

SOTOGRADE, S.A.

Avda. La Reserva s/n – Club de
Golf La Reserva
Sotogrande – San Roque
11310 Cádiz

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

Edison, 4
28006 Madrid
España

10 de julio de 2017

Asunto: Informe sobre la propuesta de exclusión de las acciones de Sotogrande, S.A.

En cumplimiento de lo establecido en el artículo 228 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**"), Sotogrande, S.A. (la "**Sociedad**") pone en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para su incorporación en los registros públicos, el siguiente:

HECHO RELEVANTE

Como complemento al hecho relevante publicado con número de registro 254199, y en relación con el punto primero del orden del día de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad convocada para el 3 de agosto de 2017 en primera convocatoria o para el 4 de agosto de 2017 en segunda convocatoria, se acompaña a esta comunicación el texto del informe del Consejo de Administración de la Sociedad justificativo de la propuesta de exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad y de su precio así como el informe de valoración de la Sociedad emitido por Ernst & Young Servicios Corporativos S.L., ambos en los términos previstos en el artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Se hace constar que dicha documentación coincide con la ya publicada en la página web de la Sociedad desde la publicación del anuncio de convocatoria de la Junta General Extraordinaria de Accionistas referida anteriormente, tal y como establece el artículo 518 de la Ley de Sociedades de Capital cuyo texto refundido fue aprobado mediante el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.

Lo cual ponemos en su conocimiento a los efectos oportunos.

Atentamente,

El Secretario no Consejero del Consejo de Administración de **Sotogrande, S.A.**

Fdo. D. Alejandro Ortiz Vaamonde

Informe que formula el Consejo de Administración de Sotogrande, S.A. en relación con la propuesta de acuerdo de exclusión de negociación de las acciones de Sotogrande, S.A. y la formulación por parte de Sotogrande LuxCo, S.à r.l. de una oferta pública de adquisición de acciones para su exclusión

1 Objeto del Informe

- 1.1** El Consejo de Administración de Sotogrande, S.A. (la “**Sociedad**” o “**Sotogrande**”), en su reunión celebrada el 30 de junio de 2017, ha acordado someter a la consideración y aprobación, en su caso, de la junta general extraordinaria de accionistas de la Sociedad, que se convocará para los días 3 y 4 de agosto de 2017, en primera y segunda convocatoria, respectivamente, entre otras propuestas de acuerdo, la exclusión de negociación en las Bolsas de Valores de las acciones de la Sociedad, la formulación a tal efecto de una oferta pública de adquisición de acciones de la Sociedad para su exclusión de negociación por parte del accionista mayoritario de la Sociedad, Sotogrande LuxCo S.à r.l. (“**Sotogrande LuxCo**” o la “**Entidad Oferente**” y la “**OPA de Exclusión**” u “**Oferta**”), así como el precio de dicha Oferta, en los términos previstos en el artículo 82 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 los artículos 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**”).
- 1.2** De conformidad con lo previsto en el artículo 82.3 de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, el Consejo de Administración de la Sociedad ha acordado formular el presente informe, justificando detalladamente la propuesta de exclusión de negociación y el precio de la referida oferta pública de adquisición de acciones (el “**Informe**”).

2 Justificación de la propuesta de exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad

2.1 Solicitud de exclusión de negociación oficial

Con fecha 13 de junio de 2017 Promontoria Holding 80 B.V. (“**Promontoria**”) y Orion IV European 1 S.á r.l. (“**Orion**”), accionistas de Sotogrande LuxCo en un 50%, respectivamente, suscribieron un contrato de compraventa de acciones y cesión de derechos de crédito en virtud del cual Promontoria transmitió a Orion la totalidad de las acciones de Sotogrande LuxCo de las que era titular así como sus derechos de crédito derivados de un préstamo accionista otorgado a Sotogrande LuxCo. Como consecuencia de ello, Orion pasó a ser desde dicha fecha el accionista único de Sotogrande LuxCo.

A resultas de lo anterior, y tal y como se informó en el hecho relevante publicado por Orion el 14 de junio de 2017, Orion incurrió en un supuesto de formulación de oferta pública de adquisición de acciones, de carácter obligatorio, por la toma de control indirecta o sobrevenida de la Sociedad, de conformidad con lo previsto en el artículo 7 del RD 1066/2007. En dicho hecho relevante Orion comunicó (i) que Sotogrande LuxCo tenía previsto promover una oferta pública de exclusión de negociación de Sotogrande en cumplimiento del compromiso asumido por Sotogrande LuxCo en el folleto explicativo de la oferta de adquisición de acciones formulada por dicha sociedad en abril de 2015, sujeto

a la aprobación de dicha exclusión y de la oferta por la junta general de accionistas de Sotogrande que se celebre al efecto, y (ii) que dicha oferta de exclusión se utilizaría para dar cumplimiento a la obligación de Orion establecida en el artículo 7.1 del Real Decreto de formular una oferta dentro de los tres meses siguientes a la fecha de la referida toma de control indirecta o sobrevenida.

El 28 de junio de 2017 Sotogrande LuxCo dirigió una comunicación al Consejo de Administración de la Sociedad en virtud de la cual Sotogrande LuxCo (i) informó a la Sociedad del acuerdo adoptado para formular una oferta pública de adquisición de las acciones de la Sociedad para su exclusión, sujeto a la aprobación por la junta general de accionistas de la Sociedad de los correspondientes acuerdos relativos a la exclusión y la Oferta, y (ii) requirió formalmente al Consejo de Administración de la Sociedad para que éste llevara a cabo las actuaciones necesarias para la convocatoria y celebración de una junta general extraordinaria de accionistas de la Sociedad en la que se incluya dentro de su orden del día los correspondientes acuerdos relativos a la exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad y de la Oferta en los términos descritos en la correspondiente comunicación así como para la emisión por el Consejo de Administración de la Sociedad del correspondiente informe de administradores en relación con los mencionados acuerdos y el precio de la Oferta de conformidad con lo dispuesto en el artículo 82.3 de la Ley del Mercado de Valores.

A la vista de lo anterior, el Consejo de Administración de la Sociedad propone someter a la junta general de accionistas de la Sociedad, entre otros acuerdos, la exclusión de negociación en las Bolsas de Valores de Madrid y Barcelona y en el Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE) de la totalidad de las acciones representativas del capital social de la Sociedad, la formulación por parte de Sotogrande LuxCo de una oferta pública de adquisición de dichas acciones para su exclusión y la aprobación del precio de la referida Oferta, por entender que concurren circunstancias y razones que aconsejan llevar a cabo la exclusión tal y como se desarrolla a continuación.

2.2 Justificación de la exclusión de negociación oficial

El capital social actual de Sotogrande asciende a 26.947.552,80 euros representado por 44.912.588 acciones de 0,60 euros de valor nominal cada una de ellas, pertenecientes a una única clase y serie, representadas mediante anotaciones en cuenta, las cuales se encuentran admitidas a negociación en las Bolsas de Valores de Madrid y Barcelona.

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

A día de hoy, Sotogrande LuxCo es titular de 44.411.332 acciones de la Sociedad representativas de un 98,88% de su capital social. En consecuencia, el porcentaje del denominado "capital flotante" (*free float*) que se encuentra en la actualidad distribuido entre el público es de, aproximadamente, el 1,12% del capital social de Sotogrande (incluyendo a estos efectos 18.398 acciones que se consideran autocartera, representativas de un 0,04% del capital social). Este reducido porcentaje de "capital flotante" impide que se alcancen niveles de difusión accionarial adecuados para la

negociación de las acciones en las Bolsas de Valores, presentando consecuentemente la negociación de las acciones en Bolsa un escaso volumen de contratación y de liquidez.¹

A su vez, la exclusión de negociación de la Sociedad simplificaría el funcionamiento y estructura de la Sociedad lo que permitiría el ahorro de determinados costes en los que incurre la Sociedad como consecuencia de su condición de sociedad cotizada, tanto económicos como de administración.

Estas circunstancias bursátiles, económicas y administrativas se unen al compromiso adoptado por Sotogrande LuxCo en el folleto de la oferta pública de adquisición de acciones de la Sociedad de fecha 21 de abril de 2015, consistente en promover la exclusión de negociación de la Sociedad mediante una oferta de exclusión en caso de que no se adoptasen, en el plazo máximo de 24 meses desde la liquidación de la oferta, las medidas necesarias para iniciar la colocación en el mercado de un 10% del capital social de la Sociedad.

A la vista de estas circunstancias, el Consejo de Administración de la Sociedad estima oportuno someter a la consideración de la junta general extraordinaria de accionistas el correspondiente acuerdo de exclusión de negociación, mediante la formulación de la oferta pública de adquisición de acciones por parte de la Entidad Oferente (según este término se define más adelante), en los términos y de conformidad con lo establecido en el artículo 82.3 de la Ley del Mercado de Valores y 10 del Real Decreto 1066/2007.

2.3 Procedimiento de exclusión

La exclusión de contratación pública y de negociación oficial en las Bolsas de Valores de Madrid y Barcelona y del Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE) de las acciones de Sotogrande se realizará, en caso de aprobación de la exclusión por la junta general extraordinaria de accionistas, mediante la formulación por parte de Sotogrande LuxCo de una oferta pública de adquisición sobre las acciones de la Sociedad dirigida a todos los valores afectados por la exclusión.

De conformidad con lo previsto en el párrafo segundo del artículo 10.4 del Real Decreto 1066/2007, la OPA de Exclusión será formulada por el accionista mayoritario de la Sociedad, es decir, Sotogrande LuxCo, sin que ello implique, por tanto, la adquisición de acciones propias a cargo del patrimonio social de la Sociedad. A estos efectos, y según ha informado la Entidad Oferente a la Sociedad, la formulación de la Oferta por la Entidad Oferente ha sido aprobada el 28 de junio de 2017.

3 Justificación del precio

El Consejo de Administración de la Sociedad considera que el precio de la Oferta propuesto por Sotogrande LuxCO (3,08 euros por acción) cumple con lo previsto en el artículo 10.6 del Real Decreto 1066/2007. En este sentido, dicho precio no es inferior al mayor que resulta entre el precio equitativo al que se refiere el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007 y el que resulta de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su

¹ Está previsto que en la fecha de celebración de la junta general extraordinaria de accionistas Sotogrande LuxCo sea titular de 44.429.730 acciones, dado que para esa fecha Sotogrande en principio habrá devuelto a Sotogrande LuxCo 18.398 acciones de Sotogrande de las 20.000 acciones que Sotogrande LuxCo le prestó en el marco de un contrato de liquidez de Sotogrande (las restantes 1.602 acciones no se devolverán en especie al no disponer Sotogrande de esas acciones, sino que Sotogrande satisfará esa parte del préstamo mediante el pago de un importe en efectivo a Sotogrande LuxCo), por lo que en esa fecha de celebración de la junta general extraordinaria de accionistas no está previsto que Sotogrande disponga de acciones en autocartera.

respectiva relevancia, los métodos contenidos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007.

A los efectos oportunos, se hace constar que la Entidad Oferente ha informado a este Consejo de Administración de que, ni la Entidad Oferente ni las sociedades de los grupos a los que estas pertenecen ni otras personas o entidades que actúen por cuenta o de forma concertada con ellas, ni, según su leal saber y entender, los administradores de dichas sociedades, han adquirido ni acordado la adquisición de acciones de la Sociedad en los 12 meses anteriores al 14 de junio de 2017 por encima del mencionado precio de 3,08 euros por acción.

Se hace constar igualmente que la Entidad Oferente ha designado a la entidad Ernst & Young Servicios Corporativos, S.L. (“EY”) para la elaboración de un informe de valoración de las acciones de la Sociedad, atendiendo para ello a los criterios y los métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007. EY ha emitido, con fecha 27 de junio de 2017, el correspondiente informe de valoración del que la Sociedad también es destinataria como beneficiaria de él. El mencionado informe se adjunta al presente Informe como **Anexo 1** y se pondrá a disposición de los accionistas al tiempo de la convocatoria de la junta general de accionistas de la Sociedad que deba decidir sobre la propuesta de exclusión.

Se expone a continuación un resumen de los diferentes valores de las acciones de la Sociedad determinados por EY conforme a los distintos métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del RD 1066/2007, junto con la justificación de su respectiva relevancia, tal y como resulta del contenido y conclusiones del referido informe emitido por EY.

3.1 Valor teórico contable de la Sociedad

Tomando como base los estados financieros consolidados de Sotogrande a 31 de diciembre de 2016 y considerando las acciones emitidas, netas de autocartera, el valor teórico contable (“VTC”) consolidado a 31 de diciembre de 2016 determinado por EY asciende a 0,24 euros por acción mientras que, a nivel individual, el VTC a 31 de diciembre de 2016 asciende a 1,04 euros por acción. Asimismo, el VTC individual y consolidado a 31 de marzo de 2017 asciende a 0,99 euros por acción y 0,15 euros por acción, respectivamente.

Este criterio de valoración no ha sido considerado adecuado por EY en la determinación de la conclusión de valor debido a que este criterio no considera el valor razonable de todos los activos y pasivos ni incorpora la potencial creación de valor de la Sociedad.

3.2 Valor liquidativo de la Sociedad

Este criterio de valoración refleja el valor de una empresa en una situación de disolución y cese definitivo de las actividades. Es el valor de la empresa en un proceso de venta de sus activos y cancelación de sus deudas, teniendo en consideración las plusvalías y/o minusvalías latentes, así como las contingencias que pudieran existir.

Con el fin de reflejar dichas plusvalías y/o minusvalías latentes, el valor de partida sobre el que se calcularía el valor de liquidación de Sotogrande sería su *Triple Net Asset Value* (ver apartado 3.5.1 abajo).

Sin embargo, la liquidación de la Sociedad iría acompañada de una serie de costes de liquidación. Además, la liquidación de la Sociedad plantearía un escenario de venta forzosa, el cual exigiría que la venta de los activos se llevara a cabo de forma acelerada,

por lo que sería necesario aplicar un descuento adicional al valor de los activos implícito tanto en el método del *Triple Net Asset Value*, como en el descuento de flujos de caja o en el método de múltiplos comparables (ver apartados 3.5.1, 3.5.2, 3.5.3 y 3.5.4 más abajo).

Adicionalmente a lo anterior, cualquier venta acelerada tendría como efecto adicional la pérdida de la aplicabilidad de parte del crédito fiscal generado por las pérdidas acumuladas.

Como consecuencia del análisis anterior, EY considera que el valor liquidativo de Sotogrande resultaría significativamente inferior al que se obtendría de la aplicación del resto de metodologías utilizadas y descritas en su informe. Por tanto, EY ha descartado su aplicación y cálculo a efectos de la determinación del valor de mercado de Sotogrande.

3.3 Cotización media ponderada durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la oferta de exclusión

Este método de valoración considera la cotización media ponderada de las acciones de la Sociedad correspondiente al semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado. Según el informe de EY, la cotización media ponderada durante el semestre finalizado el 14 de junio de 2017 (la fecha en la que se anunció que Sotogrande LuxCo tenía previsto formular una oferta pública de adquisición de acciones de la Sociedad para su exclusión) es de 2,99 euros por acción.

Este criterio de valoración no ha sido considerado adecuado por EY en la determinación de la conclusión de valor debido al escaso "capital flotante" (*free float*) que cotiza en el mercado de la Sociedad y su bajo volumen de negociación, que resta representatividad al precio de cotización.

3.4 Valor de la contraprestación ofrecida en una oferta pública de adquisición en el año precedente

El Real Decreto 1066/2007 establece que, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión de cotización, la contraprestación ofrecida debe ser considerada como uno de los métodos de valoración incluidos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007.

No se ha formulado ninguna oferta pública de adquisición sobre Sotogrande durante el último año.

No obstante, como se ha indicado anteriormente en este informe, el 13 de junio de 2017 Promontoria y Orion, accionistas de Sotogrande LuxCo en un 50%, respectivamente, suscribieron un contrato de compraventa de acciones y cesión de derechos de crédito en virtud del cual Promontoria transmitió a Orion la totalidad de las acciones de Sotogrande LuxCo de las que era titular así como sus derechos de crédito derivados de un préstamo accionista (*shareholder loan*) otorgado a Sotogrande LuxCo. Como consecuencia de ello, Orion pasó a ser desde dicha fecha el accionista único de Sotogrande LuxCo, cuyos principales activos son la participación financiera en Sotogrande y el préstamo concedido a Sotogrande (e incurrió en un supuesto de formulación de oferta pública de adquisición de acciones, de carácter obligatorio, por la toma de control indirecta o sobrevenida de la Sociedad si bien dicha oferta no se ha formulado con anterioridad a la OPA de Exclusión ya que será esta la que se utilice para dar cumplimiento a la obligación de formular la oferta pública obligatoria por toma de control indirecta o sobrevenida). Por lo tanto, una

transacción sobre Sotogrande Luxco indica un precio implícito de las acciones de Sotogrande. El precio de la operación mencionada consta de un importe fijo (parte del cual se pagó en la fecha de firma del contrato y el resto se difirió a través del otorgamiento por el vendedor de un préstamo al comprador (*vendor loan*)) y un importe variable contingente (*earn-out*) en función de la consecución, en su caso, de determinados hitos de la inversión a futuro.

En base al análisis realizado por EY, el precio implícito de las acciones de Sotogrande que se deriva del importe fijo, que incluye la parte al contado más el efecto financiero del *vendor loan*, se sitúa en 2,04 euros por acción. Adicionalmente, y una vez analizada por EY la probabilidad de consecución del *earn-out*, en opinión de EY el precio es inferior al valor por acción de Sotogrande calculado mediante las metodologías de descuento de flujos de caja y Triple NAV de acuerdo al artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007.

Adicionalmente, y aunque la oferta pública obligatoria que se indica a continuación no se ha formulado en el año precedente, EY hace constar que el 15 de diciembre de 2014 Sotogrande LuxCo presentó ante la CNMV la solicitud de autorización para la formulación de una oferta pública obligatoria de adquisición de acciones de Sotogrande, que fue aprobada en abril de 2015, y que culminó con la aceptación de un 64,32% de las acciones a las que se dirigió la oferta (esto es 867.422 acciones), las cuales representaban el 1,93% del capital social.

La oferta pública obligatoria fue realizada a un precio de 4,47 euros por acción. No obstante, teniendo en cuenta que el 29 de junio de 2015 la junta general de accionistas de Sotogrande aprobó el reparto de un dividendo con cargo a prima de emisión por importe de 60.653.339,61 euros, lo que equivale a 1,35 euros por acción, EY concluye en su informe que el precio por acción ajustado sería de 3,12 euros por acción. Las circunstancias actuales difieren a las de la oferta pública de adquisición de acciones autorizada en abril de 2015 fundamentalmente por la ralentización del inicio de nuevos proyectos, el ajuste a la baja de los precios considerados inicialmente del stock, el incremento de competencia y la incertidumbre generada por el *Brexit*.

3.5 Otros métodos de valoración aplicables

Adicionalmente a los criterios anteriormente referidos, y de conformidad con lo establecido en el artículo 10.5.e) del Real Decreto 1066/2007, EY ha aplicado otros métodos de valoración comúnmente aceptados por la comunidad financiera internacional, tales como la metodología de valoración a partir del Triple Net Asset Value ("Triple NAV") de la Sociedad, el descuento de flujos de caja o la valoración por múltiplos de mercado de sociedades comparables. Los resultados de la aplicación de estos métodos y su respectiva relevancia, se detallan a continuación:

3.5.1 Triple NAV

El Triple NAV es una metodología de valor generalmente utilizada en el sector inmobiliario considerada por EY de las más adecuadas a la hora de determinar el valor de las acciones de Sotogrande.

Esta metodología consiste en calcular el valor de una sociedad inmobiliaria a partir de la suma del valor de mercado de sus activos, deduciendo el importe de la deuda financiera, los pasivos fiscales netos derivados del reconocimiento del valor de mercado de dichos activos y otros ajustes sobre el valor razonable de activos y pasivos.

Adicionalmente, la metodología del Triple NAV se basa en la hipótesis de empresa en funcionamiento, asumiendo la continuidad de los activos actualmente en cartera. Esta continuidad desemboca en la necesidad de mantener una estructura para gestionar dichos activos.

