presentados en la página 46 del presente documento), ni activos ni pasivos contingentes por procedimientos legales ni litigios a favor o en contra de carácter material adicionales a los ya recogidos como provisiones en el balance de la Sociedad y de lo indicado en el Anexo I. Asimismo, nos ha confirmado que la Sociedad no ha solicitado, no planea solicitar, ni está pendiente de recibir subvenciones o ayudas de ningún tipo no recogidas en el Plan de Negocio.

El Mercado

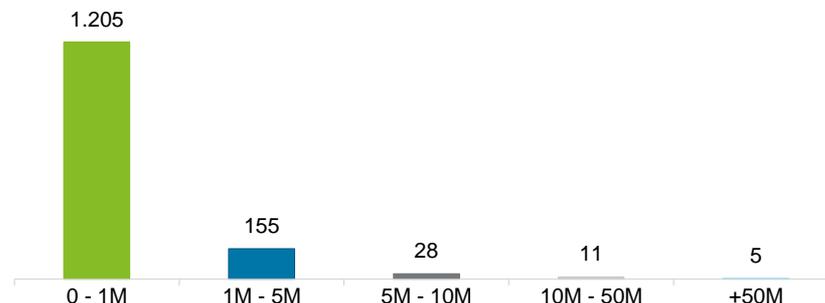
El sector funerario en España

La industria funeraria se ha visto fuertemente condicionada por el cambio de usos y de costumbres de la población

El mercado de prestación de los servicios funerarios en España ha experimentado una importante transformación en los últimos años como respuesta a las nuevas necesidades del mercado. Esta transformación ha estado caracterizada por lo siguiente:

- 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 velatorio ha provocado que en los últimos años se hayan llevado a cabo importantes inversiones tanto en la construcción de nuevas infraestructuras como en la mejora de las instalaciones existentes. De esta forma, la oferta de velatorios se ha cuadruplicado, pasando de 600 instalaciones en 2004 a 2.429 en 2017.
- La industria espera que la demanda de incineración vs. inhumación alcance el 60%/40% en 2025, frente al 40%/60% actual. Como respuesta a esta creciente demanda, las empresas funerarias han invertido más de 800 millones de euros en hornos crematorios, triplicando el número de crematorios en España (107 hornos en 2004 vs. 380 hornos en 2017).
- Las empresas funerarias han crecido en tamaño y facturación en los últimos 10 años, pasando de ser empresas familiares de ámbito local a 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 en el sector.

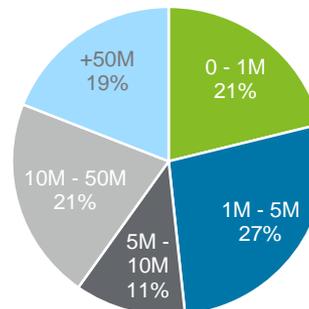
Número de operadores por nivel de facturación (2017)



Fuente: Panasef

Pese a esta concentración de los últimos años, el marco normativo aplicable de la prestación de servicios funerarios se caracteriza por un alto nivel de dispersión, descentralización y heterogeneidad, debido a la distribución competencial entre la Administración General del Estado, las Comunidades Autónomas y las entidades locales.

Dispersión del mercado por volumen de facturación (2017)



Fuente: Panasef

Principales operadores del sector en España

Funespaña es el único operador del sector que engloba en su perímetro el negocio de intermediación

Los grandes grupos que operan a nivel nacional representan aproximadamente el 34% del volumen de servicios prestados.

Los principales competidores que operan a nivel a nacional son los siguientes:

- **Mémora:** es líder en la prestación de servicios funerarios en España con presencia en 21 provincias. Mémora pertenece desde julio de 2017 al fondo de pensiones canadiense Ontario Teachers' Pension Plan (OTTP). Su facturación ascendió a 151 millones de euros en 2016.
- **Albia:** forma parte del grupo Santa Lucia y desarrolla su actividad en 37 provincias españolas. En 2016 facturaron 116 millones de euros.
- **Servisa:** fundada en 1951 es un grupo de sociedades con presencia en 17 provincias españolas, propiedad de la aseguradora Ocaso. En 2016 tuvo una facturación de 60 millones de euros.
- **Grupo ASV:** fundado en 1928, es una organización de empresas cuya trayectoria está vinculada a los negocios del transporte sanitario, seguros y servicios funerarios. ASV cuenta con más de 80 años de experiencia en el sector y presta servicios en 12 provincias. En 2016 facturaron 45 millones de euros.
- **Interfunerarias:** es una empresa familiar, fundada en 1885 y con presencia en 7 comunidades autónomas. En 2016 tuvo una facturación de 20 millones de euros.

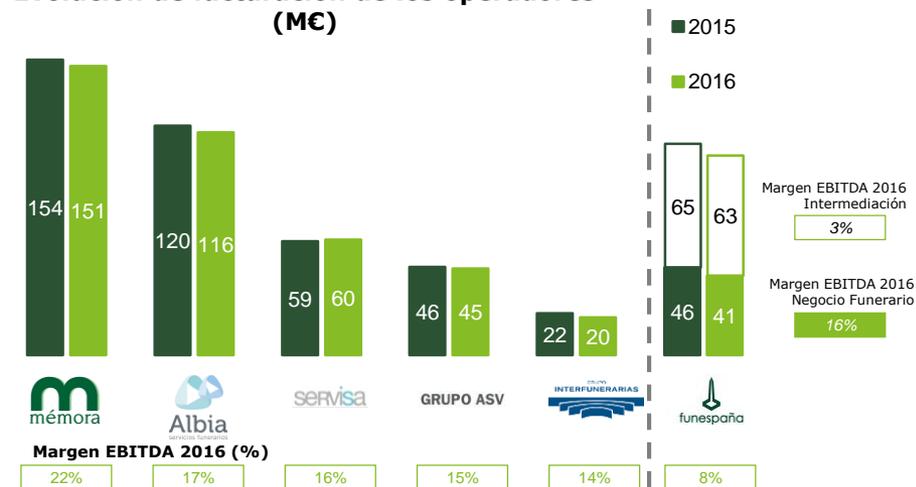
Funespaña es la única compañía del sector en España que incluye en el perímetro una sociedad de intermediación.

Presenta un margen EBITDA inferior al del resto del sector nacional ya que dentro de las magnitudes consolidadas se está incluyendo el margen EBITDA del negocio de intermediación que lleva a cabo la sociedad All Funeral Services, S.L. (en adelante, "AFS").

AFS está participada al 100% por Funespaña e intermedia los servicios funerarios que Mapfre requiere para los asegurados por decesos.

AFS y Mapfre acordaron los términos de su colaboración profesional a través de un contrato de prestación de servicios mediante el cual AFS se compromete a gestionar, coordinar y ejecutar los servicios funerarios de los asegurados con medios propios o a través de la subcontratación de otros operadores en todo el territorio nacional.

Evolución de facturación de los operadores (M€)



Fuente: Cuentas anuales

La oferta

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

El sector de los servicios funerarios facturó 1.430 millones de euros en 2016. La facturación del sector supuso un 0,13% del Producto Interior Bruto (PIB), cifra que asciende a 0,34% incluyendo el negocio de pólizas de decesos.

A pesar del elevado número de empresas funerarias existentes, la mayor parte de ellas están participadas por uno o varios grupos funerarios, estando la propiedad de las mismas significativamente concentrada. Esta concentración se ve favorecida por las importantes barreras de entrada del sector resumidas a continuación, que limitan la irrupción de nuevos competidores:



Barrera 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, salas de vela, cementerios, etc). Existe un exceso de capacidad en el mercado: i) 1.520 incineraciones/día para una demanda de 452; ii) +7.000 salas para una demanda de 1.120 fallecimientos/día.

La oferta de instalaciones funerarias no está tan condicionada por el número de fallecimientos por zona sino por la concentración de la población en grandes municipios. En este sentido, Madrid, con un número de fallecidos significativo, tiene menos instalaciones por fallecido que el resto de comunidades autónomas.

Instalaciones de tanatorio por Comunidad Autónoma (2017)



Fuente: Panasef

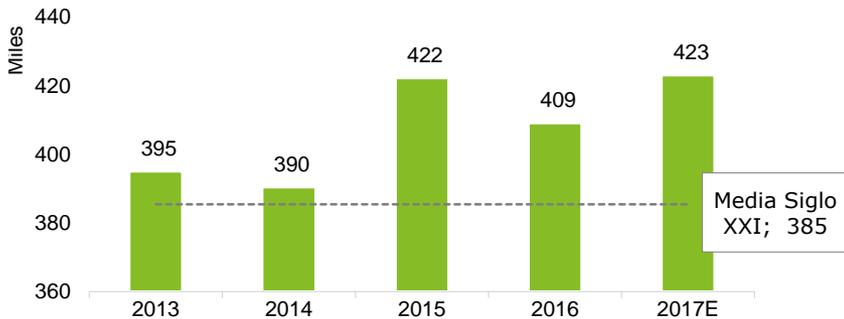
La demanda

Uno de los factores clave en la demanda de servicios funerarios es la influencia creciente de las empresas aseguradoras en el sector

La demanda de servicios funerarios se caracteriza por ser relativamente estable y previsible. Se trata de un servicio de primera necesidad, que no es prescindible, bien por costumbres culturales o por las exigencias de la regulación.

Durante los últimos años, el número de defunciones a nivel nacional se ha incrementado superando la media del siglo XXI.

Evolución de defunciones en España



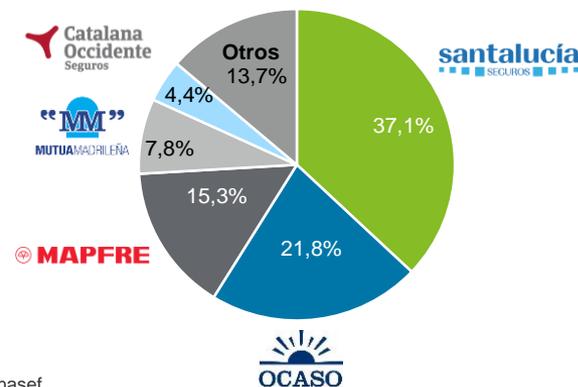
Fuente: INE

La demanda está significativamente canalizada o intermediada a través de las entidades aseguradoras, fundamentalmente en zonas urbanas. Cerca del 60% de los servicios desarrollados por las empresas funerarias en España corresponden a asegurados, vs un 40% correspondiente a usuarios privados.

Uno de cada dos españoles cuenta con una póliza de seguro de decesos. El elevado nivel de penetración de los seguros de decesos en España es una peculiaridad de nuestro mercado que no ocurre en el resto de países. Adicionalmente, se ha producido en los últimos años una concentración de la demanda de prestación de seguros de decesos, alcanzando las cinco primeras entidades aseguradoras en España más del 85% de las primas de decesos emitidas en nuestro país.

La creciente demanda de seguros de decesos y la concentración de aseguradoras a nivel nacional, hace que dichas entidades tengan un elevado poder de negociación con las empresas funerarias con las que firman acuerdos de prestación de servicios.

Aseguradoras por volumen de decesos (2015)



Fuente: Panasef

Tendencias esperadas

La pirámide poblacional invertida condiciona la evolución esperada del negocio

Las tendencias esperadas en el sector funerario están marcadas por la pirámide invertida de población, característica de la demografía española.

Ante el descenso de la natalidad y el envejecimiento de la población, se espera que en España haya más defunciones que nacimientos (saldo vegetativo negativo) durante los próximos 50 años.

Según las estimaciones del INE, en caso de mantenerse las tendencias demográficas actuales, España perdería medio millón de habitantes en los próximos 15 años y 5,4 millones hasta 2066.

A pesar de la pérdida de población y un incremento en la esperanza de vida, el número de defunciones se espera que siga creciendo como consecuencia del envejecimiento poblacional.

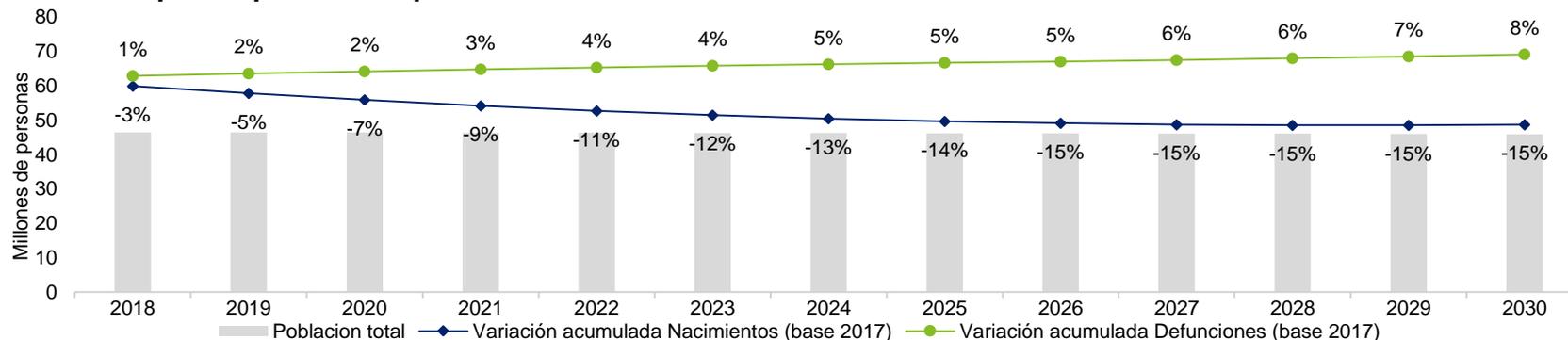
Durante el período 2018 – 2030, el Instituto Nacional de Estadística (en adelante, "INE") espera que se registren c.5,7 millones de defunciones, un 12,9% más que las observadas en los 15 años previos.

Pirámide poblacional española



Fuente: Elaboración propia a partir de información del INE

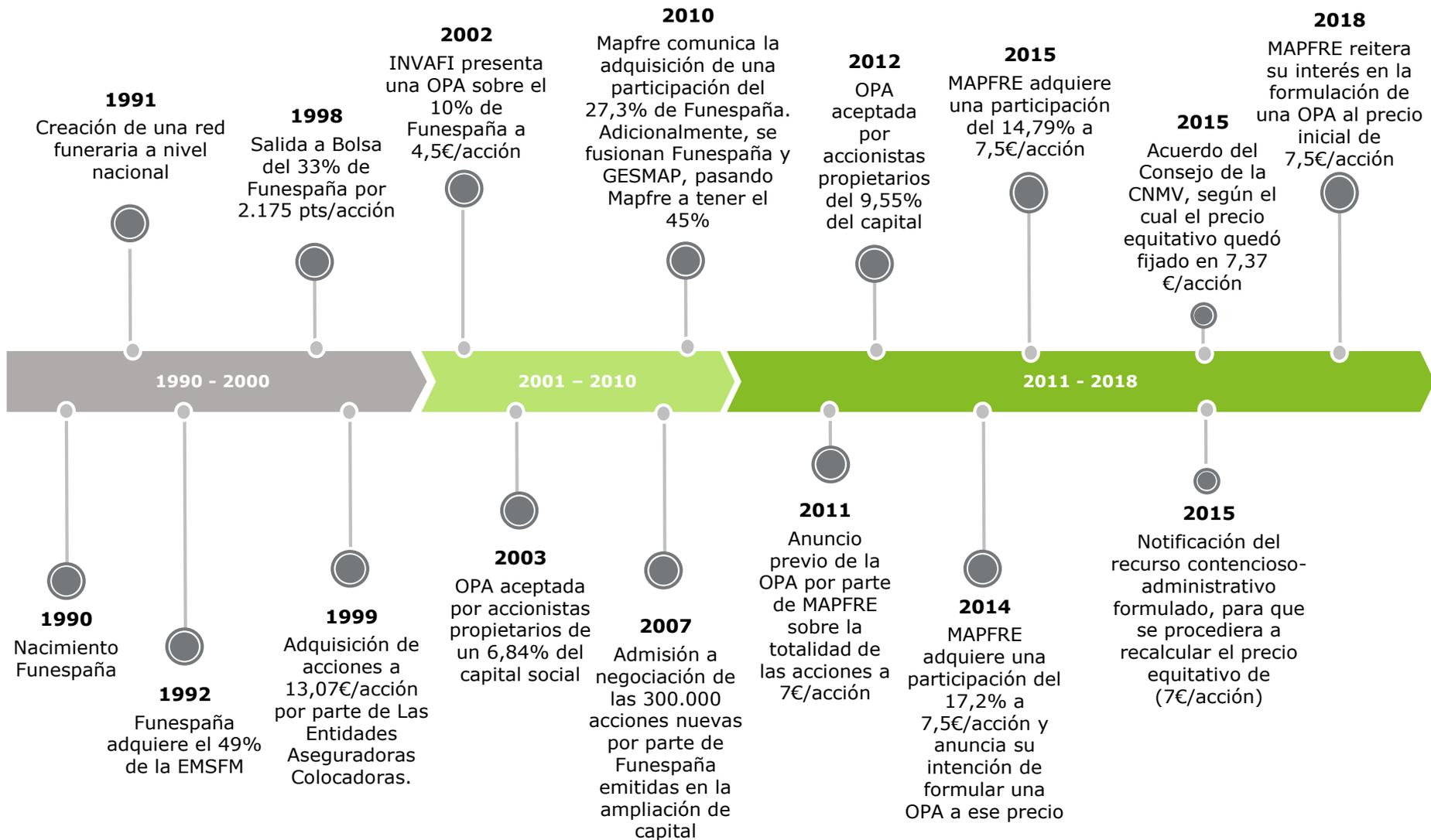
Evolución esperada población española



Fuente: elaboración propia a partir de información del INE
Funespaña

La Sociedad

Principales hitos corporativos



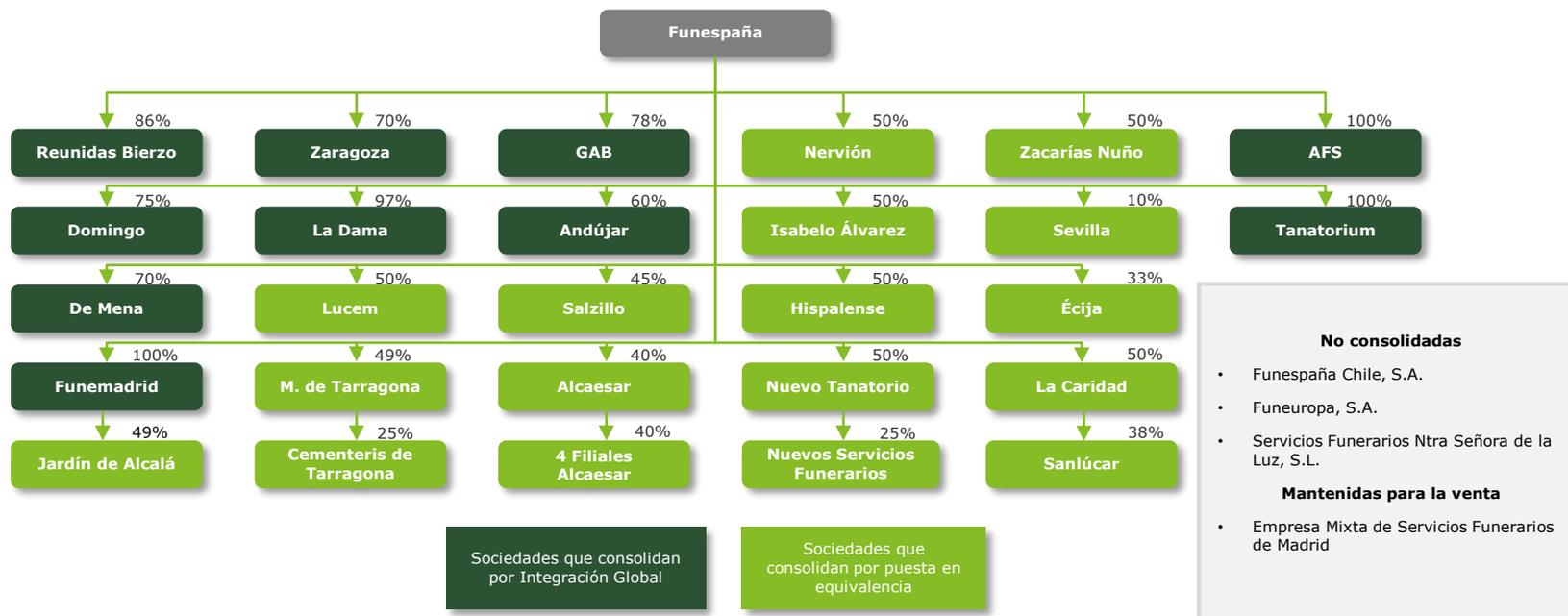
Descripción general de la Sociedad

Funespaña ha experimentado en los últimos años un crecimiento inorgánico a través de la adquisición de centros funerarios a lo largo de todo el territorio español

El Grupo Funespaña presta sus servicios en 11 comunidades autónomas a través de las filiales integrantes del perímetro de consolidación así como de las participadas consolidadas por el método de puesta en equivalencia.

El perímetro de consolidación del Grupo está constituido por 34 sociedades de las cuales:

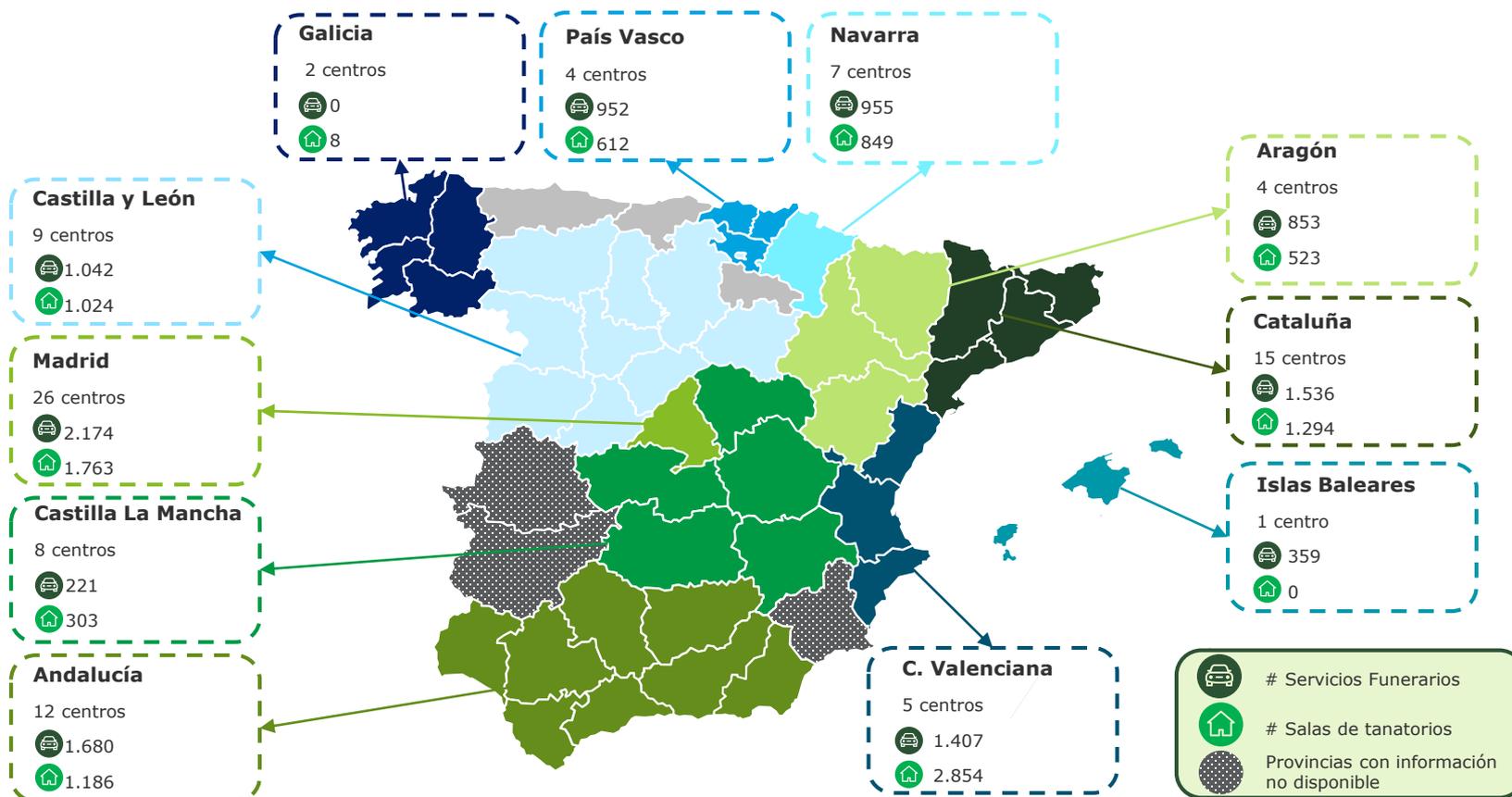
- 10 sociedades consolidan por el método de integración global;
- 20 sociedades consolidan por el método de puesta en equivalencia;
- 3 sociedades no consolidan, y
- 1 sociedad está registrada como activo no corriente mantenido para la venta.



Fuente: Cuentas Anuales Consolidadas Funespaña 2017

Principales indicadores operativos del Grupo Funespaña

El Grupo gestiona 102 centros funerarios, 141 tanatorios, 21 hornos crematorios, 27 cementerios y 63 concesiones administrativas distribuidas principalmente en la Comunidad de Madrid, Andalucía, y Cataluña



Fuente: información proporcionada por la Dirección de Funespaña

Cuenta de resultados histórica

La cifra de negocios está vinculada al número de defunciones y al volumen de servicios intermediados por AFS

Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada

Miles Euros	2015	2016	2017
Importe neto de la cifra de negocios	110.384	104.300	108.150
% Crecimiento		(5,5%)	3,7%
Aprovisionamientos	(71.237)	(68.626)	(72.635)
Margen Bruto	39.147	35.674	35.515
Margen Bruto	35,5%	34,2%	32,8%
Gastos de personal	(18.599)	(17.953)	(18.685)
Otros gastos de explotación	(11.003)	(9.496)	(8.377)
EBITDA	9.545	8.225	8.453
Margen EBITDA	8,6%	7,9%	7,8%
Amortización del inmovilizado	(2.855)	(2.920)	(2.945)
Deterioro y resultado enaj. Inmov	(667)	(3)	40
Otros resultados	(175)	77	-
EBIT	5.848	5.379	5.548
Margen EBIT	5,3%	5,2%	5,1%
Ingresos financieros	186	228	204
Gastos financieros	(1.334)	(1.064)	(862)
Variación valor razonable instrum. Financ	-	38	(98)
Diferencias de cambio	34	-	-
Deter. y result. Enaj. Instrum. financieros	-	-	-
Resultado Financiero	(1.114)	(798)	(757)
Resultado entidades valoradas por el método de la participación	395	1.617	2.121
Resultado antes de impuestos	5.129	6.198	6.913
Impuesto sobre beneficios	(656)	(1.361)	(1.322)
Resultado del ejercicio procedente de las op.continuadas	4.473	4.837	5.591
Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas	(299)	(84)	(18)
Resultado consolidado del ejercicio	4.174	4.753	5.573
Resultado atribuido a la entidad dominante	3.987	4.491	5.396
Resultado atribuido a intereses minoritarios	(187)	(262)	(177)

Fuente: Cuentas Anuales consolidadas

Importe neto de la cifra de negocios

El importe neto de la cifra de negocios corresponde principalmente a prestaciones de servicios funerarios y, en menor medida, a ingresos derivados de la gestión y explotación de cementerios, todos en territorio nacional.

La evolución de los ingresos está fundamentalmente ligada a la evolución del número de defunciones.

En 2016, se registraron en España un total de 410.611 defunciones, lo que supuso una disminución de 2,8% con respecto a 2015, afectando negativamente a los niveles de facturación del Grupo. En 2017, de acuerdo con los datos provisionales publicados por el INE, esta cifra se habría incrementado en un 1,4% con respecto al ejercicio anterior, lo que habría contribuido a su mejora.