La consideración de los activos y pasivos por impuestos diferidos en la valoración, se basa en el hecho de que, como consecuencia de la puesta a valor razonable de los activos, puede surgir una plusvalía o minusvalía respecto a su valor neto contable. El afloramiento de una plusvalía, como diferencia entre el valor neto contable y el valor de mercado lleva inherentemente asociada el nacimiento de una obligación tributaria (o de un crédito tributario en caso de una minusvalía). Expuesto de otro modo, cabría decir que no es posible reconocer una plusvalía sin tener en cuenta su efecto impositivo en el impuesto de sociedades. Puesto que el Triple NAV como metodología se basa en el afloramiento teórico de las plusvalías latentes de los activos, atribuibles a los accionistas, dichas plusvalías deben ser ajustadas por la parte de la plusvalía que no es atribuible a los accionistas, y de la que es acreedora la Hacienda Pública.

Manteniendo la hipótesis de continuidad del negocio inherente a la metodología del Triple NAV, el tipo impositivo aplicable sobre las plusvalías es del 25%, de acuerdo a la última reforma impositiva.

Partiendo de los estados financieros de la Sociedad a 31 de diciembre de 2016 (y teniendo en cuenta el número de acciones y la autocartera) para EY el valor de las acciones de Sotogrande que resulta de la aplicación de este método de valoración asciende a 2,66 euros por acción.

EY considera, basándose en su juicio profesional y teniendo en cuenta el sector donde la Sociedad opera y el contexto de su trabajo, que el Triple NAV, junto con el descuento de flujos de caja, es la metodología más adecuada para determinar el valor de las acciones de Sotogrande. Por tanto, contemplamos los resultados de este método como un valor relevante de referencia en la conclusión sobre el precio a los efectos del artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007.

3.5.2 Descuento de flujos de caja

El descuento de flujos de caja es un método de valoración dinámico y estima el valor de una empresa, negocio o activo a partir del valor presente de los flujos de caja que una empresa podrá generar en el futuro y que son susceptibles de ser distribuidos a sus accionistas sin menoscabo del funcionamiento futuro de dicha empresa. Los valores obtenidos de la aplicación de este método están sujetos al cumplimiento de las proyecciones financieras en que se basa su aplicación.

Partiendo de los estados financieros de la Sociedad a 31 de diciembre de 2016 el valor de las acciones de Sotogrande que resulta de la aplicación de este método de valoración según se desprende del informe de EY asciende a 3,51 euros por acción.

En base al juicio profesional de EY, y teniendo en cuenta el sector en el que opera la Sociedad y el contexto de la operación, EY considera que el descuento de flujos de caja es otra metodología relevante a considerar junto con el Triple NAV para determinar el valor de las acciones de Sotogrande. Por tanto, contemplamos los

resultados de este método como un valor relevante de referencia en la conclusión sobre el precio a los efectos del artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007.

3.5.3 Sociedades cotizadas comparables

Los multiplicadores de mercado indican fundamentalmente la relación existente entre la capitalización de sociedades cotizadas y determinadas variables financieras u operativas de las mismas, o bien la relación entre el valor pagado en una transacción entre partes no vinculadas por las acciones de una sociedad y determinadas variables financieras u operativas de la empresa adquirida. Los múltiplos obtenidos se aplican a las variables de la empresa o negocio a valorar, obteniéndose así una posible indicación de su valor. Asumiendo que los mercados financieros son eficientes, los valores que se obtendrían de la aplicación de este método constituyen una buena aproximación del posible valor de la compañía a valorar, en la medida en la que esta se asemeje a aquellas seleccionadas en la muestra de comparación.

Debido a las características específicas de Sotogrande, EY no ha encontrado sociedades suficientemente comparables que coticen en el mercado español. Por esta razón, compañías internacionales con modelos de negocio parecidos a Sotogrande también han sido consideradas, si bien su falta de exposición al mercado español las hace poco comparables. Por otro lado, las compañías españolas son significativamente diferentes en naturaleza a Sotogrande y presentan una cartera diferente de activos, centradas en inversiones de patrimonio en renta en lugar de suelo.

Además, la aplicación de múltiplos sobre el valor contable falla al no tener en cuenta el hecho de que los activos de Sotogrande se registran en su libro al coste, cuando a menudo los comparables los registran a valor de mercado.

En conclusión, esta metodología ha sido considerada como no adecuada por EY a los efectos del análisis de valoración y de las conclusiones del informe de valoración de EY.

Sin perjuicio de lo anterior, de la muestra seleccionada por EY de sociedades españolas y teniendo en cuenta la mediana de los múltiplos de referencia de comparables, la valoración de la Sociedad aplicando este método según el informe de EY sería de 0,24 euros por acción (y de 0,32 euros por acción teniendo en cuenta la muestra seleccionada por EY de sociedades no españolas).

3.5.4 Transacciones de sociedades cotizadas comparables

Este método de valoración se basa en un análisis de las transacciones recientes de sociedades cotizadas que han tenido lugar en el mercado español.

EY ha considerado que esta metodología de cálculo no es adecuada a los efectos del análisis de valoración y de las conclusiones del informe de valoración de EY teniendo en cuenta que (i) no se han encontrado transacciones de sociedades suficientemente comparables que coticen en el mercado español, (ii) la aplicación de múltiplos sobre el valor contable falla al no tener en cuenta el hecho de que los activos de Sotogrande se registran en su libro al coste, cuando a menudo los comparables los registran a valor de mercado y (iii) los múltiplos obtenidos de estas transacciones no reflejan la realidad del mercado.

Sin perjuicio de lo anterior, de la muestra seleccionada por EY y teniendo en cuenta la mediana de los múltiplos de referencia de las transacciones comparables, la valoración de la Sociedad aplicando este método según el informe de EY sería de 0,14 euros por acción.

En resumen, las valoraciones que resultan de los distintos métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007 así como de los comúnmente aceptados por la comunidad financiera internacional, con arreglo al informe de EY al que se ha hecho referencia, son las que se exponen en el siguiente cuadro:

Método de Valoración	Valoración de la Sociedad
Valor teórico contable individual	1,04 €/acción
Valor teórico contable consolidado	0,24 €/acción
Valor liquidativo	De la aplicación de este método resultarían valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos de valoración, por lo que se ha descartado su cálculo
Cotización media del semestre finalizado el 14 de junio de 2017	2,99 €/acción
Valor de la contraprestación ofrecida en el caso de ofertas públicas de adquisición formuladas en el año precedente	N/A ²
Precio implícito de la transacción de Sotogrande LuxCo	2,04
Triple NAV	2,66 €/acción
Descuento de flujos de caja	3,51 €/acción
Múltiplos de mercado de sociedades cotizadas comparables	0,24 €/acción
Múltiplos de mercado de transacciones de sociedades cotizadas comparables	0,14 €/acción
Conclusión valor Sotogrande	3,08 €/acción

De acuerdo con lo establecido en el informe de valoración de EY, en el que se ha tenido en cuenta las características de la Sociedad y del sector en el que opera así como el propósito de la valoración, el contexto y el objetivo del informe, el Consejo de Administración considera, por las razones antes indicadas, que, de entre todos los analizados, tanto el Triple NAV como el descuento de flujos de caja son las metodologías de valoración más adecuadas conforme a lo establecido en el artículo 10.5 del RD para ser aplicadas en la valoración de Sotogrande. Asimismo, consideramos adecuado basar nuestra conclusión de valor en la media simple del valor resultante de las metodologías

² Como se indica en el presente informe, no ha habido ofertas públicas de adquisición sobre Sotogrande formuladas en el último año. No obstante, se indica en el informe de EY que el precio ajustado de la oferta pública de adquisición de acciones formulada por Sotogrande LuxCo sobre Sotogrande en abril de 2015 asciende a 3,12 €/acción.

mencionadas anteriormente. De acuerdo con lo anterior, la valoración de la Sociedad sería de 3,08 euros por acción.

Teniendo en cuenta lo anterior y según lo señalado, el Consejo de Administración considera que el precio propuesto por Sotogrande LuxCo, 3,08 euros por acción, cumple con lo establecido en el artículo 10.6 del Real Decreto 1066/2007 en la medida en que coincide con la referida valoración efectuada por EY y, no es inferior al mayor que resulta 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.

4 Términos y condiciones de la Oferta de Exclusión

Como se ha mencionado anteriormente, de conformidad con lo previsto en el artículo 10.4 del Real Decreto 1066/2007, la Oferta se formulará por la Entidad Oferente sin que ello implique, por tanto, la adquisición por la Sociedad de acciones propias con cargo al patrimonio social de Sotogrande.

Los términos de la referida Oferta, que se encuentra sujeta a las previsiones establecidas en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, son los siguientes:

4.1 Entidad Oferente

La Entidad Oferente será Sotogrande LuxCo S.à r.l., sociedad de responsabilidad limitada, de nacionalidad luxemburguesa, con domicilio social en Luxemburgo, 11/13 Boulevard de la Foire, L-1528, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B-189084 y con número de identificación fiscal de no residente N-0183840H cuyas acciones no se encuentran admitidas a negociación en ninguna bolsa de valores. La Entidad Oferente es a su vez a día de hoy titular de 44.411.332 acciones de la Sociedad representativas de un 98,88% de su capital social.

El 100% de las acciones que integran el capital social de la Entidad Oferente pertenecen a Orion IV European 1 S.à r.l. ("**Orion IV**").

El titular indirecto último de Orion IV (*beneficial owner*) es Orion European Real Estate Fund IV C.V., que está asesorado por su gestor de inversión (*investment manager*) Orion Capital Managers LLP.

4.2 Valores a los que se extiende la Oferta

La Oferta se dirigirá a todos los titulares de las acciones de la Sociedad salvo a aquellos que hubieran votado a favor de la exclusión en la junta general de accionistas que se convocará para los días 3 y 4 de agosto de 2017, en primera y segunda convocatoria, respectivamente y que, adicionalmente, inmovilicen sus acciones de Sotogrande hasta que transcurra el plazo de aceptación de la oferta, al que se refiere el artículo 23 del Real Decreto 1066/2007. La Entidad Oferente inmovilizará la totalidad de las acciones de la Sociedad de las que sea titular en ese momento y que, a día de hoy, ascienden a 44.411.332 acciones de la Sociedad representativas de un 98,88% de su capital social hasta la finalización del plazo de aceptación de la Oferta y, por tanto, dichas acciones quedarán excluidas de la Oferta. Asimismo, Sotogrande procederá a la inmovilización de las acciones de Sotogrande que, en su caso, Sotogrande tenga en autocartera en la fecha de celebración de la Junta hasta la finalización del plazo de aceptación de la Oferta, si bien no está previsto que Sotogrande tenga acciones en autocartera para esa fecha dado

que las 18.398 acciones de las que actualmente es titular se devolverán a Sotogrande LuxCo como consecuencia de la terminación del contrato de préstamo de valores firmado por Sotogrande y Sotogrande LuxCo el pasado 29 de julio de 2016 en el marco de la suscripción por Sotogrande de un contrato de liquidez con Santander Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. ("**Santander Investment**").

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

4.3 Contraprestación

La Oferta 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 3,08 euros por acción de Sotogrande (del que se deducirá, en su caso, el importe bruto de cualquier dividendo o cualquier otro tipo de retribución a los accionistas o cualquier otra distribución de cualquier otro concepto asimilable a los anteriores que la Sociedad pague desde el 14 de junio de 2017 hasta la fecha de publicación del resultado de la Oferta (dicha fecha incluida), previa obtención, cuando proceda, de la autorización de la CNMV).

4.4 Finalidad

La Oferta se formulará con ocasión de la exclusión de negociación en las Bolsas de Valores de Madrid y Barcelona de las acciones de la Sociedad, la cual tendrá lugar en la fecha de liquidación de la Oferta en los términos y de conformidad con lo previsto en el artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007. Asimismo, según ha informado Sotogrande LuxCo, esta Oferta se utilizará igualmente para dar cumplimiento a la obligación de Orion establecida en el artículo 7.1 del Real Decreto de formular una oferta sobre la Sociedad dentro de los tres meses siguientes a la fecha de la toma de control indirecta o sobrevenida referida anteriormente a resultas de la adquisición por Orion a Promontoria Holding 80 B.V. de todas las acciones de las que esta última era titular en Sotogrande LuxCo y en virtud de la cual Orion se convirtió en el accionista único de Sotogrande LuxCo.

4.5 Ausencia de condiciones

La efectividad de la Oferta no se sujetará a condición alguna. No obstante, (a) la formulación de la Oferta requiere de su previa aprobación por la junta general de accionistas de la Sociedad en los términos previstos en la propuesta de acuerdo que el Consejo de Administración de la Sociedad somete a la consideración y aprobación de sus accionistas, y (b) la Oferta estará sujeta a la preceptiva autorización de esta por parte de la CNMV.

4.6 Desistimiento por circunstancias excepcionales

La Entidad Oferente podrá desistir de la Oferta en los supuestos previstos por el Real Decreto 1066/2007, incluyendo la situación en la que, por circunstancias excepcionales, ajenas a la voluntad de la Entidad Oferente, la Oferta no pueda realizarse o resulte manifiesta su inviabilidad, siempre que, en este último caso, se obtenga la previa conformidad de la CNMV.

4.7 Compraventa forzosa

La Entidad Oferente ha manifestado su intención de ejercitar el derecho de compraventa forzosa en el supuesto de que, como consecuencia de la OPA de Exclusión, se cumplan las condiciones previstas en los artículos 47 y siguientes del Real Decreto 1066/2007.

5 Propuesta de acuerdo a la Junta

A la vista de todo lo anterior, en cumplimiento de lo previsto en el artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, se somete a la consideración y, en su caso, aprobación de la junta general de accionistas de la Sociedad:

- (i) la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones de la Sociedad en las Bolsas de Valores de Madrid y Barcelona, así como la solicitud de dicha exclusión;
- (ii) la formulación por parte de la Entidad Oferente, a estos efectos, de una oferta pública de adquisición de conformidad con lo dispuesto en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007 en los términos indicados anteriormente;
- (iii) el precio ofrecido en la Oferta;
- (iv) la delegación de las facultades de ejecución de estos acuerdos en favor del Consejo de Administración de la Sociedad,

todo ello con arreglo a los términos y condiciones que se recogen en la propuesta de acuerdo en relación con la exclusión y la Oferta que se somete a la consideración de la junta general extraordinaria de accionistas que se convocará para los días 3 y 4 de agosto de 2017 en primera y segunda convocatoria, respectivamente.

Una vez adoptado el referido acuerdo de exclusión, la Entidad Oferente presentará, dentro del plazo máximo legal, ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“**CNMV**”), para su examen y, en su caso, aprobación, la solicitud de autorización de la OPA de Exclusión.

6 Derecho de información de los accionistas

El presente Informe se emite en atención al derecho de información de los accionistas de la Sociedad conforme a lo previsto en el artículo 82.3 de la LMV.

En el anuncio de convocatoria de la junta general de accionistas de la Sociedad se hará constar el derecho que corresponde a todos los accionistas de obtener el presente Informe, así como de pedir su entrega o el envío gratuito del mismo. El presente Informe estará también disponible en la página web de la Sociedad (www.sotogrande.es).

Se hace constar expresamente que todos los consejeros presentes en la reunión del Consejo salvo D. Antonio José Alfonso Sánchez y D. Carlos González Fernández (esto es, D. Isidoro Mínguez Barbero, D. Marc Topiol, D. Olivier de Nervaux y D. Rami Badr) 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 D. Antonio José Alfonso Sánchez y D. Carlos González Fernández.

Y para que así conste, se emite este informe por el Consejo de Administración de la Sociedad, en Madrid, a 30 de junio de 2017.

ANEXO 1

Informe de valoración emitido por Ernst & Young Servicios Corporativos, S.L.

Informe de Valoración

Sotogrande, S.A.

27 junio 2017



Al Consejo de Administración de Sotogrande Luxco S.à.r.l.

Centre Etoile 11/13,
Blvd. De la Foire
L-1528 Luxembourg

**Ernst & Young Servicios
Corporativos, S.L.**
Transaction Advisory Services
Calle Raimundo Fernández Villaverde
65, Madrid
28003, España

ey.com/es

Javier Sánchez Ramos
Socio - Madrid

Valuation & Business Modelling

T +34 91 572 7350

F +34 91 572 7357

E FranciscoJavier.SanchezRamos
@es.ey.com

Cecilia de la Hoz
Arespacochaga
Socia - Madrid

Valuation & Business Modelling

T +34 91 572 7350

F +34 91 572 7500

E Cecilia.DeLaHozArespacochaga
@es.ey.com

Alfredo Salcedo Rivas, CFA
Senior Manager - Madrid

Valuation & Business Modelling

T +34 91 572 7218

F +34 91 572 7500

E Alfredo.SalcedoRivas@es.ey.co
m

27 junio 2017

Estimados Señores:

Tenemos el placer de remitirles nuestro informe de valoración de Sotogrande S.A. ("Sotogrande", "la Compañía" o "la Sociedad") a 31 de diciembre de 2016.

Nuestro informe se ha realizado con arreglo a los criterios establecidos en los artículos 9 y 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. La finalidad del informe es su puesta a disposición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y de los accionistas de Sotogrande, en el contexto de la transacción descrita en este informe.

Queremos agradecerles la oportunidad que se nos han brindado de proporcionar este asesoramiento.

Les saluda atentamente

Javier Sánchez Ramos

Socio

Ernst & Young Servicios Corporativos S.L.

Cecilia de la Hoz Arespacochaga

Socia

Ernst & Young Servicios Corporativos S.L.



CONSIDERACIONES PREVIAS

Ernst & Young Servicios Corporativos S.L. (“EY”) ha sido contratado por Sotogrande, Luxco S.à.r.l. (“el Cliente” o “Sotogrande Luxco”) para realizar el presente informe de valoración de Sotogrande (el “Informe” o “Informe de Valoración”) a fecha 31 de diciembre de 2016 (“Fecha de Valoración”).

Nuestro informe se ha preparado en el marco de la oferta pública de exclusión de las acciones de Sotogrande, S.A. (“Sotogrande” o “La Compañía”) que será presentada por Sotogrande, Luxco S.à.r.l. (“la Operación Propuesta”), entidad que es accionista mayoritaria con el 98,93%¹ del capital social de Sotogrande, S.A., de conformidad con los artículos 9 y 10 del Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio (“RD”), sobre el Régimen de Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

Para la prestación de sus servicios profesionales, EY se ha basado en información y datos financieros proporcionados por la dirección de la Compañía, Sotogrande Luxco y otras fuentes públicas relevantes.

La valoración del suelo destinado a uso residencial es un ejercicio complejo, ya que el valor del suelo puede ser más volátil que el valor de las unidades residenciales construidas. Por lo tanto pueden estar sujetas a variaciones significativas en periodos cortos de tiempo.

Además, nuestra valoración está basada en estimaciones futuras de flujos de caja, ingresos estimados y otras variables que por su naturaleza están sujetas a incertidumbre, y podrían no materializarse como estaba previsto.

EY, en el desarrollo de sus servicios profesionales, no ha llevado a cabo, y no se le ha solicitado que llevase a cabo, la auditoría de la información utilizada para la prestación de dichos servicios profesionales, no asumiendo, ni EY, ni sus socios, ni sus empleados, responsabilidad alguna acerca de la veracidad y exactitud de los datos y de la información utilizada, la cual ha sido proporcionada a EY por la dirección de la Compañía y Sotogrande Luxco. Hemos asumido la exactitud y fiabilidad de la información facilitada.

Este documento no constituye una recomendación al Cliente, ni a la Compañía sobre la Operación Propuesta, ni a ningún otro tercero que pudiera disponer de este Informe en el futuro, y no evalúa ninguna de las posibles opciones que estos pudieran tomar en relación con la oferta pública de adquisición.

Este Informe de Valoración debe ser leído y considerado en su totalidad, teniendo en cuenta el propósito del Informe y el contexto de la Operación Propuesta, y en ningún caso debe interpretarse o extraerse partes del mismo de forma independiente o aislada.

El presente Informe no deberá ser utilizado con otra finalidad que la mencionada anteriormente. Además no debe ser desglosado, referido o comentado con cualquier otra parte sin un consentimiento previo por escrito.

EY en la elaboración del presente Informe, no se ve afectado por ningún conflicto de interés. EY no ha prestado otros servicios a Sotogrande Luxco o Sotogrande salvo los servicios de valoración de los activos que forman parte de nuestro Informe. La estimación de nuestros honorarios se ha realizado en base al equipo necesario y experiencia de sus profesionales, la naturaleza del servicio y el tiempo necesario para la realización del mismo. Los honorarios propuestos son fijos e independientes del resultado de la operación propuesta.

Abreviaturas y definiciones

AAPP	Administraciones Públicas	IPC	Índice de Precios al Consumo
ADR	Tarifa promedio diaria	IVS	International Valuation Standards
BCE	Banco Central Europeo	Ke	Coste de capital
BINS	Bases Imponibles Negativas	LASOT	Los Alcornocos de Sotogrande S.L.
BS	Balance de Situación	NAV	Net Asset Value
Capex	Inversión en inmovilizado	OPA	Oferta Pública de Adquisición
CAPM	Capital Asset Pricing Model	Plan de negocio	Proyecciones realizadas por EY consideradas razonables por la Dirección de la Compañía
CCAA	Cuentas Anuales	P/BV	Valor de Mercado de los fondos propios/Valor contable de los fondos propios
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	Triple NAV o NNAV	Triple Net Asset Value
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral	RD	Real Decreto 1066/2007
D&A	Depreciación y Amortización	REM	Conservación de la Marina S.L.U.
DCF	Descuento de Flujos de Caja	RevPAR	Ingresos por habitación disponible
DCFE	Descuento de Flujos de Caja para el Accionista	Rf	Tasa libre de riesgo
Dirección de la Compañía	Consejero Delegado, Director Financiero, Director de Marketing	Rm	Prima de riesgo de mercado
D/E	Debt to Equity (Estructura de capital)	S.L.	Sociedad Limitada
Idom	Compañía de servicios profesionales de ingeniería, consultoría y arquitectura	S.A.	Sociedad Anónima
EBIT	Beneficio antes de Intereses e Impuestos (Beneficio de Explotación)	Sareb	Sociedad de gestión de activos procedentes de la reestructuración bancaria
EBITDA	Beneficio antes de Amortizaciones, Intereses e Impuestos	S.á.r.l.	Sociedad Anónima de responsabilidad limitada
EEFF	Estados Financieros	TV	Valor Terminal
EqV	Equity Value (Valor de los Fondos Propios)	VNC	Valor Neto Contable
EV	Enterprise Value (Valor de la Empresa)	VTC	Valor Teórico Contable
FCL	Flujo de Caja Libre	WACC/CMPC	Weighted Average Cost of Capital (Coste Medio Ponderado del Capital)
Fecha de Valoración	31 de diciembre de 2016	2016A	Año actual
GAV	Gross Asset Value	€	Euro
GCM	Método de compañías cotizadas comparables	6m	Seis meses
INE	Instituto Nacional de Estadística	m2	Metros cuadrados

Índice de contenidos

1.	Resumen ejecutivo	7
2.	Descripción de la Operación Propuesta	11
3.	Descripción de la Compañía	13
4.	Alcance del trabajo, metodologías, procedimientos y Fecha de Valoración	23
5.	Valor teórico contable	27
6.	Valor liquidativo	31
7.	Cotización media ponderada del último semestre	33
8.	Valor de contraprestación ofrecida con anterioridad	35
9.	Triple Net Asset Value	38
	9.1 Descripción de la metodología	
	9.2 Análisis del Triple NAV	
	9.3 Conclusión del Triple NAV	
10.	Método de Descuento de Flujos de Caja	52
11.	Otras metodologías de contraste	61
12.	Conclusión	67

Anexos

Anexo

I.	Descripción del entorno macroeconómico	70
II.	Descripción del mercado	73
III.	Muestra compañías cotizadas comparables	85
IV.	Aguas del Valle del Guadiaro, S.L.U.	88
V.	Conservación de la Marina, S.L.U.	95
VI.	Cálculo directo del triple NAV	100
VII.	Metodologías de valoración de actividad inmobiliaria	102
VIII.	Fuentes de información	103

1

Resumen ejecutivo



1 Resumen ejecutivo

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

El presente Informe de Valoración tiene como objeto la determinación del valor de las acciones de Sotogrande con arreglo a los criterios establecidos en los artículos 9 y 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Para emitir el presente Informe de Valoración, EY se ha basado, entre otros, en información proporcionada por Sotogrande, Sotogrande Luxco e información pública. Esta información incluye, estados financieros históricos, información fiscal, precio histórico por acción e información bursátil relativa al volumen de transacciones. En base a la información recibida del Cliente y de la Compañía, la información de mercado que se enumera en el Anexo II, nuestra experiencia en el sector, conversaciones con la Dirección de la Compañía y nuestro juicio profesional, EY ha preparado unas proyecciones financieras que han servido de base para la valoración. La Dirección de Sotogrande ha manifestado que, una vez analizada la coherencia y razonabilidad global de las proyecciones financieras realizadas por EY en su conjunto desde un punto de vista financiero, las considera razonables.

Adicionalmente, se han mantenido reuniones y conferencias telefónicas con el Cliente y la Dirección de Sotogrande sobre la situación financiera actual y esperada, y demás aspectos que se han considerado relevantes o necesarios para llevar a cabo la valoración.

Para llevar a cabo el Informe de Valoración de Sotogrande, EY ha tenido en cuenta los criterios de valoración establecidos en el RD 1066/2007, considerando asimismo, otros métodos de valoración comúnmente aceptados por la comunidad financiera internacional para realizar valoraciones en el sector inmobiliario, en concreto el Descuento de Flujos de Caja (“DCF”) y Triple Net Asset Value (“Triple NAV”). Adicionalmente, se ha considerado el precio de la oferta pública obligatoria presentada el 15 de diciembre de 2014 (“la OPA de 2014”) ajustado por el dividendo repartido en 2015 según se describe en la sección 8 de este Informe.

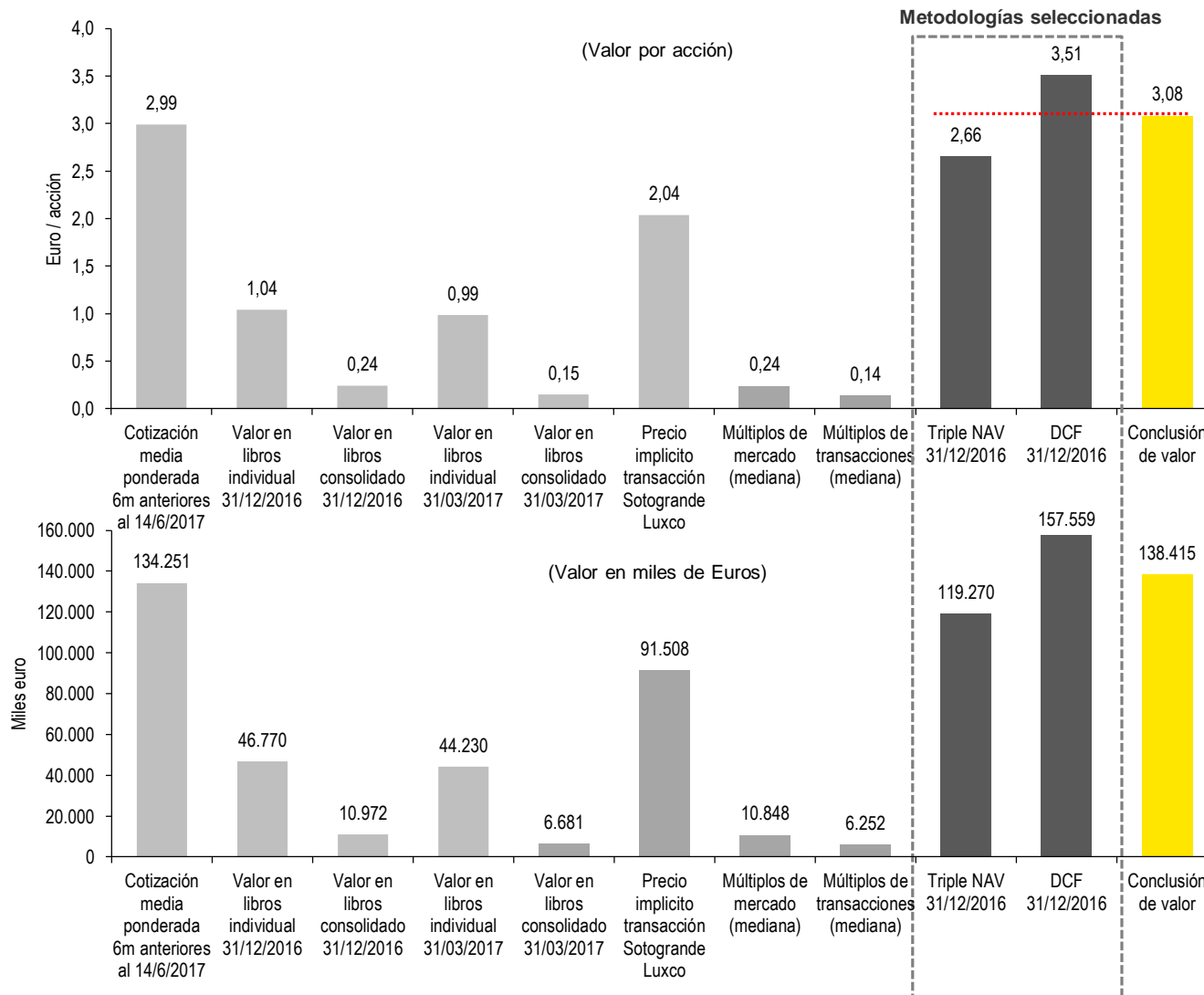
En relación a esta última transacción es importante tener en cuenta que, tal como se explica en el apartado 9.2 de la sección 9 de este informe, el plan de negocio basado en las proyecciones realizadas por EY y consideradas razonables por la Dirección de la Compañía (“plan de negocio”) que ha sido utilizado para la valoración, se basa en el que fue utilizado en nuestra valoración para la OPA de 2014 ajustándolo a las nuevas circunstancias del mercado a fecha de valoración. Estas circunstancias difieren de las de 2014 fundamentalmente por la ralentización del inicio de nuevos proyectos considerados en el plan de negocio original, el ajuste a la baja de los precios inicialmente considerados del stock, el incremento de la competencia y la incertidumbre generada por el Brexit. Por lo tanto la valoración ha sido realizada teniendo en cuenta un plan de negocio acorde a las características y público objetivo de Sotogrande, así como las condiciones macroeconómicas en la fecha de valoración.

1 Resumen ejecutivo

1 Resumen ejecutivo

- 2 Descripción de la Operació ...
- 3 Descripción de la Compañía
- 4 Alcance del trabajo, ...
- 5 Valor teórico contable
- 6 Valor liquidativo
- 7 Cotización media ponderad ...
- 8 Valor de la contraprestació ...
- 9 Triple Net Asset Value
- 10 Método de Descuento de ...
- 11 Otras metodologías de ...
- 12 Conclusión

Resultados de la valoración teniendo en cuenta las distintas metodologías utilizadas



1 Resumen ejecutivo

1 Resumen ejecutivo

2 Descripción de la Operació ...	7 Cotización media ponderad ...
3 Descripción de la Compañía	8 Valor de la contraprestació ...
4 Alcance del trabajo, ...	9 Triple Net Asset Value
5 Valor teórico contable	10 Método de Descuento de ...
6 Valor liquidativo	11 Otras metodologías de ...
	12 Conclusión

Conclusión

En base a nuestro juicio profesional, atendiendo a las características de la Compañía y del sector en el que opera, teniendo en cuenta el propósito de la valoración, el contexto y objetivo de nuestro trabajo, y que son metodologías comúnmente aceptadas por la comunidad financiera internacional, consideramos que, tanto el Triple NAV como el DCF son las metodologías de valoración más adecuadas conforme a lo establecido en el artículo 10.5 del RD para ser aplicadas en la valoración de Sotogrande. Asimismo, consideramos adecuado basar nuestra conclusión de valor en la media simple del valor resultante de las metodologías mencionadas anteriormente.

<i>Miles de euros</i>	Valor por acción Euros	Valor F.F.P.P. Miles de euros
Triple NAV 31/12/2016	2,66	119.270
DCF 31/12/2016	3,51	157.559
Conclusión de valor Sotogrande, S.A.	3,08	138.415

De acuerdo con las bases de información y los procedimientos empleados en la realización de nuestro trabajo, así como con las metodologías de valoración establecidas en el RD 1066/2007, y considerando los aspectos relevantes descritos en este Informe de Valoración, consideramos que a la Fecha de Valoración el valor por acción de Sotogrande es de 3,08 euros.

2

Descripción de la Operación Propuesta

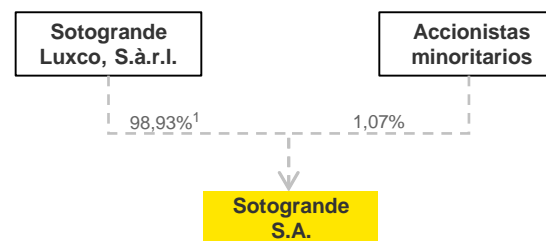


2 Descripción de la Operación Propuesta

- | | |
|---|-----------------------------------|
| 1 Resumen ejecutivo | 7 Cotización media ponderad ... |
| 2 Descripción de la Operació ... | 8 Valor de la contraprestació ... |
| 3 Descripción de la Compañía | 9 Triple Net Asset Value |
| 4 Alcance del trabajo, ... | 10 Método de Descuento de ... |
| 5 Valor teórico contable | 11 Otras metodologías de ... |
| 6 Valor liquidativo | 12 Conclusión |

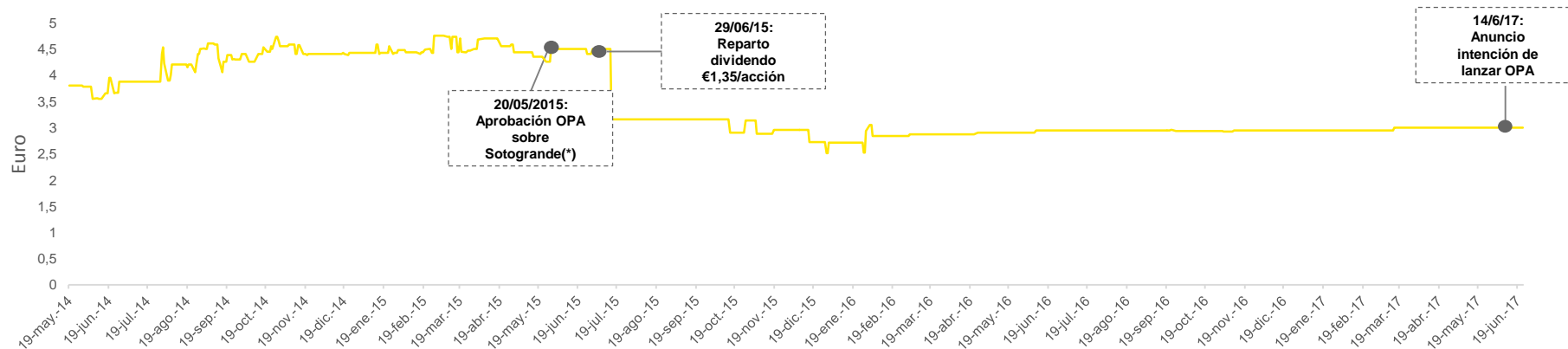
Sotogrande Luxco tiene el 98,93%¹ del capital social y es el accionista de control de Sotogrande. La Compañía cotiza en la Bolsa de Valores de Madrid y Barcelona. Actualmente el free-float de Sotogrande, S.A. es del 1,07%, por lo que Sotogrande Luxco ha anunciado que es su intención lanzar una OPA de exclusión de las acciones, con objeto de excluir de la cotización bursátil de la Compañía.

Estructura previa a la Operación Propuesta



Fuente: Cuentas Anuales Consolidadas 2016 Sotogrande, S.A.

Cotización de Sotogrande y principales hitos



(*) Ver sección 8 de este informe.

(1) Esta cifra incluye 18.398 acciones de Sotogrande que, de acuerdo con la información proporcionada por Sotogrande Luxco, a la fecha del presente informe son titularidad de Sotogrande en virtud de un contrato de préstamo de valores suscrito entre las partes y que serán devueltas por Sotogrande a Sotogrande Luxco antes del lanzamiento de la OPA como consecuencia de la terminación de dicho contrato

3

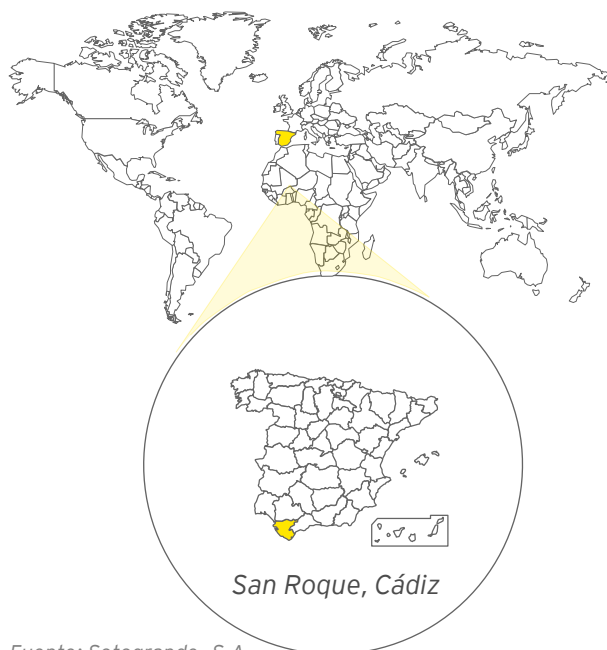
Descripción de la Compañía



3 Descripción de la Compañía

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Localización



Fuente: Sotogrande, S.A.

Sotogrande

Localizada en el sur de España, Sotogrande es una empresa española que opera a nivel nacional en los sectores inmobiliario y turístico.

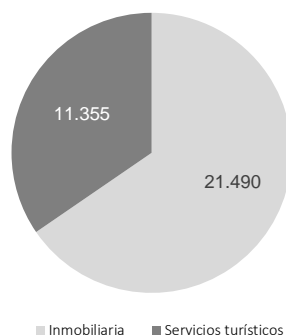
La Compañía

- ▶ Sotogrande es una empresa inmobiliaria, cotizada en el Mercado Continuo español, que fue fundada durante la década de 1960 por el empresario norteamericano McMicking con el objetivo de desarrollar un exclusivo complejo residencial en el sur de España.
- ▶ Su actividad se centra principalmente en la urbanización y venta de parcelas de una finca situada en el municipio de San Roque, al sur de la provincia de Cádiz, con una superficie original de 16 millones de metros cuadrados, de la cual se ha desarrollado aproximadamente un 88% de la superficie total.
- ▶ Esta actividad se complementa con el arrendamiento y explotación de negocios relacionados con la hostelería y el ocio, entre los que destacan los hoteles NH Almenara y NH Sotogrande y dos campos de golf.
- ▶ Adicionalmente, el Resort de Sotogrande cuenta con seis campos de polo (en manos de terceros), 1.400 atraques náuticos, clubs de tenis, 2 clubs de playa, otros dos campos de golf (Real Club de Golf y Valderrama), un centro de equitación, un colegio internacional y varios locales comerciales.
- ▶ Con todo ello, Sotogrande forma uno de los complejos turísticos más prestigiosos de Europa, famoso por los campeonatos de polo, las regatas de vela y los torneos de golf.
- ▶ Los residentes son principalmente de procedencia española (45%), británica (30%), resto de Europa (20%) y otras nacionalidades (5%).
- ▶ Aunque en el pasado Sotogrande ha tenido activos en el extranjero, actualmente todos sus activos se encuentran en la finca de San Roque.

3 Descripción de la Compañía

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Desglose de ingresos por segmentos



Fuente: EEFF Consolidados de Sotogrande a 31/12/2016.