Por su parte, el índice de precios al consumo, decreció en un 0,2% en 2016, para volver a repuntar en 2017 (+2,0%).

En 2017, la variación de la cifra de negocios quedó por tanto alineada con la variación agregada de las variables anteriormente expuestas (+3,4%).

Finalmente, cabe destacar el incremento en el porcentaje de servicios intermediados por AFS sobre el total de servicios prestados por Funespaña, que ha pasado del 35,4% en 2015 al 50,0% en 2017. En este sentido, los ingresos contributivos de la sociedad tramitadora del Grupo han ascendido a 64,7M€ (58,6% sobre el total), 62,9M€ (60,3% sobre el total) y 66,2M€ (61,2% sobre el total) en 2015, 2016 y 2017 respectivamente.

Cuenta de resultados histórica

Influencia negativa del margen de intermediación de AFS sobre el margen bruto y el margen EBITDA

Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada

Miles Euros	2015	2016	2017
Importe neto de la cifra de negocios	110.384	104.300	108.150
% Crecimiento		(5,5%)	3,7%
Aprovisionamientos	(71.237)	(68.626)	(72.635)
Margen Bruto	39.147	35.674	35.515
Margen Bruto	35,5%	34,2%	32,8%
Gastos de personal	(18.599)	(17.953)	(18.685)
Otros gastos de explotación	(11.003)	(9.496)	(8.377)
EBITDA	9.545	8.225	8.453
Margen EBITDA	8,6%	7,9%	7,8%
Amortización del inmovilizado	(2.855)	(2.920)	(2.945)
Deterioro y resultado enaj. Inmov	(667)	(3)	40
Otros resultados	(175)	77	-
EBIT	5.848	5.379	5.548
Margen EBIT	5,3%	5,2%	5,1%
Ingresos financieros	186	228	204
Gastos financieros	(1.334)	(1.064)	(862)
Variación valor razonable instrum. Financ	-	38	(98)
Diferencias de cambio	34	-	-
Deter. y result. Enaj. Instrum. financieros	-	-	-
Resultado Financiero	(1.114)	(798)	(757)
Resultado entidades valoradas por el método de la participación	395	1.617	2.121
Resultado antes de impuestos	5.129	6.198	6.913
Impuesto sobre beneficios	(656)	(1.361)	(1.322)
Resultado del ejercicio procedente de las op.continuadas	4.473	4.837	5.591
Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas	(299)	(84)	(18)
Resultado consolidado del ejercicio	4.174	4.753	5.573
Resultado atribuido a la entidad dominante	3.987	4.491	5.396
Resultado atribuido a intereses minoritarios	(187)	(262)	(177)

Fuente: Cuentas Anuales consolidadas

Margen bruto

El epígrafe de aprovisionamientos contiene fundamentalmente los saldos relacionados con trabajos realizados por otras empresas, tales como servicios para sala o capilla del tanatorio, espacios para esquelas en prensa, marmolistas para los cementerios o los servicios de cremación.

El margen bruto asociado a los negocios tramitados por AFS asciende a c.7,3% (media del período analizado), siendo el de los servicios directos de aproximadamente el 75%.

Este diferencial, combinado con el incremento del peso relativo de los servicios tramitados por AFS, ha resultado en un decrecimiento progresivo del margen bruto del Grupo, que, a cierre de 2017, ascendía a 32,8%.

EBITDA

En 2016, se produjo un descenso del gasto de personal (-3,5%) debido principalmente a una reducción del nivel de indemnizaciones. En 2017, si bien el personal medio se ha mantenido constante (522 vs 520 empleados), se produjo un incremento del salario medio que, unido al aumento del epígrafe de indemnizaciones, implicó una variación al alza de esta tipología de gastos de 4,1%.

Los gastos incluidos en el epígrafe de "Otros gastos de explotación" consisten fundamentalmente en arrendamientos y cánones, reparación y conservación, suministros y otros servicios. Estos gastos se han visto reducidos en un 13,7% y 11,8% en 2016 y 2017 respectivamente.

Cuenta de resultados histórica

El margen EBIT se mantiene constante y los gastos financieros bajan acorde con la disminución del endeudamiento

Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada

Miles Euros	2015	2016	2017
Importe neto de la cifra de negocios	110.384	104.300	108.150
% Crecimiento		(5,5%)	3,7%
Aprovisionamientos	(71.237)	(68.626)	(72.635)
Margen Bruto	39.147	35.674	35.515
Margen Bruto	35,5%	34,2%	32,8%
Gastos de personal	(18.599)	(17.953)	(18.685)
Otros gastos de explotación	(11.003)	(9.496)	(8.377)
EBITDA	9.545	8.225	8.453
Margen EBITDA	8,6%	7,9%	7,8%
Amortización del inmovilizado	(2.855)	(2.920)	(2.945)
Deterioro y resultado enaj. Inmov	(667)	(3)	40
Otros resultados	(175)	77	-
EBIT	5.848	5.379	5.548
Margen EBIT	5,3%	5,2%	5,1%
Ingresos financieros	186	228	204
Gastos financieros	(1.334)	(1.064)	(862)
Variación valor razonable instrum. Financ	-	38	(98)
Diferencias de cambio	34	-	-
Deter. y result. Enaj. Instrum. financieros	-	-	-
Resultado Financiero	(1.114)	(798)	(757)
Resultado entidades valoradas por el método de la participación	395	1.617	2.121
Resultado antes de impuestos	5.129	6.198	6.913
Impuesto sobre beneficios	(656)	(1.361)	(1.322)
Resultado del ejercicio procedente de las op.continuadas	4.473	4.837	5.591
Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas	(299)	(84)	(18)
Resultado consolidado del ejercicio	4.174	4.753	5.573
Resultado atribuido a la entidad dominante	3.987	4.491	5.396
Resultado atribuido a intereses minoritarios	(187)	(262)	(177)

Fuente: Cuentas Anuales consolidadas

Esta reducción se deriva, entre otros, de una disminución de los gastos de arrendamiento (renegociación de los precios), del cierre de oficinas comerciales y de un menor gasto del alquiler de vehículos. Asimismo, las dotaciones por insolvencias y pérdidas han disminuido significativamente (1,3M€ en 2015 vs 0,3M€ en 2016 y 2017) así como los gastos de servicios de profesionales independientes, que, en los ejercicios 2015 y 2016, incluyen conceptos no recurrentes.

En términos generales, si bien el margen bruto ha disminuido (como porcentaje sobre ventas) en el último año, el margen EBITDA se ha mantenido constante en el entorno del 7,8% en los dos últimos ejercicios debido a una optimización de los gastos de estructura descritos.

EBIT

El epígrafe de amortización del inmovilizado se ha mantenido constante durante el período analizado. La partida más significativa dentro de este epígrafe es la amortización de los acuerdos concesionales.

El margen EBIT se ha mantenido en el entorno del 5% durante el período.

Resultado financiero

Los ingresos financieros corresponden fundamentalmente a intereses generados por los créditos concedidos a empresas asociadas.

Cuenta de resultados histórica

Las sucesivas operaciones societarias en las que ha participado el Grupo han incrementado progresivamente los resultados atribuibles a sociedades integradas por el método de la participación

Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada

Miles Euros	2015	2016	2017
Importe neto de la cifra de negocios	110.384	104.300	108.150
% Crecimiento		(5,5%)	3,7%
Aprovisionamientos	(71.237)	(68.626)	(72.635)
Margen Bruto	39.147	35.674	35.515
Margen Bruto	35,5%	34,2%	32,8%
Gastos de personal	(18.599)	(17.953)	(18.685)
Otros gastos de explotación	(11.003)	(9.496)	(8.377)
EBITDA	9.545	8.225	8.453
Margen EBITDA	8,6%	7,9%	7,8%
Amortización del inmovilizado	(2.855)	(2.920)	(2.945)
Deterioro y resultado enaj. Inmov	(667)	(3)	40
Otros resultados	(175)	77	-
EBIT	5.848	5.379	5.548
Margen EBIT	5,3%	5,2%	5,1%
Ingresos financieros	186	228	204
Gastos financieros	(1.334)	(1.064)	(862)
Variación valor razonable instrum. financ	-	38	(98)
Diferencias de cambio	34	-	-
Deter. y result. Enaj. Instrum. financieros	-	-	-
Resultado Financiero	(1.114)	(798)	(757)
Resultado entidades valoradas por el método de la participación	395	1.617	2.121
Resultado antes de impuestos	5.129	6.198	6.913
Impuesto sobre beneficios	(656)	(1.361)	(1.322)
Resultado del ejercicio procedente de las op.continuadas	4.473	4.837	5.591
Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas	(299)	(84)	(18)
Resultado consolidado del ejercicio	4.174	4.753	5.573
Resultado atribuido a la entidad dominante	3.987	4.491	5.396
Resultado atribuido a intereses minoritarios	(187)	(262)	(177)

Fuente: Cuentas Anuales consolidadas

Los gastos financieros corresponden a las deudas con entidades de crédito (préstamos, créditos y leasing). Éstos han disminuido, en línea con el descenso de la deuda financiera.

Resultado de las entidades integradas por el método de la participación

El incremento en el resultado aportado por estas sociedades se deriva, de acuerdo con las conversaciones mantenidas con la Dirección de Funespaña, de una optimización progresiva de su operativa, que destaca en los casos de Cementerio Jardín Alcalá de Henares, S.A. (registró un resultado negativo de 1.973 miles de euros en 2015 vs +472 miles de euros y +674 miles de euros en 2016 y 2017, respectivamente) y Tanatorio SE-30 Sevilla, S.L. entre otros. Finalmente, la variación en el método de consolidación de Salzillo Servicios Funerarios, S.L., que en 2016 pasó de consolidar por el método de integración global al de puesta en equivalencia tras la venta del 31%, ha contribuido al incremento de este epígrafe.

Cuenta de resultados normalizada

Se ha homogeneizado el perímetro para el período 2015 – 2017 atendiendo a la situación de cierre a 31 de diciembre de 2017

Con el objetivo de que el periodo histórico analizado sea comparable al ejercicio 2017, se ha ajustado la cuenta de resultados al perímetro existente a la fecha de valoración y eliminado los aspectos no recurrentes identificados. En este sentido, se han realizado los siguientes ajustes:

1. Operaciones societarias - identificación de las sociedades en las que el Grupo ha invertido y desinvertido durante el período;
2. Movimiento de centros – análisis de la apertura o cierre de centros funerarios durante el período;
3. Conceptos no recurrentes – identificación de gastos de carácter no recurrente con el fin de normalizar el resultado operativo.

Operaciones societarias

Las **operaciones societarias** llevadas a cabo durante el periodo 2015 - 2017 fueron las siguientes:

- 2015: venta del 16,5% de la participación en Iniciativas Alcaesar, S.L. y sus 4 subsidiarias (Alcaesar Funer Hervás, Alcaesar Funer corria, Alcaesar Funerplascencia, Alcaesar Funertrujillo). Tras el cambio en la participación que ostentaba (64,96% a 40%), Iniciativas Alcaesar pasó de consolidar por integración global a estar integrada por el método de puesta en equivalencia por lo que hemos eliminado el 100% de su contribución al EBITDA (y de las 4 subsidiarias) del consolidado de 2015.
- 2016: venta del 31% de Salzillo Servicios Funerarios, S.L, en la que Funespaña ostentaba hasta la fecha un 76% del capital social, pasando a ser un 45% tras la operación. Dicha sociedad pasó de consolidar en el grupo por integración global a estar integrada por el método de puesta en equivalencia por lo que hemos eliminado el 100% de la contribución al EBITDA tanto del ejercicio 2016 como 2015.

- 2017: adquisición del 50% de Servicios Funerarios Lucem, S.L. a través de una ampliación de capital, convirtiéndose en sociedad puesta en equivalencia por lo que no conlleva ninguna modificación en la cuenta de resultados consolidada de la Sociedad. Durante este ejercicio, se adquiere adicionalmente un 6% en Cementerio Parque Andújar, S.A, suponiendo un incremento en la participación de Funespaña del 60% al 66%.

Centros funerarios

Durante el periodo histórico analizado se han puesto de manifiesto los siguientes **movimientos de centros**:

- Centros cerrados: durante el ejercicio 2016, los centros de Jaén y UTE Dos Hermanas fueron cerrados. Dado que no van a operar en el futuro, hemos eliminado su contribución al EBITDA.
- Centros abiertos: el centro de Munguía comienza a operar en mayo de 2016. El ajuste propuesto consiste en la eliminación de los gastos operativos previos a la apertura del centro y el efecto de considerar que del ejercicio 2014 al 2016 ha generado el EBITDA equivalente al generado en 2017.
- Centros traspasados: en julio de 2016, los centros de Cieza, Calasparra y la Unión en Murcia fueron traspasados a Salzillo – sociedad participada al 45%. En marzo de 2014, los centros de Navalmodal, Talayuela y Badajoz en Extremadura, fueron vendidos a Alcaesar – sociedad participada al 40%. Hemos eliminado el 100% del EBITDA generado por estos centros.

Cuenta de resultados normalizada

Se han identificado conceptos de carácter no recurrente que no se prevé que se mantengan a futuro

Conceptos no recurrentes

Hemos identificado, junto con la Dirección de Funespaña, gastos ocurridos de manera puntual y extraordinaria durante los últimos ejercicios, así como los que no se deberían proyectar tras completarse la OPA.

Cabe destacar que este análisis no constituye en ningún caso un proceso de Due Diligence y está basado en conversaciones mantenidas con la Dirección de Funespaña.

Gastos no recurrentes

#	Concepto	2015	2016	2017
1	Gastos Bolsa	44,4	106,1	180,5
2	Ajustes al personal	8,4	6,1	8,1
3	Indemnizaciones extraordinarias	419,1	775,8	57,3
4	Otros	477,8	923,7	96,7
4.a.	Asesoría Jurídica (EMSFM)	99,9	180,6	39,8
4.a.	Estudio geotérmico (EMSFM)	-	47,0	-
4.b.	Consultores extraordinarios	29,8	46,0	41,8
4.c.	Reversión canon de gestión Esas. Grupo	(543,0)	543,0	-
4.d.	Litigios Segyresa	891,1	107,1	-
4.e.	Integración UTE Dos Hermanas	-	-	6,9
4.f.	Sanciones y Multas	-	-	8,2
Total		950	1.812	343

1. Gastos de Bolsa

Gastos relacionados con la cotización en la Bolsa de Valores ya que tras la OPA de exclusión dejarían de generarse.

2. Ajuste al personal

Gastos asociados al personal que desde 2017 han sido asumidos por Mapfre.

3. Indemnizaciones extraordinarias

Indemnizaciones superiores a 20 mil euros y cuya naturaleza respondía a puestos directivos y de mandos intermedios que, en base a conversaciones con la Dirección de Funespaña, pueden considerarse extraordinarias.

4. Otros

La partida "Otros" incluye los siguientes conceptos: (a) Gastos relacionados con el litigio de la EMSFM tales como asesoramiento jurídico y estudio geotérmico para la EMSFM; (b) Gastos de consultores, correspondientes a asesoramiento en operaciones corporativas y proyectos extraordinarios; (c) En 2016 se registró un ingreso negativo como consecuencia de la reversión de un exceso de provisión de ingreso en concepto de canon de gestión refacturado a sociedades que debería registrarse en 2015; (d) Gastos relacionados con litigios y reclamaciones en la sociedad Segyresa; (e) Gasto extraordinario acerca de la integración de la UTE Dos Hermanas; (f) Sanciones y Multa incluye recargos por sanciones fiscales correspondientes a una reclamación del IVA en Pamplona.

Cuenta de resultados normalizada

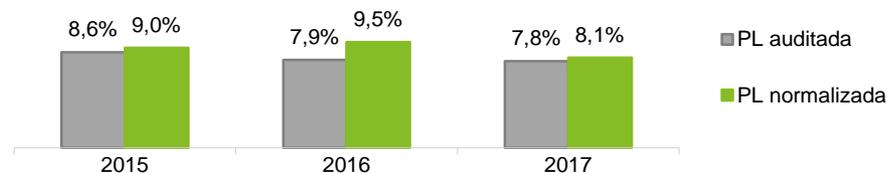
Los ajustes identificados resultan en un incremento medio del margen EBITDA de 1 p.p.; particularmente significativo en 2016

Cuenta de pérdidas y ganancias normalizada

Miles Euros	2015	2016	2017
Importe neto de la cifra de negocios	106.591	103.446	108.150
% Crecimiento		(3,0%)	4,5%
Aprovisionamientos	(70.484)	(68.445)	(72.635)
Margen Bruto	36.107	35.001	35.515
Margen Bruto	33,9%	33,8%	32,8%
Gastos de personal	(17.370)	(17.681)	(18.685)
Otros gastos de explotación	(10.111)	(9.275)	(8.377)
EBITDA	8.626	8.045	8.453
Margen EBITDA	8,1%	7,8%	7,8%
No recurrentes	950	1.812	343
EBITDA ajustado	9.576	9.857	8.796
Margen EBITDA	9,0%	9,5%	8,1%
Amortización del inmovilizado	(2.778)	(2.911)	(2.945)
Deterioro y resultado enaj. Inmov	(665)	(3)	40
Otros resultados	(175)	77	-
EBIT	5.957	7.019	5.891
Margen EBIT	5,6%	6,8%	5,4%
Ingresos financieros	186	228	204
Gastos financieros	(1.282)	(1.048)	(862)
Variación valor razonable instrum. Financ	-	38	(98)
Diferencias de cambio	34	-	-
Deter. y result. Enaj. Instrum. financieros	-	0	-
Resultado Financiero	(1.062)	(781)	(757)
Resultado antes de impuestos	4.895	6.238	5.134

Fuente: Elaboración propia a partir de la información facilitada

Margen EBITDA auditado vs. normalizado



Fuente: Elaboración propia y Cuentas Anuales

Funespaña

Importe neto de la cifra de negocios

La variación en ingresos en la cuenta de resultados normalizada sigue la misma tendencia que la observada en la cuenta de resultados auditada: decrecimiento en 2016 por la bajada en el número de defunciones experimentada en el ejercicio y el repunte en 2017 dada la recuperación en los índices de mortalidad.

Margen Bruto

Respecto al margen bruto, los ajustes de normalización han supuesto un descenso del mismo con respecto a lo observado en la cuenta de resultados de cuentas anuales auditadas. Esto se debe principalmente a los elevados márgenes de explotación tanto de Salzillo como de Iniciativas Alcaesar que, según datos individuales de dichas sociedades, ascendían a 68% en 2016 y 81% en 2015.

EBITDA

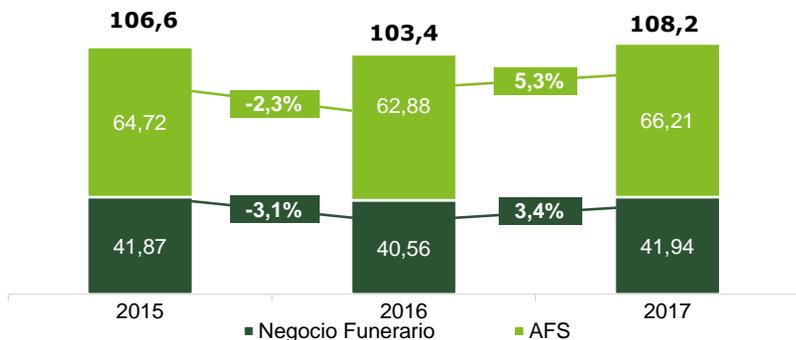
Como consecuencia del descenso en margen bruto, se observan también unos márgenes EBITDA normalizados (antes de ajuste de conceptos no recurrentes) inferiores a los de cuentas anuales auditadas.

No obstante, los conceptos no recurrentes identificados compensan este efecto, incrementando, de media, el margen EBITDA en c.1 p.p.

Principales indicadores financieros normalizados

En los últimos ejercicios se ha producido una reducción significativa del grado de apalancamiento y una mejora progresiva en la capacidad de repago del Grupo

Evolución Ventas normalizadas (M€)



Fuente: Elaboración propia a partir de información proporcionada por la Dirección de Funespaña

Evolución Deuda Financiera Neta (M€)



DFN / EBITDA

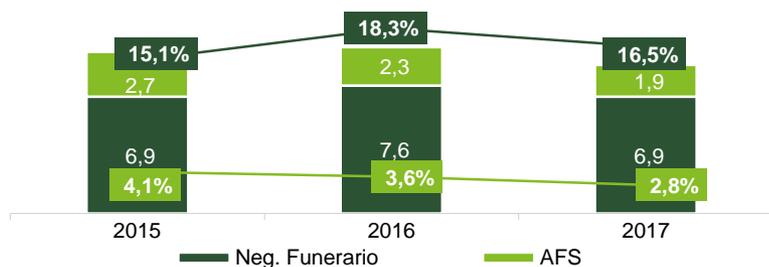
4,3x

3,1x

2,8x

Fuente: Elaboración propia a partir de información proporcionada por la Dirección de Funespaña

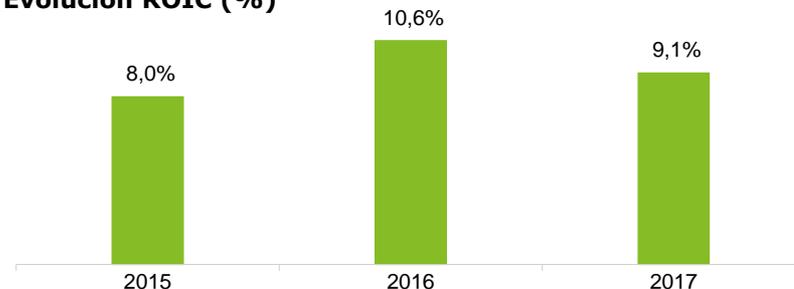
EBITDA normalizado (M€) y Margen EBITDA (%)



Fuente: Elaboración propia a partir de información proporcionada por la Dirección de Funespaña

La cifra de ventas normalizada del negocio funerario sigue una tendencia relativamente estable, excepto en 2016, año en el que se produjo un decrecimiento inusual en las defunciones con respecto a la media del resto del periodo histórico.

Evolución ROIC (%)



Fuente: Elaboración propia a partir de información proporcionada por la Dirección de Funespaña

En los últimos ejercicios se ha producido un descenso significativo del apalancamiento del Grupo y un incremento de la capacidad de repago (DFN/EBITDA de 4,3x vs. 2,8x). Asimismo, la rentabilidad sobre el capital invertido se ha mantenido en niveles superiores al coste medio ponderado de capital durante todo el período.

Balance de situación histórico

No se han realizado ajustes de normalización al balance histórico de la Sociedad

Balance de situación consolidado

Miles Euros	2015	2016	2017
ACTIVO NO CORRIENTE	123.114	119.959	118.523
Inmovilizado intangible	50.320	48.536	46.936
Inmovilizado material	45.495	41.504	40.236
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación	22.199	25.388	27.336
Activos financieros no corrientes	2.545	1.930	1.738
Activos por impuesto diferido	2.556	2.601	2.277
ACTIVO CORRIENTE	58.973	53.719	55.340
Activos no corrientes mantenidos para la venta	25.182	25.098	25.080
Existencias	4.031	3.919	3.908
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	10.526	8.067	9.720
Otros activos financieros corrientes	3.865	4.728	4.488
Otros activos corrientes	137	122	112
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	15.232	11.785	12.032
TOTAL ACTIVO	182.087	173.678	173.863
PATRIMONIO NETO	107.681	113.603	118.427
FONDOS PROPIOS	105.362	111.884	116.648
Capital	5.519	5.519	5.519
Prima de emisión	69.622	69.622	69.622
Reservas	26.234	32.252	36.111
Resultado atribuido a la entidad dominante	3.987	4.491	5.396
AJUSTES POR CAMBIOS DE VALOR	49	13	15
Activos financieros disponibles para la venta	55	-	-
Diferencias de Conversión	(6)	13	15
PATRIMONIO NETO ATRIBUIDO A LA ENTIDAD DOMINANTE	105.411	111.897	116.663
INTERESES MINORITARIOS	2.270	1.706	1.764
PASIVO NO CORRIENTE	43.653	34.022	30.032
Provisiones no corrientes	2.310	2.310	2.170
Pasivos financieros no corrientes	39.446	29.894	26.091
Otros pasivos no corrientes	1.897	1.818	1.771
PASIVO CORRIENTE	30.753	26.053	25.404
Pasivos financieros corrientes	14.453	13.089	11.159
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	16.278	12.964	14.245
Otros pasivos corrientes	22	0	-
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	182.087	173.678	173.863

Activo no corriente

El epígrafe de inmovilizado intangible recoge, fundamentalmente, el fondo de comercio (23.497 miles de euros en 2017) asociado a 7 sociedades y los derechos relativos a los acuerdos de concesión (13.817 miles de euros en 2017), firmados principalmente con los ayuntamientos. El resto corresponde en su mayoría a aplicaciones informáticas y propiedad industrial.

El inmovilizado material corresponde principalmente a terrenos y construcciones en los que el Grupo desarrolla su actividad.

Las inversiones contabilizadas por el método de la participación corresponden a participaciones mantenidas en 20 sociedades (a cierre de 2017). Estos activos representan aproximadamente el 16% del activo total del Grupo.

El epígrafe de activos financieros no corrientes incluye fundamentalmente préstamos y cuentas a cobrar (1.492 miles de euros en 2017), siendo la más significativa el cobro aplazado frente a Iniciativas Alcaesar, S.L. de los activos constitutivos de los negocios que mantenía el Grupo en Extremadura, enajenados en 2014. Asimismo, este epígrafe recoge las inversiones en empresas del Grupo no consolidadas (246 miles de euros) que corresponden al valor de las participaciones mantenidas por el Grupo en dos sociedades chilenas (Funeuropa, S.A. y Funespaña Chile, S.A.) y que en la actualidad se encuentran inactivas. El coste contabilizado por estas participaciones coincide con el importe de los desembolsos de capital pendientes que figuran en el epígrafe de "Otros pasivos no corrientes" del balance.

Balance de situación histórico

En los últimos ejercicios no se han producido variaciones significativas en el activo total

Balance de situación consolidado

Miles Euros	2015	2016	2017
ACTIVO NO CORRIENTE	123.114	119.959	118.523
Inmovilizado intangible	50.320	48.536	46.936
Inmovilizado material	45.495	41.504	40.236
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación	22.199	25.388	27.336
Activos financieros no corrientes	2.545	1.930	1.738
Activos por impuesto diferido	2.556	2.601	2.277
ACTIVO CORRIENTE	58.973	53.719	55.340
Activos no corrientes mantenidos para la venta	25.182	25.098	25.080
Existencias	4.031	3.919	3.908
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	10.526	8.067	9.720
Otros activos financieros corrientes	3.865	4.728	4.488
Otros activos corrientes	137	122	112
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	15.232	11.785	12.032
TOTAL ACTIVO	182.087	173.678	173.863
PATRIMONIO NETO	107.681	113.603	118.427
FONDOS PROPIOS	105.362	111.884	116.648
Capital	5.519	5.519	5.519
Prima de emisión	69.622	69.622	69.622
Reservas	26.234	32.252	36.111
Resultado atribuido a la entidad dominante	3.987	4.491	5.396
AJUSTES POR CAMBIOS DE VALOR	49	13	15
Activos financieros disponibles para la venta	55	-	-
Diferencias de Conversión	(6)	13	15
PATRIMONIO NETO ATRIBUIDO A LA ENTIDAD DOMINANTE	105.411	111.897	116.663
INTERESES MINORITARIOS	2.270	1.706	1.764
PASIVO NO CORRIENTE	43.653	34.022	30.032
Provisiones no corrientes	2.310	2.310	2.170
Pasivos financieros no corrientes	39.446	29.894	26.091
Otros pasivos no corrientes	1.897	1.818	1.771
PASIVO CORRIENTE	30.753	26.053	25.404
Pasivos financieros corrientes	14.453	13.089	11.159
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	16.278	12.964	14.245
Otros pasivos corrientes	22	0	-
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	182.087	173.678	173.863

El saldo de activos por impuesto diferido incluye el neto de los activos y pasivos correspondientes a cada uno de los sujetos fiscales del Grupo. A 31 de diciembre de 2017, los activos y pasivos por impuesto diferido ascendían a 4.295 miles de euros y 2.018 miles de euros, respectivamente. Dentro de los activos, las principales partidas son créditos fiscales por bases imponibles negativas por importe de 1.613 miles de euros y deducciones fiscales pendientes de aplicar por doble imposición de dividendos por importe de 1.188 miles de euros. Respecto a los pasivos por impuesto diferido, 1.903 miles de euros están relacionados con combinaciones de negocios.