Actividades de la Compañía (*)

Las principales actividades de los activos de la Compañía son las siguientes:

Servicios turísticos

► Hoteles

- **Almenara Hotel:** Hotel de cuatro estrellas con 145 habitaciones de lujo, localizadas en el centro del Campo de Golf Almenara. Además incluye un Spa Elysium, varios restaurantes y un balneario.
- **NH Sotogrande:** Hotel de cuatro estrellas con 106 habitaciones. El hotel fue rehabilitado en 2004.
- **Beach club:** Centro recreativo y de deportes, con un gran área de juego, dos restaurantes, cuatro piscinas y varias pistas de tenis.

► Golf

- **La Reserva Golf Club:** Campo de 18 hoyos Par 72, considerado uno de los mejores en España.
- **Almenara Golf Club:** Campo de golf de 27 hoyos.

Actividad inmobiliaria

► Propiedades

- **Ribera del Marlin:** Apartamentos, locales comerciales, y parking para coches.
- **Los Cortijos de la Reserva:** Comunidad residencial con vistas a La Reserva Golf Club.
- **Las Cimas de Almenara II:** Urbanización cercana al campo de golf de Almenara.
- **Suelo:** Sotogrande tiene parcelas cerca de La Reserva, Hotel Almenara y Subsector y parcelas cerca de La Gran Reserva. Además tiene las parcelas de Paniagua, Cortijo Los Pinos y otras en La Marina.
- **Atraques en la Marina:** Atraques en la marina y el puerto.

(*) Fuente: Información proporcionada por la Compañía.

3 Descripción de la Compañía

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Actividades de la Compañía (cont.) (*)

Actividad inmobiliaria (cont.)

► Servicios públicos

- **Concesión de agua:** Servicios de gestión de agua dentro del área del complejo Sotogrande y sus alrededores, gestionado por la Compañía de Aguas, mediante una concesión que expirará en 2053. El grupo cuenta con dos plantas de tratamiento de aguas residuales con capacidad para abastecer a una población de hasta 20.000 personas.
- **Servicio de mantenimiento de la Marina:** Sotogrande tiene la concesión a través de REM, para proporcionar mantenimiento y otros servicios relacionados con la Marina. Estos servicios incluyen carreteras, plazas de aparcamiento públicas, jardines, red de saneamiento, teleférico, gestión de residuos y otras redes de infraestructura. El vencimiento de la concesión es en 2057, no obstante hemos sido informados de que el ayuntamiento de San Roque ha solicitado a la Compañía el inicio del proceso de creación de una Entidad Urbanística de Conservación que se prevé finalizar en 2019 de acuerdo a información proporcionada por los asesores legales de la Compañía y que, por lo tanto dará lugar a la extinción de la REM.

(*) Fuente: Información proporcionada por la Compañía.

3 Descripción de la Compañía

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Principales magnitudes financieras – Cuenta de pérdidas y ganancias

<i>Miles de euros</i>	<i>Notas</i>	2012	2013	2014	2015	2016
Importe neto de la cifra de negocios	(1)	29.474	25.634	24.419	26.308	32.845
Otros ingresos de explotación		963	963	335	330	476
Variación de existencias de productos terminados o en curso		-	-	-	(5.587)	(9.795)
Aprovisionamientos	(2)	(12.115)	(8.002)	(6.587)	(3.365)	(1.654)
Trabajos realizados por la empresa para su activo		-	-	-	84	121
Gastos de personal	(3)	(10.684)	(8.551)	(7.954)	(9.010)	(10.799)
Dotación a la amortización		(5.775)	(5.664)	(4.910)	(3.064)	(3.266)
Pérdidas netas por deterioro de activos	(4)	(43.774)	19.894	(12.900)	(414)	(33)
Resultado en la enajenación de los activos no corrientes		-	1.147	4	-	-
Otros gastos de explotación		(21.582)	(26.120)	(17.016)	(18.228)	(19.539)
Otros resultados		-	-	-	947	(19)
Resultado de explotación		(63.493)	(699)	(24.609)	(11.999)	(11.663)
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación		(5.198)	(8.141)	(817)	-	-
Ingresos financieros		548	79	223	2.047	32
Gastos financieros		(1.728)	(2.194)	(2.203)	(4.275)	(4.492)
Diferencias de cambio, neto		(41)	-	(4.655)	1	2
Variación del valor razonable en instrumentos financieros		(3.939)	65	(21)	-	(30)
Deterioro y resultado por enajenación de instrumentos financieros	(5)	(1.277)	(1.694)	38.796	(735)	-
Resultado antes de impuestos de las actividades continuadas		(75.128)	(12.584)	6.714	(14.961)	(16.151)
Impuesto sobre Sociedades		7.046	3.645	15.591	(4.147)	(5.611)
Resultado del ejercicio		(68.082)	(8.939)	22.305	(19.108)	(21.762)

Fuente: : EEFF Consolidados auditados de los últimos 5 años de Sotogrande

1) Los ingresos históricos de 2012 y 2013 provienen mayoritariamente de la prestación de servicios turísticos. Sin embargo, durante los tres últimos años, las ventas de la actividad inmobiliaria han ganado importancia. En concreto, en 2016 se ha producido un aumento de un 25% en la cifra de negocios respecto a 2015, alcanzando 32,8 millones de euros, de los cuales un 65% proviene de la actividad inmobiliaria.

2) El saldo del gasto por aprovisionamientos es superior en 2012 y 2013 debido a que se incluyen 4,6 y 6,3 millones de euros como dotación a la provisión de existencias realizada en ambos ejercicios.

3) Los gastos de personal se reducen desde 2012 a 2013 por el ajuste realizado como consecuencia de la crisis inmobiliaria. En 2015 tras la entrada de Sotogrande Luxco como accionista de referencia la compañía aumenta su plantilla hasta alcanzar niveles similares a los de 2012 en términos de gasto.

4) En 2012 y 2014 se registran pérdidas por deterioro de activos por valor de 43,8 y 12,9 millones de euros, lo que provoca un resultado de explotación de 63,5 y 24,6 millones de euros negativo respectivamente. En 2013 sin embargo, se registra una reversión por deterioro de inmovilizado en relación a un resort ubicado en Italia (Donnafugata), lo que da lugar a un saldo positivo de este epígrafe.

5) En 2014 la Compañía obtuvo un beneficio neto de 22,3 millones de euros debido al resultado por enajenación de inversiones financieras como consecuencia de la venta de los activos no españoles a NH. Esto da lugar a que el resultado neto sea positivo únicamente en dicho ejercicio. Sin estos beneficios extraordinarios el resultado de la Compañía habría sido también negativo en dicho año.

3 Descripción de la Compañía

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Principales magnitudes financieras – Balance de situación consolidado

Miles de euros	Notas	2012	2013	2014	2015	2016
Activo no corriente		175.163	178.344	112.717	49.589	45.054
Activo intangible		1.987	1.920	1.841	1.823	1.806
Inmovilizado material	(1)	67.522	82.891	30.331	29.832	30.507
Inversiones inmobiliarias		4.548	957	2.015	1.760	2.592
Inversiones contabilizadas por el método de la participación	(2)	78.896	67.617	-	-	-
Inversiones financieras no corrientes	(3)	17.207	16.440	58.961	751	768
Activos por impuesto diferido		5.003	8.519	19.569	15.423	9.381
Activo corriente		86.308	80.716	88.749	75.843	80.949
Existencias	(2)	57.477	50.968	75.458	70.025	68.763
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	(4)	25.498	21.642	3.275	3.203	3.305
Otros activos financieros corrientes		2.847	2.956	5.756	15	98
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes		486	5.150	4.260	2.600	8.783
Total activo		261.471	259.060	201.466	125.432	126.003
Patrimonio neto		97.577	85.496	112.513	32.794	10.974
Capital social		26.948	26.948	26.948	26.948	26.948
Prima de emisión	(5)	120.006	120.006	120.006	59.353	59.353
Reservas de la Sociedad Dominante		55.753	38.727	(52.783)	(18.016)	(24.669)
Reservas en sociedades consolidadas por integración global	(6)	(16.096)	(61.795)	(4.163)	(16.604)	(29.051)
Acciones y participaciones en patrimonio propias		(19.812)	(29.791)	-	-	(58)
Pérdidas consolidadas del ejercicio		(67.923)	(8.868)	22.284	(19.100)	(21.749)
Patrimonio neto atribuible a accionistas de la Sociedad Dominante		97.233	85.227	112.292	32.581	10.774
Intereses minoritarios		344	269	221	213	200
Pasivo no corriente		42.758	49.891	72.168	75.970	93.013
Subvenciones	(7)	18.184	18.086	1.511	1.226	983
Provisiones no corrientes	(8)	1.132	6.638	1.974	283	1.010
Pasivos financieros no corrientes-	(9)	14.984	16.924	65.963	71.882	88.968
Pasivos por impuesto diferido		8.458	8.243	2.720	2.579	2.052
Pasivo corriente		121.136	123.673	16.785	16.668	22.016
Provisiones corrientes	(8)	8.282	8.143	-	292	250
Pasivos financieros corrientes	(9)	94.105	98.329	7.747	3.877	9.889
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar		18.749	17.201	9.038	12.499	11.877
Total patrimonio neto y pasivo		261.471	259.060	201.466	125.432	126.003

1) El inmovilizado material se reduce sustancialmente en 2014 debido a la salida del perímetro asociada a la transmisión de los activos internacionales a NH principalmente Donnafugata en Sicilia.

2) En 2013 la Compañía tenía registradas inversiones por 68 millones de euros. En 2014 las sociedades Sotocaribe y Capredo salieron del perímetro y consecuentemente, la inversión contabilizada por el método de la participación (por valor de 49 millones de euros). Asimismo, la Compañía pasa a ser en 2014 único accionista de las sociedades dependientes Los Alcornosques, S.L. y Residencial Marlin, S.L., por lo que pasan a consolidarse por integración global, desapareciendo la inversión registrada en este epígrafe en 2013 (por 19 millones de euros). Esto último da lugar al incremento que se produce en 2014 en el epígrafe existencias, provocado por efecto de consolidar por integración global estas dos sociedades.

3) En 2014 se incluye en este epígrafe la cuenta a cobrar con NH por la venta de los activos internacionales comentada previamente. En 2015, este importe desaparece como parte del pago de 60 millones de euros de dividendo.

4) Los deudores comerciales disminuyeron entre 2013 y 2014 en 18 millones de euros debido a que en 2013 se incluían 9 millones de euros por AAPP deudoras que fueron cobrados en 2014. El resto se debe a una compraventa entre la Compañía y la Sociedad Soto Almena SL pendiente de cobro en 2013 y parte de una subvención (ver epígrafe 7) pendiente de cobro en relación a Donnafugata cuya cuenta a cobrar fue transmitida con su venta.

Fuente: : EEFF Consolidados auditados de los últimos 5 años de Sotogrande

3 Descripción de la Compañía

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Principales magnitudes financieras – Balance de situación consolidado (cont.)

Miles de euros	Notas	2012	2013	2014	2015	2016
Activo no corriente		175.163	178.344	112.717	49.589	45.054
Activo intangible		1.987	1.920	1.841	1.823	1.806
Inmovilizado material	(1)	67.522	82.891	30.331	29.832	30.507
Inversiones inmobiliarias		4.548	957	2.015	1.760	2.592
Inversiones contabilizadas por el método de la participación	(2)	78.896	67.617	-	-	-
Inversiones financieras no corrientes	(3)	17.207	16.440	58.961	751	768
Activos por impuesto diferido		5.003	8.519	19.569	15.423	9.381
Activo corriente		86.308	80.716	88.749	75.843	80.949
Existencias	(2)	57.477	50.968	75.458	70.025	68.763
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	(4)	25.498	21.642	3.275	3.203	3.305
Otros activos financieros corrientes		2.847	2.956	5.756	15	98
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes		486	5.150	4.260	2.600	8.783
Total activo		261.471	259.060	201.466	125.432	126.003
Patrimonio neto		97.577	85.496	112.513	32.794	10.974
Capital social		26.948	26.948	26.948	26.948	26.948
Prima de emisión	(5)	120.006	120.006	120.006	59.353	59.353
Reservas de la Sociedad Dominante		55.753	38.727	(52.783)	(18.016)	(24.669)
Reservas en sociedades consolidadas por integración global	(6)	(16.096)	(61.795)	(4.163)	(16.604)	(29.051)
Acciones y participaciones en patrimonio propias		(19.812)	(29.791)	-	-	(58)
Pérdidas consolidadas del ejercicio		(67.923)	(8.868)	22.284	(19.100)	(21.749)
Patrimonio neto atribuible a accionistas de la Sociedad Dominante		97.233	85.227	112.292	32.581	10.774
Intereses minoritarios		344	269	221	213	200
Pasivo no corriente		42.758	49.891	72.168	75.970	93.013
Subvenciones	(7)	18.184	18.086	1.511	1.226	983
Provisiones no corrientes	(8)	1.132	6.638	1.974	283	1.010
Pasivos financieros no corrientes-	(9)	14.984	16.924	65.963	71.882	88.968
Pasivos por impuesto diferido		8.458	8.243	2.720	2.579	2.052
Pasivo corriente		121.136	123.673	16.785	16.668	22.016
Provisiones corrientes	(8)	8.282	8.143	-	292	250
Pasivos financieros corrientes	(9)	94.105	98.329	7.747	3.877	9.889
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar		18.749	17.201	9.038	12.499	11.877
Total patrimonio neto y pasivo		261.471	259.060	201.466	125.432	126.003

5) La prima de emisión se redujo en el año 2015 a causa del reparto de 60 millones de euros en concepto de dividendos.

6) Las reservas en sociedades consolidadas por integración global disminuyó en 2014 a causa de la venta de sus filiales, en especial de Donnafugata Resort, s.r.l. (57 millones de euros).

7) Las subvenciones se reducen en 2014 debido a que en el ejercicio 2013 la Compañía tenía concedida a través de una de sus sociedades dependientes una subvención del Ministerio de la Actividad Productiva del Estado Italiano por valor de 18 millones de euros en relación con Donnafugata. Con la venta de activos internacionales, esta subvención y su parte de cuenta a cobrar (epígrafe 4) fueron transmitidas.

8) Las provisiones corrientes y no corrientes disminuyen en 2014 como consecuencia de su traspaso a NH con el paquete de los activos internacionales.

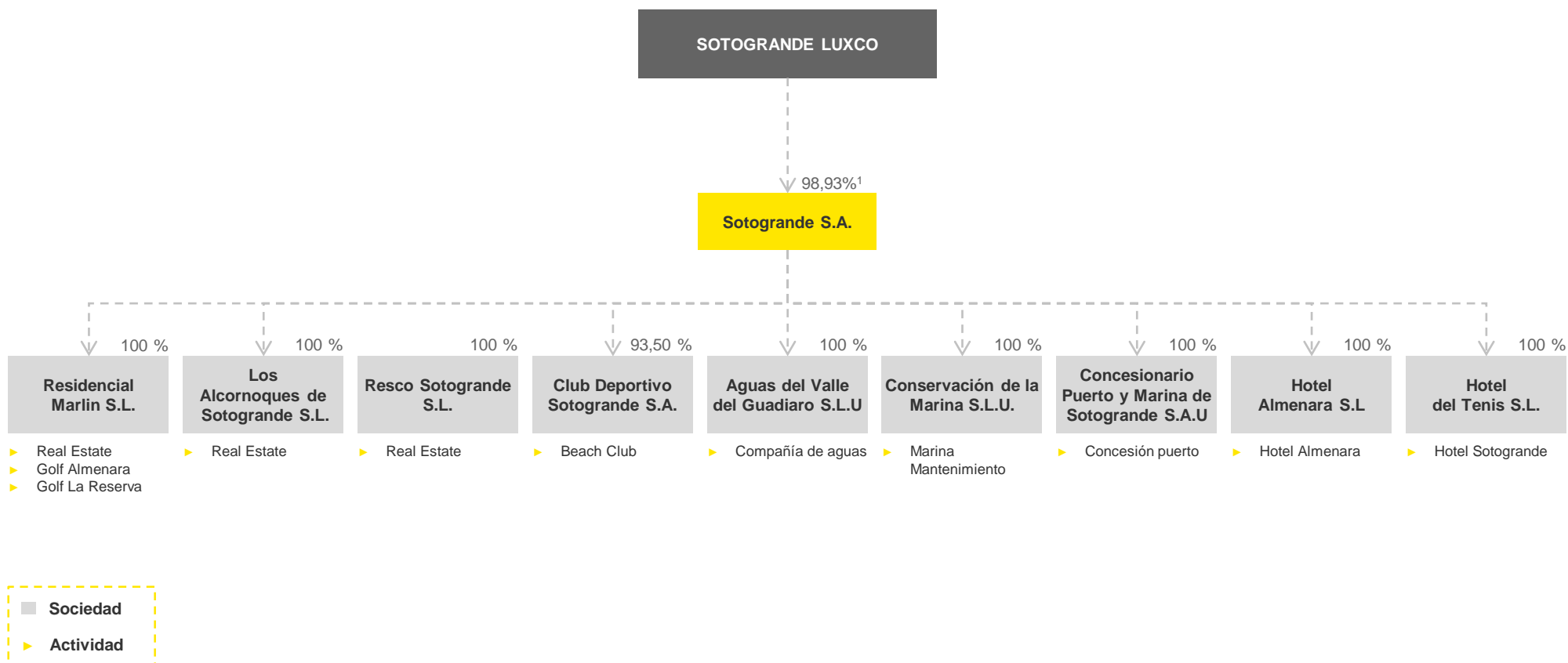
9) En este epígrafe se recoge por un lado la reducción de la deuda con entidades de crédito tanto a largo plazo como a corto y se elimina la opción de venta recogida en 2013 concedida a los socios minoritarios de Donnafugata. Por otro lado, a Sotogrande Luxco S.à.r.l. se le transmiten los derechos de crédito por financiación intragrupo **pasando de corriente a no corriente**, mientras que se transmiten los derechos que ésta ostentaba frente a sus filiales extranjeras. El neto de estos movimientos da lugar a una disminución conjunta de los pasivos financieros corrientes y no corrientes en el año 2014.

Fuente: : EEFF Consolidados auditados de los últimos 5 años de Sotogrande

3 Descripción de la Compañía

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Estructura societaria a 31 de diciembre de 2016



Fuente: Información facilitada por la Dirección de la Compañía

(1) Esta cifra incluye 18.398 acciones de Sotogrande que, de acuerdo con la información proporcionada por Sotogrande Luxco, a la fecha del presente informe son titularidad de Sotogrande en virtud de un contrato de préstamo de valores suscrito entre las partes y que serán devueltas por Sotogrande a Sotogrande Luxco antes del lanzamiento de la OPA como consecuencia de la terminación de dicho contrato

3 Descripción de la Compañía

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Balance consolidado a 31 de diciembre de 2016

<i>Miles de euros</i>	31/12/2016
Activo	
Activo no corriente	45.054
Activo intangible	1.806
Inmovilizado material	30.507
Inversiones inmobiliarias	2.592
Inversiones financieras no corrientes-	768
Préstamos y cuentas a cobrar no disponibles para negociación	572
Otras inversiones financieras no corrientes	196
Activos por impuesto diferido	9.381
Activo corriente	80.949
Existencias	68.763
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	3.305
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	2.821
Administraciones Públicas deudoras	456
Otros deudores	28
Otros activos financieros corrientes	98
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	8.783
Total activo	126.003

<i>Miles de euros</i>	31/12/2016
Patrimonio neto y pasivo	
Patrimonio neto	10.974
<i>Fondos propios</i>	
Capital social	26.948
Prima de emisión	59.353
Reservas de la Sociedad Dominante	(24.669)
Reservas en sociedades consolidadas por integración global	(29.051)
Acciones y participaciones en patrimonio propias	(58)
Pérdidas consolidadas del ejercicio	(21.749)
Patrimonio neto atribuible a accionistas de la Sociedad Dominante	10.774
Intereses minoritarios	200
Pasivo no corriente	93.013
Subvenciones	983
Provisiones no corrientes	1.010
Pasivos financieros no corrientes	88.968
Deudas con entidades de crédito	6.941
Acreedores por arrendamientos financieros	20
Otros pasivos financieros	82.007
Pasivos por impuesto diferido	2.052
Pasivo corriente	22.016
Provisiones corrientes	250
Pasivos financieros corrientes	9.889
Deudas con entidades de crédito	3.391
Acreedores por arrendamientos financieros	4
Otros pasivos financieros	6.494
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	11.877
Acreedores comerciales	11.371
Administraciones Públicas acreedoras	391
Otros acreedores	115
Total patrimonio neto y pasivo	126.003

Fuente: EEFF Consolidados auditados a 31/12/2016 de Sotogrande.