Activo corriente

El epígrafe de "Activos no corrientes mantenidos para la venta" incluye la inversión que mantiene el Grupo en la Empresa Mixta de Servicios Funerarios de Madrid, sociedad que se encuentra en liquidación.

El saldo de existencias corresponde fundamentalmente a unidades de enterramiento.

El saldo de deudores comerciales está compuesto en su mayoría por los saldos pendientes de cobro con clientes (8.763 miles de euros en 2017). El resto corresponde a otros deudores (417 miles de euros) y a activos por impuesto corriente (540 miles de euros).

El saldo de "otros activos financieros corrientes" recoge, fundamentalmente, créditos con entidades vinculadas, concedidos en condiciones de mercado.

Balance de situación histórico

En los últimos ejercicios se ha reducido el grado de apalancamiento de la Sociedad

Balance de situación consolidado

Miles Euros	2015	2016	2017
ACTIVO NO CORRIENTE	123.114	119.959	118.523
Inmovilizado intangible	50.320	48.536	46.936
Inmovilizado material	45.495	41.504	40.236
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación	22.199	25.388	27.336
Activos financieros no corrientes	2.545	1.930	1.738
Activos por impuesto diferido	2.556	2.601	2.277
ACTIVO CORRIENTE	58.973	53.719	55.340
Activos no corrientes mantenidos para la venta	25.182	25.098	25.080
Existencias	4.031	3.919	3.908
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	10.526	8.067	9.720
Otros activos financieros corrientes	3.865	4.728	4.488
Otros activos corrientes	137	122	112
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	15.232	11.785	12.032
TOTAL ACTIVO	182.087	173.678	173.863
PATRIMONIO NETO	107.681	113.603	118.427
FONDOS PROPIOS	105.362	111.884	116.648
Capital	5.519	5.519	5.519
Prima de emisión	69.622	69.622	69.622
Reservas	26.234	32.252	36.111
Resultado atribuido a la entidad dominante	3.987	4.491	5.396
AJUSTES POR CAMBIOS DE VALOR	49	13	15
Activos financieros disponibles para la venta	55	-	-
Diferencias de Conversión	(6)	13	15
PATRIMONIO NETO ATRIBUIDO A LA ENTIDAD DOMINANTE	105.411	111.897	116.663
INTERESES MINORITARIOS	2.270	1.706	1.764
PASIVO NO CORRIENTE	43.653	34.022	30.032
Provisiones no corrientes	2.310	2.310	2.170
Pasivos financieros no corrientes	39.446	29.894	26.091
Otros pasivos no corrientes	1.897	1.818	1.771
PASIVO CORRIENTE	30.753	26.053	25.404
Pasivos financieros corrientes	14.453	13.089	11.159
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	16.278	12.964	14.245
Otros pasivos corrientes	22	0	-
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	182.087	173.678	173.863

Pasivo no corriente

Dentro del epígrafe de "provisiones" se agrupan aquellas consideradas para cubrir gastos derivados de las participaciones en las Empresas Mixtas, de sus eventuales disoluciones y otros riesgos derivados de la propia actividad del Grupo.

La cuenta de "pasivos no corrientes", que ha venido decreciendo progresivamente durante el período analizado, recoge las deudas con entidades de crédito recibidas por el Grupo para la financiación de las inversiones realizadas en ejercicios pasados.

El epígrafe de "otros pasivos no corrientes" corresponde a desembolsos pendientes sobre acciones de las sociedades chilenas (246 miles de euros en 2017) y deudas con participaciones no dominantes.

Pasivos corriente

El saldo de pasivos financieros corrientes corresponde a la deuda con entidades financieras con vencimiento a corto plazo.

Finalmente, el saldo de acreedores comerciales y otras cuentas a pagar incluye fundamentalmente el saldo de acreedores comerciales (9.895 miles de euros a cierre de 2017), remuneraciones pendientes de pago (1.242 miles de euros) y Hacienda Pública acreedora (1.264 miles de euros).

Aspectos específicos del balance de situación

Se han identificado aquellas partidas a considerar en la valoración y que no se ven directamente reflejadas en el flujo de caja

Balance de situación consolidado

Miles Euros	2017
ACTIVO NO CORRIENTE	118.523
Inmovilizado intangible	46.936
Inmovilizado material	40.236
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación	27.336 D
Activos financieros no corrientes	1.738
Inversiones en sociedades no consolidadas	246
Préstamos y cuentas a cobrar	1.188 A
Fianzas constituidas LP	304
Activos por impuesto diferido	2.277 B
ACTIVO CORRIENTE	55.340
Activos no corrientes mantenidos para la venta	25.080 F
Existencias	3.908
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	9.720
Otros activos financieros corrientes	4.488 A
Otros activos corrientes	112
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	12.032 A
TOTAL ACTIVO	173.863
PATRIMONIO NETO ATRIBUIDO A LA ENTIDAD DOMINANTE	116.663
INTERESES MINORITARIOS	1.764 E
PASIVO NO CORRIENTE	30.032
Provisiones no corrientes	2.170 A
Pasivos financieros no corrientes	26.091 A
Otros pasivos no corrientes	1.771 A
PASIVO CORRIENTE	25.404
Pasivos financieros corrientes	11.159 A
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	14.245
Proveedores	9.918
Otros acreedores	4.305
Proveedores de inmovilizado CP	169 A
Dividendo activo a pagar a terceros	222 A
Deuda CP por reembolso de aportaciones a los socios	560 A
Otros acreedores	3.353
Pasivos por impuesto corriente	22
Otros pasivos corrientes	-
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	173.863

A Posición Financiera Neta

La posición financiera neta (en adelante, la "Posición Financiera Neta" o "PFN") ha sido calculada a nivel consolidado, considerando los activos y pasivos financieros a su valor nominal. A 31 de diciembre de 2017, estos saldos, cuyo importe total ascendía a 24,4M€, se desglosan como sigue:

Miles Euros	2017
Activo Financiero LP	1.188
Activo Financiero CP	4.488
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	12.032
Total Activo Financiero	17.709
Provisiones no corrientes	(2.170)
Pasivos financieros no corrientes	(26.091)
Otros pasivos no corrientes	(1.771)
Pasivos financieros corrientes	(12.111)
Total Pasivo Financiero	(42.143)
Posición Financiera Neta	(24.434)

- A** PFN
- B** Créditos fiscales
- C** No Consolidadas
- D** P.eq.
- E** Minoritarios
- F** EMSFM

B Créditos fiscales

A 31 de diciembre de 2017 el Grupo tenía registrados en el balance de situación créditos fiscales por pérdidas a compensar y deducciones por doble imposición de dividendos por importe de 1,6M€ y 1,2M€, respectivamente. El ritmo de aprovechamiento de estos créditos condiciona su valor de mercado por lo que hemos analizado su recuperabilidad por separado (Detalle en Anexo II).

Aspectos específicos del balance de situación

Se han identificado aquellas partidas a considerar en la valoración y que no se ven directamente reflejadas en el flujo de caja

Balance de situación consolidado

Miles Euros	2017
ACTIVO NO CORRIENTE	118.523
Inmovilizado intangible	46.936
Inmovilizado material	40.236
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación	27.336 D
Activos financieros no corrientes	1.738
Inversiones en sociedades no consolidadas	246 C
Préstamos y cuentas a cobrar	1.188 A
Fianzas constituidas LP	304
Activos por impuesto diferido	2.277 B
ACTIVO CORRIENTE	55.340
Activos no corrientes mantenidos para la venta	25.080 F
Existencias	3.908
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	9.720
Otros activos financieros corrientes	4.488 A
Otros activos corrientes	112 A
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	12.032 A
TOTAL ACTIVO	173.863
PATRIMONIO NETO ATRIBUIDO A LA ENTIDAD DOMINANTE	116.663
INTERESES MINORITARIOS	1.764 E
PASIVO NO CORRIENTE	30.032
Provisiones no corrientes	2.170 A
Pasivos financieros no corrientes	26.091 A
Otros pasivos no corrientes	1.771 A
PASIVO CORRIENTE	25.404
Pasivos financieros corrientes	11.159 A
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	14.245
Proveedores	9.918
Otros acreedores	4.305
Proveedores de inmovilizado CP	169 A
Dividendo activo a pagar a terceros	222 A
Deuda CP por reembolso de aportaciones a los socios	560 A
Otros acreedores	3.353
Pasivos por impuesto corriente	22
Otros pasivos corrientes	-
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	173.863

C Sociedades no consolidadas

- A** PFN
- B** Créditos fiscales
- C** No Consolidadas
- D** P.eq.
- E** Minoritarios
- F** EMSFM

Funespaña Chile y Funeuropa, ambas situadas en Chile, son sociedades que se encuentran inactivas. El coste contabilizado coincide con el importe de los desembolsos de capital pendientes que figuran registrados bajo el epígrafe de "Otros pasivos no corrientes" y que ha sido incluido como Posición Financiera Neta.

Miles Euros	2017
Funespaña Chile, S.A.	133
Funesuropa, S.A.	113
No consolidadas	246

D Sociedades integradas por el método de Puestas en equivalencia

Tal y como se ha descrito con anterioridad, Funespaña cuenta con inversiones en numerosas sociedades que consolidan bajo el método de puesta en equivalencia, contabilizadas a 31 de diciembre de 2017 por un importe superior a 27M€ y representativas de aproximadamente el 16% del activo total.

El valor contable de estas inversiones podría no reflejar el valor de mercado de las sociedades afectas, al no considerar las potenciales plusvalías o minusvalías latentes con las que éstas pudiesen contar.

E Intereses Minoritarios

El valor de los intereses minoritarios está contabilizado en balance por 1,8M€ a 31 de diciembre de 2017. El valor de mercado de dichos intereses está condicionado por el valor de mercado atribuido al Grupo.

Aspectos específicos del balance de situación

Consideramos el valor contable como la mejor aproximación de valor de la participación del Grupo en Empresa Mixta de Servicios Funerarios de Madrid

F Empresa Mixta de Servicios Funerarios de Madrid (liquidación)

En septiembre de 2016 se disolvió la EMSFM, fecha en la que se cumplían 50 años desde su constitución. La EMSFM, actualmente en liquidación, es una empresa participada al 51% por el Ayuntamiento de Madrid, siendo el 49% restante de Funespaña. De acuerdo a las cuentas anuales de Funespaña, en los estatutos de la EMSFM se indica que, llegado el momento de su extinción por transcurso del periodo de tiempo por el que fue constituida, todo su activo revertirá al Ayuntamiento de Madrid sin que Funespaña tenga derecho a cuota de liquidación alguna. No obstante, en la memoria no se establece el modo en el que se procederá a la liquidación de los activos netos y la amortización del capital privado.

A 31 de diciembre de 2017, el Ayuntamiento de Madrid no ha adoptado ningún acuerdo para reconocer a Funespaña los derechos que pudieran corresponderle y la amortización de su participación en el capital privado de la EMSFM. Consecuentemente, la participación en dicha empresa se consideraba dentro del epígrafe "Activos no corrientes mantenidos para la venta" al encontrarse en proceso de liquidación. Adicionalmente, existen demandas judiciales interpuestas por Funespaña contra el Ayuntamiento de Madrid y la EMSFM de los cuales la cuantía máxima reclamada asciende a 23,2M€ (Anexo I).

En consecuencia, hemos considerado como el valor de la participación de Funespaña en EMSFM, el valor al que está contabilizada en libros del Grupo (25,1 millones de euros). No obstante, hemos realizado un ejercicio de contraste mediante la aplicación de múltiplos EV/EBITDA sobre el EBITDA medio histórico de la sociedad, no desprendiéndose valores superiores al contable.

De considerarse como valor de la participación la cuantía reclamada en el litigio, tal y como le indicamos en el Anexo I, tendría un impacto negativo (0,1€) en el valor estimado por acción.

Funespaña

Inmuebles no afectos al negocio

Funespaña cuenta, a 31 de diciembre de 2017, 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 los activos en base a las tasaciones más recientes⁽¹⁾ y estudios internos proporcionados por la Sociedad, ajustado por el efecto fiscal de las plusvalía/minusvalías generadas. El efecto fiscal se calcula como el 25% del diferencial entre el valor de mercado y el valor neto contable de cada uno de los activos.

Tipo	Localidad	Tasac	Valor	VNC	Plusvalía	Impuesto	NAV
Local	Málaga	2014	108	125	(18)	(4)	112
Local	Málaga	2014	75	96	(21)	(5)	80
Local	Pizarra	2014	40	86	(46)	(11)	51
Solar	Pontevedra	2010	516	167	349	87	429
Locales	Tarragona	2014	100	68	32	8	92
Solar	Zaragoza	2014	15	16	(1)	(0)	15
Local	Valencia	2014	136	-	136	34	102
Local	Valencia	2014	275	-	275	69	206
Finca	Elche	2011	96	193	(97)	(24)	96
Total			1.361				1.184

Nota: Los informes de tasación facilitados por el Grupo, cuyas fechas de emisión son anteriores a 2014, podrían no reflejar el valor actual de mercado de los activos no afectos.

No obstante, para que un cambio en la valoración de dichos activos tuviera un impacto de 0,1€ en el valor por acción, debería darse una revalorización superior al 200% sobre el valor de las tasaciones, revalorización que no tenemos evidencia de que se haya producido. Por tanto, se trata de un conjunto de activos con un impacto residual en la valoración de Funespaña.

Métodos de valoración según RD 1066/2007

Métodos de Valoración según el RD 1066/2007

Hemos considerado las diferentes metodologías indicadas en el RD 1066/2007

Los métodos de valoración considerados en la realización de nuestro trabajo se han desarrollado de conformidad con lo establecido en el Artículo 10.5 del RD 1066/2007, donde se indican las metodologías de valoración a aplicar en el caso de una OPA por exclusión.

Valor Teórico Contable

Valor teórico contable de la sociedad 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 de Liquidación

Valor liquidativo de la sociedad 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 últimos 6 meses

Cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.

Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad en una OPA

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.

Métodos de valoración comúnmente aceptados

Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como, descuento de flujos de caja, múltiplos de compañías y transacciones comparables u otros. De acuerdo con nuestro entendimiento de la Sociedad, el sector, la actividad y sus características específicas, no hemos considerado relevantes otros métodos de valoración distintos de los mencionados anteriormente.

Valor Teórico Contable

Valor Teórico Contable

Consideramos que el Valor Teórico Contable no es una metodología adecuada para nuestra conclusión de valor

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

Se trata de un enfoque que considera los activos y pasivos invertidos en el negocio en el momento de la valoración a su valor contable y no tiene en cuenta las plusvalías o minusvalías latentes con que pudiera contar la sociedad.

El RD 1066/2007 establece que el VTC de la sociedad, 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, la Sociedad elabora estados financieros semestrales, no trimestrales, por lo que hemos procedido a calcular el VTC por acción de la Sociedad y del grupo consolidado sobre las cuentas anuales auditadas correspondientes al 31 de diciembre de 2017. No obstante, la Dirección de Funespaña nos ha facilitado un balance de situación no auditado ni formulado a 31 de marzo de 2018, sobre el que hemos estimado el VTC por acción, no desprendiéndose diferencias significativas con respecto al estimado a cierre del 2017.

El capital social de la Sociedad a 31 de diciembre de 2017 y 31 de marzo 2018 está representado por 18.396.898 acciones de 0,30 euros de valor nominal cada una, totalmente suscritas y desembolsadas. Además, a 31 de diciembre 2017 y 31 de marzo 2018 la Sociedad no disponía de autocartera.

Miles Euros	Consolidado		Individual	
	31/12/2017	31/03/2018	31/12/2017	31/03/2018
	Auditado	No auditado	Auditado	No auditado
Activo no corriente	118.523	118.140	93.174	92.302
Activo corriente	55.340	56.286	19.875	15.210
Total Activo	173.863	174.426	113.049	107.512
Pasivo no corriente	30.032	27.748	27.966	25.788
Pasivo corriente	25.404	25.390	17.408	13.550
Patrimonio Neto	118.427	121.288	67.675	68.174
Intereses Minoritarios	(1.764)	(1.931)	-	-
PN atribuible a la sociedad dominante	116.663	119.357	67.675	68.174
Nº Acciones	18.397	18.397	18.397	18.397
Valor teórico contable por acción	6,34	6,49	3,68	3,71

Valor Liquidativo

Valor liquidativo

Consideramos que de la aplicación del valor liquidativo resultarían valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, por lo que no es preciso su cálculo

El valor de liquidación de una empresa trata de reflejar el valor neto que se obtendría de una empresa bajo la hipótesis de una eventual situación de disolución y 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, se liquiden todos los pasivos, así como las posibles contingencias (indemnizaciones al personal, gastos de desinstalación, honorarios de profesionales independientes, etc.).

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 corresponden a transacciones forzadas condicionadas por la celeridad que tenga la sociedad en realizar sus activos.

A 31 de diciembre de 2017, el inmovilizado material de Funespaña (40.236 miles de euros) estaba compuesto principalmente por terrenos y construcciones, en este caso cementerios y tanatorios. La especificidad y características de los activos materiales de Funespaña supone que éstos tendrían escaso valor sino es para un eventual comprador cuya actividad fuese similar a la de la Sociedad y que adquiriese el negocio en marcha.

Por tanto, el valor liquidativo a considerar para estos inmovilizados podría resultar inferior al valor en libros. Además, al valor resultante habría que deducirle los costes de desinstalación y de adecuación de terrenos para otros usos.

El balance de situación incluye, a 31 de diciembre de 2017, activos intangibles por valor de 46,9 millones de euros (40% del patrimonio neto) de los cuales la mitad se corresponden a fondo de comercio y la otra mitad a activos sujetos a concesión. Dada la naturaleza de estos activos, en un escenario de liquidación, el porcentaje de recuperación de los mismos sería escaso.

En este caso, consideramos que no es un método adecuado para la Sociedad en cuanto que, dada la naturaleza del negocio, de la aplicación de este método resultarían valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, por lo que no es preciso su cálculo.

Cotización media ponderada

Cotización media ponderada de las acciones

Funespaña presenta un bajo porcentaje de free-float, por lo que la cotización media ponderada no es una metodología adecuada para nuestra conclusión de valor

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 un volumen de contratación y unos niveles de liquidez representativos.

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

Con fecha 29 de diciembre de 2014, Funespaña anunció la intención de Mapfre de promover la formulación de una Oferta Pública de Adquisición, la cual no pudo ser formulada, sobre la totalidad de las acciones de Funespaña, considerando que 7,50 euros por acción resultaba adecuado como precio para la OPA de Exclusión.

Con fecha 19 de abril 2017, Mapfre anunció en un hecho relevante "mantener su interés" sobre la oferta pública de exclusión anunciada el 29 de diciembre de 2014.

Posteriormente, con fecha 29 de septiembre de 2017, informó de la sentencia de la Audiencia Nacional y volvió a ratificar su interés en la referida OPA.

Con fecha 21 de febrero de 2018, y una vez resueltos los condicionantes legales que impidieron la formulación de la OPA, Mapfre reiteró su interés en la formulación de la mencionada OPA, fijando en éste último hecho relevante la fecha a partir de la cual podría iniciarse su tramitación.

A fecha de la elaboración de nuestro Informe, no se ha realizado el anuncio de propuesta de OPA de exclusión de las acciones de Funespaña.

Por esta razón, para analizar la cotización media ponderada se ha tomado como fecha de referencia la de los últimos seis meses inmediatamente anteriores a la fecha de emisión de este Informe, así como la cotización media ponderada de los semestres inmediatamente anteriores a las fechas de los hechos relevantes en los que Mapfre reiteraba su interés de la formulación de la OPA.

De acuerdo a la composición del capital social cabe reseñar que, a la Fecha de Valoración, el 96% está controlado directa o indirectamente por el mismo accionista y, por lo tanto, el "free-float" sería del 4% del capital social.

En la consideración de este método debe tenerse en cuenta los limitados volúmenes de contratación realizados durante el periodo analizado y el escaso porcentaje de free-float.

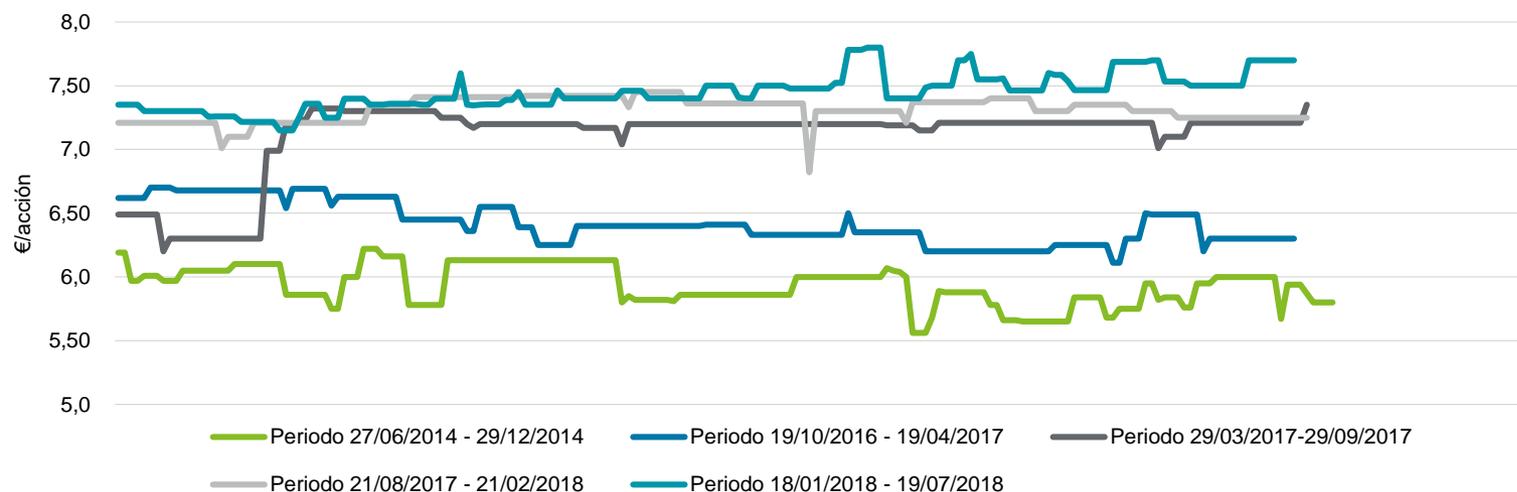
Cotización media ponderada de las acciones

Las acciones de Funespaña presentan reducidos volúmenes de contratación

Fecha hecho relevante	29/12/2014	19/04/2017	29/09/2017	21/02/2018	19/07/2018
Cotización media ponderada¹	5,88	6,40	7,10	7,28	7,44
Precio máximo	6,6	6,79	7,35	7,5	7,90
Precio mínimo	5,3	6,11	6,2	6,82	7,15
Efectivo medio negociado (en euros)	5.294	5.237	6.214	5.846	19.015
Volumen de acciones medio negociado como % sobre free-float	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,3%

¹ Datos obtenidos del certificado de la Sociedad Rectora de Bolsa de Madrid con la cotización media ponderada de las acciones de las Sociedad en los seis meses inmediatamente anteriores a las fechas indicadas.

Evolución de la cotización



Fuente: Bolsa de Madrid

Precio de OPAs formulada en los 12 meses previos

Precio de OPAs formulada en los 12 meses previos

No ha existido ninguna OPA sobre Funespaña en los 12 meses precedentes a la fecha de emisión del presente Informe

El día 27 de marzo de 2017, la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional dio traslado a Mapfre del escrito presentado ante la misma por la CNMV, con fecha 3 de noviembre de 2015, por el que, a efectos de dar cumplimiento a la sentencia dictada por el Tribunal Supremo, el Acuerdo del Consejo de la CNMV, de 28 de octubre de 2015, procedió al recálculo del referido precio equitativo, de 7 euros por acción, y a su fijación en 7,37 euros por acción.

Consideramos que la operación descrita anteriormente está relacionada con la OPA formulada el 14 de diciembre de 2011, y por tanto no pertenece a ninguna Oferta Pública de Adquisición formulada sobre las acciones de Funespaña en los últimos 12 meses precedentes a nuestro Informe.

Otros métodos de valoración comúnmente aceptados

Descuento de Flujos de Caja

Descuento de Flujos de Caja

Es la metodología de mayor aceptación en la comunidad financiera

El DFC como enfoque de valoración

El Descuento de Flujos de Caja Libres (en adelante, "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, posición financiera neta y activos y pasivos no operativos así como eliminando la proporción del negocio atribuible a los accionistas minoritarios.

La construcción del valor

La construcción del valor de las acciones atribuibles al Grupo se desglosa a continuación:

	Enfoque
Valor del Negocio	DFC
(+) Valor actual neto de los activos fiscales	VAN
(-) Posición Financiera Neta Consolidada	VTC
(+) Otros activos y pasivos	VTC
(+) Participaciones no consolidadas	VTC
(+) Sociedades Puestas en Equivalencia	Múltiplo EBITDA
(-) Intereses minoritarios	Múltiplo EBITDA
Valor de las acciones atribuibles al Grupo	

El proceso de valoración se ha dividido en las siguientes fases:

- A Análisis del Plan de Negocio preparado por la Dirección de Funespaña (**Caso Base**);
- B Ejercicio alternativo de contraste al Caso Base (**Escenario Alternativo**) considerando la rentabilidad histórica del Grupo y las perspectivas de defunciones y de crecimiento en precios;
- C Determinación de la **tasa de descuento** aplicable al negocio funerario;
- D Determinación de la **tasa de crecimiento a perpetuidad** aplicable considerando las perspectivas de defunciones en España y las perspectivas de inflación;
- E Cálculo del valor actual de los **créditos fiscales** según el ritmo marcado por el Plan de Negocio;
- F Determinación del **multiplicador EV/EBITDA** a considerar para la valoración de las sociedades **puestas en equivalencia**;
- G Determinación del valor atribuible a los socios **minoritarios**.