3 Descripción de la Compañía

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Cuenta de resultados a 31 de diciembre de 2016

<i>Miles de euros</i>	31/12/2016
Importe neto de la cifra de negocios	32.845
Otros ingresos de explotación	476
Variación de existencias de productos terminados o en curso	(9.795)
Aprovisionamientos:	(1.654)
Consumo de materias primas y otras materias consumibles	8.792
Consumo de mercaderías	(1.660)
Trabajos realizados por otras empresas	(9.497)
Deterioro de terrenos y existencias comerciales	711
Trabajos realizados por la empresa para su activo	121
Gastos de personal	(10.799)
Dotación a la amortización	(3.266)
Pérdidas netas por deterioro de activos	(33)
Resultado en la enajenación de los activos no corrientes	-
Otros gastos de explotación	(19.539)
Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	(242)
Otros gastos de gestión corriente	(19.297)
Otros resultados	(19)
Resultado de explotación	(11.663)
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación	-
Ingresos financieros	32
Gastos financieros	(4.492)
Diferencias de cambio, neto	2
Variación del valor razonable en instrumentos financieros	(30)
Deterioro y resultado por enajenación de instrumentos financieros	-
Resultado antes de impuestos de las actividades continuadas	(16.151)
Impuesto sobre Sociedades	(5.611)
Resultado del ejercicio	(21.762)
Resultado integral total:	(21.762)
Resultado del ejercicio atribuibles a-	
Accionistas de la Sociedad Dominante	(21.749)
Intereses minoritarios	(13)
Resultado integral atribuible a-	
Accionistas de la Sociedad Dominante	(21.749)
Intereses minoritarios	(13)
Resultado por acción en euros (básica y diluida)	(0)

Fuente: EEFF Consolidados auditados a 31/12/2016 de Sotogrande.

4

Alcance del trabajo, metodologías, procedimientos y Fecha de Valoración



4 Alcance del trabajo, metodologías, procedimientos y Fecha de Valoración

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Crterios de valoración considerados

- a) Valor teórico contable
- b) Valor liquidativo
- c) Cotización media ponderada último semestre
- d) Valor de contraprestación ofrecida con anterioridad
- e) Otros métodos aplicables al caso concreto, así como otras indicaciones de valor
 - Descuento de flujos de caja
 - Triple Net Asset Value
 - Múltiplos de compañías cotizadas y transacciones comparables

Sotogrande Luxco, como accionista mayoritario de Sotogrande ha solicitado a EY la preparación de un informe de valoración de las acciones de Sotogrande, con el fin de determinar el precio equitativo a ofrecer con motivo de la posible exclusión de cotización Sotogrande.

Metodologías

Para llevar a cabo el Informe de Valoración de Sotogrande EY ha tenido en cuenta los criterios de valoración establecidos en el **Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores**, los cuales son los siguientes:

- ▶ **Valor teórico contable** de la Sociedad y 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 intermedios.
- ▶ **Valor liquidativo** de la Sociedad y 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 contraprestación ofrecida con anterioridad**, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año anterior a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.
- ▶ **Otros métodos de valoración** aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional. EY ha considerado las siguientes metodologías:
 - **Método de Descuento de Flujos de Caja**, se centra en el valor presente de los flujos de caja que se espera que estén disponibles para su distribución a los accionistas y los acreedores de la empresa.
 - **Triple Net Asset Value** de la Compañía, calculado como la suma del Valor de Mercado de sus activos, deduciendo el importe de la deuda financiera, los pasivos fiscales netos derivados del reconocimiento del valor de mercado de dichos activos, y otros ajustes sobre el valor razonable de activos y pasivos.
 - **Múltiplos de compañías cotizadas comparables y transacciones comparables**

4 Alcance del trabajo, metodologías, procedimientos y Fecha de Valoración

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Metodologías (cont.)

De acuerdo a nuestro entendimiento de la Compañía y sus actividades, no hemos considerado relevantes otros métodos de valoración distintos a los mencionados anteriormente, teniendo en cuenta el sector, la actividad y las características específicas de Sotogrande.

Para llevar a cabo nuestro trabajo nos hemos basado en información proporcionada por Sotogrande, Sotogrande Luxco y otra información de carácter público detallada en el Anexo VIII.

Hemos recibido una carta de manifestaciones firmada por la Dirección de Sotogrande y Sotogrande Luxco, en la cual nos confirman que la información que nos han facilitado es exacta y que no se ha omitido ninguna información de su conocimiento que sea relevante para la elaboración de nuestro trabajo. Cabe destacar que nos han confirmado que a la fecha del presente informe: (i) no existen otros litigios, ni a favor ni en contra, que los considerados en este Informe; (ii) no existen subvenciones que hayan sido solicitadas ni se prevén solicitar en el corto plazo; (iii) no existen subvenciones pendientes de cobro. Por último Sotogrande nos ha manifestado que no existen ni están previstas operaciones de desinversión a importes superiores a los implícitos en esta valoración.

Procedimientos llevados a cabo

- ▶ Análisis de los EEFF actuales e históricos de la Compañía.
- ▶ Conversaciones con la Dirección de la Compañía en relación con:
 - La naturaleza y el funcionamiento de Sotogrande.
 - Resultados financieros históricos y estimados de Sotogrande.
- ▶ Visitas a los activos inmobiliarios de Sotogrande
- ▶ Consideración de la situación del sector, así como los entornos económicos y competitivos en los que opera la Compañía.
- ▶ Análisis del coste de capital.
- ▶ Reuniones y conferencias telefónicas con el Cliente.
- ▶ Análisis de otros hechos y datos que hemos considerado relevantes, tales como análisis de mercado y nuestra experiencia sectorial, adjuntos en el Anexo II de este Informe, para llegar a una recomendación de nuestra conclusión de valor.
- ▶ Aplicación de las metodologías de valoración que se detallan en el artículo 10.5 del RD descritas anteriormente.

4 Alcance del trabajo, metodologías, procedimientos y Fecha de Valoración

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Fecha de valoración

- ▶ Nuestra conclusión de valor del 100% de los fondos propios de Sotogrande es válida a fecha del presente Informe de Valoración.
- ▶ El análisis de valoración se ha realizado a 31 de diciembre de 2016, utilizando como punto de partida los últimos estados financieros publicados por la empresa en esa misma fecha.
- ▶ No obstante lo anterior, cualquier cambio material o información nueva sobre el entorno económico, el mercado o las operaciones de la Compañía después de la fecha de este Informe de Valoración podrían significar un cambio en nuestras conclusiones de valor.
- ▶ Con fecha 8 de mayo de 2017 Sotogrande ha presentado resultados del primer trimestre de 2017. Según nuestro entendimiento los estados financieros actualizados no afectan a nuestra conclusión.

Premisa de valor

- ▶ A los efectos de este Informe hemos utilizado el Valor de Mercado como premisa de valor. De acuerdo con la norma internacional de valoración, International Valuation Standards Council (IVSC), Valor de Mercado se puede definir como:

“La contraprestación estimada por la cual un activo o un pasivo se intercambia, en un fecha determinada, entre un potencial comprador y un potencial vendedor actuando con conocimiento, prudencia y sin presión, realizando una transacción directa”.

5

Valor teórico contable



5 Valor teórico contable

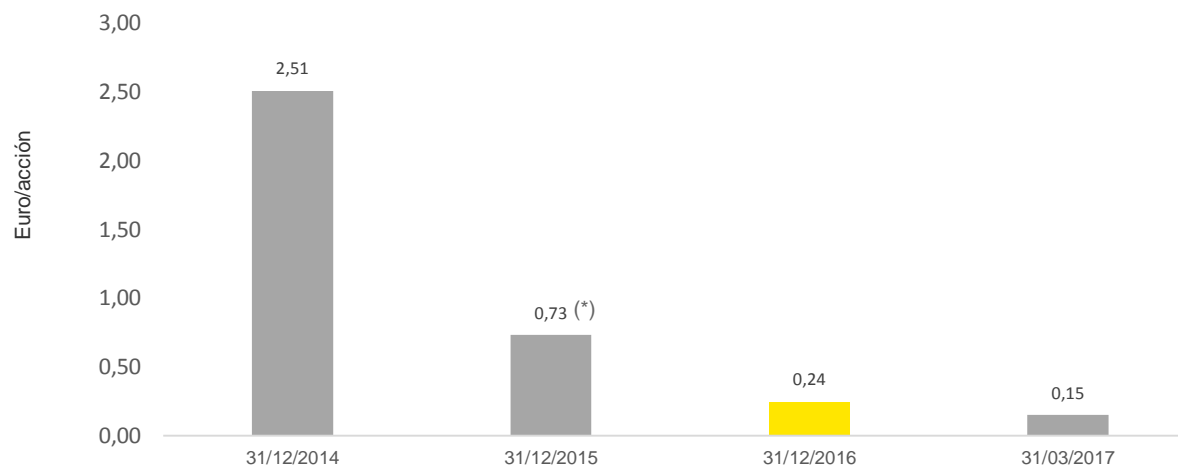
1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Metodología y Resultados

Para la aplicación de este criterio de valoración, hemos utilizado los estados financieros de Sotogrande S.A. y Sociedades Dependientes (consolidado), a 31 de diciembre de 2016. Adicionalmente, se ha incluido el VTC a 31 de marzo de 2017, así como el VTC a 31 de diciembre de 2014 y 2015 con el fin de observar la evolución de los últimos años.

Para el cálculo del VTC por acción, se han considerado las acciones emitidas, netas de autocartera.

Valor teórico contable de Sotogrande S.A. y Sociedades Dependientes (consolidado)



(*) De acuerdo a las CCAA de 2015 con fecha 29 de junio de 2015 la Junta General de Accionistas de la Sociedad Dominante aprobó el reparto de un dividendo con cargo a Prima de Emisión por importe de 60,653 millones de euros, lo que equivale a 1,35 euros por acción.

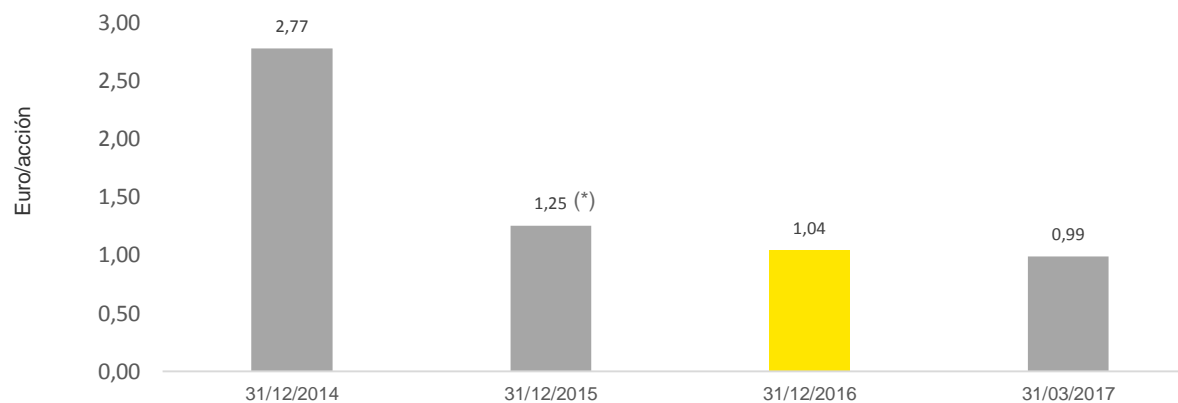
5 Valor teórico contable

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Metodología y Resultados (cont.)

De igual modo hemos calculado el VTC de la sociedad Sotogrande (individual) a 31 de diciembre de 2016, así como a 31 de marzo de 2017 y a 31 de diciembre de 2015 y 2014.

Valor teórico contable de Sotogrande S.A. (individual)



(*) De acuerdo a las CCAA 2015 con fecha 29 de junio de 2015 la Junta General de Accionistas de la Sociedad Dominante aprobó el reparto de un dividendo con cargo a Prima de Emisión por importe de 60,653 millones de euros, lo que equivale a 1,35 euros por acción.

5 Valor teórico contable

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

A continuación se muestra una tabla resumen con la evolución histórica de los fondos propios de la sociedad dominante y sus dependientes así como el de Sotogrande individual, y el cálculo del VTC por acción a 31 de diciembre de 2014, 31 de diciembre de 2015 y 31 de diciembre de 2016:

Miles de euros	Balance consolidado				Balance individual			
	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/03/2017	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/03/2017
Capital social	26.948	26.948	26.948	26.948	26.948	26.948	26.948	26.948
Prima de emisión	120.006	59.353	59.353	59.360	128.795	68.142	68.141	68.141
Reservas de la Sociedad Dominante	(52.783)	(18.016)	(24.669)	(31.352)			82.822	
Reservas en sociedades consolidadas por integración global		(16.604)	(29.051)	(44.125)				
Reservas	(52.783)	(34.620)	(53.720)	(75.477)	75.872	75.872	82.822	82.822
Diferencias de cambio	(4.163)							
Acciones y participaciones en patrimonio propias		-	(58)	(53)			(58)	(53)
Pérdidas consolidadas del ejercicio	22.284	(19.100)	(21.749)	(4.293)	(2.907)	(6.687)	(9.293)	(2.544)
Resultados de ejercicios anteriores					(105.249)	(108.156)	(121.790)	(131.084)
Subvenciones y legados					987			
Patrimonio neto atribuible a accionistas de la Sociedad Dominante	112.292	32.581	10.774	6.485	124.446	56.119	46.769	44.230
Intereses minoritarios	221	213	200	196			-	-
Total patrimonio neto	112.513	32.794	10.974	6.681	124.446	56.119	46.769	44.230
Total acciones (miles)	44.913	44.913	44.913	44.913	44.913	44.913	44.913	44.913
Autocartera (miles)			20	18			20	18
Total acciones excluyendo autocartera (miles)	44.913	44.913	44.893	44.895	44.913	44.913	44.893	44.895
Valor Neto Contable €/acción	2,51	0,73	0,24	0,15	2,77	1,25	1,04	0,99

Fuente: EEFF de Sotogrande S.A., Análisis de EY.

El VTC consolidado a 31 de diciembre de 2016 asciende a 0,24 €/acción. A nivel individual el VTC a 31 de diciembre de 2016 asciende a 1,04 €/acción.

Este criterio de valoración no ha sido considerado adecuado en la determinación de nuestra conclusión de valor, debido a que este no considera el valor razonable de todos los activos y pasivos, ni incorpora la potencial creación de valor de la Compañía.

Nota: la diferencia entre el VTC de Sotogrande consolidado e individual se debe fundamentalmente a la inclusión de las pérdidas de las filiales en el consolidado. En el individual la compañía tiene registrados participaciones en empresas del grupo que se reflejan al menor de coste o valor recuperable, no teniendo que incluir pérdidas contables. En cambio en el consolidado el importe de las participaciones en empresas del grupo se elimina contra los activos netos que incluyen las pérdidas contables que se hayan venido produciendo. Como se puede observar en la tabla superior las pérdidas consolidadas de 2015 y 2016 triplican o duplican las pérdidas del individual respectivamente

6

Valor liquidativo



6 Valor liquidativo

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Metodología y Resultados

Este criterio de valoración refleja el valor de una empresa en una situación de disolución y cese definitivo de las actividades. Es el valor de la empresa en un proceso de venta de sus activos y cancelación de sus deudas, teniendo en consideración las plusvalías y/o minusvalías latentes, así como las contingencias que pudieran existir.

Con el fin de reflejar dichas plusvalías y/o minusvalías latentes, el valor de partida sobre el que calcularíamos el valor de liquidación de Sotogrande sería su Triple Net Asset Value.

Sin embargo, una liquidación de la Compañía iría acompañada de una serie de costes de liquidación (como los costes laborales derivados de los despidos de sus empleados, entre otros). Asimismo, la liquidación de la Compañía plantearía un escenario de venta forzosa, el cual exigiría que la venta de los activos se llevara a cabo de forma acelerada, por lo que sería necesario aplicar un descuento adicional al valor de los activos implícito tanto en el Triple Net Asset Value, como en el Descuento de Flujos de Caja o en el método de múltiplos comparables.

Adicionalmente a lo anterior, cualquier venta acelerada tendría como efecto adicional la pérdida de la aplicabilidad de parte del crédito fiscal generado por las pérdidas acumuladas.

Como consecuencia del análisis anterior, EY considera que el valor liquidativo de Sotogrande resultaría significativamente inferior al que se obtendría de la aplicación del resto de metodologías utilizadas y descritas en el presente documento, y por tanto, siguiendo las indicaciones del RD descartamos su cálculo y adecuación para el objetivo descrito.

7

Cotización media ponderada del último semestre

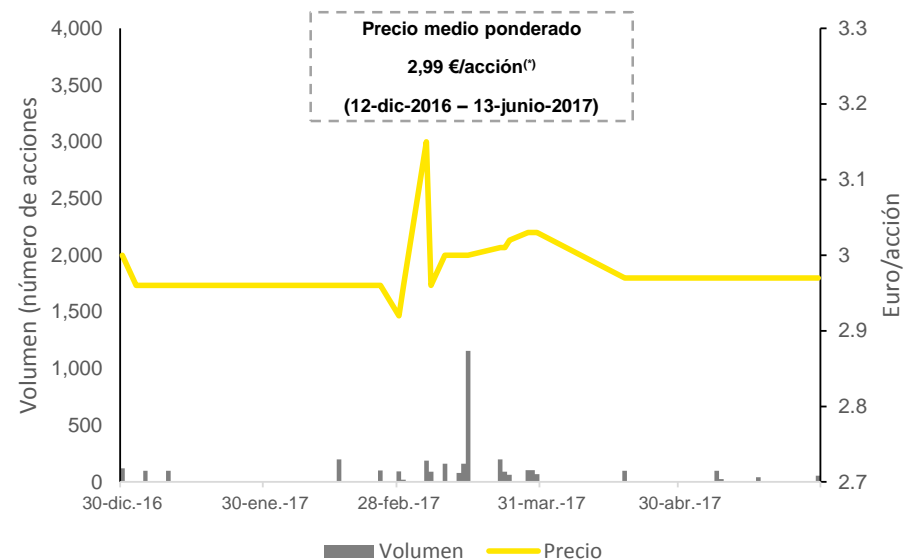


7 Cotización media ponderada del último semestre

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Metodología y Resultados

El siguiente gráfico muestra la evolución de la cotización media ponderada de Sotogrande en el Mercado Continuo. Según el artículo 10 del RD, se debe considerar la cotización media ponderada durante los seis meses inmediatamente anteriores al anuncio de la oferta pública de adquisición.



Durante el semestre inmediatamente anterior al 14 de junio de 2017, la cotización media ponderada por volumen fue de 2,99 euros/acción.

Este método no ha sido considerado como adecuado a efectos de las conclusiones finales por el escaso free float(**) que cotiza en el mercado de la Compañía y su bajo volumen de negociación, que resta representatividad al precio de cotización. En este sentido se puede observar que durante el periodo de 6 meses sólo ha existido volumen de negociación en 25 sesiones de un total de 126.

(*) Fuente: Bolsa de Madrid, precio medio diario de la sesión. Análisis EY

(**) El concepto de free float, hace referencia a la cantidad de acciones en circulación de una empresa cotizada, que se encuentran disponibles para su compra-venta en bolsa.