Descuento de Flujos de Caja

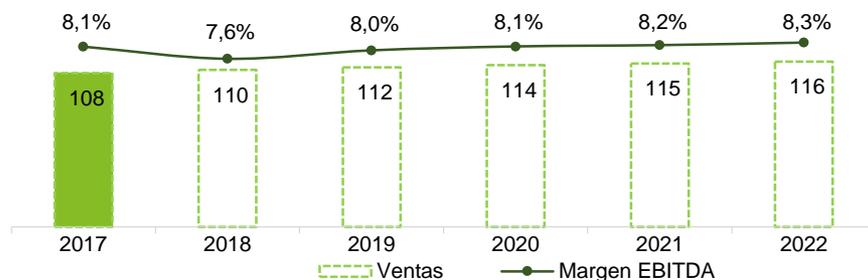
La Dirección de Funespaña nos ha proporcionado proyecciones financieras para el período 2018–2022

Proyección de cuenta de pérdidas y ganancias consolidada

Miles Euros	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Importe neto de la cifra de negocios	108.150	110.221	112.085	113.551	114.785	116.130
% Crecimiento		1,9%	1,7%	1,3%	1,1%	1,2%
Aprovisionamientos	(72.635)	(74.387)	(75.418)	(76.259)	(77.047)	(77.868)
Margen Bruto	35.515	35.834	36.668	37.291	37.738	38.262
Margen Bruto	32,8%	32,5%	32,7%	32,8%	32,9%	32,9%
Gastos de personal	(18.685)	(18.599)	(18.830)	(19.018)	(19.209)	(19.401)
Otros gastos de explotación	(8.377)	(9.055)	(9.093)	(9.215)	(9.307)	(9.400)
Ajustes Gastos de Bolsa	343	183	186	189	193	196
EBITDA	8.796	8.363	8.931	9.247	9.415	9.657
Margen EBITDA	8,1%	7,6%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%
Amortización del inmovilizado	(2.945)	(3.006)	(3.020)	(3.035)	(3.049)	(3.064)
Deterioro y resultado enaj. Inmov	40	-	-	-	-	-
EBIT	5.891	5.357	5.910	6.212	6.365	6.593
Margen EBIT	5,4%	4,9%	5,3%	5,5%	5,5%	5,7%
Impuestos		(1.339)	(1.478)	(1.553)	(1.591)	(1.648)
NOPLAT		4.018	4.433	4.659	4.774	4.945
Amortización del inmovilizado		3.006	3.020	3.035	3.049	3.064
Variación de circulante		84	(44)	(19)	(6)	(13)
Inversiones en inmovilizado		(4.978)	(3.052)	(2.082)	(2.102)	(2.125)
Flujo de Caja Libre		2.129	4.357	5.593	5.715	5.871

Fuente: Información proporcionada por la dirección de Funespaña

Nota: 2017 normalizado



Fuente: Información proporcionada por la Dirección de Funespaña

A Caso Base - Introducción

La Dirección de Funespaña nos ha proporcionado un Plan de Negocio para el período 2018-2022 en base a su mejor estimación. Las principales directrices sobre las que se basan estas estimaciones son las siguientes:

- Funespaña ha elaborado su Plan de Negocio a nivel consolidado y separando sus dos principales unidades de negocio. En particular, se ha diferenciado el negocio directo (en adelante, el "Negocio Directo") del negocio desarrollado por All Funeral Services (en adelante, el "Negocio Intermediado").
- Las proyecciones asociadas a 2018 corresponden al presupuesto aprobado por los órganos de decisión del Grupo y han sido construidas a partir de la agregación y posterior consolidación de los presupuestos individuales de cada una de las sociedades pertenecientes al perímetro.
- En relación con las inversiones en inmovilizado, para el ejercicio 2018, la Dirección de Funespaña ha mantenido las estimaciones previstas en el presupuesto elaborado anualmente. Para el resto del período de proyección, se ha considerado un capex de mercado para el Negocio Directo en función del ratio de inversiones sobre ventas observado en otras compañías del sector (4,1%) más aquellos importes del presupuesto de inversiones que se estima que se prolonguen en el tiempo. En el caso del Negocio Intermediado, las inversiones se han mantenido en los niveles observados históricamente (0,2%), resultando en un porcentaje del 1,7% sobre los ingresos consolidados.

Descuento de Flujos de Caja

Se prevé un crecimiento medio de los ingresos de c. 1,4% durante el período de proyección y una mejora progresiva de la rentabilidad

Proyección de cuenta de pérdidas y ganancias - Negocio Directo

Euros	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Importe neto de la cifra de negocios	41.942	41.611	42.652	43.423	43.956	44.592
% Crecimiento		(0,8%)	2,5%	1,8%	1,2%	1,4%
Aprovisionamientos	(11.100)	(10.575)	(10.839)	(11.035)	(11.171)	(11.332)
Margen Bruto	30.843	31.036	31.812	32.388	32.785	33.260
Margen Bruto	73,5%	74,6%	74,6%	74,6%	74,6%	74,6%
Gastos de personal	(16.368)	(16.311)	(16.514)	(16.679)	(16.846)	(17.015)
Otros gastos de explotación	(7.900)	(8.468)	(8.499)	(8.615)	(8.701)	(8.788)
Ajustes gastos no recurrentes	343	183	186	189	193	196
EBITDA	6.917	6.440	6.985	7.282	7.430	7.653
Margen EBITDA	16,5%	15,5%	16,4%	16,8%	16,9%	17,2%
Amortización del inmovilizado	(2.845)	(2.903)	(2.918)	(2.932)	(2.947)	(2.962)
Deterioro y resultado enaj. Inmov	40	-	-	-	-	-
EBIT	4.112	3.537	4.068	4.350	4.483	4.691
Margen EBIT	9,8%	8,5%	9,5%	10,0%	10,2%	10,5%

Proyección de cuenta de pérdidas y ganancias - Negocio Intermediado

Euros	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Importe neto de la cifra de negocios	66.207	68.610	69.434	70.128	70.829	71.538
% Crecimiento		3,6%	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%
Aprovisionamientos	(61.535)	(63.813)	(64.578)	(65.224)	(65.876)	(66.535)
Margen Bruto	4.672	4.798	4.855	4.904	4.953	5.003
Margen Bruto	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Gastos de personal	(2.317)	(2.288)	(2.316)	(2.339)	(2.362)	(2.386)
Otros gastos de explotación	(477)	(587)	(594)	(600)	(606)	(612)
EBITDA	1.878	1.922	1.945	1.965	1.985	2.004
Margen EBITDA	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Amortización del inmovilizado	(100)	(103)	(103)	(103)	(103)	(103)
EBIT	1.778	1.820	1.843	1.862	1.882	1.902
Margen EBIT	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%

Fuente: Análisis Deloitte

Nota: 2017 normalizado

A Caso Base - Principales hipótesis

- El Plan de Negocio considera un crecimiento medio de los ingresos consolidados de c.1,4% para el período 2018-2022, como consecuencia de un incremento en la actividad y en las tarifas. En 2018, se espera un crecimiento más significativo que en el resto del período, fundamentalmente asociado al Negocio Intermediado (+3,6% vs 2017).
- La proporción de Negocio Directo y de Negocio Intermediado se prevé que se mantenga constante en niveles similares a los de 2017 (38% y 62%, respectivamente) durante los 5 años de proyección.
- En términos de rentabilidad (EBITDA), el Negocio Intermediado se prevé que se mantenga en los niveles registrados en 2017 (2,8%).
- Respecto al Negocio Directo, se prevé un descenso del margen en 2018 como consecuencia de un incremento de los gastos generales del 7,2%. A partir de 2019 se prevé una recuperación progresiva del margen EBITDA, que alcanzará niveles cercanos al 17%, una vez acometidas las inversiones previstas para 2018.

Descuento de Flujos de Caja

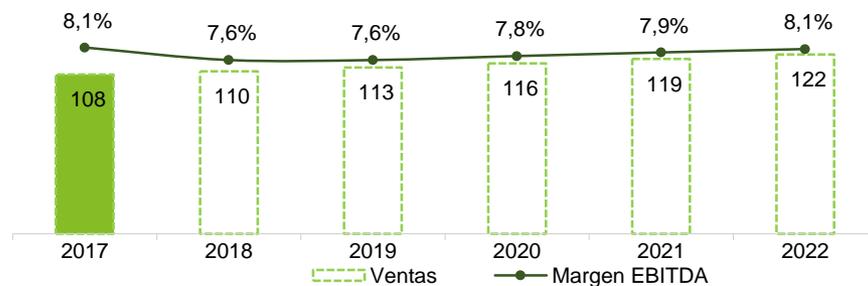
Hemos construido un Escenario Alternativo ajustando los crecimientos en ventas en función de las perspectivas de defunciones por comunidad autónoma y las previsiones de inflación

Proyección de cuenta de pérdidas y ganancias consolidada

Miles Euros	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Importe neto de la cifra de negocios	108.150	110.221	112.987	115.771	118.705	121.729
% Crecimiento		1,9%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Aprovisionamientos	(72.635)	(74.387)	(76.466)	(78.351)	(80.338)	(82.385)
Margen Bruto	35.515	35.834	36.520	37.419	38.367	39.344
Margen Bruto	32,8%	32,5%	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%
Gastos de personal	(18.685)	(18.599)	(18.926)	(19.258)	(19.620)	(20.001)
Otros gastos de explotación	(8.377)	(9.055)	(9.210)	(9.367)	(9.539)	(9.720)
Ajustes Gastos de Bolsa	343	183	186	189	193	196
EBITDA	8.796	8.363	8.571	8.984	9.401	9.818
Margen EBITDA	8,1%	7,6%	7,6%	7,8%	7,9%	8,1%
Amortización del inmovilizado	(2.945)	(3.006)	(3.131)	(3.206)	(3.267)	(3.330)
Deterioro y resultado enaj. Inmov	40	-	-	-	-	-
EBIT	5.891	5.357	5.439	5.779	6.134	6.489
Margen EBIT	5,4%	4,9%	4,8%	5,0%	5,2%	5,3%
Impuestos		(1.339)	(1.360)	(1.445)	(1.533)	(1.622)
NOPLAT		4.018	4.080	4.334	4.600	4.866
Amortización del inmovilizado		3.006	3.131	3.206	3.267	3.330
Variación de circulante		84	13	(12)	(11)	(10)
Inversiones en inmovilizado		(4.978)	(3.067)	(2.119)	(2.168)	(2.219)
Flujo de Caja Libre		2.129	4.157	5.409	5.688	5.967

Fuente: Análisis Deloitte

Nota: 2017 normalizado



Fuente: Información proporcionada por la Dirección de Funespaña

B Escenario Alternativo – Principales hipótesis

Si bien del análisis realizado no se han identificado asuntos relevantes que lleven a concluir que las proyecciones no son razonables, dada la incertidumbre asociada a cualquier ejercicio de proyección, hemos realizado un ejercicio de contraste al Caso Base ajustando determinadas variables con el fin de establecer un rango de resultados en el DFC.

Para el ejercicio 2018, hemos mantenido la proyección del Caso Base al estar basada en un presupuesto que, de acuerdo con las manifestaciones de la Dirección de Funespaña, tiene un grado de cumplimiento a la fecha de realización del informe en línea con lo previsto por la Dirección de Funespaña.

A partir de 2019 hemos ajustado el crecimiento en ventas tanto del Negocio Directo como del Negocio Intermediado en función de dos variables macroeconómicas: (i) las perspectivas de defunciones por comunidad autónoma publicadas por el INE; y (ii) las perspectivas de crecimiento del índice de precios al consumo (en adelante, "IPC"). Hemos calculado una media del crecimiento en defunciones por comunidad autónoma ponderándola en función de la presencia geográfica a cierre de 2017. Posteriormente, hemos incrementado el crecimiento obtenido por las perspectivas de inflación anuales. La consideración de dicha asunción arroja unos crecimientos de c.2,5% anuales durante todo el período de proyección, sensiblemente superiores a los considerados por la Dirección de Funespaña en el Caso Base.

Descuento de Flujos de Caja

Asimismo, hemos ajustado el margen bruto en base a las referencias históricas y los gastos de estructura en base a las perspectivas de inflación

Proyección de cuenta de pérdidas y ganancias - Negocio Directo

Euros	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Importe neto de la cifra de negocios	41.942	41.611	42.654	43.704	44.810	45.951
% Crecimiento		(0,8%)	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Aprovisionamientos	(11.100)	(10.575)	(11.052)	(11.324)	(11.610)	(11.906)
Margen Bruto	30.843	31.036	31.602	32.380	33.200	34.045
Margen Bruto	73,5%	74,6%	74,1%	74,1%	74,1%	74,1%
Gastos de personal	(16.368)	(16.311)	(16.580)	(16.854)	(17.155)	(17.474)
Otros gastos de explotación	(7.900)	(8.468)	(8.608)	(8.750)	(8.907)	(9.072)
Ajustes gastos no recurrentes	343	183	186	189	193	196
EBITDA	6.917	6.440	6.600	6.965	7.330	7.695
Margen EBITDA	16,5%	15,5%	15,5%	15,9%	16,4%	16,7%
Amortización del inmovilizado	(2.845)	(2.903)	(3.029)	(3.103)	(3.164)	(3.227)
Deterioro y resultado enaj. Inmov	40	-	-	-	-	-
EBIT	4.112	3.537	3.571	3.862	4.166	4.468
Margen EBIT	9,8%	8,5%	8,4%	8,8%	9,3%	9,7%

Proyección de cuenta de pérdidas y ganancias - Negocio Intermediado

Euros	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Importe neto de la cifra de negocios	66.207	68.610	70.333	72.067	73.895	75.778
% Crecimiento		3,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Aprovisionamientos	(61.535)	(63.813)	(65.415)	(67.028)	(68.727)	(70.479)
Margen Bruto	4.672	4.798	4.918	5.040	5.167	5.299
Margen Bruto	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Gastos de personal	(2.317)	(2.288)	(2.346)	(2.404)	(2.465)	(2.528)
Otros gastos de explotación	(477)	(587)	(602)	(617)	(632)	(648)
EBITDA	1.878	1.922	1.971	2.019	2.070	2.123
Margen EBITDA	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Amortización del inmovilizado	(100)	(103)	(103)	(103)	(103)	(103)
EBIT	1.778	1.820	1.868	1.917	1.968	2.021
Margen EBIT	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%

Fuente: Análisis Deloitte

Nota: 2017 normalizado

B Escenario Alternativo – Principales hipótesis

Para el Negocio Intermediado hemos mantenido las hipótesis de rentabilidad consideradas por la Dirección de Funespaña en su Caso Base.

Para el Negocio Directo, hemos ajustado el margen bruto (como porcentaje sobre ingresos) en función del desempeño histórico del Grupo, adoptando la media de los tres últimos ejercicios de los que se dispone de datos reales (2015-2017).

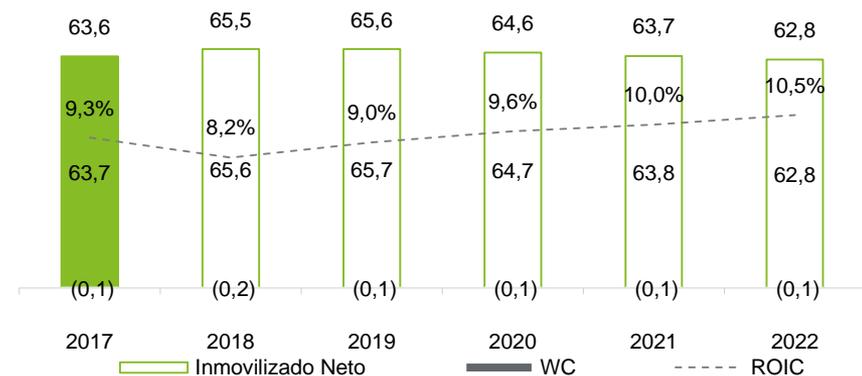
Para los gastos de personal y demás gastos de explotación del Negocio Directo, hemos considerado que variarán al mismo ritmo que la inflación considerada en la proyección de ingresos.

La aplicación de estas hipótesis resulta en márgenes operativos (EBITDA) crecientes para el Negocio Directo. Esto, unido a un mantenimiento del margen EBITDA del Negocio Intermediado en los mismos niveles que en el Caso Base, resulta en un margen operativo creciente a nivel consolidado, pero inferior al esperado por la Dirección de Funespaña. No obstante, el último año de proyección presenta un EBITDA superior en términos absolutos, lo cual dado el peso relativo del valor terminal resulta en una valoración superior.

Descuento de Flujos de Caja

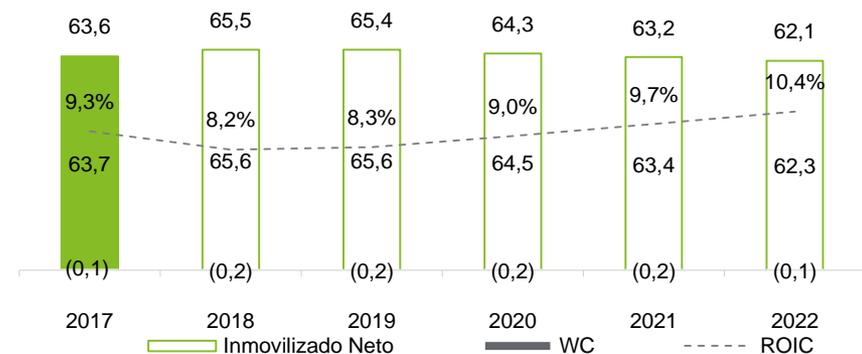
La rentabilidad sobre el capital invertido en ambos escenarios converge en niveles superiores al 10% en el último año de proyección

Capital invertido (M€) y ROIC (%) – Caso Base



Fuente: Análisis Deloitte

Capital invertido (M€) y ROIC (%) – Escenario Alternativo



Fuente: Análisis Deloitte

Nota: 2017 normalizado

A B Rentabilidades sobre el capital invertido (ROIC)

En el Escenario Alternativo hemos mantenido las asunciones relativas a la inversión en inmovilizado consideradas por la Dirección de Funespaña (como porcentaje sobre ingresos), al estar basadas en referencias de mercado.

No obstante, hemos ajustado la proyección de la amortización estimada por la Dirección de Funespaña, considerando la vida útil media de los activos existentes y de las inversiones previstas. Esto resulta en un inmovilizado neto ligeramente inferior en el Escenario Alternativo que en el Caso Base.

Respecto a la proyección de capital circulante, el Escenario Alternativo conserva las hipótesis consideradas en el Caso Base (mantenimiento de períodos medios de cobro y pago en niveles de 2017) (Véase Anexo III).

En cualquier caso, el retorno sobre la inversión se encuentra por encima del coste medio ponderado del capital (descrito más adelante) durante todo el horizonte de proyección.

Descuento de Flujos de Caja

Detalle de cálculo del DFC Consolidado – Caso Base

Proyección de cuenta de pérdidas y ganancias consolidada - Caso Base

Miles Euros	2017	2018	2019	2020	2021	2022	VT
Importe neto de la cifra de negocios	108.150	110.221	112.085	113.551	114.785	116.130	116.130
% Crecimiento		1,9%	1,7%	1,3%	1,1%	1,2%	
Aprovisionamientos	(72.635)	(74.387)	(75.418)	(76.259)	(77.047)	(77.868)	(77.868)
Margen Bruto	35.515	35.834	36.668	37.291	37.738	38.262	38.262
Margen Bruto	32,8%	32,5%	32,7%	32,8%	32,9%	32,9%	
Gastos de personal	(18.685)	(18.599)	(18.830)	(19.018)	(19.209)	(19.401)	(19.401)
Otros gastos de explotación	(8.377)	(9.055)	(9.093)	(9.215)	(9.307)	(9.400)	(9.400)
Ajustes Gastos de Bolsa	343	183	186	189	193	196	196
EBITDA	8.796	8.363	8.931	9.247	9.415	9.657	9.657
Margen EBITDA	8,1%	7,6%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	
Amortización del inmovilizado	(2.945)	(3.006)	(3.020)	(3.035)	(3.049)	(3.064)	(1.954)
Deterioro y resultado enaj. Inmov	40	-	-	-	-	-	-
EBIT	5.891	5.357	5.910	6.212	6.365	6.593	7.704
Margen EBIT	5,4%	4,9%	5,3%	5,5%	5,5%	5,7%	
Impuestos		(1.339)	(1.478)	(1.553)	(1.591)	(1.648)	(1.926)
NOPLAT	4.018	4.433	4.659	4.774	4.945	4.945	5.779
Amortización del inmovilizado		3.006	3.020	3.035	3.049	3.064	1.954
Variación de circulante		84	(44)	(19)	(6)	(13)	1
Inversiones en inmovilizado		(4.978)	(3.052)	(2.082)	(2.102)	(2.125)	(1.954)
Flujo de Caja Libre	2.129	4.357	5.593	5.715	5.871	5.871	5.779
Valor Terminal							107.024
Período de descuento		0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
Factor de descuento		0,965	0,899	0,837	0,780	0,727	0,727
Flujo de Caja Descontado	2.055	3.917	4.684	4.458	4.266	4.266	77.761

	Min	Máx
VAN Período explícito	19.380	19.380
VAN Valor Residual	77.761	87.544
Valor del Negocio	97.141	106.924
VAN Escudo Fiscal	2.514	2.514
Participación EMSFM	25.080	25.080
Activos inmobiliarios	1.184	1.184
Participaciones no consolidadas	246	246
Deuda financiera neta	(24.434)	(24.434)
Participaciones puestas en equivaler	32.099	35.594
Intereses minoritarios	(4.757)	(5.320)
Valor de las Acciones	129.073	141.788
Número acciones	18.397	18.397
Valor por acción	7,02	7,71

Fuente: Análisis Deloitte

Cálculo del Valor terminal
$VT = \frac{FCL_n \times (1 + g)}{(WACC - g)}$
dónde FCLn es Flujo de Caja normalizado
FCLn 5.779
g 1,9% - 2,4%
WACC 7,4%

Ajustes para la determinación del Flujo de Caja Normalizado

Si bien algunos de los negocios de Funespaña basan su actividad en concesiones administrativas, se ha considerado la explotación de los activos en las condiciones actuales a perpetuidad, en tanto en cuanto los vencimientos de las mismas son a largo plazo. Se ha estimado el valor terminal como el valor actual de una renta perpetua creciente en función del modelo de Gordon-Saphiro. Las principales hipótesis asumidas para el cálculo del flujo de caja normalizado se resumen a continuación:

- Se ha considerado un capex de mercado para el Negocio Directo en función del ratio de inversiones sobre ventas observado en otras compañías del sector (4,1%). En el caso del Negocio Intermediado, las inversiones se han mantenido en los niveles observados históricamente (0,2%), resultando en un porcentaje del 1,7% sobre los ingresos consolidados.
- Se considera que el capital circulante crecerá a la tasa de crecimiento a perpetuidad aplicable en cada caso (g).
- A perpetuidad se estima que la amortización es igual a las inversiones en inmovilizado del año normalizado.

Descuento de Flujo de Caja

Detalle de cálculo del DFC Consolidado – Escenario Alternativo

Proyección de cuenta de pérdidas y ganancias consolidada - Escenario Alternativo

Miles Euros	2017	2018	2019	2020	2021	2022	VT
Importe neto de la cifra de negocios	108.150	110.221	112.987	115.771	118.705	121.729	121.729
% Crecimiento		1,9%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
Aprovisionamientos	(72.635)	(74.387)	(76.466)	(78.351)	(80.338)	(82.385)	(82.385)
Margen Bruto	35.515	35.834	36.520	37.419	38.367	39.344	39.344
Margen Bruto	32,8%	32,5%	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%	
Gastos de personal	(18.685)	(18.599)	(18.926)	(19.258)	(19.620)	(20.001)	(20.001)
Otros gastos de explotación	(8.377)	(9.055)	(9.210)	(9.367)	(9.539)	(9.720)	(9.720)
Ajustes Gastos de Bolsa	343	183	186	189	193	196	196
EBITDA	8.796	8.363	8.571	8.984	9.401	9.818	9.818
Margen EBITDA	8,1%	7,6%	7,6%	7,8%	7,9%	8,1%	
Amortización del inmovilizado	(2.945)	(3.006)	(3.131)	(3.206)	(3.267)	(3.330)	(2.048)
Deterioro y resultado enaj. Inmov	40	-	-	-	-	-	-
EBIT	5.891	5.357	5.439	5.779	6.134	6.489	7.771
Margen EBIT	5,4%	4,9%	4,8%	5,0%	5,2%	5,3%	
Impuestos	(1.339)	(1.339)	(1.360)	(1.445)	(1.533)	(1.622)	(1.943)
NOPLAT	4.018	4.080	4.080	4.334	4.600	4.866	5.828
Amortización del inmovilizado		3.006	3.131	3.206	3.267	3.330	2.048
Variación de circulante		84	13	(12)	(11)	(10)	3
Inversiones en inmovilizado		(4.978)	(3.067)	(2.119)	(2.168)	(2.219)	(2.048)
Flujo de Caja Libre	2.129	4.157	5.409	5.688	5.967	5.967	5.831
Valor Terminal							121.569
Período de descuento		0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
Factor de descuento		0,965	0,899	0,837	0,780	0,727	0,727
Flujo de Caja Descontado		2.055	3.737	4.529	4.437	4.335	88.328

En el Escenario Alternativo, se han asumido las mismas hipótesis que en el Caso Base para el cálculo del valor terminal.

	Min	Máx
VAN Período explícito	19.094	19.094
VAN Valor Residual	78.452	88.328
Valor del Negocio	97.547	107.422
VAN Bins	2.508	2.508
Participación EMSFM	25.080	25.080
Activos inmobiliarios	1.184	1.184
Participaciones no consolidadas	246	246
Deuda financiera neta	(24.434)	(24.434)
Participaciones puestas en equivaler	32.984	36.581
Intereses minoritarios	(4.691)	(5.250)
Valor de las Acciones	130.424	143.337
Número acciones	18.397	18.397
Valor por acción	7,09	7,79

Cálculo del Valor terminal
$VT = \frac{FCL_n \times (1 + g)}{(WACC - g)}$
dónde FCLn es Flujo de Caja normalizado
FCLn 5.831
g 1,9% - 2,4%
WACC 7,4%

Fuente: Análisis Deloitte

Descuento de Flujos de Caja

La tasa de descuento estimada para la valoración del negocio de Funespaña asciende a 7,4%

C Determinación de la tasa de descuento

La tabla adjunta muestra los componentes de la tasa de descuento, calculada bajo la metodología del *Capital Assets Pricing Model*, que capturan a nuestro entender de modo adecuado los riesgos sistemáticos a los que se ve expuesto Funespaña y que son percibidos por el mercado.

Parámetros		
Tasa libre de riesgo	1	1,6%
Prima de mercado	2	6,8%
Beta reapalancada	3	1,0
Coste de los recursos propios		8,3%
Coste de la deuda	4	2,8%
Tipo impositivo	5	25%
Coste de la deuda neto de impuestos		2,1%
Estructura de capital (D/E)	6	17,3%
Tasa de descuento		7,4%

Estos parámetros responden a las premisas:

1. La tasa libre de riesgo – Se ha estimado sobre la base de la rentabilidad que puede obtener un inversor sin asumir riesgo de crédito. Se ha estimado como la rentabilidad del bono soberano español a 10 años a la Fecha de Valoración (31 de diciembre de 2017). Consideramos razonable dicha referencia viendo la evolución de esta variable en los últimos dos años hasta la Fecha del Informe (Véase Anexo IV) y la hipótesis de prima de mercado utilizada.

2. 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. Deloitte ha realizado un análisis de la prima de riesgo de mercado bajo distintos enfoques comúnmente aceptados por la comunidad financiera, concluyendo que, a 31 de diciembre de 2017, este parámetro oscilaría en un rango entre 6,5% y 7,0%, considerando como punto central la media entre ambos extremos (6,75%).

3. Beta reapalancada - Hemos analizado a 31 de diciembre de 2017 la media de las betas mensuales de los 5 últimos años de las compañías comparables cotizadas descritas a continuación. Asimismo, hemos descartado aquellas compañías para las que el R^2 , parámetro que mide la representatividad estadística, fuese inferior a 20%. Hemos desapalancado la beta de cada compañía en función de la estructura de capital propia de cada una de ellas, obteniendo una beta desapalancada de 0,88. Finalmente, hemos reapalancado dicha beta con la estructura de capital objetivo, considerada en la ponderación del coste de los recursos propios y ajenos.

4. Coste de la deuda - Hemos estimado el coste de la deuda antes de impuestos como la tasa libre de riesgo (1,6%) más un diferencial medio (1,25%) resultante de los ratios de cobertura de las compañías comparables cotizadas que hemos considerado descritas a continuación.

5. El tipo impositivo aplicable es el tipo nominal del impuesto de sociedades en base a lo establecido en la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.

6. Estructura de capital – Se ha partido de la estructura de capital del Grupo, considerando la posición de deuda por su valor nominal y el valor del patrimonio (fondos propios) que resulta del propio ejercicio de Descuento de Flujos de Caja (Véase Anexo V).