8

Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad

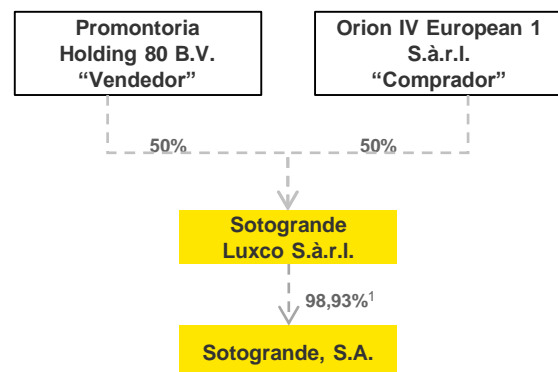


8 Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

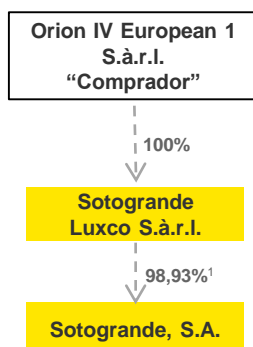
Estructura previa a la Transacción

Fuente: Información facilitada por Orion



Estructura posterior a la Transacción

Fuente: Información facilitada por la Orion



Metodología y Resultados

El RD establece que la contraprestación ofrecida, 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 de cotización, debe ser considerado como uno de los métodos de valoración incluidos en el artículo 10.5 del RD.

a) Transacción realizada en Sotogrande Luxco

Sotogrande Luxco es el principal accionista de Sotogrande con un 98,93%¹ del capital social. Con anterioridad al 13 de junio de 2017, los accionistas de Sotogrande eran Promontoria Holding 80 B.V. ("Promontoria") y Orion IV European 1 S.à.r.l. ("Orion") con un 50% cada uno, tal y como se puede observar en la estructura societaria incluida en la parte superior izquierda de esta página. Sotogrande Luxco es una sociedad luxemburguesa cuyos principales activos son la participación financiera en Sotogrande y el préstamo de accionistas otorgado a Sotogrande que se indica más abajo, por lo tanto una transacción sobre Sotogrande Luxco indica un precio implícito de las acciones de Sotogrande.

El 13 de junio de 2017 Promontoria y Orion suscribieron un contrato de compraventa de acciones y cesión de derechos de crédito en virtud del cual Promontoria transmitió a Orion la totalidad de las acciones de Sotogrande Luxco de las que era titular así como sus derechos de crédito derivados de un préstamo accionista (*shareholder loan*) otorgado a Sotogrande Luxco (la "Transacción"). Como consecuencia de ello, Orion pasó a ser desde dicha fecha el accionista único de Sotogrande Luxco, dando lugar, por tanto, a la estructura societaria incluida en la parte inferior izquierda de esta página. Hay que considerar una vez más que los únicos activos de Sotogrande Luxco son la inversión en el capital social de Sotogrande y el préstamo de accionistas otorgado a la misma.

El precio de la Transacción consta de un importe fijo (parte del cual se pagó en la fecha de firma del contrato y el resto se difirió a través del otorgamiento por el vendedor de un préstamo al comprador (*vendor loan*)) y un importe variable contingente (*earn-out*) en función de la consecución, en su caso, de determinados hitos de la inversión a futuro. En adelante, nos referiremos a todos estos componentes del precio, en su conjunto, como "el Precio entre Accionistas".

En base al análisis realizado por EY el precio implícito de las acciones de Sotogrande que se deriva del importe fijo, que incluye la parte al contado más el efecto financiero del *vendor loan*, se sitúa en 2,04 euros por acción. Adicionalmente, y una vez analizada la probabilidad de consecución del *earn-out*, en nuestra opinión el Precio entre Accionistas es inferior al valor por acción de Sotogrande calculado mediante las metodologías de descuento de flujos de caja y Triple NAV de acuerdo al artículo 10.5 del RD.

(1) Esta cifra incluye 18.398 acciones de Sotogrande que, de acuerdo con la información proporcionada por Sotogrande Luxco, a la fecha del presente informe son titularidad de Sotogrande en virtud de un contrato de préstamo de valores suscrito entre las partes y que serán devueltas por Sotogrande a Sotogrande Luxco antes del lanzamiento de la OPA como consecuencia de la terminación de dicho contrato

8 Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Metodología y Resultados

b) OPA sobre Sotogrande S.A. de 29 de abril de 2015

Adicionalmente el 15 de diciembre de 2014 Sotogrande LuxCo, S.á.r.l. presentó ante la CNMV la solicitud de autorización para la formulación de una oferta pública obligatoria de adquisición de acciones de Sotogrande, S.A., que fue aprobada el 29 de abril de 2015, y que culminó con la aceptación de un 64,32% de las acciones a las que se dirigió la oferta, las cuales representaban el 1,93% del capital social.

La oferta pública obligatoria fue realizada a un precio de 4,47 euros por acción. Teniendo en cuenta que el 29 de junio de 2015 la Junta General de Accionistas de Sotogrande aprobó el reparto de un dividendo con cargo a Prima de Emisión por importe de 60,65 millones de euros, lo que equivale a 1,35 euros por acción. Si consideramos el precio efectivo en 2014 de 4,47 euros menos el dividendo de 2015 llegamos a un precio por acción ajustado de 3,12 euros por acción.

	Euro/Acción	Precio 100%
Precio OPA 2014	4,47	200.759
Dividendo 2015	(1,35)	(60.653)
Precio ajustado	3,12	140.106

9

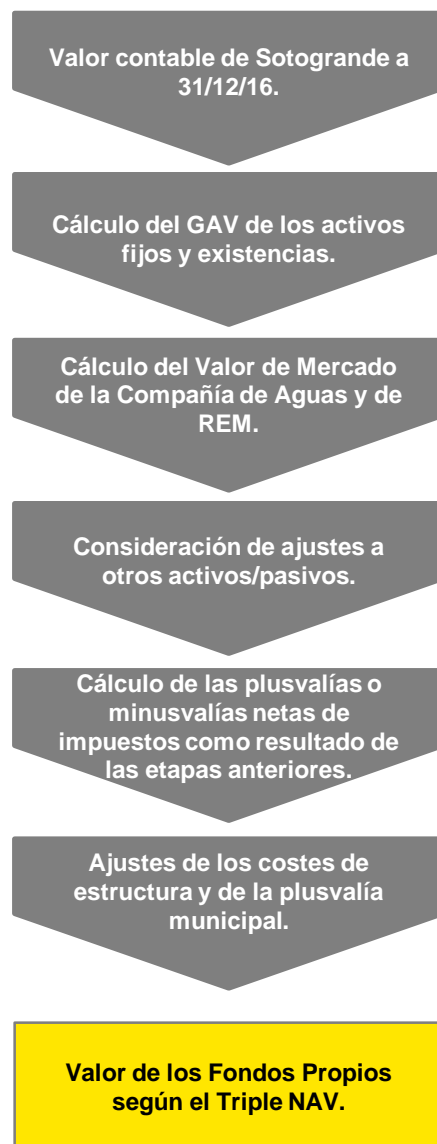
Triple Net Asset Value



9 Triple Net Asset Value

9.1. Descripción de la metodología

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión



El Triple NAV consiste en calcular el valor de una compañía inmobiliaria a partir de la suma del valor de mercado de sus activos, deduciendo el importe de la deuda financiera, los pasivos fiscales netos derivados del reconocimiento del valor de mercado de dichos activos, y otros ajustes sobre el valor razonable de activos y pasivos.

Adicionalmente, la metodología del Triple NAV se basa en la hipótesis de empresa en funcionamiento, asumiendo la continuidad de los activos actualmente en cartera. Esta continuidad desemboca en la necesidad de mantener una estructura para gestionar dichos activos, lo cual hemos también considerado en nuestra valoración.

La consideración de los activos y pasivos por impuestos diferidos en la valoración, se basa en el hecho de que, como consecuencia de la puesta a valor razonable de los activos, puede surgir una plusvalía o minusvalía respecto a su Valor Neto Contable. El afloramiento de una plusvalía, como diferencia entre el Valor Neto Contable y el Valor de Mercado lleva inherentemente asociada el nacimiento de una obligación tributaria (o de un crédito tributario en caso de una minusvalía). Expuesto de otro modo, cabría decir que no es posible reconocer una plusvalía sin tener en cuenta su efecto impositivo en el Impuesto de Sociedades. Puesto que el Triple NAV como metodología se basa en el afloramiento teórico de las plusvalías latentes de los activos, atribuibles a los accionistas, dichas plusvalías deben ser ajustadas por la parte de la plusvalía que no es atribuible a los accionistas, y de la que es acreedora la Hacienda Pública.

Manteniendo la hipótesis de continuidad del negocio inherente a la metodología del Triple NAV, el tipo impositivo aplicable sobre las plusvalías es del 25%, de acuerdo a la última reforma impositiva.

El Triple NAV es una metodología de valor generalmente utilizada en el sector inmobiliario, que por tanto, y siguiendo los criterios del Real Decreto, hemos aplicado en nuestro análisis, siendo una de las más adecuadas a la hora de determinar el valor de las acciones de Sotogrande a los efectos del presente Informe.

9 Triple Net Asset Value

9.2. Análisis del Triple NAV

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

	31/12/2016
Fondos Propios Sotogrande	10.974
(-) Intereses minoritarios	(200)
Fondos Propios sociedad dominante	10.774
(+) Plusvalía activos fijos	11.350
(-) Impuestos plusvalía activos fijos	(2.838)
(+) Plusvalía existencias	106.333
(-) Impuestos plusvalía existencia	(26.583)
(+) Plusvalía compañía de aguas	14.411
(+) Plusvalía REM	1.298
(+) Compensación de BINs con plusvalías	29.421
(-) Pasivo convenio urbanístico	(2.168)
Triple NAV	141.998
Ajuste plusvalía municipal	(7.869)
Ajuste costes de estructura	(14.859)
Triple NAV ajustado	119.270
Nº total de acciones (en miles)	44.913
Autocartera	(20)
Nº de acciones excluyendo autocartera	44.893
Triple NAV en euros por acción	2,66

Fuente: Dirección de Sotogrande y análisis de EY

Para calcular el Triple NAV hemos seguido el método indirecto (partiendo de fondos propios y realizando los ajustes pertinentes), de la siguiente manera:

- ▶ Extraer la cifra del Patrimonio Neto consolidado del balance de situación basado en los estados financieros a 31 de diciembre de 2016.
- ▶ Estimación del valor de mercado de los activos.
- ▶ Calcular el Gross Asset Value (“GAV”) a partir de las valoraciones de los activos a 31 de diciembre de 2016 anteriormente descritos. Los principales supuestos usados en la valoración de los activos quedan incluidos en la siguientes páginas.
- ▶ Calcular las plusvalías generadas por los activos, como la diferencia entre el GAV y su Valor teórico contable.
- ▶ Calcular los impuestos diferidos asociados a las plusvalías derivadas del Impuesto de Sociedades.
- ▶ Incluir otros ajustes tales como el valor presente del pasivo por convenio urbanístico, de la plusvalía municipal y de los gastos estructurales necesarios para gestionar los activos.
- ▶ Calcular el valor de la Compañía a 31 de diciembre de 2016 (Triple NAV).
- ▶ Calcular el valor por acción, considerando el número de acciones emitidas, netas del número de acciones propias.

En las siguientes páginas describimos los principales cálculos del Triple NAV:

- ▶ Cálculo del GAV
- ▶ Ajustes por impuestos diferidos
- ▶ Otros ajustes

De manera complementaria, en el Anexo VI se detalla el cálculo del Triple NAV por el método directo.

9 Triple Net Asset Value

9.2. Análisis del Triple NAV

1	Resumen ejecutivo	7	Cotización media ponderad ...
2	Descripción de la Operació ...	8	Valor de la contraprestació ...
3	Descripción de la Compañía	9	Triple Net Asset Value
4	Alcance del trabajo, ...	10	Método de Descuento de ...
5	Valor teórico contable	11	Otras metodologías de ...
6	Valor liquidativo	12	Conclusión

Análisis del cálculo del GAV

Para el cálculo del GAV, hemos categorizado los activos de Sotogrande, de la siguiente forma:

- I. GAV de los activos fijos
- II. GAV de las existencias
- III. GAV de la Compañía de Aguas y de la REM

Hemos resumido las principales hipótesis usadas para calcular el valor de mercado de los activos anteriormente mencionados en las siguientes páginas. En cuanto al resto de activos y pasivos, hemos asumido su valor contable como una aproximación razonable de su valor de mercado.

9 Triple Net Asset Value

9.2. Análisis del Triple NAV

1	Resumen ejecutivo	7	Cotización media ponderad ...
2	Descripción de la Operació ...	8	Valor de la contraprestació ...
3	Descripción de la Compañía	9	Triple Net Asset Value
4	Alcance del trabajo, ...	10	Método de Descuento de ...
5	Valor teórico contable	11	Otras metodologías de ...
6	Valor liquidativo	12	Conclusión

Enfoque de la valoración inmobiliaria

Es importante tener en cuenta que el plan de negocio utilizado para la valoración a la fecha actual se basa en el que fue utilizado en nuestra valoración para la OPA de 2014 ajustándolo a las nuevas circunstancias del mercado a fecha de valoración. Estas circunstancias difieren de las de 2014 fundamentalmente por la ralentización del inicio de nuevos proyectos considerados en el plan de negocio original, el ajuste a la baja de los precios inicialmente considerados del stock, el incremento de la competencia y la incertidumbre generada por el Brexit. Por lo tanto la valoración ha sido realizada teniendo en cuenta un plan de negocio acorde a las características y público objetivo de Sotogrande, así como las condiciones macroeconómicas en la fecha de valoración.

Sotogrande, cuenta con una cartera de propiedades en el resort Sotogrande, en Cádiz, consistente en 26 suelos en desarrollo distribuidos en 6 subsectores, los derechos edificatorios de un solar, 2 hoteles, 2 campos de golf, un club de playa y raquet center, un centro de equitación y existencias en stock (apartamentos, aparcamientos, locales comerciales, embarcaderos y parcelas para viviendas unifamiliares).

La valoración se ha realizado de acuerdo con los Estándares de Valoración RICS, en base a la edición del Red Book publicada el año 2014 “RICS Valuation – Professional Standards. Se han utilizado las metodologías de valoración generalmente aceptadas en el mercado considerando para cada uno de los activos valorados “el Mayor y Mejor Uso”, lo cual resulta de asumir que el desarrollo futuro seguirá un posicionamiento similar al del resto del resort, con construcciones de densidad moderada y de altas calidades, reposicionamiento de los dos hoteles y la venta de acciones de campo de golf de La Reserva. EY ha considerado tasas de descuento apropiadas conforme a los estándares de mercado para cada uno de los activos, que oscilan entre el 10% y el 15%. Por ello, hemos agrupado ciertos activos en lotes y hemos asumido que cualquier promoción de suelo o la venta de los activos actualmente en stock serán llevadas a cabo de manera ordenada, evitando crear un exceso de oferta de viviendas residenciales o de otros tipos de activos en el mercado. Basándonos en información pública disponible (Catastro, M^o de Fomento), en información histórica de la Compañía, y en previsión de otras promociones de terceros en oferta, hemos considerado una absorción media de viviendas promovidas por Sotogrande razonable y sostenible.

Definición del Mayor y Mejor Uso

La IVS determina que la Premisa de un activo debe reflejar su Mayor y Mejor Uso. Hemos adoptado la definición del IVS del término: “El Mayor y Mejor Uso es el uso de un activo que maximiza su potencial y que es posible, legalmente permisible y financieramente factible. El Mayor y Mejor Uso podría consistir en la continuación del uso existente de un activo o bien su dedicación a otros usos alternativos. Esto es determinado por el uso que un participante en el mercado aplicaría al activo cuando formula el precio que estaría dispuesto a pagar. El Mayor y Mejor Uso de un activo valorado de manera independiente podría ser diferente de su Mayor y Mejor Uso como parte de un grupo, cuando su contribución al valor total del grupo deba ser considerado.” (IVS Framework 2013, Párrafos 32 y 33).

9 Triple Net Asset Value

9.2. Análisis del Triple NAV

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Agrupación de activos

A los efectos de esta valoración, hemos agrupado los activos desde una perspectiva inmobiliaria, lo cual podría no necesariamente coincidir con la agrupación de los activos a efectos contables en el balance de Sotogrande, S.A.

Los activos han sido agrupados siguiendo el siguiente esquema:

Terrenos para el desarrollo	Superficie (m ²)
Sector 21 – Cortijo Paniagua	35.000
Sector 34-B	59.902
Sector 49-B – La Marina	2.390
Sector 49-D – Cortijo Los Pinos	39.000
Sector 50 – La Reserva	1.174.639
Sector 52/53 - Almenara	257.738
Total	1.568.669

Existencias destinadas la venta	Unidades
Ribera del Marlin (residencial)	10
Ribera del Marlin (retail)	21
Ribera del Marlin (parkings)	315
Los Cortijos de la Reserva (residencial)	18
Las Cimas II (residencial)	2
R1 parcelas individuales (residencial)	34
Parcelas terciarias para la venta	3
Marina Berths	249

Activos operativos y otros activos	Unidades
Hotel Sotogrande	106 hab
Hotel Almenara	145 hab
Golf La Reserva	18 hoyos
Golf Almenara	27 hoyos
Otros	

9 Triple Net Asset Value

9.2. Análisis del Triple NAV

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Enfoque de la valoración del suelo

Sotogrande, S.A. posee aproximadamente 1,5 millones de metros cuadrados de suelo urbanizable residencial, distribuidos entre seis subsectores: Sector 21 (“Paniagua”), Sector 34-B, Sector 49-B (“La Marina”), Sector 49-D (“Cortijo Los Pinos”), Sector 50 (“La Reserva”) y Sector 52/53 (“Almenara”).

A los efectos de esta valoración, hemos adoptado, de acuerdo a la práctica del sector, el enfoque residual, usando la metodología de descuento de flujos de caja descontado para valorar el suelo a ser desarrollado así como los derechos de construcción. Hemos usado el enfoque de mercado para estimar el valor bruto de la promoción a la fecha de venta del producto final, del cual hemos deducido todos los costes de desarrollo estimados a la fecha prevista en que serán incurridos. Hemos considerado una recuperación del mercado que incrementará tanto los precios residenciales como los costes de desarrollo en el área durante los próximos 3 años y se mantendrán estables de ahí en adelante con un crecimiento en línea con el objetivo de inflación de BCE para Europa. Finalmente, hemos aplicado una tasa de descuento que consideramos apropiada reflejando el rendimiento esperado que sería requerido por un inversor para desarrollos similares.

Hemos considerado los suelos que están considerados como tal de acuerdo con la normativa para el desarrollo urbanístico de Sotogrande - Ordenanzas Reguladoras de la Ordenación Urbanística Particular de Sotogrande – aprobadas por el ayuntamiento.

Considerando el posicionamiento actual de Sotogrande, la oferta y demanda residencial presente y las tendencias del mercado, en nuestra opinión, el Mayor y Mejor Uso de los terrenos es desarrollar vivienda residencial de alta calidad y moderada densidad de diferentes tipologías. Hemos tenido en cuenta que el riesgo de inundar el mercado con demasiadas unidades es significativo, y que muchos desarrollos con una mayor densidad de viviendas y una más baja calidad están teniendo dificultades para vender dichas unidades.

Hemos asumido que aproximadamente el 16% de las unidades serán apartamentos, mientras el 84% serán o adosados o unifamiliares de diferente tamaño y calidad:

Tipos de residencia	Superficie (m ²)	Proporción (%)
Apartamentos	200-270	16%
Adosados	245-255	32%
Unifamiliares	360-370	12%
Unifamiliar villas	665-680	26%
Unifamiliar lujo	800-1.200	14%

9 Triple Net Asset Value

9.2. Análisis del Triple NAV

1	Resumen ejecutivo	7	Cotización media ponderad ...
2	Descripción de la Operació ...	8	Valor de la contraprestació ...
3	Descripción de la Compañía	9	Triple Net Asset Value
4	Alcance del trabajo, ...	10	Método de Descuento de ...
5	Valor teórico contable	11	Otras metodologías de ...
6	Valor liquidativo	12	Conclusión

Enfoque de la valoración para las existencias destinadas a la venta

La valoración de las existencias de Sotogrande S.A. ha sido realizada por el método de Descuento de Flujos de Caja (DCF) usando el enfoque de mercado para la estimación del precio de las distintas unidades.

Hemos valorado los siguientes activos:

- Ribera del Marlin Development.- residencial (apartamentos), locales y plazas de parking en La Marina.
- Los Cortijos de la Reserva Development.- unidades residenciales (unifamiliares y adosados)
- Las Cimas II Development.- unidades residenciales (unifamiliares) cerca de Almenara.
- Plots R1.- Parcelas residenciales individuales para la venta en La Reserva.
- Amarres en la Marina
- Parcelas terciarias de terreno para la venta localizadas en el Sector 50 (La Reserva), sector 51 y Sector 52/53 (Almenara).

La Compañía nos ha facilitado detalle de precios de venta actuales y de las unidades recientemente vendidas en las mismas urbanizaciones. Hemos considerado estos precios de transacciones recientes como los comparables más apropiados a adoptar a los efectos de esta valoración. Hemos asumido un incremento moderado del precio por encima de la inflación para ciertos activos, como los apartamentos de Ribera del Marlin o las parcelas individuales, reflejando una recuperación esperada del mercado para este tipo de activos.

Hemos estimado un periodo de 3 años para vender todas las unidades residenciales actualmente en stock, 7 años para las parcelas de terreno existentes R1, 12 años para las plazas de parking, 7,5 años para los locales comerciales y 13 años para los amarres.

Hemos aplicado unas tasas de descuento (10% en el caso de stock residencial y 15% en parcelas de suelo) que consideramos adecuada reflejando el rendimiento esperado que un inversor requeriría para transacciones similares.

9 Triple Net Asset Value

9.2. Análisis del Triple NAV

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Enfoque de la valoración para activos inmobiliarios en renta

Sotogrande es propietaria de activos que son operados por NH Hoteles o por terceros, tales como dos hoteles y dos campos de golf. La valoración de estos activos fue realizada adoptando la metodología del Descuento de Flujos de Caja (DCF), proyectando el flujo de caja operativo para los próximos diez años, y por tanto, estimando un valor terminal, siendo descontados a la fecha de la valoración a una tasa que refleja el rendimiento esperado que un inversor requeriría para activos similares.

- ▶ **NH Sotogrande:** hotel de 4 estrellas con 106 habitaciones. La valoración ha asumido que el hotel se someterá a una reforma limitada que, junto con unas ventas y marketing eficientes y una recuperación general del mercado, resultará en un flujo de caja y valor futuro optimizados.
- ▶ **Hotel Almenara:** hotel de 4 estrellas (anteriormente 5 estrellas) con 145 habitaciones. A los efectos de esta valoración, y de acuerdo al enfoque del Mayor y Mejor Uso, hemos asumido que el hotel se someterá a una reforma para volver a ser un hotel de 5 estrellas, lo cual se espera que optimice los resultados operativos futuros.
- ▶ **Campo de Golf La Reserva:** la valoración asume que ciertas acciones que están actualmente disponibles para la venta serán vendidas y que la mejora del mercado y la consolidación del desarrollo residencial cercano resultará en un incremento de las ventas y del resultado operativo.
- ▶ **Campo de Golf Almenara:** la valoración asume que la consolidación de las unidades residenciales cercanas resulta en un incremento de las ventas y del resultado operativo, similar al Campo de Golf La Reserva.

En los casos de los hoteles Sotogrande, Almenara, del Golf Almenara y Club de playa Cucurucho hemos considerado los precios ofertados por terceros independientes como la mejor referencia del valor de Mercado.

9 Triple Net Asset Value

9.2. Análisis del Triple NAV

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Análisis del cálculo del GAV

I. Gross Asset Value de los activos fijos – Valoración a 31 de diciembre de 2016

(1) El valor en libros y de mercado del inmovilizado material y las inversiones inmobiliarias incluyen los siguientes activos:

- La Reserva golf
- Almenara hotel y golf
- Hotel Sotogrande
- Finca Paniagua
- Pistas de tenis
- Aparcamiento Marlin
- Hípica
- Ribera del Marlin (locales)
- Beach Club Cucurucho
- Oficina comercial
- Otros activos fijos

<i>Miles de euros</i>		31-dic-16	31-dic-16		Impuesto
Activo	Notas:	Valor en libros	Valor mercado	Plusvalía	plusvalía
Inmovilizado material e inversiones inmobiliarias		30.087	41.437	11.350	(2.838)
Compañía de aguas	(a)	2.981	n.a.	-	-
REM	(a)	31	n.a.	-	-
Total activos fijos ⁽¹⁾		33.099	41.437	11.350	(2.838)

Fuente: Dirección de Sotogrande S.A. y análisis de EY

Notas:

- (a) Compañía de Aguas valorada manteniendo la hipótesis de continuidad del negocio. Ver III. Gross Asset Value – valoración de la Compañía de Aguas y de REM.

9 Triple Net Asset Value

9.2. Análisis del Triple NAV

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Análisis del cálculo del GAV (cont.)

II. Gross Asset Value de las existencias – Valoración a 31 de diciembre de 2016

(1) El valor en libros y el valor de mercado incluye las siguientes existencias:

- Parcela Marina 4-7/P-2
- Existencias Marlin
- Los Cortijos
- Sector 50
- Sector 34 B
- Sector 49-D Cortijo Los Pinos
- Sub-Sector 51 Land plot
- Sector 52/53
- Las Cimas
- Marina Berths
- Existencias comerciales
- Otras existencias
- Otros ajustes por clasificación a existencias
- Anticipos a proveedores

Miles de euros	31-dic-16	31-dic-16		Impuesto
Activo	Valor en libros	Valor mercado	Plusvalía	plusvalía
Total existencias⁽¹⁾	68.763	175.096	106.333	(26.583)

Fuente: Dirección de Sotogrande S.A. y análisis de EY

9 Triple Net Asset Value

9.2. Análisis del Triple NAV

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Análisis del cálculo del GAV (cont.)

III. Gross Asset Value de la Compañía de Aguas y de la REM – Valoración a 31 de diciembre de 2016

<i>En miles de euros</i>	31-dic-16	31-dic-16	Impuesto	
Activo	Valor en libros (b)	Valor mercado	Plusvalía	plusvalía (a)
Activos consolidados compañía de aguas	5.735	20.146	14.411	n/a
Activos consolidados REM	96	1.394	1.298	n/a

Fuente: Dirección de Sotogrande S.A. y análisis de EY

Notas:

- (a) Las plusvalías para la venta de las filiales no tributan por la legislación aplicable en 2015.
 (b) En base a los EE.FF. Consolidados de Sotogrande a 31/12/16.

Ver Anexos IV y V para una valoración detallada de estos dos activos.

En nuestra opinión no hay ningún otro activo de Sotogrande que sea susceptible de revalorización aparte de los comentados en los puntos I a III del presente análisis de cálculo del GAV.

9 Triple Net Asset Value

9.2. Análisis del Triple NAV

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Notas: 31/12/2016	
Fondos Propios Sotogrande	10.974
(-) Intereses minoritarios	(200)
Fondos Propios sociedad dominante	10.774
(+) Plusvalía activos fijos	11.350
(-) Impuestos plusvalía activos fijos	(2.838)
(+) Plusvalía existencias	106.333
(-) Impuestos plusvalía existencia	(26.583)
(+) Plusvalía compañía de aguas	14.411
(+) Plusvalía REM	1.298
(+) Compensación de BINs con plusvalías	(1) 29.421
(-) Pasivo convenio urbanístico	(2) (2.168)
Triple NAV	141.998
Ajuste plusvalía municipal	(3) (7.869)
Ajuste costes de estructura	(4) (14.859)
Triple NAV ajustado	119.270
Nº total de acciones (en miles)	44.913
Autocartera	(20)
Nº de acciones excluyendo autocartera	44.893
Triple NAV en euros por acción	2,66

Fuente: Dirección de Sotogrande y análisis de EY

 Plusvalías brutas

Ajustes al Triple NAV

El Valor de los Activos Neto de la Compañía (Triple NAV) ha sido calculado a partir de los Fondos Propios del balance a 31 de diciembre de 2016.

En el cálculo del Triple NAV se han considerado una serie de ajustes a los Fondos Propios que se detallan a continuación:

- ▶ Cálculo de las plusvalías brutas: Las plusvalías brutas se corresponden con la diferencia entre el Valor de Mercado y el Valor Neto Contable de los activos. Como puede ser observado en la tabla de la izquierda, las plusvalías son calculadas para cada tipo de activo, ascendiendo a un total de 128.560 miles de euros.
- ▶ Cálculo de las plusvalías netas derivadas del Impuesto de Sociedades: Sobre las plusvalías brutas se realiza un ajuste para reflejar el impuesto diferido que se genera como consecuencia de esta revalorización. Dicho impuesto diferido se ha calculado como el 25% de las plusvalías latentes.

Notas:

(1) Compensación de BINs con plusvalías:

Se corresponde con el activo por impuesto diferido no registrado en balance por importe de €28,7M según la nota 15.6 (pág. 44) de las CCAA consolidadas a 31 de diciembre de 2016, más los ajustes proporcionados por la Dirección de Sotogrande.

(2) Pasivo por convenio urbanístico:

Sotogrande se ha comprometido a participar en la mejora de las infraestructuras del municipio como parte del nuevo Convenio Urbanístico firmado entre la Compañía y el Ayuntamiento de San Roque, por lo que se ha incluido el valor presente del desembolso.

(3) Ajuste de la plusvalía municipal:

Se ha incluido el valor presente del pago fiscal futuro en base al calendario de ventas esperado, ya que dicho impuesto no está incluido en la valoración de cada activo.

(4) Ajuste de los costes de estructura:

Se ha incluido el valor presente de los costes de estructura necesarios para la operación de Sotogrande manteniendo la hipótesis de continuidad del negocio. Estos costes no son recuperables y no han sido deducidos previamente en el cálculo del valor de los activos inmobiliarios.

9 Triple Net Asset Value

9.3. Conclusión del Triple NAV

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Notas: 31/12/2016	
Fondos Propios Sotogrande	10.974
(-) Intereses minoritarios	(200)
Fondos Propios sociedad dominante	10.774
(+) Plusvalía activos fijos	11.350
(-) Impuestos plusvalía activos fijos	(2.838)
(+) Plusvalía existencias	106.333
(-) Impuestos plusvalía existencia	(26.583)
(+) Plusvalía compañía de aguas	14.411
(+) Plusvalía REM	1.298
(+) Compensación de BINs con plusvalías	(1) 29.421
(-) Pasivo convenio urbanístico	(2) (2.168)
Triple NAV	141.998
Ajuste plusvalía municipal	(3) (7.869)
Ajuste costes de estructura	(4) (14.859)
Triple NAV ajustado	119.270
Nº total de acciones (en miles)	44.913
Autocartera	(20)
Nº de acciones excluyendo autocartera	44.893
Triple NAV en euros por acción	2,66

Conclusión del Triple NAV a 31 de diciembre de 2016

En base a los cálculos y ajustes explicados en las páginas anteriores, el Triple NAV a la Fecha de Valoración es de 142 millones de euros. Una vez incorporados los ajustes por los impuestos locales sobre las plusvalías y los costes de estructura, el Triple NAV ajustado ascenderá a 119,3 millones de euros aproximadamente. Por tanto, teniendo en cuenta el número de acciones y de autocartera, el valor por acción ascenderá a 2,66 euros por acción.

Basándonos en nuestro juicio profesional, y teniendo en cuenta el sector donde la Compañía opera y el contexto de nuestro trabajo, consideramos que el Triple NAV, junto con el DCF, es la metodología más adecuada para determinar el valor de las acciones de Sotogrande. Por tanto, contemplamos los resultados de este método como un valor relevante de referencia en la conclusión sobre el precio equitativo.

El siguiente gráfico muestra una visión general del Triple NAV de Sotogrande estimado a 31 de diciembre de 2016.



Fuente: Dirección de Sotogrande y análisis de EY

10

Método de Descuento de Flujos de Caja



10 Método de Descuento de Flujos de Caja

1	Resumen ejecutivo	7	Cotización media ponderad ...
2	Descripción de la Operació ...	8	Valor de la contraprestació ...
3	Descripción de la Compañía	9	Triple Net Asset Value
4	Alcance del trabajo, ...	10	Método de Descuento de ...
5	Valor teórico contable	11	Otras metodologías de ...
6	Valor liquidativo	12	Conclusión

Método de Descuento de Flujos de Caja

El Descuento de Flujos de Caja es un método de valoración dinámico que estima el valor de una empresa, negocio o activo a partir del valor presente de los flujos de caja que podrá generar la misma en el futuro y que son susceptibles de ser distribuidos a sus accionistas sin menoscabo del funcionamiento futuro de la empresa. Los valores obtenidos de la aplicación de este método están sujetos al cumplimiento de las proyecciones financieras en que se basa su aplicación.

Los flujos de caja deben descontarse a una tasa adecuada que recoja el coste de oportunidad de no estar invirtiendo dichos fondos en una inversión alternativa de similar riesgo.

Por tanto, la tasa de descuento a aplicar al valorar una empresa, negocio o activo, se calcula en base a los costes de cada una de las fuentes de financiación, ponderados por las proporciones que suponen a largo plazo cada una de ellas, resultando en un Coste Medio Ponderado de Capital (“CMPC” o “WACC” en inglés).

Adicionalmente a los flujos de caja resultantes de las proyecciones financieras es necesario considerar un valor residual o terminal que refleja el valor de la Compañía más allá del periodo proyectado.

El valor residual se calcula habitualmente como el valor actual de la renta perpetua en el caso de compañías, o finita en el caso de activos (o compañías con vida finita) del flujo de caja normalizado y creciente a una tasa de crecimiento (g), descontado a la tasa de descuento. A la hora de establecer esta tasa de crecimiento a perpetuidad, es necesario analizar la situación concreta de la empresa, activo o negocio (posicionamiento, rentabilidad, plan estratégico, etc.), así como la situación del sector (madurez del mismo, etc.).

El DCF es un método de valoración comúnmente utilizado en el sector inmobiliario, por lo tanto, y siguiendo los criterios establecidos por el RD, es uno de los métodos utilizados en nuestro análisis para determinar el valor de las acciones de Sotogrande.

En el análisis de valoración, hemos empleado el descuento de flujos de caja para el accionista, que incluye tanto los flujos de caja operativos futuros como los gastos estimados por el pago de intereses y el reembolso del principal de la deuda. De esta manera, se obtiene el valor de los fondos propios (“EqV” o “Equity Value”) de la Compañía.

10 Método de Descuento de Flujos de Caja

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Coste de los recursos propios (Ke) cálculo: CAPM

Fuente: Análisis EY

$$K_e = R_f + \beta * R_m$$

Rf: Tasa libre de riesgo

β: Beta apalancada

Rm: Prima de riesgo del mercado

Parámetros principales de valoración

Tasa de descuento

La tasa de descuento utilizada para calcular el valor presente de los flujos de caja estimados generados por una inversión está relacionada con el riesgo percibido de la obtención de dichos flujos. Cuando un inversor contempla dos inversiones, en las cuales se espera la misma rentabilidad económica, este preferirá la inversión que conlleve menor riesgo. Por lo tanto, para que un inversor acepte mayor riesgo, la rentabilidad esperada debe ser mayor.

La tasa de descuento adecuada para descontar los flujos de caja libres futuros de los fondos propios es el coste de los recursos propios (Ke).

Ke

Con el objetivo de estimar el coste de oportunidad del capital, EY ha utilizado el modelo de valoración del capital asset pricing model ("CAPM"). El CAPM establece que el coste de oportunidad del capital es igual a la rentabilidad de valores libres de riesgo más una prima de riesgo individual. La prima de riesgo es el riesgo sistemático de la compañía (beta) multiplicado por el precio de mercado del riesgo (prima de riesgo de mercado). La ecuación para el coste de capital se muestra en el margen izquierdo.

- ▶ **Rf (Tasa libre de riesgo):** EY ha utilizado un promedio de los últimos 3 años y medio de la cotización del bono a 10 años del Tesoro español a 31 de diciembre de 2016. El resultado obtenido es una tasa de Rf de 2,29%. El bono del Estado español a 10 años se ha reducido sustancialmente en los últimos años por el efecto del quantitative easing (política monetaria utilizada por algunos bancos centrales para aumentar la oferta de dinero) realizado por el BCE, si bien nuestros estudios internos demuestran que el coste de capital no ha sufrido una reducción pareja. Debido a lo anterior, hemos considerado apropiado utilizar una media que acerque la tasa libre de riesgo a niveles de los bonos a más largo plazo como son el de 15 años (2,85% a 31/12/2016) y el de 30 años (3,42% a 31/12/2016) menos afectados por el quantitative easing. No obstante, hay que tener en cuenta la menor liquidez de estos dos bonos, por lo que hemos preferido utilizar la media histórica del bono a 10 años anteriormente mencionada.
- ▶ **β (Beta apalancada):** El riesgo no diversificable de cualquier activo se puede medir como la covarianza entre su rentabilidad y la rentabilidad de su índice de mercado, que se define como la beta del activo. La beta se ha calculado teniendo en cuenta el conjunto de las empresas comparables incluidas en el Anexo III. Se ha seleccionado una beta desapalancada de 0,96.

10 Método de Descuento de Flujos de Caja

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Cálculo del coste del capital

Fuente: Análisis EY

Cálculo del coste de los recursos propios

Beta desapalancada	0,96 (a)
D/E a valor de mercado	37,3% (b)
Tasa impositiva	25,0%
Tasa libre de riesgo	2,3% (c)
Beta reapalancada	1,23
Prima de riesgo de mercado	6,5% (d)
Coste de los recursos propios (redondeado)	10,30%

Notas:

- (a) Betas mensuales a 5 años. Fuente: Capital IQ.
- (b) En base a la mediana de compañías comparables.
- (c) Cotización del bono español a 10 años, media 3,5 años. A fecha de valoración.
- (d) Prima de riesgo de mercado basada en estudios internos.

Parámetros principales de valoración (cont.)

Ke (cont.)

Rm (Prima de riesgo del mercado)

La prima de riesgo de mercado representa el diferencial entre la tasa de rentabilidad esperada de la cartera de mercado y la tasa libre de riesgo. Se ha utilizado una tasa de 6,5% basada en estudios internos realizados por EY que se pasa en modelos prospectivos.

D/E (Estructura de capital)

El ratio de apalancamiento aplicado en el cálculo de la beta apalancada es el promedio de la estructura de capital de las empresas comparables de Sotogrande (27,17% Deuda / 72,83% Recursos Propios) por considerarse que es un nivel sostenible a largo plazo. El apalancamiento actual de Sotogrande es superior si bien a lo largo del periodo de proyección tiende a converger al de las empresas comparables.

Tipo impositivo nominal

Hemos considerado la tasa de impuesto de sociedades en España vigente en el año 2016 y en adelante del 25%. Este mismo tipo impositivo se ha aplicado para calcular la beta apalancada.

10 Método de Descuento de Flujos de Caja

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

DCF

► Consideraciones e hipótesis

La fecha de cierre de los últimos estados financieros auditados de la Sociedad es el 31 de diciembre de 2016, y las proyecciones utilizadas por EY se basan en ellos. Para más detalle véase la sección 3.

► Periodo proyectado

En base a las proyecciones recibidas del Cliente, la información de mercado que se enumeran en los Anexos II y VIII, nuestra experiencia en el sector, conversaciones con la Dirección de la Compañía y nuestro juicio profesional, EY ha preparado unas proyecciones financieras que han servido de base para la valoración. La Dirección de Sotogrande ha manifestado que, una vez analizada la coherencia y razonabilidad global de las proyecciones financieras realizadas por EY en su conjunto desde un punto de vista financiero, las considera razonables. EY ha considerado un período explícito de proyección de 20 años (2017-2036) para el plan de negocio, y la estimación de un valor terminal para aquellas unidades de negocio operativas que operen a perpetuidad.

► Proyecciones de pérdidas y ganancias y de los flujos de caja

En base a la información proporcionada por Sotogrande Luxco, la Compañía y nuestra experiencia sectorial y de mercado, EY ha preparado proyecciones para cada unidad de negocio y activo en relación a ventas, ingresos operativos, capex, amortización, gastos fiscales, variación de las necesidades operativas de financiación en su caso, y los flujos financieros. Una descripción de las hipótesis utilizadas en las proyecciones se incluye en la sección Triple NAV del presente Informe (véase la sección 9).

► Estructura de costes

EY ha considerado los costes de estructura en los que Sotogrande tiene que incurrir para continuar sus operaciones y desarrollar nuevos proyectos, como gastos generales de administración, personal, seguros, servicios bancarios, etc.