Descuento de Flujos de Caja

Detalle cálculos tasa de descuento

A continuación mostramos el detalle de las **betas** mensuales de los 5 últimos años de la compañías comparables cotizadas a 31 de diciembre de 2017. De esta muestra, hemos descartado aquéllas compañías para las que el R^2 fuese inferior a 20%, resultando en una beta media desapalancada de 0,88:

Ticker	Compañía	Deuda total (D)	Market Cap.	D/(D+E)	E/(D+E)	Tipo impositivo	R2	# Obs.	Filtro	Beta apalancada	Beta desapalancada
NYSE:SCI	Service Corporation International	3.369	7.221	31,8%	68,2%	40,0%	39,8%	60	Incluir	0,99	0,77
NYSE:CSV	Carriage Services, Inc.	342	434	44,0%	56,0%	40,0%	8,4%	60	No incluir	n/a	n/a
LSE:DTY	Dignity plc	586	917	39,0%	61,0%	19,0%	7,7%	60	No incluir	n/a	n/a
ASX:IVC	InvoCare Limited	256	1.766	12,6%	87,4%	30,0%	38,3%	60	Incluir	1,10	0,99
TSX:PLC	Park Law n Corporation	5	351	1,3%	98,7%	26,5%	1,5%	60	No incluir	n/a	n/a
Media											0,88
Mediana											0,88

Fuente: Capital IQ

Nota: para las sociedades ubicadas en Estados Unidos, el desapalancamiento de la beta se ha realizado en base al tipo del 40%, tipo aplicable al periodo histórico de 5 años que hemos analizado en la beta.

Para el desapalancamiento de la beta se ha considerado la fórmula de Hamada, fórmula generalmente aceptada en la comunidad de negocios:

$$\beta_U = \frac{1}{\beta_L \left[1 + (1-t) \frac{D}{E} \right]}$$

El coste de la deuda antes de impuestos ha sido estimado como la tasa libre de riesgo más un *spread* medio (1,25%) resultante de los ratios de cobertura de las compañías comparables cotizadas, ajustado por el *rating* correspondiente del país al que pertenecen. El detalle del *spread* se muestra a continuación:

Ticker	Compañía	Gastos financieros	EBIT	Rating País	Spread	Ratio de cobertura
NYSE:SCI	Service Corporation International	169	592	AA+	1,3%	3,5
NYSE:CSV	Carriage Services, Inc.	17	50	AA+	3,8%	2,9
LSE:DTY	Dignity plc	26	102	AA	2,5%	3,9
ASX:IVC	InvoCare Limited	10	99	AAA	1,0%	9,8
TSX:PLC	Park Law n Corporation	0	10	AAA	1,0%	25,2
Media					1,90%	9,1
Mediana					1,25%	3,9

Fuente: Capital IQ
Funespañá

Descuento de Flujos de Caja

La tasa de crecimiento a perpetuidad ha sido estimada en un rango de entre 1,9% y 2,4%. Asimismo, se ha considerado el valor actual neto de los activos fiscales del Grupo

D Determinación de la tasa de crecimiento a perpetuidad

La tasa de crecimiento a perpetuidad, variable que interviene en el cálculo del valor residual, ha sido estimada en base a las perspectivas de crecimiento en defunciones y a las perspectivas de inflación. El rango resultante, considerado tanto en el Caso Base como el Escenario Alternativo, asciende a 1,9% y 2,4%, y se desprende de lo siguiente:

- 1,9% corresponde a la inflación estimada para España en el año 2022, último año para el que existen estimaciones por parte del Fondo Monetario Internacional;
- 2,4% es el resultado de sumarle a dicha inflación la media ponderada por la presencia de Funespaña de las defunciones esperadas por comunidad autónoma para España para el período 2023-2030 (+0,6%).



Fuente: Instituto Nacional de Estadística

Si bien la Sociedad utiliza para los test de deterioro en sus cuentas anuales de 2017 una tasa de crecimiento a perpetuidad de 1,9%, nosotros hemos considerado una *g* en base a las perspectivas de defunciones y perspectivas de inflación.

No obstante, nos gustaría destacar que existen determinados factores que podrían limitar el crecimiento a perpetuidad del Grupo:

- La presencia del sector público en el mercado, con la intervención de los Ayuntamientos principalmente en la construcción y explotación de tanatorios a través de sociedades mercantiles de gestión que son de titularidad íntegramente municipal o a través de sociedades mixtas, podría afectar a los precios de los servicios. Los gastos de explotación, por su parte, crecerían a un ritmo inflacionario pudiendo esta combinación afectar a la rentabilidad futura del Grupo.
- Riesgo de liberalización del sector: en años anteriores se tramitó un Proyecto de Ley de Servicios Funerarios encaminado a incrementar la competencia en el sector. Si bien este Proyecto de Ley se encuentra interrumpido en la actualidad, en caso de que finalmente entrase en vigor algún tipo de normativa en este sentido, el potencial incremento de la presión competitiva podría resultar en una reducción de márgenes.
- En línea con lo que está sucediendo en otros países, el auge de los buscadores online específicos de servicios funerarios podría implicar un incremento de la competencia y por tanto la potencial pérdida de parte de los clientes no asegurados.

E Cálculo del valor actual neto de los activos fiscales

A 31 de diciembre de 2017, el Grupo tenía registrados en el balance de situación créditos fiscales por pérdidas a compensar y por deducciones por doble imposición de dividendos por importe de 1,6M€ y 1,2M€, respectivamente.

Hemos calculado por separado en el DFC el valor actual neto de los ahorros fiscales futuros originados por la compensación de bases imponibles negativas disponibles y por las deducciones por doble imposición, 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 II).

Descuento de Flujos de Caja

Para la estimación de las sociedades puestas en equivalencia, se ha definido un multiplicador EV/EBITDA en base a un ejercicio teórico sobre datos de mercado

E Cálculo del valor actual neto de los activos fiscales (cont.)

De acuerdo con las conversaciones con las Direcciones de Funespaña y Mapfre, la Sociedad tiene créditos fiscales por pérdidas a compensar y deducciones por doble imposición no contabilizadas en balance por valor de 1.399 y 898 miles de euros, respectivamente. Estos créditos fiscales no están activados en balance en aplicación de los criterios que establecen las NIIF-UE. En línea con el criterio de las Cuentas Anuales auditadas, no hemos considerado estos créditos fiscales en la valoración de Funespaña. No obstante, el impacto de incluir en la valoración del escudo fiscal los créditos fiscales no contabilizados en balance sería en cualquier caso inferior a 0,1€/acción. Consideramos, por tanto, que se trataría de un impacto residual en la valoración de Funespaña.

F Determinación del múltiplo EV/EBITDA sociedades puestas en equivalencia

Tal y como se ha descrito anteriormente, el Grupo mantiene inversiones significativas en sociedades que consolidan por el método de puesta en equivalencia, para las que el valor en los libros de Funespaña podría no reflejar su valor de mercado.

Asimismo, no se ha dispuesto de información financiera prospectiva para las mismas, por lo que no se ha podido aplicar el método del DFC para determinar el valor de estas inversiones.

Por todo ello, hemos considerado que la metodología de valoración por múltiplos EV/EBITDA constituye la mejor aproximación para la determinación del valor de mercado estos activos.

No obstante, tal y como se indica en el capítulo siguiente, no existen compañías cotizadas comparables similares a Funespaña en España y aquellas compañías cotizadas que son similares en cuanto a tipología de negocio, tienen una comparabilidad limitada debido a las perspectivas de crecimiento de los mercados en los que operan, las particularidades sectoriales, tamaño y la regulación vigente en cada uno de los países. Por tanto, los multiplicadores implícitos en la cotización de estas compañías no se consideran la mejor referencia para la determinación del valor de las sociedades consolidadas por el método de puesta en equivalencia.

Para la determinación del multiplicador EV/EBITDA aplicable a estas inversiones, hemos construido un multiplicador genérico del sector funerario español. Para ello, primero se ha construido un Descuento de Flujos de Caja Teórico partiendo de datos financieros públicos de los principales competidores españoles del Grupo (detallados en el capítulo "el Mercado"), obteniendo así un DFC representativo del mercado español en su conjunto (véase Anexo VI).

Las principales hipótesis consideradas en la construcción del DFC teórico se resumen a continuación:

- Se ha considerado un margen EBITDA constante de 16,5% correspondiente al margen medio de mercado y en línea con el estimado en el Plan de Negocio del Negocio Directo;
- Para las inversiones en inmovilizado se ha considerado un ratio sobre ventas del 4,1% también correspondiente a la inversión media de las compañías comparables. Por simplificación, hemos igualado la amortización al capex no sólo en el valor residual, sino también durante el período explícito;
- Los flujos de caja teóricos obtenidos se han descontado a la tasa de descuento estimada para el negocio funerario (7,4%);

Descuento de Flujos de Caja

Se ha eliminado la proporción del negocio atribuible a los socios minoritarios considerando los multiplicadores implícitos de Negocio Directo ajustado por la geografía

- Con respecto a los ingresos, con el objetivo de mantener la filosofía del Caso Base y del Escenario Alternativo, hemos diferenciado los crecimientos estimados en ambos casos, obteniendo así dos multiplicadores implícitos de referencia para las sociedades que consolidan por el método de puesta en equivalencia en función del escenario seleccionado.

El multiplicador EBITDA implícito en dicho ejercicio constituye por tanto una referencia de multiplicador genérico para el negocio funerario, aplicable al caso de las sociedades consolidadas por el método de puesta en equivalencia, en las que el Grupo no ostenta el control y por tanto no incide de forma significativa en su gestión.

En el Caso Base y en el Escenario Alternativo los multiplicadores genéricos de mercado calculados ascienden a 10,5x – 11,5x y 10,8x – 11,8x (en línea con las referencias observadas), respectivamente. Asimismo, en el Escenario Alternativo, los multiplicadores aplicados a cada sociedad han sido ajustados por la geografía concreta de la sociedad afecta (Detalle en Anexo VI).

En cualquier caso, debe considerarse que en la valoración de participaciones minoritarias, existe literatura que justifica la aplicación de descuentos por ausencia de control. Adicionalmente, algunos autores defienden la aplicación de un descuento por iliquidez a aquellas acciones emitidas por compañías no cotizadas.

En base a las referencias bibliográficas de general aceptación, los descuentos aplicados oscilan generalmente en un rango de entre el 15% y el 30%. Si bien ambas teorías son de común aceptación por la comunidad financiera, no hemos considerado su aplicación en la valoración de las sociedades integradas por el método de puesta en equivalencia.

G Determinación del multiplicador EV/EBITDA - Minoritarios

La sociedad dominante mantiene el control sobre las participadas que consolidan por integración global y tiene capacidad de influir en los rendimientos de las sociedades dependientes a través del control que ejerce sobre las mismas.

El multiplicador a aplicar debe de recoger el control que mantiene la sociedad dominante en la participada y su influencia en términos de gestión. El desempeño del Grupo en su conjunto debería ser asimilable al correspondiente a cada sociedad dependiente.

Se ha considerado, por tanto, el multiplicador implícito en la valoración del Negocio Directo, en tanto en cuanto AFS está íntegramente participada por el Grupo y el multiplicador implícito del negocio de intermediación podría no ser extrapolable al negocio funerario.

Una vez obtenido el multiplicador implícito del Negocio Directo, en el Caso Base, se ha aplicado sobre la cifra de EBITDA contributivo de cada una de las sociedades afectas correspondiente al 31 de diciembre de 2017.

Para el Escenario Alternativo, tal y como se ha considerado en el caso de las participaciones puestas en equivalencia, el multiplicador de referencia ha sido ajustado por la geografía de cada una de las sociedades.

Finalmente, se han ajustado los valores obtenidos por la posición de deuda de cada sociedad en base al balance de situación contributivo (que incluye los ajustes de consolidación correspondientes), y que no han sido auditados. En este caso, tampoco se han considerado descuentos de ningún tipo.

En el Anexo VII se muestran, con detalle, los cálculos realizados.

Descuento de Flujos de Caja

De la aplicación de la metodología de DFC se desprende un rango entre 7,02 y 7,79 euros por acción

Conclusiones – Caso Base	Mín	Máx
Valor del Negocio Consolidado	97.141	106.924
(+) Valor actual neto de los activos fiscales	2.514	2.514
(-) Deuda Financiera Neta Consolidada	(24.434)	(24.434)
(+) Otros activos y pasivos ⁽¹⁾	26.264	26.264
(+) Participaciones no consolidadas	246	246
(+) Sociedades Puestas en Equivalencia	32.099	35.594
(-) Intereses minoritarios	(4.757)	(5.320)
Valor de las acciones atribuibles al Grupo	129.073	141.788
Euro/Acción	7,02	7,71
Múltiplo EV/EBITDA ² 2017/2018 implícito	11,0/11,6x	12,2/12,8x
Conclusiones – Escenario Alternativo	Mín	Máx
Valor del Negocio Consolidado	97.546	107.422
(+) Valor actual neto de los activos fiscales	2.508	2.508
(-) Deuda Financiera Neta Consolidada	(24.434)	(24.434)
(+) Otros activos y pasivos ⁽¹⁾	26.264	26.264
(+) Participaciones no consolidadas	246	246
(+) Sociedades Puestas en Equivalencia	32.984	36.581
(-) Intereses minoritarios	(4.691)	(5.250)
Valor de las acciones atribuibles al Grupo	130.424	143.337
Euro/Acción	7,09	7,79
Múltiplo EV/EBITDA ² 2017/2018 implícito	11,1/11,7x	12,2/12,8x

Conclusiones

Los rangos de valor en el Caso Base y Escenario Alternativo vienen dados por la sensibilidad a la tasa de crecimiento a perpetuidad (1,9% - 2,4%).

En conclusión, la aplicación de la metodología del DFC arroja un rango de valores para las acciones del Grupo de entre 7,02 y 7,79 euros por acción.



⁽¹⁾ Incluye la participación en la EMSFM por importe de 25,1M€ y los activos inmobiliarios no operativos por importe de 1,2M€

⁽²⁾ EBITDA 2017 normalizado

Múltiplos de mercado de compañías comparables

Múltiplos de mercado de compañías comparables

Dadas las diferencias observadas entre el mercado funerario español y los mercados internacionales en los que operan las comparables, consideramos más adecuada la valoración por otros métodos

Consideraciones preliminares

La metodología de múltiplos mercado de compañías comparables compara, en términos de múltiplos, la sociedad en relación a compañías comparables similares. A la hora de seleccionar las compañías, hemos aplicado criterios de selección que nos permiten identificar los negocios similares: que operan en una industria similar, en regiones parecidas y que se encuentren en la misma fase del ciclo económico. Una vez seleccionada la muestra de compañías comparables, se ha obtenido información sobre las mismas para la obtención de los ratios que se aplicarán en la valoración.

Mediante esta metodología se calcula el valor de un negocio a través de unos factores multiplicadores que se deducen de magnitudes financieras tales como ventas y EBITDA de compañías cotizadas comparables. Este valor se ajusta por las diferencias que puedan existir entre el negocio objeto de valoración y los comparables a la Fecha de Valoración.

La aplicación de este método está condicionada por:

- La existencia de compañías cotizadas similares a la Sociedad;
- La disponibilidad y la fiabilidad de la información de mercado de compañías similares a la Sociedad, y
- La homogeneidad de las referencias contables y de gestión de las compañías de referencia.

En este caso hemos considerado como referencia el EV/EBITDA dado que se trata de un múltiplo de valoración utilizado habitualmente para medir el valor de una empresa, principalmente por ser neutro respecto de la estructura de capital, e independiente del régimen fiscal.

No se han considerado multiplicadores basados en las ventas dada la distinta situación de rentabilidad de la Sociedad con respecto de las compañías analizadas.

Se ha llevado a cabo una selección de compañías comparables, a partir de la base de datos S&P Capital IQ, considerando los siguientes criterios:

- Sector: Servicios funerarios;
- Zona geográfica: Países desarrollados en Europa, Estados Unidos, Canadá y Australia.

Se han identificado 8 sociedades comparables: Service Corporation International, Carriage Services, Inc., Dignity plc, Invocare Limited, StoneMor Partners, LP, Park Lawn Corporation, Propel Funeral Partners y Pinelawn Cemetery. De las sociedades seleccionadas se han eliminado de la muestra las siguientes:

- StoneMor Partners LP y Pinelawn Cemetery: no se dispone de datos a 31 de diciembre de 2017.
- Propel Funeral Partners: la compañía presenta un EBITDA negativo a diciembre de 2017 y adicionalmente empezó a cotizar recientemente por lo que no tiene suficiente información histórica.



Múltiplos de mercado de compañías comparables

En el Anexo VIII se muestra un análisis de las principales magnitudes de las compañías cotizadas comparables identificadas

Compañías cotizadas comparables

Compañía	Descripción	Principales magnitudes 2017
 Service Corporation International	Service Corporation International, fundada en 1962 y constituida en Texas, EEUU. Con fecha 31 de diciembre de 2017, operaba 1.488 tanatorios y 473 cementerios geográficamente diversificados en 45 estados de Estados Unidos. La marca más conocida es Dignity Memorial, la primera marca transcontinental de productos y servicios funerarios de EEUU.	Ventas: 2.578M€ EBITDA: 700M€ Margen EBITDA: 27%
	Carriage Services, Inc., fundada en 1991, proporciona servicios funerarios en Estados Unidos. A 31 de diciembre de 2017, la compañía operaba 178 tanatorios en 29 estados; y 32 cementerios en 11 estados.	Ventas: 215M€ EBITDA: 55M€ Margen EBITDA: 26%
	Dignity plc, fundada en 1812, ofrece servicios funerarios en Reino Unido. Opera en tres segmentos: servicios funerarios, crematorios y planes funerarios preestablecidos. A 31 de diciembre de 2017, poseía 826 funerarias y operaba 45 crematorios en el Reino Unido.	Ventas: 365M€ EBITDA: 136M€ Margen EBITDA: 37%
	InvoCare Limited, fundada en 2001, ofrece servicios funerarios, cementerios, crematorios y servicios relacionados en Australia, Nueva Zelanda y Singapur. La compañía opera 270 tanatorios, y 16 cementerios bajo varias marcas. También ofrece HeavenAddress, una comunidad conmemorativa en línea, Ataúdes de LifeArt, y el Plan Guardian, un plan funerario prepago, que permite pagar por adelantado los servicios funerarios seleccionados.	Ventas: 303M€ EBITDA: 78M€ Margen EBITDA: 26%
	Park Lawn Corporation es el mayor proveedor de servicios funerarios, cremación y cementerios en Canadá que cotiza en bolsa. Desde 2013, Park Lawn Corporation ha adquirido 6 cementerios en Toronto, Ontario, alcanzando así un portfolío de 88 propiedades y negocios que operan a lo largo de Canadá y EEUU.	Ventas: 58M€ EBITDA: 11M€ Margen EBITDA: 19%

Múltiplos de mercado de compañías comparables

Tomamos como referencia la mediana de EV/EBITDA de compañías comparables para 2017 y 2018 estimado

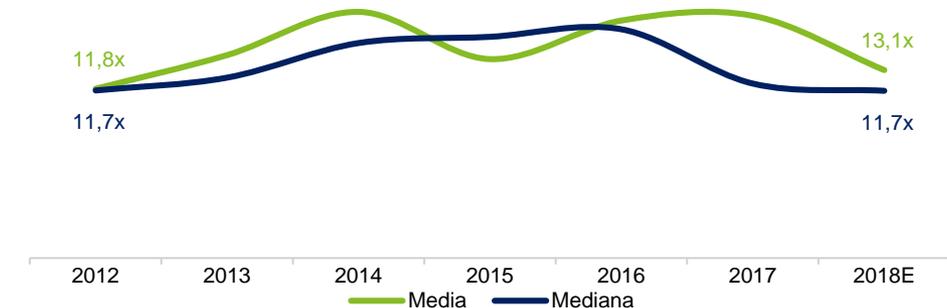
EV/EBITDA

Compañía	Ticker	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
Service Corporation Int.	NYSE:SCI	8,1x	9,7x	10,5x	10,3x	10,9x	12,2x	11,7x
Carriage Services, Inc.	NYSE:CSV	9,9x	11,9x	13,9x	11,6x	12,7x	10,7x	11,3x
Dignity plc	LSE:DTY	11,7x	12,6x	15,0x	15,8x	16,0x	12,1x	9,4x
InvoCare Limited	ASX:IVC	13,2x	15,7x	15,8x	15,5x	16,4x	17,2x	13,2x
Park Law n Corporation	TSX:PLC	16,2x	21,1x	30,7x	16,2x	26,9x	32,5x	20,0x
Media		11,8x	14,2x	17,2x	13,9x	16,6x	16,9x	13,1x
Mediana		11,7x	12,6x	15,0x	15,5x	16,0x	12,2x	11,7x

Fuente: Capital IQ

Múltiplos seleccionados

Evolución EV/EBITDA comparables



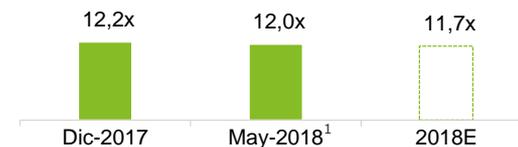
Fuente: Capital IQ

Debemos destacar que aquellas compañías cotizadas que son similares en cuanto a tipología de negocio, tienen una comparabilidad limitada debido a las perspectivas de crecimiento de los mercados en los que operan, las particularidades sectoriales, el tamaño y la regulación vigente en cada uno de los países en los que se encuentran.

Hemos analizado las perspectivas de crecimiento en los mercados en los que operan las compañías seleccionadas en base a las pirámides poblacionales en cada una de las geografías (véase Anexo IX), observando diferencias significativas con respecto a la correspondiente a España (véase capítulo "Mercado").

Por ello, las perspectivas de crecimiento de la industria, que afectan a los multiplicadores implícitos de la cotización de estas compañías, podrían no ser extrapolables al caso de Funespaña.

Asimismo, hemos analizado la evolución del multiplicador desde el 31 de diciembre de 2017, el cual se ha visto reducido ligeramente, si bien se mantiene dentro del rango 12,2x - 11,7x.



Fuente: Capital IQ

Nota¹: Market Cap a 31/05/2018 y deuda y EBITDA según últimos estados financieros reportados

Múltiplos de mercado de compañías comparables

El precio por acción estimado por la metodología de múltiplos de comparables está en un rango entre 7,23 y 7,82 euros por acción

Conclusión

Hemos seleccionado el múltiplo EV/EBITDA en base a la mediana de los múltiplos de compañías cotizadas comparables de 2017 y estimado para 2018. El múltiplo EV/EBITDA de 2017 y 2018E se ha aplicado al EBITDA de 2017 y estimado para 2018, respectivamente.

Una vez obtenido el valor del negocio de Funespaña, se realizan los siguientes ajustes para obtener el valor de las acciones de la Sociedad:

(+) Añadir el valor al que está contabilizada la EMSFM a 31 de diciembre de 2017;

(-) Descontar la deuda financiera neta calculada a 31 de diciembre de 2017;

(+) Añadir el valor de los inmuebles no afectos al negocio;

(+) Añadir el escudo fiscal generado por las bases impositivas negativas y deducciones por doble imposición registradas en balance, asumiendo que la Sociedad se aprovechará de sus créditos fiscales al ritmo que marca el Plan de Negocio del Caso Base.

(+) Añadir el valor de las sociedades **puestas en equivalencia**, estimado como el EBITDA individual de cada una de ellas por el múltiplo de mercado aplicado para el negocio consolidado en cada caso sin descuento de ningún tipo. Al valor resultante se le descuenta la posición financiera neta correspondiente a cada sociedad con lo que obtenemos el valor de las acciones de las sociedades puestas en equivalencia (Detalle en Anexo X).

(-) Para descontar los **intereses minoritarios** se ha seguido el mismo procedimiento que con las sociedades puestas en equivalencia pero teniendo en cuenta el EBITDA contributivo al consolidado de cada sociedad y no el EBITDA individual (Detalle en Anexo X).

Por las diferencias observadas entre las compañías comparables y la falta de información disponible, consideramos que no es una metodología adecuada para nuestra conclusión de valor.

	2017	2018
EV/EBITDA ⁽¹⁾	12,2x	11,7x
EBITDA ⁽²⁾	8.796	8.363
Enterprise Value	107.197	97.709
(+) Participación EMSFM	25.080	
(-) DFN	(24.434)	
(+) Activos Inmobiliarios	1.184	
(+) Créditos fiscales	2.514	
Equity Value Consolidado	111.542	102.053
(+) Sociedades P.Equivalencia	37.810	36.078
(+) Part. No consolidadas	246	
(-) Intereses Minoritarios	(5.655)	(5.391)
Equity Value	143.942	132.986
Número acciones	18.397	
	7,82	7,23
	Precio (€)/acción	

⁽¹⁾ Múltiplo redondeado a un decimal

⁽²⁾ EBITDA ajustado por conceptos no recurrentes

Múltiplos de mercado de transacciones comparables

Múltiplos de mercado de transacciones comparables

Se han seleccionado transacciones comparables de las cuales se disponía información a la Fecha del Informe

Consideraciones preliminares

La metodología de múltiplos de transacciones de compañías comparables nos ha permitido conocer y entender cómo se han valorado empresas similares a la Sociedad en transacciones recientes.

Para su aplicación, se ha realizado una lista de transacciones comparables lo más exhaustiva posible dentro del sector en el que opera la Sociedad, entendiendo ampliamente las condiciones de la transacción.

Se ha llevado a cabo una selección de transacciones comparables para la que hemos tenido en cuenta los siguientes criterios:

- Sector: Servicios funerarios;
- Zona geográfica: Países desarrollados en Europa, Estados Unidos, Canadá y Australia;
- Horizonte temporal: 2015 a la actualidad.

EV/EBITDA transacciones comparables

Fecha	Compañía objetivo	Compradora	País	Adquirido (%)	EV (M)	EV/EBITDA
4/10/2018	Funeraria Nuestra Señora de los Remedios, Los Remedios Tanatorio Norte de Madrid, Servicios Funerarios Cisneros	Grupo Catalana Occidente, S.A.	España	100,0%	-	-
7/31/2017	Asistencial Geriatrica Tomares, S.L.	La Saleta Gestion, SL	España	100,0%	-	-
7/17/2017	MEMORA Servicios Funerarios S.L.	Ontario Teachers' Pension Plan	España	100,0%	400	12,1x
4/12/2017	OGF S.A.	Ontario Teachers' Pension Plan	Francia	33,0%	-	-
2/17/2017	Funeral Planning Services Limited	Ecclesiastical Planning Services Limited	UK	100,0%	-	-
1/20/2017	Funerarias Noega	PARCESA, Parques de la Paz, S.A.	España	100,0%	-	-
7/1/2016	Salzillo Servicios Funerarios S. L.	Albia Gestion De Servicios, S.L.U; Inversiones Palge S.A	España	55,0%	29	5,1x
5/10/2016	Funeral Services Partnership Limited	Montagu Private Equity LLP	UK	100,0%	-	-
5/10/2016	Groupe Serenium	OGF S.A.	Francia	100,0%	-	-
3/23/2016	Pompes Funebres de France	Sandrine Thiefine (Private Investor); Gilles Delamarre (Private Investor)	Francia	100,0%	-	-
9/25/2015	OGF S.A.	Ontario Teachers' Pension Plan	Francia	30,0%	-	-
7/31/2015	Groupe Roc Eclerc SAS	Funecap SAS	Francia	100,0%	-	-
7/13/2015	LM Funerals Limited	Dignity Plc; Funeral Services Partnership Limited	UK	100,0%	104	13,4x

Media

10,2x

Mediana**12,1x**

Fuente : Mergermarket

**Múltiplos
seleccionados**

Múltiplos de mercado transacciones comparables

Dada la limitada fiabilidad y trazabilidad de los datos de transacciones comparables consideramos otras metodologías más adecuadas para la determinación del valor de Funespaña

Consideraciones preliminares

De la selección realizada se han obtenido datos únicamente de tres transacciones:



- La adquisición del 100% de Mémora Servicios Funerarios por parte de Ontario Teachers' Plan en julio de 2017 a 3i Group Plc. Mémora es una sociedad funeraria que lidera el sector funerario español. Por su parte, Ontario teacher plan es un fondo de pensiones de los profesores de Ontario (Canadá) que gestiona 121.000 millones de euros. En 2016, el margen EBITDA de Mémora era del 22%, superior al que presenta Funespaña. A pesar de tratarse de la transacción identificada más reciente (con datos públicos), la claridad de la información identificada en prensa es escasa y con disparidad de datos entre las fuentes.



- Adquisición de Salzillo Servicios Funerarios, S.L. por parte de Albia Gestión de Servicios, S.L. en julio de 2016. Dicha transacción responde a un paquete accionarial minoritario (31% de participación), entre socios existentes.



- Adquisición del 100% de LM Funerals Limited por parte de Dignity PLC. Al tratarse de una sociedad situada fuera de España, el valor de la transacción no es directamente comparable al valor de la Sociedad. Con esta adquisición Dignity se situaba líder del mercado funerario en Inglaterra.

Dada la dispersión entre los múltiplos EV/EBITDA resultantes de la muestra, se ha considerado la mediana de los múltiplos implícitos de las transacciones identificadas y que a su vez, coincide con el EV/EBITDA de la transacción de Ontario Teacher's Plan y Mémora.

La información disponible de transacciones comparables no es muy representativa del potencial valor de Funespaña en una transacción. Adicionalmente, al tratarse en algunos casos de transacciones en la que las empresas objetivo son pequeñas o privadas, la información disponible no 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 (EBITDA), sinergias esperadas, etc. Por ello, consideramos otras metodologías más adecuadas para nuestra conclusión.

Múltiplos de transacciones comparables

El precio por acción estimado por la metodología de transacciones comparables está en un rango entre 7,48 y 7,77 euros por acción

Conclusión

Para el cálculo del valor del negocio de Funespaña se ha seleccionado el múltiplo EV/EBITDA en base a la mediana de los múltiplos implícitos de transacciones comparables de 2017. El múltiplo EV/EBITDA seleccionado se ha aplicado al EBITDA de 2017 y al EBITDA estimado para 2018.

Una vez obtenido el valor del negocio de Funespaña, se realizan los siguientes ajustes para obtener el valor de las acciones de la Sociedad:

(+) Añadir el valor al que está contabilizada la EMSFM a 31 de diciembre de 2017

(-) Descontar la deuda financiera neta calculada a 31 de diciembre de 2017

(+) Añadir el valor de los inmuebles no afectos al negocio

(+) Añadir el escudo fiscal generado por los bases imposables negativas y las deducciones por doble imposición registradas en balance, asumiendo que la Sociedad se aprovechará de sus créditos fiscales al ritmo que marca el Plan de Negocio del caso base.

(+) Añadir el valor de las sociedades **puestas en equivalencia**, estimado como el EBITDA individual de cada una de ellas por el múltiplo implícito considerado en la valoración del negocio consolidado, sin descuento de ningún tipo. Al valor resultante se le descuenta la posición financiera neta correspondiente a cada sociedad con lo que obtenemos el valor de las acciones de las sociedades puestas en equivalencia (Detalle en Anexo XI).

(-) Para descontar los **intereses minoritarios** se ha seguido el mismo procedimiento que con las sociedades puestas en equivalencia pero teniendo en cuenta el EBITDA contributivo al consolidado de la sociedad y no el EBITDA individual (Detalle en Anexo XI).

Por los motivos indicados y la falta de información disponible, consideramos que no es una metodología adecuada para nuestra conclusión de valor.

	2017	2018
EV/EBITDA ⁽¹⁾	12,1x	12,1x
EBITDA ⁽²⁾	8.796	8.363
Enterprise Value	106.427	101.187
(+) Participación EMSFM	25.080	
(-) DFN	(24.434)	
(+) Activos Inmobiliarios	1.184	
(+) Créditos fiscales	2.514	
Equity Value Consolidado	110.771	105.532
(+) Sociedades P. Equivalencia	37.509	
(+) Part. No consolidadas	246	
(-) Intereses Minoritarios	(5.609)	
Equity Value	142.917	137.677
Número acciones	18.397	
	7,77	7,48
	Precio (€)/acción	

⁽¹⁾ Múltiplo redondeado a un decimal

⁽²⁾ EBITDA ajustado por conceptos no recurrentes

Transacciones previas sobre acciones de Funespaña

Transacciones previas sobre acciones de Funespaña

El precio por acción ofrecido con anterioridad sobre las acciones de Funespaña asciende a 7,50 euros por acción

Conclusión

Tal y como está detallado en el capítulo de "Antecedentes", desde 2002 Mapfre ha ido adquiriendo paquetes accionariales llegando en la actualidad a disponer de una participación del 96% sobre Funespaña.

De las adquisiciones realizadas más recientes, destacamos como referencia de valor los precios de las operaciones detalladas en la tabla a continuación, tanto por el volumen de acciones involucrado en las mismas como por tratarse de transacciones en las que participaron accionistas históricos de la Sociedad, conocedores de la gestión de Funespaña y del sector.

Fecha	Precio por acción	Paquete Accionarial
29 diciembre 2014	7,50	17,2%
8 octubre 2015	7,50	14,79%

Conclusión de valoración

Conclusión de Valoración

Resultados de nuestro trabajo

Valor estimado de Funespaña

Método aplicado

Valor por acción (Euros)

Valor Teórico Contable

31/12/2017

6,34

31/03/2018 (información financiera no auditada)

6,49

Valor Liquidativo

No calculado por ser inferior

Cotización media ponderada

29/12/2014

5,88

19/04/2017

6,40

29/09/2017

7,10

21/02/2018

7,28

19/07/2018

7,44

Precio de OPA formulada en los 12 meses previos

No ha habido

Otros métodos de valoración comúnmente aceptados

Descuento de Flujos de Caja

7,02 – 7,79

Múltiplos de compañías cotizadas comparables

7,23 – 7,82

Múltiplos de transacciones de compañías comparables

7,48 – 7,77

Transacciones previas sobre acciones de Funespaña

7,50

Dentro del contexto y objetivos definidos en el presente Informe y sobre la base de los análisis realizados, aplicando los métodos requeridos en el Artículo 10 del RD 1066/2007, en nuestra opinión, el valor por acción de Funespaña se sitúa entre **7,02 euros y 7,79 euros**, rango definido considerando el método de Descuento de Flujos de Caja por considerarse el más adecuado, encontrándose dentro de este rango los valores observados en las transacciones previas sobre las acciones de Funespaña.

De acuerdo con nuestro entendimiento de la Sociedad, el sector, la actividad y sus características específicas, no hemos considerado relevantes otros métodos de valoración distintos de los mencionados anteriormente.

Anexos

Anexo I – Procedimientos judiciales

Detalle del estado de los procedimientos judiciales incoados por Funespaña

Procedimiento	Partes	Fase	Observaciones
P.O. 199/2016 Juzgado de lo Mercantil nº 5 de Madrid.	Demandante: FUNESPAÑA. Demandado: EMSFM.	Celebrado juicio en dos sesiones (14 de marzo y 11 de mayo de 2018). Visto para sentencia.	El objeto del procedimiento es el Acuerdo del Consejo de Administración de la EMSFM de fecha 5 de febrero de 2016, por el que se i) acepta el Informe de CEMOSA; ii) se asumen las obligaciones derivadas del Informe; y, iii) se rechaza la formulación de alegaciones.
P.O. 229/2016 Juzgado de lo Contencioso- Administrativo nº 28 de Madrid.	Demandante: FUNESPAÑA. Demandado: de Ayuntamiento de Madrid.	Recibida Contestación a la demanda por el letrado del Ayuntamiento el 23 de febrero.	El objeto del procedimiento es el Decreto del Ayuntamiento de Madrid, de 12 de abril de 2016, por el que se impone a la EMSFM, la obligación de ejecutar obras por un importe de 23.804.562,66 €. Esta obligación implicó el rechazo del reparto de dividendos que se reclama en el P.O. 523/2016 a continuación. Según se nos ha manifestado, en ningún caso la pérdida de este litigio supondría una salida de caja de 23,8M€ por parte de Funespaña.
P.O. 523/2016 Juzgado de lo Mercantil nº 12 de Madrid.	Demandante: FUNESPAÑA. Demandado: EMSFM.	El 6 de marzo de 2018 se nos notifica Sentencia parcialmente estimatoria. Ambas partes han apelado la Sentencia y, también, se han opuesto al recurso de apelación de la otra. Estamos pendientes de emplazamiento ante la Audiencia Provincial.	El objeto del procedimiento es el Acuerdo de la Junta General extraordinaria de la EMSFM, de 29 de abril de 2016, relativo al rechazo del reparto de dividendos con cargo a reservas voluntarias. La cuantía reclamada se calcula como el 49% de las reservas voluntarias más el resultado del ejercicio de EMSFM a 31/12/2014= 23,2 millones €
P.O. 871/2016 Juzgado de lo Mercantil nº 5 de Madrid.	Demandante: FUNESPAÑA. Demandado: EMSFM.	Juicio señalado el 12 de septiembre de 2018 a las 10 horas.	El objeto de este procedimiento a iniciarse es el Acuerdo de la Junta General de la EMSFM, de 26 de julio de 2016, por el que se aprueban las cuentas anuales correspondientes al ejercicio 2015.

De la tabla adjunta facilitada por la compañía, y según conversaciones mantenidas con la Dirección de Mapfre y Funespaña, se desprende que el único litigio en el que Funespaña reclama una cuantía o importe es el P.O. 523/2016, el cual asciende a 23,2 millones de euros. En la realización de nuestro trabajo hemos considerado el valor de la inversión en la EMSFM por el cual está contabilizado en Cuentas Anuales (25M€), por lo que, en caso de que resolverse el litigio a favor de Funespaña el valor por acción no se incrementaría al estar ya considerado en nuestra valoración. La Dirección de Funespaña nos ha manifestado que no existe ningún proceso judicial abierto ni se tiene previsto iniciar ningún proceso en el que se reclame un importe adicional a lo anteriormente detallado. En cualquier caso, queremos señalar que no ha sido parte de nuestro alcance evaluar el estado o la posible resolución de los litigios en curso.

Nota: en el balance existen provisiones por valor de 2M€ para la liquidación de las Empresas Mixtas.
Funespaña

Anexo II – Créditos fiscales

Hemos considerado aquellos créditos fiscales contabilizados en balance a 31 de diciembre de 2017

Ke	8,3%	A
Tipo Impositivo	25,0%	

Escudo Fiscal - Caso Base

Miles Euros	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EBIT		5.357	5.910	6.212	6.365	6.593
<u>Ajuste BINs</u>						
Limite máximo aplicable a BINs		50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Limite inferior para aplicar limitaciones a BINs		1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Ajuste máximo aplicable		2.678	2.955	3.106	3.183	3.297
BINs acumuladas - BoP		6.454	3.775	820	-	-
Adiciones BINs		-	-	-	-	-
Aplicación BINs		(2.678)	(2.955)	(820)	-	-
BINs acumuladas - EoP	C	6.454	820	-	-	-
EBIT		5.357	5.910	6.212	6.365	6.593
Aplicación BINs		(2.678)	(2.955)	(820)	-	-
Base imponible (pre-deducciones)		2.678	2.955	5.392	6.365	6.593
<u>Deducciones por doble imposición</u>						
Limite máximo aplicable		50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Ajuste máximo aplicable		1.339	1.478	2.696	3.183	3.297
Deducciones acumuladas - BoP		4.752	3.413	1.935	-	-
Deducciones nuevas		-	-	-	-	-
Aplicación Deducciones		(1.339)	(1.478)	(1.935)	-	-
Deducciones acumuladas - EoP	C	4.752	1.935	-	-	-
Base imponible (pre-deducciones)		2.678	2.955	5.392	6.365	6.593
Aplicación Deducciones		(1.339)	(1.478)	(1.935)	-	-
Base imponible		1.339	1.478	3.457	6.365	6.593
Impuestos a pagar		335	369	864	1.591	1.648
Impuestos teóricos		1.339	1.478	1.553	1.591	1.648
Diferencia		1.004	1.108	689	-	-
Discount period		0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
Discount factor		1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
NPV Savings from TLC		965	984	565	-	-
VAN Escudo Fiscal		2.514				

Nota: únicamente incluimos los créditos fiscales contabilizados en Balance

- A** La tasa de descuento que se utiliza para estimar el valor actual del escudo fiscal es el coste de los recursos propios que asciende a 8,3%
- B** La Ley del Impuesto de Sociedades (“LIS”) limita la compensación de las BINs al 50% para aquellas entidades cuya facturación del ejercicio anterior está entre 20 y 60 millones de euros. Dado que la totalidad de los créditos fiscales por BINs se han generado en Funespaña a nivel individual, consideramos el limite del 50% ya que su facturación ascendió en 2016 a 24 millones de euros.
- C** El crédito fiscal reconocido en balance por bases imponibles negativas y deducciones por doble imposición de dividendos es 1.613 y 1.188 miles de euros, respectivamente. Dado que el cálculo se ha hecho en base y no en cuota, se dividen dichos importes por el 25%.
- D** De acuerdo con las conversaciones mantenidas con la Dirección de Funespaña, el límite máximo aplicable de las deducciones es el 50% de la base imponible una vez ajustada por las BINs.
- E** Para obtener el valor actual del escudo fiscal se descuenta el ahorro de impuestos, calculado como la diferencia entre los impuestos que deberían pagar teóricamente y los impuestos a pagar reales.

Anexo II – Créditos fiscales

En el Escenario Alternativo, se han asumido las mismas hipótesis que en el Caso Base partiendo del EBIT proyectado resultante del Escenario Alternativo

Ke	8,3%
Tipo Impositivo	25,0%

Escudo fiscal - Escenario Alternativo

Miles Euros	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EBIT		5.357	5.439	5.779	6.134	6.489
<u>Ajuste BINs</u>						
Limite máximo aplicable a BINs		50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Limite inferior para aplicar limitaciones a BINs		1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Ajuste máximo aplicable		2.678	2.720	2.889	3.067	3.244
BINs acumuladas - BoP		6.454	3.775	1.056	-	-
Adiciones BINs		-	-	-	-	-
Aplicación BINs		(2.678)	(2.720)	(1.056)	-	-
BINs acumuladas - EoP	6.454	3.775	1.056	-	-	-
EBIT		5.357	5.439	5.779	6.134	6.489
Aplicación BINs		(2.678)	(2.720)	(1.056)	-	-
Base imponible (pre-deducciones)		2.678	2.720	4.723	6.134	6.489
<u>Deducciones por doble imposición</u>						
Limite máximo aplicable		50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Ajuste máximo aplicable		1.339	1.360	2.362	3.067	3.244
Deducciones acumuladas - BoP		4.752	3.413	2.053	-	-
Deducciones nuevas		-	-	-	-	-
Aplicación Deducciones		(1.339)	(1.360)	(2.053)	-	-
Deducciones acumuladas - EoP	4.752	3.413	2.053	-	-	-
Base imponible (pre-deducciones)		2.678	2.720	4.723	6.134	6.489
Aplicación Deducciones		(1.339)	(1.360)	(2.053)	-	-
Base imponible		1.339	1.360	2.670	6.134	6.489
Impuestos a pagar		335	340	668	1.533	1.622
Impuestos teóricos		1.339	1.360	1.445	1.533	1.622
Diferencia		1.004	1.020	777	-	-
Discount period		0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
Discount factor		1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
NPV Savings from TLC		965	905	637	-	-

VAN Escudo Fiscal	2.508
-------------------	-------

Nota: únicamente incluimos los créditos fiscales contabilizados en Balance Funespaña

Anexo III – Working Capital

Hemos asumido que tanto el PMC como el PMP se mantendrá constante en el periodo proyectado

Working Capital Caso Base

Miles Euros	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Total ingresos	106.591,3	103.445,8	108.149,9	110.221,1	112.085,4	113.550,8	114.784,8	116.129,6
(-) Aprovisionamientos	(70.484,5)	(68.444,7)	(72.634,7)	(74.387,3)	(75.417,6)	(76.259,4)	(77.047,0)	(77.867,5)
(-) Otros gastos de explotación	(10.110,5)	(9.274,8)	(8.377,4)	(9.055,2)	(9.093,2)	(9.215,1)	(9.307,3)	(9.400,4)
Gastos	(80.595,0)	(77.719,5)	(81.012,1)	(83.442,6)	(84.510,8)	(85.474,5)	(86.354,3)	(87.267,9)
Gastos de personal	(17.369,9)	(17.681,4)	(18.684,8)	(18.599,1)	(18.830,1)	(19.018,4)	(19.208,6)	(19.400,7)
1. Clientes	8.231,4	7.178,3	8.959,5	9.131,1	9.285,5	9.406,9	9.509,1	9.620,5
IVA	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
PMC	23,3	20,9	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
2. Otros Deudores	143,7	138,6	85,6	87,3	88,7	89,9	90,9	91,9
% s/ventas	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
3. Administraciones públicas deudoras	2.151,4	749,4	674,5	687,4	699,0	708,2	715,9	724,2
% s/ventas	2,0%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
4. Existencias	4.030,6	3.919,2	3.907,7	3.982,5	4.049,9	4.102,8	4.147,4	4.196,0
% s/ventas	3,8%	3,8%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
5. Periodificaciones	111,3	119,2	111,3	113,4	115,3	116,8	118,1	119,5
% s/ventas	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
6. Proveedores	(8.603,4)	(9.061,0)	(9.917,2)	(10.214,7)	(10.345,5)	(10.463,5)	(10.571,2)	(10.683,0)
IVA	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
PMP	32,2	35,2	36,9	36,9	36,9	36,9	36,9	36,9
7. Otros acreedores	(17,5)	(36,1)	(49,6)	(50,5)	(51,4)	(52,0)	(52,6)	(53,2)
% s/ventas	(0,0%)	(0,0%)	(0,0%)	(0,0%)	(0,0%)	(0,0%)	(0,0%)	(0,0%)
8. Remuneraciones pdtes. De pago	(1.096,2)	(1.024,7)	(1.041,6)	(1.036,8)	(1.049,7)	(1.060,2)	(1.070,8)	(1.081,5)
% s/personal	6,3%	5,8%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
9. Administraciones públicas acreedoras	(2.335,6)	(1.587,1)	(2.281,5)	(2.325,2)	(2.364,5)	(2.395,4)	(2.421,4)	(2.449,8)
% s/ventas	(2,2%)	(1,5%)	(2,1%)	(2,1%)	(2,1%)	(2,1%)	(2,1%)	(2,1%)
10. Pasivos por impuesto diferido	(1.961,0)	(301,0)	(524,0)	(534,0)	(543,1)	(550,2)	(556,1)	(562,7)
% s/ventas	(1,8%)	(0,3%)	(0,5%)	(0,5%)	(0,5%)	(0,5%)	(0,5%)	(0,5%)
Working Capital	654,7	94,7	(75,3)	(159,6)	(115,7)	(96,7)	(90,8)	(78,0)
Var WC		(560,0)	(170,1)	(84,3)	44,0	19,0	5,9	12,8

Anexo III – Working Capital

Hemos asumido que tanto el PMC como el PMP se mantendrá constante en el periodo proyectado

Working Capital Escenario Alternativo

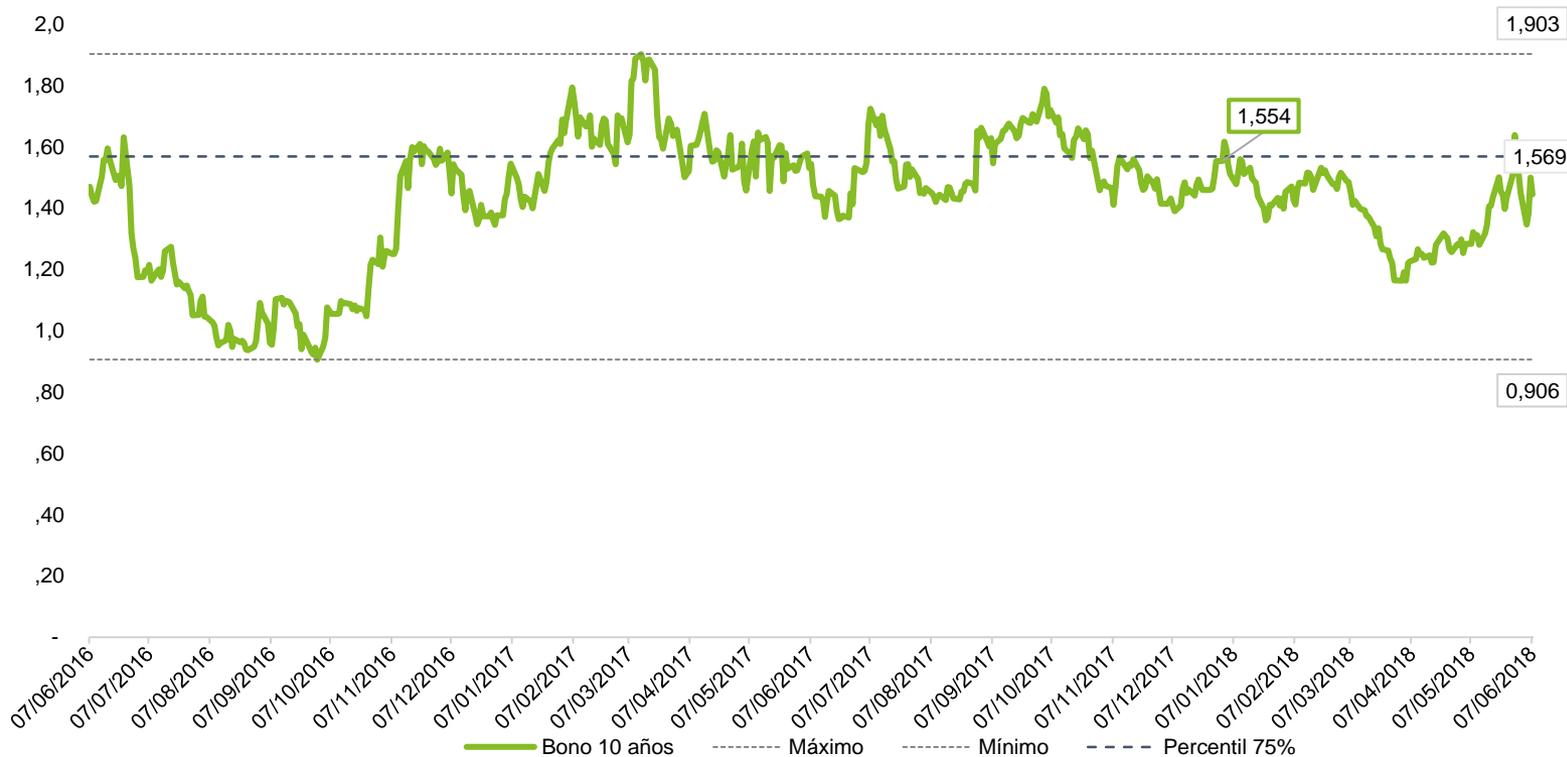
Miles Euros	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Total ingresos	106.591,3	103.445,8	108.149,9	110.221,1	112.986,7	115.770,8	118.705,2	121.729,2
(-) Aprovisionamientos	(70.484,5)	(68.444,7)	(72.634,7)	(74.387,3)	(76.466,4)	(78.351,4)	(80.338,0)	(82.385,2)
(-) Otros gastos de explotación	(10.110,5)	(9.274,8)	(8.377,4)	(9.055,2)	(9.209,8)	(9.366,8)	(9.539,0)	(9.720,4)
Gastos	(80.595,0)	(77.719,5)	(81.012,1)	(83.442,6)	(85.676,2)	(87.718,2)	(89.877,0)	(92.105,6)
Gastos de personal	(17.369,9)	(17.681,4)	(18.684,8)	(18.599,1)	(18.925,9)	(19.257,6)	(19.620,1)	(20.001,3)
1. Clientes	8.231,4	7.178,3	8.959,5	9.131,1	9.360,2	9.590,8	9.833,9	10.084,4
IVA	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
PMC	23,3	20,9	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
2. Otros Deudores	143,7	138,6	85,6	87,3	89,4	91,7	94,0	96,4
% s/ventas	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
3. Administraciones públicas deudoras	2.151,4	749,4	674,5	687,4	704,6	722,0	740,3	759,2
% s/ventas	2,0%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
4. Existencias	4.030,6	3.919,2	3.907,7	3.982,5	4.082,4	4.183,0	4.289,0	4.398,3
% s/ventas	3,8%	3,8%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
5. Periodificaciones	111,3	119,2	111,3	113,4	116,3	119,1	122,2	125,3
% s/ventas	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
6. Proveedores	(8.603,4)	(9.061,0)	(9.917,2)	(10.214,7)	(10.488,2)	(10.738,1)	(11.002,4)	(11.275,2)
IVA	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
PMP	32,2	35,2	36,9	36,9	36,9	36,9	36,9	36,9
7. Otros acreedores	(17,5)	(36,1)	(49,6)	(50,5)	(51,8)	(53,1)	(54,4)	(55,8)
% s/ventas	(0,0%)	(0,0%)	(0,0%)	(0,0%)	(0,0%)	(0,0%)	(0,0%)	(0,0%)
8. Remuneraciones pdtes. De pago	(1.096,2)	(1.024,7)	(1.041,6)	(1.036,8)	(1.055,0)	(1.073,5)	(1.093,7)	(1.115,0)
% s/personal	6,3%	5,8%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
9. Administraciones públicas acreedoras	(2.335,6)	(1.587,1)	(2.281,5)	(2.325,2)	(2.383,5)	(2.442,2)	(2.504,1)	(2.567,9)
% s/ventas	(2,2%)	(1,5%)	(2,1%)	(2,1%)	(2,1%)	(2,1%)	(2,1%)	(2,1%)
10. Pasivos por impuesto diferido	(1.961,0)	(301,0)	(524,0)	(534,0)	(547,4)	(560,9)	(575,1)	(589,8)
% s/ventas	(1,8%)	(0,3%)	(0,5%)	(0,5%)	(0,5%)	(0,5%)	(0,5%)	(0,5%)
Working Capital	654,7	94,7	(75,3)	(159,6)	(173,0)	(161,3)	(150,5)	(140,2)
Var WC		(560,0)	(170,1)	(84,3)	(13,3)	11,7	10,8	10,2

Anexo IV – Evolución Tasa libre de riesgo

La tasa libre de riesgo utilizada se sitúa en un punto intermedio entre los niveles máximo y mínimo del periodo analizado dos años hacia atrás desde la fecha de nuestro Informe

Hemos analizado la evolución de la tasa libre de riesgo del Bono del Gobierno español a 10 años en un periodo de dos años hacia atrás desde la fecha de emisión del Informe. Como podemos observar la tasa libre de riesgo utilizada a 31 de diciembre de 2017 se encuentra en el rango medio del periodo, entre máximo y el mínimo alcanzado en un año y por debajo del percentil 75%.

Evolución Bono español a 10 años



Fuente: Capital IQ

Anexo V – Apalancamiento

Para la estructura de apalancamiento se toma como referencia el valor de los fondos propios implícito de la Valoración

Se ha considerado una estructura de apalancamiento calculada sobre la base de la posición de deuda de la Sociedad a la Fecha de Valoración (por su valor nominal en libros) y el valor del patrimonio resultante del modelo de valoración. El valor de los fondos propios resulta en 141.478 miles de euros (con la “g” media en el escenario alternativo) y el valor de la deuda 24.434 miles de euros (85,3% Equity, 14,7% Deuda). La estructura de capital resultante de este ejercicio se encuentra en línea con las estructuras de capital observadas en el mercado (tanto de comparables cotizados internacionales como de comparables no cotizados nacionales), si bien existe un nivel de dispersión elevado. El ratio DFN/EBITDA del que parte en 2017 la Sociedad es 2,8x DFN/EBITDA y el ratio implícito que sale de la estructura es 2,3x DFN/EBITDA en 2023.

Se ha realizado un ejercicio teórico de proyección para analizar la capacidad de repago de la deuda de la Sociedad. Se analiza dicha capacidad sobre el nivel de deuda recurrente que se mantiene en el largo plazo (el 14,7% del Valor del Negocio resultante del ejercicio de DFC). Consideramos que el análisis debe realizarse sobre los flujos de la Sociedad ya estabilizados (a partir del ejercicio 2022). Para ello analizamos la capacidad de repago en el periodo 2023E-2028 realizando las siguientes hipótesis de proyección, consistentes con las hipótesis del DFC:

g	2,1%
Tipo impositivo	25,0%
Coste de la deuda	2,8%

	#	FCLn	2023	2024	2025	2026	2027
EBITDA	1	9.657	9.865	10.077	10.293	10.515	10.741
Amortización	1	(1.954)	(1.996)	(2.038)	(2.082)	(2.127)	(2.173)
Deuda BoP			24.434	24.434	24.434	24.434	24.434
Amortización principal	2		(4.072)	(4.072)	(4.072)	(4.072)	(4.072)
Altas			4.072	4.072	4.072	4.072	4.072
Deuda EoP			24.434	24.434	24.434	24.434	24.434
EBIT	1	7.704	7.869	8.038	8.211	8.388	8.568
Gasto financiero	3		(685)	(685)	(685)	(685)	(685)
EBT			7.184	7.353	7.526	7.702	7.883
Impuestos			(1.796)	(1.838)	(1.882)	(1.926)	(1.971)
Amortización	1	1.954	1.996	2.038	2.082	2.127	2.173
Var. Working Capital	1	1	1	2	2	2	2
Capex	1	(1.954)	(1.996)	(2.038)	(2.082)	(2.127)	(2.173)
FCSD	6		6.075	6.202	6.331	6.464	6.599
DFN/EBITDA	4		2,5x	2,4x	2,4x	2,3x	2,3x
RCS	5		1,3x	1,3x	1,3x	1,4x	1,4x

1. Crecimiento a tasas de “g” media a partir del flujo de caja normalizado. El Capex y la amortización tienen la misma magnitud.
2. Se considera un plazo medio de 6 años para la amortización de la deuda, en base al calendario medio de pago de la deuda actual así como a referencias de mercado de emisiones de deuda.
3. Los gastos financieros calculados con un coste de la deuda antes de impuestos utilizando la referencia de mercado que se ha empleado en la estimación de la tasa de descuento (2,8%).
4. El ratio DFN/EBITDA obtenido de la proyección se sitúa en torno a 2,3x.
5. El análisis del RCS en niveles de 1,4x nos permite concluir que los flujos futuros de caja en las proyecciones de la Sociedad pueden sostener una deuda con un ratio del 14,7% sobre el Valor del Negocio.
6. El FCSD se calcula como la suma de EBIT menos impuestos más la amortización, variación de capital circulante y Capex.

Anexo VI (1/5)

Detalle de las hipótesis consideradas en la construcción del DFC Teórico que ha servido de base para el cálculo del multiplicador de las sociedades puestas en equivalencia

A continuación, se muestra el detalle de las asunciones consideradas para la construcción del DFC teórico. Para ello, se han tomado como referencia los datos financieros públicos de los principales competidores del Grupo en España. Los datos adjuntos han sido extraídos de la base de datos Informa. Cabe destacar que, a la fecha de emisión de este Informe, no existe información pública con respecto a estas sociedades relativa al ejercicio 2017.

Comparables - Ingresos agregados

	2016	2017
Albia	117.082.266	
ASV	45.308.235	
Mémora	151.074.000	
Servisa	60.403.314	
Interfunerarias	19.617.077	
Total	393.484.892	396.700.167

Fuente: CCAA



Dado que a la fecha de emisión de este Informe no hay información disponible relativa a 2017, hemos extrapolado los ingresos agregados de 2016 asumiendo un crecimiento igual al crecimiento de las defunciones a nivel nacional (+0,8%). Esta cifra de ingresos ha constituido el punto de partida del DFC Teórico.

Margen EBITDA

	2016
Albia	17,1%
ASV	15,4%
Mémora	21,6%
Servisa	16,5%
Interfunerarias	14,3%
Media	17,0%
Mediana	16,5%

Fuente: CCAA



Hemos analizado los márgenes EBITDA de las compañías seleccionadas y considerado como margen de mercado, aplicable tanto al ejercicio 2017 como al resto del período de proyección en la construcción del DFC, la mediana de los márgenes correspondientes a 2016 (año más reciente del que se dispone de información pública).

Como se ha indicado anteriormente, al no existir información correspondiente a 2017, hemos estimado el EBITDA de partida para la construcción del DFC Teórico aplicándole a los ingresos estimados el margen de mercado anteriormente comentado (16,5%).

Capex s/Ventas

	2014	2015	2016
Albia	5,0%	3,7%	4,1%
ASV	2,3%	2,4%	1,8%
Mémora	4,4%	7,3%	5,1%
Servisa	7,9%	4,0%	3,0%
Interfunerarias	2,6%	4,0%	3,4%
Media	4,4%	4,3%	3,5%
Mediana	4,4%	4,0%	3,4%

Fuente: CCAA



Respecto al inmovilizado, hemos calculado el porcentaje de capex sobre ventas de las compañías comparables y tomado como referencia la media del período 2014 – 2016, aplicando este porcentaje (4,1%) a todo el período de proyección. Este ratio está alineado con el considerado por la Sociedad en la estimación de inversiones del Negocio Directo para el período 2019 – 2022.

Anexo VI (3/5)

Detalle de cálculo del valor de las Sociedades Puestas en Equivalencia – Caso Base

Se han aplicado los multiplicadores mínimo y máximo descritos en el Anexo VI (2/5) a los EBITDA de las sociedades integradas por el método de puesta en equivalencia para obtener el valor del 100% de cada negocio. Posteriormente, hemos restado la posición financiera neta a cada sociedad y multiplicado el valor obtenido por el porcentaje de participación correspondiente.

Cálculo del valor de las Sociedades consolidadas por puesta en equivalencia - Caso Base

Sociedad	% Participación	EBITDA	PFN	Valor mínimo	Valor máximo
Isabelo Alvarez Mayorga, S.A.	50%	243.173	-688.601	935.666	1.059.213
Servicios Funerarios del Nervión, S.L.	50%	27.592	17.401	153.936	167.955
Tanatorio de Écija, S.L.	33%	258.497	-1.070.269	550.274	637.821
Tanatorio SE-30 Sevilla, S.L.	10%	1.588.773	-592.107	1.613.326	1.774.766
Cementerio Jardín de Alcalá de Henares S. A.	49%	1.057.311	1.630.806	6.253.061	6.779.501
Empresa Mixta Serveis Fúnebres Municipals de Tarragona, S. A.	49%	1.372.933	647.216	7.399.190	8.082.779
Gestión de Cementeris de Tarragona S.L.	25%	86.355	41.431	232.874	254.373
Iniciativas Alcaesar, S.L.	40%	1.376.599	-1.959.578	5.012.874	5.572.396
Alcaesar Funerhervas, S.L.	40%	68.308	-228.441	196.259	224.023
Alcaesar Funercoira, S.L.	40%	116.591	-540.578	274.721	322.110
Funertrujillo, S.L.	40%	82.106	-211.887	260.983	294.355
Alcaesar Funerplascencia, S.L.	40%	355.297	467.074	1.682.945	1.827.356
Salzillo Servicios Funerarios, S.L.	45%	872.941	-3.033.562	2.770.238	3.169.399
Servicios Funerarios La Caridad, S.L.	50%	182.934	396.557	1.161.173	1.254.115
Tanatorio y Cementerio de Sanlúcar, S.L.	38%	465.392	-3.966.248	349.890	527.227
Nuevo Tanatorio, S.L.	50%	506.656	-1.045.831	2.143.926	2.401.340
Nuevos Servicios Funerarios S.L.	25%	816	-7.637	238	446
Servicios Funerarios Lucem, S.L.	50%	271.370	-770.398	1.043.190	1.181.063
Zacarías Nuño, S.L.	50%		106.873	53.436	53.436
Funeraria Hispalense, S.L.	50%		20.793	10.397	10.397
Total				32.098.598	35.594.071
	Mín	Máx			
Multiplicador Genérico de Mercado	10,5x	11,5x			

Nota: para aquellas sociedades que presentan un EBITDA negativo (Zacarías Nuño, S.L. Y Funeraria Hispalense, S.L.), se ha considerado el VTC como referencia

Anexo VI (4/5)

Detalle de cálculo del valor de las Sociedades Puestas en Equivalencia – Escenario Alternativo

Adicionalmente, partiendo del DFC teórico descrito anteriormente, se han calculado las desviaciones específicas que deberían tener los multiplicadores genéricos en función de la geografía concreta de cada sociedad. Para calcular estas desviaciones, se ha aplicado en la línea de crecimiento de ingresos el incremento en precios a nivel nacional incrementado por las perspectivas de defunciones específicas de cada zona geográfica. La desviación se ha calculado considerando los resultados obtenidos en cada caso con respecto al multiplicador obtenido considerando las defunciones a nivel nacional.

Crecimiento Defunciones

	2018	2019	2020	2021	2022
Madrid	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%
Zona Centro	0,1%	(0,0%)	(0,1%)	(0,2%)	(0,3%)
Andalucía	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%
Extremadura	0,2%	0,1%	(0,0%)	(0,1%)	(0,2%)
Zona Noroeste	0,5%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%
Zona Norte	0,7%	0,6%	0,5%	0,4%	0,3%
Zona Noreste	0,7%	0,6%	0,6%	0,5%	0,4%
Zona Este	1,0%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%
Baleares y Canaria	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Ceuta y Melilla	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%
Nacional	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%

Fuente: INE

Crecimiento IPC

	2018	2019	2020	2021	2022
España	1,5%	1,7%	1,7%	1,8%	1,9%

Fuente: FMI

El INE proporciona estimaciones de defunciones por comunidad autónoma, que hemos agregado en las mismas áreas geográficas en las que la Sociedad prepara su información de gestión. Hemos aplicado estos crecimientos para el cálculo de las desviaciones sobre el multiplicador genérico estimado para el Escenario Alternativo.

Asimismo, hemos considerado las perspectivas de IPC estimadas por el FMI

Multiplicadores resultantes ajustados por geografía

	Desviación	Mín	Máx
Multiplicador Genérico de Mercado		10,8x	11,8x
Madrid	2%	11,1x	12,1x
Zona Centro	(3%)	10,5x	11,5x
Andalucía	1%	10,9x	11,9x
Extremadura	(2%)	10,5x	11,6x
Zona Noroeste	(1%)	10,7x	11,7x
Zona Norte	(1%)	10,7x	11,7x
Zona Noreste	(1%)	10,7x	11,8x
Zona Este	1%	10,9x	11,9x
Baleares y Canaria	3%	11,1x	12,2x
Ceuta y Melilla	(0%)	10,8x	11,8x

Las desviaciones obtenidas se han aplicado sobre los multiplicadores mínimo y máximo indicados en el Anexo VI (2/5), obteniendo así unos multiplicadores ajustados para cada geografía.

Anexo VI (5/5)

Detalle de cálculo del valor de las Sociedades Puestas en Equivalencia – Escenario Alternativo

Se han aplicado los multiplicadores mínimo y máximo ajustados por cada geografía descritos en el Anexo VI (4/5) a los EBITDA de las sociedades integradas por el método de puesta en equivalencia para obtener el valor del 100% de cada negocio. Posteriormente, hemos restado la posición financiera neta a cada sociedad y multiplicado el valor obtenido por el porcentaje de participación correspondiente.

Cálculo del valor de las Sociedades consolidadas por el método de puesta en equivalencia - Escenario Alternativo

Sociedad	Geografía	% Participación	EBITDA	PFN	Múltiplo Mín	Múltiplo Máx	Valor mínimo	Valor máximo
Isabelo Alvarez Mayorga, S.A.	Zona Centro	50%	243.173	-688.601	10,5x	11,5x	932.445	1.056.236
Servicios Funerarios del Nervión, S.L.	Zona Norte	50%	27.592	17.401	10,7x	11,7x	156.441	170.765
Tanatorio de Ecija, S.L.	Andalucía	33%	258.497	-1.070.269	10,9x	11,9x	580.440	671.305
Tanatorio SE-30 Sevilla, S.L.	Andalucía	10%	1.588.773	-592.107	10,9x	11,9x	1.668.954	1.836.512
Cementerio Jardín de Alcalá de Henares S. A. Madrid		49%	1.057.311	1.630.806	11,1x	12,1x	6.526.129	7.081.409
Empresa Mixta Serveis Fúnebres Municipals de Tarragona, S. A.	Zona Noreste	49%	1.372.933	647.216	10,7x	11,8x	7.544.167	8.244.883
Gestión de Cementeris de Tarragona S.L.	Zona Noreste	25%	86.355	41.431	10,7x	11,8x	237.434	259.471
Iniciativas Alcaesar, S.L.	Extremadura	40%	1.376.599	-1.959.578	10,5x	11,6x	5.019.902	5.582.619
Alcaesar Funerhervas, S.L.	Extremadura	40%	68.308	-228.441	10,5x	11,6x	196.608	224.530
Alcaesar Funercoñía, S.L.	Extremadura	40%	116.591	-540.578	10,5x	11,6x	275.316	322.976
Funertrujillo, S.L.	Extremadura	40%	82.106	-211.887	10,5x	11,6x	261.402	294.965
Alcaesar Funerplasencia, S.L.	Extremadura	40%	355.297	467.074	10,5x	11,6x	1.684.759	1.829.995
Salzillo Servicios Funerarios, S.L.	Zona Este	45%	872.941	-3.033.562	10,9x	11,9x	2.907.941	3.322.246
Servicios Funerarios La Caridad, S.L.	Andalucía	50%	182.934	396.557	10,9x	11,9x	1.193.198	1.289.663
Tanatorio y Cementerio de Sanlúcar, S.L.	Andalucía	38%	465.392	-3.966.248	10,9x	11,9x	410.995	595.054
Nuevo Tanatorio, S.L.	Zona Este	50%	506.656	-1.045.831	10,9x	11,9x	2.232.729	2.499.910
Nuevos Servicios Funerarios S.L.	Zona Este	25%	816	-7.637	10,9x	11,9x	310	525
Servicios Funerarios Lucem, S.L.	Zona Este	50%	271.370	-770.398	10,9x	11,9x	1.090.753	1.233.858
Zacarias Nuño, S.L.		50%		106.873			53.436	53.436
Funeraria Hispalense, S.L.		50%		20.793			10.397	10.397
Total							32.983.757	36.580.754
		Mín	Máx					
Multiplicador Genérico de Mercado		10,8x	11,8x					

Nota: para aquellas sociedades que presentan un EBITDA negativo (Zacarias Nuño, S.L. Y Funeraria Hispalense, S.L.), se ha considerado el VTC como referencia

Anexo VII (1/2)

Detalle de cálculo del multiplicador implícito del Negocio Directo para Minoritarios

Para el cálculo del multiplicador aplicable a los socios minoritarios hemos hallado el implícito en el DFC del Negocio Directo en el Caso Base y en el Escenario Alternativo, obteniendo los siguientes valores:

Multiplicador Minoritarios - Caso Base (Negocio Directo)

Euros	2017	2018	2019	2020	2021	2022	VT		Mín	Máx
Importe neto de la cifra de negocios	41.942	41.611	42.652	43.423	43.956	44.592	44.592	VAN Período explícito	13.544	13.544
% Crecimiento		(0,8%)	2,5%	1,8%	1,2%	1,4%		VAN Valor Residual	58.938	66.351
EBITDA	6.917	6.440	6.985	7.282	7.430	7.653	7.653	Valor del Negocio Teórico	72.482	79.895
Margen EBITDA	16,5%	15,5%	16,4%	16,8%	16,9%	17,2%	17,2%	EBITDA 2017	6.917	6.917
Amortización del inmovilizado	(2.845)	(2.903)	(2.918)	(2.932)	(2.947)	(2.962)	(1.813)	Multiplicador implícito	10,5x	11,6x
EBIT	4.072	3.537	4.068	4.350	4.483	4.691	5.840			
Margen EBIT	9,7%	8,5%	9,5%	10,0%	10,2%	10,5%				
Impuestos		(884)	(1.017)	(1.088)	(1.121)	(1.173)	(1.460)			
NOPLAT		2.653	3.051	3.263	3.362	3.518	4.380			
Amortización del inmovilizado		2.903	2.918	2.932	2.947	2.962	1.813			
Variación de circulante		31	(16)	(7)	(2)	(5)	1			
Inversiones en inmovilizado		(4.978)	(2.901)	(1.937)	(1.959)	(1.985)	(1.813)			
Flujo de Caja Libre		609	3.051	4.251	4.348	4.491	4.380			
Valor Terminal							81.118			
Período de descuento		0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5			
Factor de descuento		1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7			
Flujo de Caja Descontado		587	2.743	3.559	3.392	3.263	58.938			

Multiplicador Minoritarios - Escenario Alternativo (Negocio Directo)

Euros	2017	2018	2019	2020	2021	2022	VT		Mín	Máx
Importe neto de la cifra de negocios	41.942	41.611	42.654	43.704	44.810	45.951	45.951	VAN Período explícito	13.145	13.145
% Crecimiento		(0,8%)	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%		VAN Valor Residual	58.814	66.213
EBITDA	6.917	6.440	6.600	6.965	7.330	7.695	7.695	Valor del Negocio Teórico	71.959	79.358
Margen EBITDA	16,5%	15,5%	15,5%	15,9%	16,4%	16,7%	16,7%	EBITDA 2017	6.917	6.917
Amortización del inmovilizado	(2.845)	(2.903)	(3.029)	(3.103)	(3.164)	(3.227)	(1.868)	Multiplicador implícito	10,4x	11,5x
EBIT	4.072	3.537	3.571	3.862	4.166	4.468	5.827			
Margen EBIT	9,7%	8,5%	8,4%	8,8%	9,3%	9,7%				
Impuestos		(884)	(893)	(966)	(1.041)	(1.117)	(1.457)			
NOPLAT		2.653	2.679	2.897	3.124	3.351	4.370			
Amortización del inmovilizado		2.903	3.029	3.103	3.164	3.227	1.868			
Variación de circulante		31	5	(4)	(4)	(4)	1			
Inversiones en inmovilizado		(4.978)	(2.901)	(1.948)	(1.993)	(2.040)	(1.868)			
Flujo de Caja Libre		609	2.812	4.047	4.291	4.534	4.371			
Valor Terminal							91.130			
Período de descuento		0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5			
Factor de descuento		1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7			
Flujo de Caja Descontado		587	2.528	3.389	3.347	3.295	66.213			

Anexo VII (2/2)

Detalle de cálculo del valor de las minoritarios – Casos Base y Escenario Alternativo

Se han aplicado los multiplicadores mínimo y máximo a los EBITDA de las sociedades consolidadas por integración global de las que el Grupo no ostenta el 100% para obtener el valor del 100% de cada negocio. Posteriormente, hemos restado la posición financiera neta a cada sociedad y multiplicado el valor obtenido por el porcentaje de participación correspondiente. Cabe destacar que en el Escenario Alternativo, en línea con lo considerado en cálculo de las sociedades puestas en equivalencia hemos ajustado los multiplicadores implícitos en el Negocio Directo por las desviaciones de cada zona geográfica).

Cálculo del valor de los intereses minoritarios - Caso Base

Sociedad	% Participación	EBITDA	PFN	Valor mínimo	Valor máximo
Pompes Fúnebres Domingo S.L.	75%	511.673	(183.042)	1.294.638	1.431.718
GAB Management & Consulting S.R.L.	78%	(1.572)	(94.923)	(24.952)	(25.330)
Servicios Funerarios de Zaragoza, S.L.	70%	407.938	(794.805)	1.043.936	1.175.083
De Mena Servicios Funerarios, S.L.	70%	258.250	(49.336)	797.024	880.047
Cementerio Parque de Andujar, S.A.	67%	26.230	(1.138.087)	(287.974)	(278.597)
Funerarias Reunidas del Bierzo, S.A.	86%	1.336.942	(440.127)	1.923.554	2.126.653
Tanatori la Dama D'Eix, S.L.	97%	(31)	377.585	10.779	10.778
Total				4.757.004	5.320.351
	Min	Máx			
Multiplicador Implícito del Negocio Directo	10,5x	11,6x			

Cálculo del valor de los intereses minoritarios - Escenario Alternativo

Sociedad	Geografía	% Participación	EBITDA	PFN	Í múltipo	Mín	último	Máx	Valor mínimo	Valor máximo
Pompes Fúnebres Domingo S.L.	Zona Noreste	75%	511.673	(183.042)	10,3x	11,4x			1.278.021	1.414.136
GAB Management & Consulting S.R.L.	Zona Noreste	78%	(1.572)	(94.923)	10,3x	11,4x			(24.907)	(25.281)
Servicios Funerarios de Zaragoza, S.L.	Zona Noreste	70%	407.938	(794.805)	10,3x	11,4x			1.028.039	1.158.262
De Mena Servicios Funerarios, S.L.	Andalucía	70%	258.250	(49.336)	10,5x	11,6x			797.007	880.480
Cementerio Parque de Andujar, S.A.	Andalucía	67%	26.230	(1.138.087)	10,5x	11,6x			(287.976)	(278.548)
Funerarias Reunidas del Bierzo, S.A.	Zona Noroeste	86%	1.336.942	(440.127)	10,3x	11,4x			1.889.701	2.090.421
Tanatori la Dama D'Eix, S.L.	Zona Este	97%	(31)	377.585	10,5x	11,6x			10.779	10.778
Total									4.690.664	5.250.248
	Min	Máx								
Multiplicador Implícito del Negocio Directo	10,4x	11,5x								

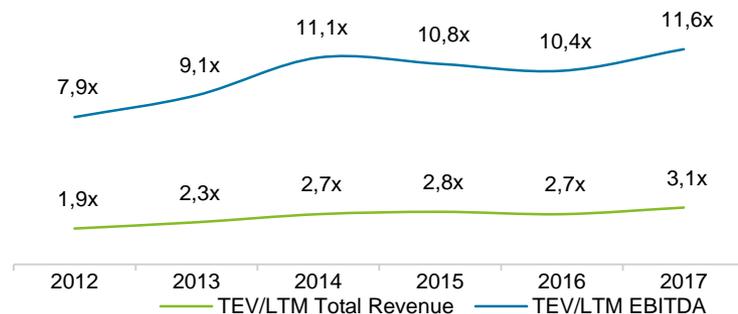
Anexo VIII – Compañías comparables

Service Corporation Limited



Service Corporation International, con base en Estados Unidos, ha incrementado su margen EBITDA en los últimos años, ascendiendo a 27% en 2017. En línea con este incremento, tanto el múltiplo EV/EBITDA como EV/Ventas siguen una tendencia creciente.

Evolución histórica múltiplos



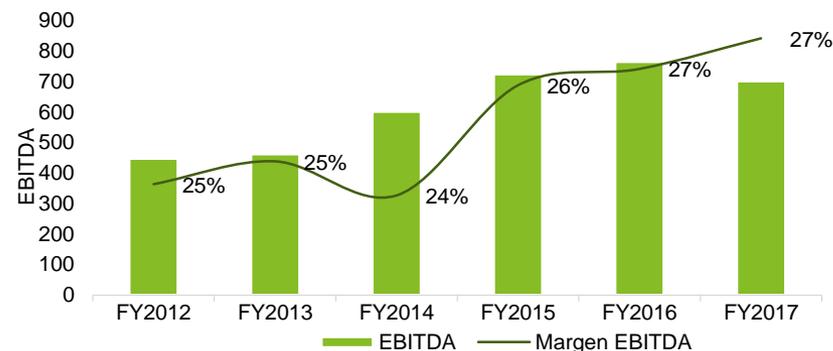
Fuente: CapitalIQ

Evolución histórica

Millones EUR	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos	1.824	1.852	2.474	2.749	2.871	2.578
% Crecimiento		2%	34%	11%	4%	(10%)
Margen bruto de explotación	21,7%	21,5%	22,6%	22,6%	22,3%	23,3%
EBITDA	447	462	601	724	764	700
Margen EBITDA	25%	25%	24%	26%	27%	27%
Beneficio neto	117	107	142	215	168	455

Fuente: CapitalIQ

EBITDA/Ingresos (M€)



Fuente: CapitalIQ

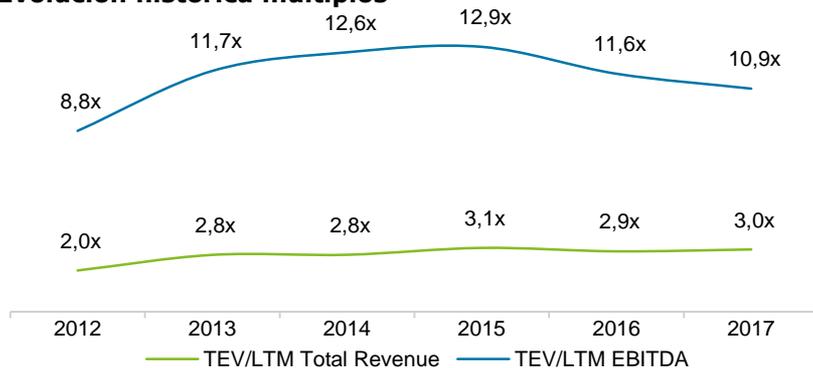
Anexo VIII – Compañías comparables

Carriage Services



Carriage Services, Inc. es una sociedad con base en Estados Unidos cuyo margen EBITDA ha decrecido en el último año. Esta caída se ha visto reflejada en el múltiplo EV/EBITDA pero no en el múltiplo EV/Ventas, que ha crecido con respecto al registrado a cierre de 2016.

Evolución histórica múltiplos



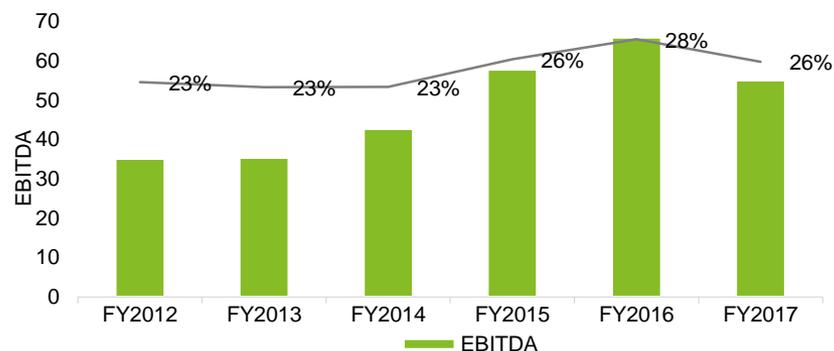
Fuente: CapitalIQ

Evolución histórica

Millones EUR	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos	150	155	187	223	235	215
% Crecimiento		3%	21%	20%	5%	(9%)
Margen bruto de explotación	35,4%	34,9%	35,6%	36,9%	37,7%	35,6%
EBITDA	35	35	43	58	66	55
Margen EBITDA	23%	23%	23%	26%	28%	26%
Beneficio neto	9	14	13	19	19	31

Fuente: CapitalIQ

EBITDA/Ingresos (M€)



Fuente: CapitalIQ

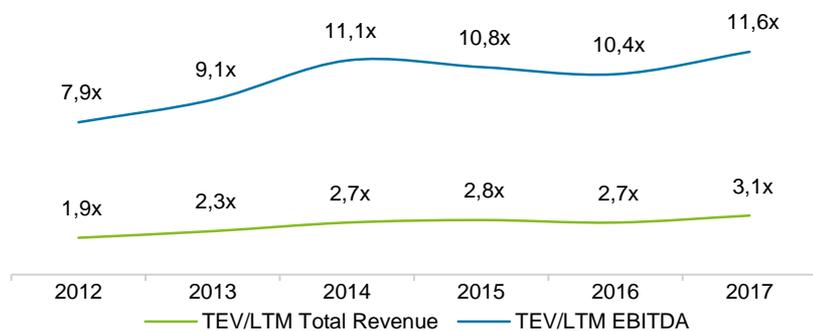
Anexo VIII – Compañías comparables

Invocare Vocation Care



El margen EBITDA de InvoCare Limited, sociedad funeraria líder en Australia, ha seguido una tendencia creciente desde 2015, en línea con la tendencia de los múltiplos EV/EBITDA y EV/Ventas.

Evolución histórica múltiplos



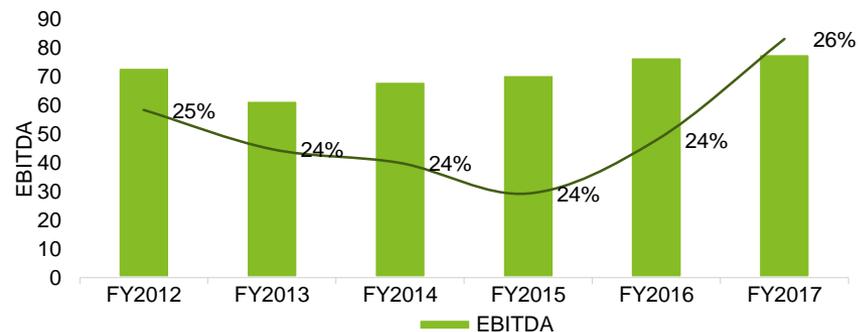
Fuente: CapitalIQ

Evolución histórica

Millones EUR	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos	296	255	284	299	316	303
% Crecimiento		(14%)	12%	5%	6%	(4%)
Margen bruto de explotación	71,4%	71,1%	71,1%	71,9%	72,4%	73,3%
EBITDA	73	62	68	71	77	78
Margen EBITDA	25%	24%	24%	24%	24%	26%
Beneficio neto	35	32	37	37	49	63

Fuente: CapitalIQ

EBITDA/Ingresos (M€)



Fuente: CapitalIQ

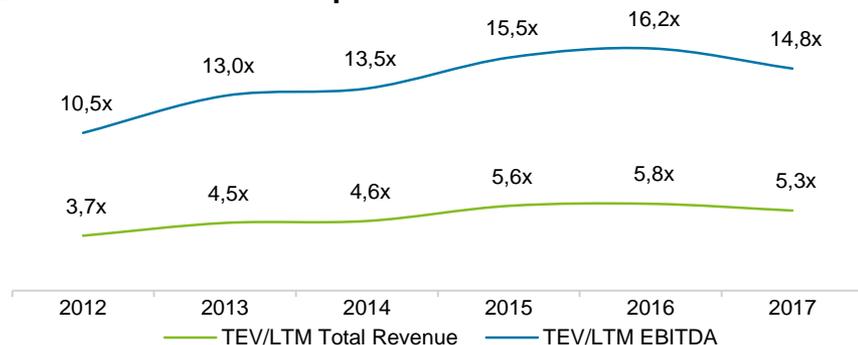
Anexo VIII – Compañías comparables

Dignity, Plc



Dignity plc, ofrece servicios funerarios en el Reino Unido. A 31 de diciembre de 2017 el margen EBITDA ascendía a 37,3%, por encima de la media histórica 2012-2017 pero por debajo de lo observado en 2016. Esta caída del 2016 al 2017 del margen operativo se ve reflejado en los múltiplos EV/EBITDA y EV/Ventas.

Evolución histórica múltiplos



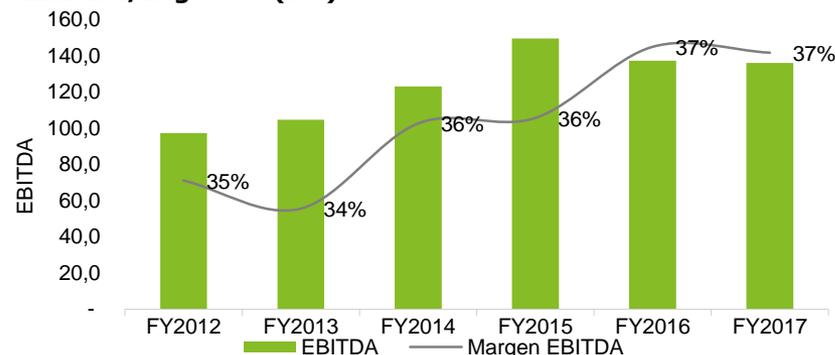
Fuente: CapitalIQ

Evolución histórica

Millones EUR	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos	281	307	344	416	367	365
% Crecimiento		10%	12%	21%	(12%)	(1%)
Margen bruto de explotación	58,5%	58,9%	59,5%	59,6%	59,2%	59,7%
EBITDA	97	105	123	150	137	136
Margen EBITDA	35%	34%	36%	36%	37%	37%
Beneficio neto	44	48	-70	78	67	65

Fuente: CapitalIQ

EBITDA/Ingresos (M€)



Fuente: CapitalIQ

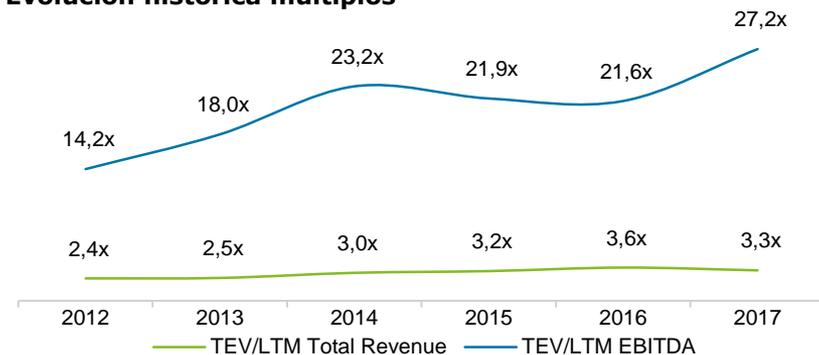
Anexo VIII – Compañías comparables

Park Lawn Corporation



Park Lawn Corporation es el mayor proveedor de servicios funerarios, cremación y cementerios en Canadá que cotiza en bolsa. La evolución histórica del margen EBITDA no sigue una tendencia homogénea. En los últimos años ha crecido significativamente de manera inorgánica, adquiriendo operadoras funerarias en Estados Unidos y Canadá.

Evolución histórica múltiplos



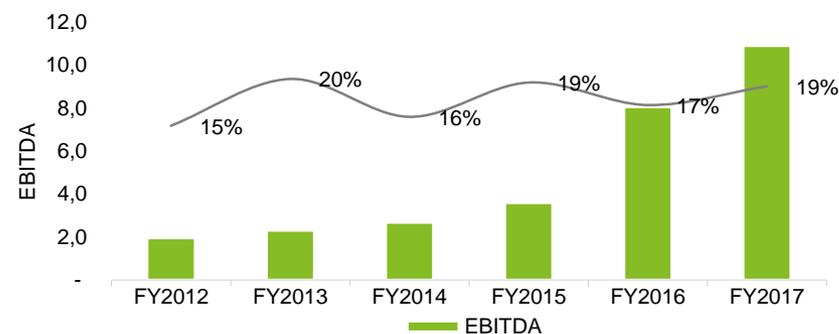
Fuente: Capital IQ

Evolución histórica

Millones EUR	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos	13	12	17	19	47	58
% Crecimiento		(10%)	43%	11%	153%	22%
Margen bruto de explotación	49,0%	45,3%	54,5%	55,2%	52,6%	56,6%
EBITDA	2	2	3	4	8	11
Margen EBITDA	15%	20%	16%	19%	17%	19%
Beneficio neto	1	1	1	2	5	3

Fuente: CapitalIQ

EBITDA/Ingresos (MC)



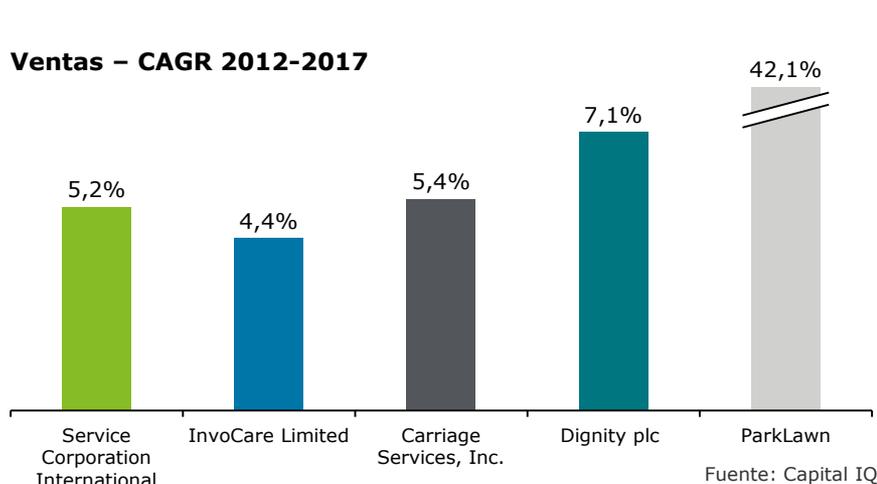
Fuente: Capital IQ

Anexo VIII – Compañías comparables

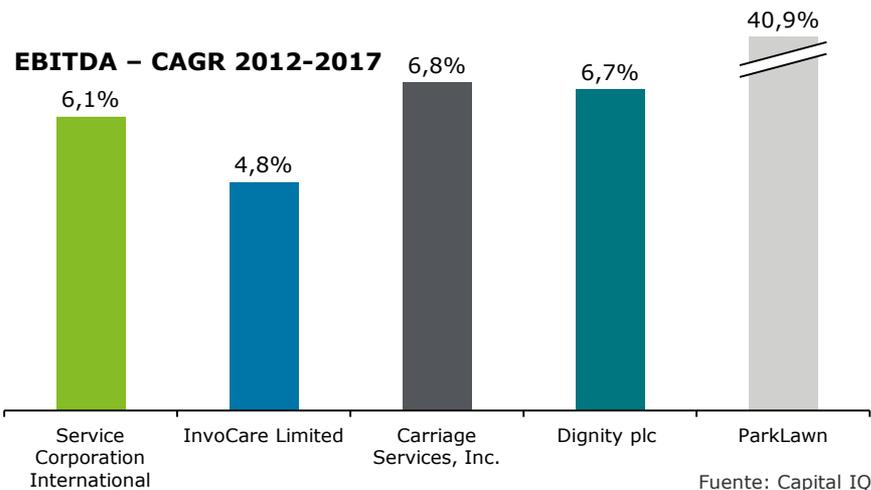
Principales magnitudes financieras

Hemos analizado los principales ratios de las sociedades cotizadas comparables identificadas para la metodología de múltiplos de mercado con el objetivo de estudiar su comparabilidad a la Sociedad objeto de valoración.

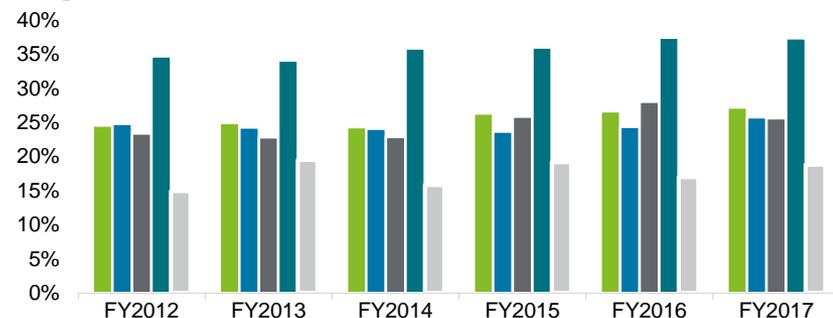
Ventas – CAGR 2012-2017



EBITDA – CAGR 2012-2017



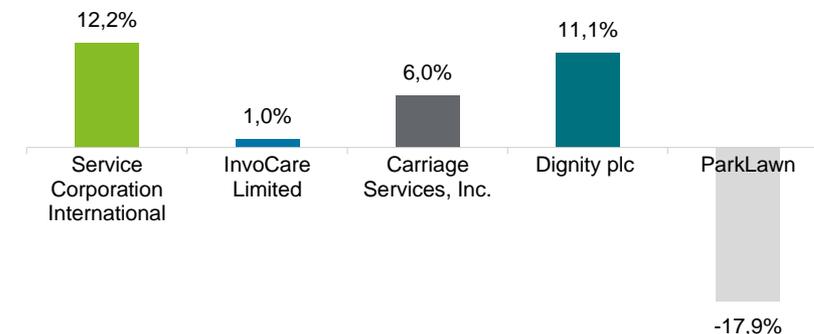
Margen EBITDA



■ Service Corporation Int.
 ■ InvoCare Limited
 ■ Carriage Services, Inc.
 ■ Dignity plc
 ■ ParkLawn

Fuente: Capital IQ

Deuda- CAGR 2012-2017

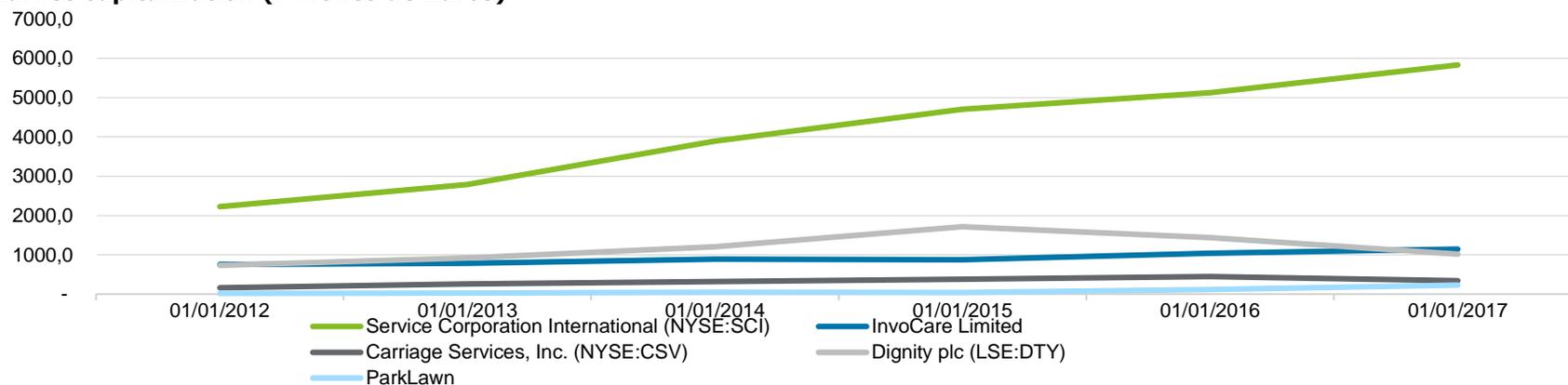


Fuente: Capital IQ

Anexo VIII – Compañías comparables

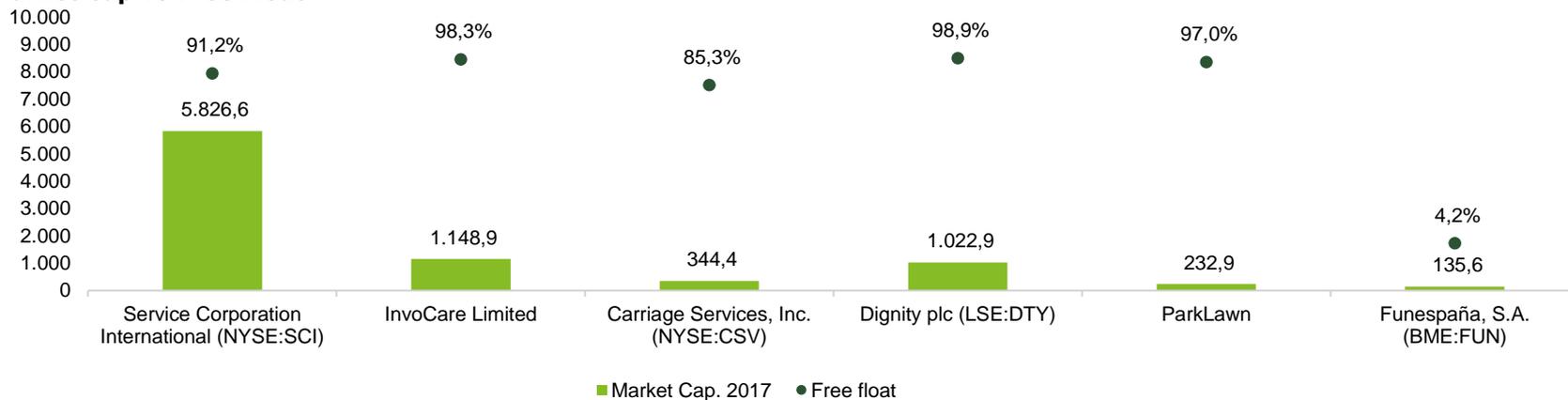
Principales magnitudes financieras

Market Capitalization (Millones de Euros)



Fuente: Capital IQ

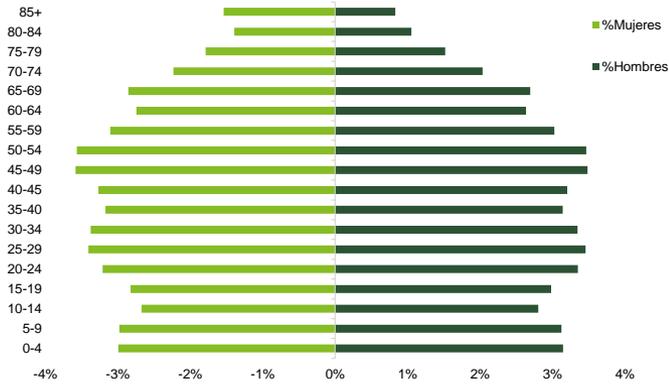
Market Cap vs Free Float



Fuente: Capital IQ

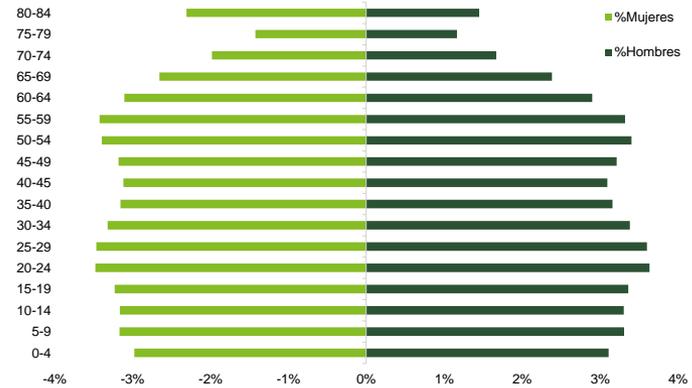
Anexo IX – Pirámides poblacionales

Reino Unido



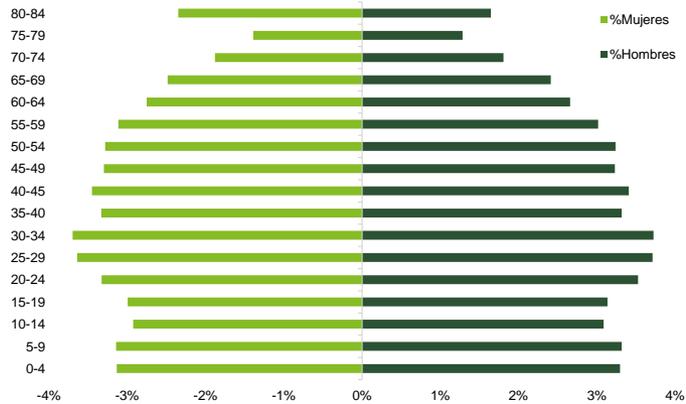
Fuente: Office for National Statistics

Estados Unidos



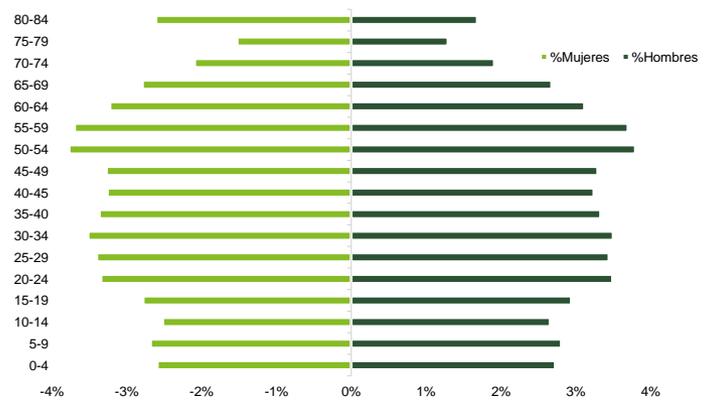
Fuente: United States Census Bureau

Australia



Fuente: Australian Bureau of Statistics

Canadá



Fuente: Canada's National Agency

Anexo X – Metodología múltiplos de mercado de comparables

Detalle de cálculo del valor de las Sociedades Puestas en Equivalencia y Minoritarios

Cálculo del valor de las Sociedades consolidadas por el método de puesta en equivalencia

Sociedad	Geografía	% Participación	EBITDA	PFN	Valor Mínimo	Valor Máximo
Isabelo Alvarez Mayorga, S.A.	Zona Centro	50%	243.173	-688.601	1.076.316	1.137.540
Servicios Funerarios del Nervión, S.L.	Zona Norte	50%	27.592	17.401	169.896	176.843
Tanatorio de Écija, S.L.	Andalucía	33%	258.497	-1.070.269	649.940	693.324
Tanatorio SE-30 Sevilla, S.L.	Andalucía	10%	1.588.773	-592.107	1.797.115	1.877.116
Cementerio Jardín de Alcalá de Henares S. A.	Madrid	49%	1.057.311	1.630.806	6.852.377	7.113.252
Empresa Mixta Serveis Fúnebres Municipals de Tarragona, S. A.	Zona	49%	1.372.933	647.216	8.177.410	8.516.160
Gestión de Cementeris de Tarragona S.L.	Zona Norest	25%	86.355	41.431	257.349	268.002
Iniciativas Alcaesar , S.L.	Extremadura	40%	1.376.599	-1.959.578	5.649.852	5.927.121
Alcaesar Funerhervas, S.L.	Extremadura	40%	68.308	-228.441	227.867	241.625
Alcaesar Funercoria,S.L.	Extremadura	40%	116.591	-540.578	328.670	352.153
Funertrujillo , S.L.	Extremadura	40%	82.106	-211.887	298.975	315.512
Alcaesar Funerplascencia, S.L.	Extremadura	40%	355.297	467.074	1.847.348	1.918.910
Salzillo Servicios Funerarios, S.L.	Zona Este	45%	872.941	-3.033.562	3.224.656	3.422.458
Servicios Funerarios La Caridad, S.L.	Andalucía	50%	182.934	396.557	1.266.982	1.313.039
Tanatorio y Cementerio de Sanlúcar, S.L.	Andalucía	38%	465.392	-3.966.248	551.777	639.656
Nuevo Tanatorio, S.L.	Zona Este	50%	506.656	-1.045.831	2.436.975	2.564.536
Nuevos Servicios Funerarios S.L.	Zona Este	25%	816	-7.637	474	577
Servicios Funerarios Lucem, S.L.	Zona Este	50%	271.370	-770.398	1.200.150	1.268.473
Zacarias Nuño, S.L.		50%		106.873	53.436	53.436
Funeraria Hispalense, S.L.		50%		20.793	10.397	10.397
Total					36.077.961	37.810.131

Multiplicador de Mercado

11,7x

12,2x

Cálculo del valor de los intereses minoritarios

Sociedad	Participación	EBITDA	PFN	Valor Mínimo	Valor Máximo
Pompes Fúnebres Domingo S.L.	75%	511.673	(183.042)	1.448.840	1.513.252
GAB Management & Consulting S.R.L.	78%	(1.572)	(94.923)	(25.377)	(25.554)
Servicios Funerarios de Zaragoza, S.L.	70%	407.938	(794.805)	1.191.464	1.253.087
De Mena Servicios Funerarios, S.L.	70%	258.250	(49.336)	890.418	929.429
Cementerio Parque de Andujar, S.A.	67%	26.230	(1.138.087)	(277.426)	(273.020)
Funerarias Reunidas del Bierzo, S.A.	86%	1.336.942	(440.127)	2.152.021	2.247.454
Tanatori la Dama D'Ex, S.L.	97%	(31)	377.585	10.778	10.777
Total				5.390.717	5.655.426

Min Max

Multiplicador de mercado

11,7x

12,2x

Anexo XI – Metodología múltiplos de mercado de transacciones

Detalle de cálculo del valor de las Sociedades Puestas en Equivalencia y Minoritarios

Cálculo del valor de las Sociedades consolidadas por el método de puesta en equivalencia

Sociedad	Geografía	% Participación	EBITDA	PFN	Valor
Isabelo Alvarez Mayorga, S.A.	Zona Centro	50%	243.173	-688.601	1.126.894
Servicios Funerarios del Nervión, S.L.	Zona Norte	50%	27.592	17.401	175.635
Tanatorio de Écija, S.L.	Andalucía	33%	258.497	-1.070.269	685.780
Tanatorio SE-30 Sevilla, S.L.	Andalucía	10%	1.588.773	-592.107	1.863.205
Cementerio Jardín de Alcalá de Henares S. A.	Madrid	49%	1.057.311	1.630.806	7.067.889
Empresa Mixta Serveis Fúnebres Municipals de Tarragona, S. A.	Zona	49%	1.372.933	647.216	8.457.256
Gestión de Cementeris de Tarragona S.L.	Zona Norest	25%	86.355	41.431	266.150
Iniciativas Alcaesar , S.L.	Extremadura	40%	1.376.599	-1.959.578	5.878.907
Alcaesar Funerhervas, S.L.	Extremadura	40%	68.308	-228.441	239.232
Alcaesar Funercoria, S.L.	Extremadura	40%	116.591	-540.578	348.070
Funertrujillo , S.L.	Extremadura	40%	82.106	-211.887	312.636
Alcaesar Funerplascencia, S.L.	Extremadura	40%	355.297	467.074	1.906.466
Salzillo Servicios Funerarios, S.L.	Zona Este	45%	872.941	-3.033.562	3.388.062
Servicios Funerarios La Caridad, S.L.	Andalucía	50%	182.934	396.557	1.305.030
Tanatorio y Cementerio de Sanlúcar, S.L.	Andalucía	38%	465.392	-3.966.248	624.374
Nuevo Tanatorio, S.L.	Zona Este	50%	506.656	-1.045.831	2.542.355
Nuevos Servicios Funerarios S.L.	Zona Este	25%	816	-7.637	559
Servicios Funerarios Lucem, S.L.	Zona Este	50%	271.370	-770.398	1.256.592
Zacarias Nuño, S.L.		50%		106.873	53.436
Funeraria Hispalense, S.L.		50%		20.793	10.397
Total					37.508.926
Multiplicador de Mercado		12,1x			

Cálculo del valor de los intereses minoritarios

Sociedad	rticipación	EBITDA	PFN	Valor
Pompes Fúnebres Domingo S.L.	75%	511.673	(183.042)	1.502.051
GAB Management & Consulting S.R.L.	78%	(1.572)	(94.923)	(25.523)
Servicios Funerarios de Zaragoza, S.L.	70%	407.938	(794.805)	1.242.372
De Mena Servicios Funerarios, S.L.	70%	258.250	(49.336)	922.646
Cementerio Parque de Andujar, S.A.	67%	26.230	(1.138.087)	(273.786)
Funerarias Reunidas del Bierzo, S.A.	86%	1.336.942	(440.127)	2.230.860
Tanatori la Dama D'Ex, S.L.	97%	(31)	377.585	10.777
Total				5.609.396

Multiplicador de mercado 12,1x



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 244.000 profesionales de Deloitte han asumido el compromiso de crear un verdadero impacto.

Esta publicación contiene exclusivamente información de carácter general, y ni Deloitte Touche Tohmatsu Limited, ni sus firmas miembro o entidades asociadas (conjuntamente, la "Red Deloitte"), pretenden, por medio de esta publicación, prestar un servicio o asesoramiento profesional. Antes de tomar cualquier decisión o adoptar cualquier medida que pueda afectar a su situación financiera o a su negocio, debe consultar con un asesor profesional cualificado. Ninguna entidad de la Red Deloitte será responsable de las pérdidas sufridas por cualquier persona que actúe basándose en esta publicación.

© 2018 Para más información, póngase en contacto con Deloitte Financial Advisory, S.L.U.