► Amortización y gastos de capital (capex)

EY ha considerado un nivel de gasto de capital de acuerdo con los nuevos desarrollos previstos y considerando la evolución estimada del mercado. En el caso de la Compañía de Aguas, EY ha utilizado la información que se detalla en la due diligence técnica de Sotogrande emitida por Idom en diciembre de 2015, en relación a las instalaciones de la Compañía de Aguas y las inversiones necesarias para satisfacer el crecimiento esperado de la demanda. EY ha considerado la depreciación anual de los activos existentes y nuevos durante el período proyectado.

10 Método de Descuento de Flujos de Caja

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

► Necesidades del fondo de maniobra (WC)

EY ha considerado la suma de la variación de las necesidades del fondo de maniobra estimados para REM y la Compañía de Aguas basada en datos históricos. Para los activos inmobiliarios, hemos considerado unas necesidades operativas de fondos, en consonancia con la práctica común del sector.

► Flujos de caja financieros

Para la estimación de los flujos de caja libre para el accionista, EY ha tenido en cuenta los flujos de deuda y los gastos financieros asociados relacionados con el desarrollo del suelo, las hipotecas y arrendamientos financieros.

► Impacto de los impuestos asociados a las amortizaciones de activos (RD 16/2012)

De acuerdo con la Ley 16/2012, para los años 2014 y 2015 el 70% de las amortizaciones totales fueron deducibles, pudiendo compensar la cantidad no deducida desde el 2016 en adelante dentro del plazo de 10 años. Se ha comprobado que los saldos originados por dicha limitación son compensados dentro del periodo estipulado en la norma, minorando así la base imponible.

► Impuesto sobre beneficios

La Compañía ha proporcionado a EY las pérdidas provenientes de ejercicios anteriores. EY ha ajustado la valoración de la empresa, considerando el uso de las pérdidas por este concepto cuando fueren aplicables. Hemos incluido aproximadamente 60 millones de euros en crédito fiscal en nuestro análisis de valoración.

► Valor terminal

El valor terminal de una empresa capta el valor estimado más allá del período proyectado, traído a valor presente y descontado a la tasa de descuento estimada. Para la Compañía de Aguas se ha calculado como el valor actual neto de los flujos de caja del proyecto que se generen desde 2037 hasta el final de la concesión. A efectos de presentación, estos flujos de caja se han incluido en la línea de flujo de efectivo por ventas de actividades inmobiliarias. Para los hoteles, campos de golf, la hípica y el club de playa se ha considerado una tasa de crecimiento a perpetuidad de 2% para descontar el flujo de caja normalizado, basado en la tasa de inflación española a largo plazo según el objetivo de inflación del BCE y se ha aplicado el modelo de Gordon-Shapiro para estimar el valor terminal.

El valor terminal se ha descontado a valor presente y se ha añadido al valor resultante del período proyectado, obteniendo el EqV de la Compañía.

10 Método de Descuento de Flujos de Caja

1	Resumen ejecutivo	7	Cotización media ponderad ...
2	Descripción de la Operació ...	8	Valor de la contraprestació ...
3	Descripción de la Compañía	9	Triple Net Asset Value
4	Alcance del trabajo, ...	10	Método de Descuento de ...
5	Valor teórico contable	11	Otras metodologías de ...
6	Valor liquidativo	12	Conclusión

► Análisis de sensibilidad

Se ha realizado un análisis de sensibilidad en la que se pueden ver los valores del DCF en caso de que la tasa de descuento varíe en tramos de 0,5%. Ver página 60 del presente informe.

► Ajustes al valor

Para llegar al valor ajustado de los fondos propios de Sotogrande se han realizado los siguientes ajustes:

- Añadir las partidas de capital circulante, incluyendo deudores comerciales y otras cuentas a cobrar que no han sido incluidos en el DCFE.
- Añadir otros activos financieros corrientes y no corrientes que no han sido tenidos en cuenta en el DCFE.
- Restar las partidas de capital circulante correspondientes, incluyendo pasivos financieros corrientes y los acreedores comerciales existentes a 31 de diciembre de 2016 que no han sido incluidos en el DCFE.
- Añadir el efectivo y equivalentes a 31 de diciembre de 2016.
- Restar provisiones (a valor neto contable) que no han sido explícitamente incluidas en las proyecciones.

10 Método de Descuento de Flujos de Caja

- | | |
|----------------------------------|--------------------------------------|
| 1 Resumen ejecutivo | 7 Cotización media ponderad ... |
| 2 Descripción de la Operació ... | 8 Valor de la contraprestació ... |
| 3 Descripción de la Compañía | 9 Triple Net Asset Value |
| 4 Alcance del trabajo, ... | 10 Método de Descuento de ... |
| 5 Valor teórico contable | 11 Otras metodologías de ... |
| 6 Valor liquidativo | 12 Conclusión |

Flujos de caja y valor terminal

Fuente: Análisis EY

(miles de euros)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
Total ventas actividades turísticas	23.130	26.634	28.456	27.061	27.927	29.189	30.468	32.124	32.386	32.161	8.446	8.602	9.304	9.212	9.453	10.147	10.256	10.307	10.988	10.998
Gastos operativos	(25.928)	(27.178)	(28.222)	(26.328)	(27.626)	(27.879)	(28.496)	(30.502)	(28.489)	(29.870)	(12.461)	(10.558)	(11.233)	(9.948)	(11.248)	(9.854)	(9.626)	(8.867)	(9.231)	(8.772)
Resultado operativo	(4.091)	(1.884)	(1.203)	(738)	(1.196)	(214)	421	43	2.292	660	(4.493)	(2.462)	(2.461)	(1.294)	(2.380)	(107)	230	1.040	1.357	1.826
Flujo de efectivo de ventas actividades inmobiliarias	7.937	5.797	5.060	24.731	71.053	73.922	82.775	194.269	68.494	139.201	262.443	119.980	143.703	83.948	169.270	80.888	78.575	40.942	38.402	27.056
Ingresos operativos y derivados de desinversiones	3.846	3.912	3.857	23.992	69.856	73.708	83.197	194.312	70.786	139.861	257.950	117.518	141.242	82.654	166.890	80.780	78.805	41.982	39.759	28.882
Depreciación	1.293	1.341	1.437	1.471	1.498	1.525	1.551	1.578	1.605	1.631	479	505	532	559	585	400	400	400	400	400
Capex	(8.288)	(8.599)	(22.886)	(38.180)	(55.062)	(65.345)	(56.140)	(59.636)	(66.689)	(71.779)	(54.753)	(53.147)	(61.234)	(52.486)	(35.562)	(30.348)	(18.380)	(9.570)	(400)	(400)
Convenio urbanístico	-	-	-	-	-	(1.362)	(1.362)	(1.362)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Necesidades de capital circulante	27	7	8	77	27	29	145	74	27	185	84	46	217	34	73	211	33	16	206	3
Flujo de caja para la firma	(3.122)	(3.339)	(17.583)	(12.639)	16.319	8.553	27.391	134.965	5.729	69.898	203.760	64.923	80.757	30.760	131.986	51.043	60.858	32.828	39.965	28.885
Repago de deuda / Ampliación deuda	(3.479)	(1.294)	(647)	(88.265)	(444)	(455)	(467)	(478)	(493)	(2.103)	(75)	(38)	-	-	-	-	-	-	-	-
Intereses	(5.381)	(5.306)	(5.336)	(5.572)	(16)	(15)	(15)	(15)	(13)	(9)	(5)	(2)	0	0	0	0	0	0	0	0
Deuda de promoción	1.300	3.544	10.770	12.020	4.681	16.301	5.167	(24.495)	22.926	5.834	(30.520)	3.230	(6.023)	13.201	(24.676)	(106)	(10.459)	(2.697)	-	-
Intereses deuda de promoción	(24)	(124)	(509)	(1.057)	(1.873)	(2.404)	(3.337)	(2.137)	(2.561)	(3.459)	(2.390)	(1.821)	(1.560)	(1.951)	(1.909)	(1.164)	(546)	(178)	-	-
Impuestos	-	-	-	(725)	(3.520)	(3.268)	(6.729)	(18.024)	(6.480)	(15.146)	(25.336)	(14.298)	(15.903)	(9.475)	(17.326)	(8.635)	(8.503)	(4.889)	(4.709)	(1.392)
Flujo de caja para el accionista	(10.706)	(6.518)	(13.305)	(96.237)	15.147	18.713	22.010	89.816	19.108	55.015	145.434	51.995	57.272	32.536	88.075	41.138	41.348	25.065	35.256	27.493
Periodo (mid-year)	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	10,5	11,5	12,5	13,5	14,5	15,5	16,5	17,5	18,5	19,5
Factor de descuento	0,952	0,863	0,783	0,710	0,643	0,583	0,529	0,479	0,435	0,394	0,357	0,324	0,294	0,266	0,241	0,219	0,198	0,180	0,163	0,148
Flujo de caja descontado	(10.194)	(5.627)	(10.413)	(68.286)	9.744	10.914	11.638	43.056	8.305	21.678	51.955	16.840	16.817	8.661	21.257	9.002	8.203	4.508	5.749	4.064
Valor de los FF.PP.	157.871																			

10 Método de Descuento de Flujos de Caja

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Conclusión

Como se observa en la siguiente tabla, aplicando el DCFE, el valor de los fondos propios de la Compañía es de **157,9 millones de euros** aproximadamente.

Tras realizar los ajustes correspondientes, según lo comentado previamente, el **valor de los fondos propios ajustados** se sitúa en **157,6 millones de euros**, lo que supone un precio **por acción derivado de la aplicación del método DCFE de 3,51 euros**. Adicionalmente hemos realizado un análisis de sensibilidad de +/- 0,5% a la tasa de descuento.

Equity Value (en miles de euros)	157.871	Equity value (miles de euros)		
Ajustes:		9,8%	10,3%	10,8%
(+) Otros activos financieros no corrientes	768	168.855	157.559	146.951
(+) Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	3.305			
(+) Otros activos financieros corrientes	98			
(+) Efectivo y otros activos líquidos	8.783			
		Precio por acción		
(-) Provisiones no corrientes	(1.010)	9,8%	10,3%	10,8%
(-) Otros pasivos financieros no corrientes	(129)	3,76	3,51	3,27
(-) Provisiones corrientes	(250)			
(-) Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	(11.877)			
Equity Value ajustado	157.559			
Nº de acciones excluyendo autocartera	44.893			
Valor por acción	3,51			

En base a nuestro juicio profesional, y teniendo en cuenta el sector en el que opera la Compañía y el contexto de la transacción, consideramos que el DCF es otra metodología relevante a considerar, junto con el NNAV, para determinar el precio equitativo de las acciones de Sotogrande.

11

Otras metodologías de contraste



11 Otras metodologías de contraste

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Compañías comparables

Inmobiliaria Colonial, S.A.
 Realia Business, S.A.
 Compañía Española de Viviendas en Alquiler S.A.
 Hispania Activos Inmobiliarios SOCIMI, S.A.
 Merlin Properties Socimi, S.A.
 Quabit Inmobiliaria, S.A.
 Urbas Grupo Financiero, S.A.
 Lar España Real Estate SOCIMI, S.A.
 Neinor Homes, S.A.U.

Método de compañías cotizadas comparables

Selección de compañías comparables

Los multiplicadores de mercado indican fundamentalmente la relación existente entre la capitalización de sociedades cotizadas y determinadas variables financieras u operativas de las mismas, o bien la relación entre el valor pagado en una transacción entre partes no vinculadas por las acciones de una compañía y determinadas variables financieras u operativas de la empresa adquirida. Los múltiplos obtenidos se aplican a las variables de la empresa o negocio a valorar, obteniendo así una posible indicación de valor. Asumiendo que los mercados financieros son eficientes, los valores que se obtendrían de la aplicación de este método constituyen una buena aproximación del posible valor de la compañía a valorar, en la medida en la que ésta se asemeje a aquellas seleccionadas en la muestra de comparación.

Criterios de selección de las compañías comparables

Para la aplicación de este método, hemos elaborado una lista global de empresas que podrían ser consideradas como "similares" a la Compañía. Hemos utilizado la base de datos Capital IQ como fuente principal de los datos utilizados para elaborar esta lista global o "universo" de compañías potencialmente similares.

No existen compañías suficientemente comparables a Sotogrande en base a nuestro análisis. No obstante, se ha analizado el universo de empresas inmobiliarias en España ya que los múltiplos están afectados por la situación local del mercado que es particular a España y no comparable a otros mercados del resto del mundo. A continuación se han descartado aquellas empresas que no contaban con información financiera suficiente o suficiente liquidez de la acción. Como resultado se ha obtenido la muestra de nueve empresas españolas que se indica a la izquierda. Por otra parte y para completar nuestro análisis hemos seleccionado también una muestra de compañías extranjeras, que sin embargo no consideramos relevantes a efectos del cálculo de los múltiplos ya que su ámbito de operación esta fuera de España y por lo tanto la dinámica de sus mercados inmobiliarios es completamente diferente, si bien el riesgo inherente medido por la Beta es un buen indicador del riesgo no diversificable del sector inmobiliario y en particular de resorts, como se comenta en el Anexo III.

11 Otras metodologías de contraste

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Análisis de los múltiplos de valoración

En la aplicación del Método de Múltiplos de Mercado, los múltiplos de valoración han sido obtenidos en base a los estados financieros anuales de Sotogrande, el precio de cotización en bolsa de las acciones ordinarias, y los datos financieros estimados de sus compañías comparables. Con el fin de eliminar el impacto de las diferentes estructuras de capital entre ellas, los múltiplos de valoración se han calculado sobre una base desapalancada. Por consiguiente, los múltiplos inicialmente proporcionan una medida del EV de la compañía. Los múltiplos de valoración considerados inicialmente en el análisis son los siguientes:

- ▶ EV / Ventas
- ▶ EV / EBITDA
- ▶ EV / EBIT
- ▶ Precio / Valor en libros

Debido a la situación del sector en España, la falta de estimaciones de la cuenta de pérdidas y ganancias de las empresas comparables, así como el hecho de que la empresa cuenta con un EBITDA negativo en 2016 se hace muy difícil la aplicación de la metodología de múltiplos. De los cuatro múltiplos operativos de las compañías comparables considerados inicialmente, únicamente se ha tenido en cuenta el Precio / Valor en libros ("P/BV") sobre el VNC a 31 de diciembre de 2016.

Etapas seguidas en la aplicación de la metodología de múltiplos comparables

1. Selección de compañías comparables dentro del sector inmobiliario en España, así como en el sector de resorts en todo el mundo.
2. Cálculo de los múltiplos anteriormente mencionados para las empresas comparables seleccionadas a 31 de diciembre de 2016 (fuente: Capital IQ).
3. Aplicación de los múltiplos derivados de las variables financieras de la Compañía.

11 Otras metodologías de contraste

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Aplicación de los múltiplos seleccionados

Las tablas de abajo muestran los múltiplos P/BV de las compañías comparables consideradas a 31 de diciembre de 2016. Estos múltiplos se obtienen dividiendo el precio de mercado correspondiente de cada compañía comparable por su valor en libros. Hemos utilizado dos grupos de compañías comparables:

- Inmobiliarias y promotoras de todo el mundo
- Inmobiliarias y promotoras españolas

El valor de los fondos propios implícito aplicando dichos múltiplos es el siguiente:

Compañías comparables	31-dec-16 P/BV	Compañías comparables	31-dec-16 P/BV
Inmobiliaria Colonial, S.A.	1,0x	LaSalle Hotel Properties	1,3x
Realia Business, S.A.	0,5x	Hilton, Inc.	4,6x
Compañía Española de Viviendas en Alquiler S.A.	1,8x	DiamondRock Hospitality Company	1,3x
Hispania Activos Inmobiliarios SOCIMI, S.A.	0,8x	Sunstone Hotel Investors, Inc.	1,4x
Merlin Properties Socimi, S.A.	1,0x	ADLER Real Estate Aktiengesellschaft	0,8x
Quabit Inmobiliaria, S.A.	0,9x	CPD S.A.	0,3x
Urbas Grupo Financiero, S.A.	2,4x	Compagnie Immobilière de Belgique S.A.	1,5x
Lar España Real Estate SOCIMI, S.A.	0,8x	Conwert Immobilien Invest SE	1,1x
Neinor Homes, S.A.U. (*)	2,1x	Groupe Capelli	1,5x
		Helical plc	0,7x
		Inland Homes PLC	1,0x
		Selvaag Bolig ASA	1,4x
		Stratus Properties Inc.	2,0x
		TAG Immobilien AG	1,3x

Miles de euros	P/BV	VNC	EqV	Euro/acción	Miles de euros	P/BV	VNC	EqV	Euro/acción
Media	1,3x	10.774	13.656	0,30	Media	1,5x	10.774	15.637	0,35
Mediana	1,0x	10.774	10.848	0,24	Mediana	1,3x	10.774	14.341	0,32
Media acotada (30%)	1,2x	10.774	13.103	0,29	Media acotada (30%)	1,3x	10.774	13.735	0,31

(*) Datos a 04/04/2017 ya que a 31 de diciembre 2016 esta compañía no se encontraba cotizando.

Fuente: Capital IQ y análisis de EY

11 Otras metodologías de contraste

1	Resumen ejecutivo	7	Cotización media ponderad ...
2	Descripción de la Operació ...	8	Valor de la contraprestació ...
3	Descripción de la Compañía	9	Triple Net Asset Value
4	Alcance del trabajo, ...	10	Método de Descuento de ...
5	Valor teórico contable	11	Otras metodologías de ...
6	Valor liquidativo	12	Conclusión

Conclusión

Debido a las características específicas de la Compañía, no hemos encontrado compañías suficientemente comparables que coticen en el mercado español. Por esta razón, compañías internacionales con modelos de negocio parecidos a Sotogrande también han sido consideradas, si bien su falta de exposición al mercado español las hace poco comparables. Por otro lado, las compañías españolas son significativamente diferentes en naturaleza a Sotogrande y presentan una cartera diferente de activos, centradas en inversiones de patrimonio en renta en lugar de suelo.

Además de las observaciones anteriores, la aplicación de múltiplos sobre el valor contable fallan al no tener en cuenta el hecho de que los activos de Sotogrande se registran en su libro al coste, cuando a menudo los comparables los registran a valor de mercado.

Por todas las razones mencionadas anteriormente, esta metodología ha sido considerada como no adecuada con respecto a nuestro análisis de valoración y a las conclusiones del presente Informe de Valoración.

11 Otras metodologías de contraste

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Método de transacciones cotizadas comparables

En la aplicación del Método de Transacciones de Cotizadas comparables, hemos realizado un análisis de las transacciones recientes que han tenido lugar en el mercado español. En este caso, no se han considerado las compañías internacionales debido a que su falta de exposición al mercado español las hace poco comparables. Teniendo en cuenta las condiciones específicas de la Compañía ya comentadas en el apartado anterior, se han incluido en nuestro análisis cuatro transacciones de compañías comparables que han tenido lugar en el mercado español en 2016 y 2017:

Fecha efectiva	Compañía adquirida	Compañía compradora	P/BV
13/03/2017	Realia Business, S.A.	Inversora Carso, S.A. de C.V.	0,5x
01/03/2017	Vía Célere S.L.	Dos Puntos Desarrollos Inmobiliarios S.A.	n/a
17/11/2016	Lar España Real Estate SOCIMI, S.A.	Bravo II Fund (managed by Pacific Investment Company LLC)	0,6x
17/10/2016	Axiare Patrimonio Socimi, S.A.	Inmobiliaria Colonial, S.A.	1,0x

Miles de euros	P/BV	VNC	EqV	Euro/acción
Media	0,7x	10.774	7.410	0,17
Mediana	0,6x	10.774	6.252	0,14
Media acotada (30%)	0,7x	10.774	7.410	0,17

Conclusión

Al igual que lo explicado previamente en relación al método de múltiplos de compañías comparables, no hemos encontrado transacciones de compañías suficientemente comparables que coticen en el mercado español. De la misma forma, la aplicación de múltiplos sobre el valor contable fallan al no tener en cuenta el hecho de que los activos de Sotogrande se registran en su libro al coste, cuando a menudo los comparables los registran a valor de mercado.

Por estas las razones mencionadas anteriormente y debido a que los múltiplos obtenidos de estas transacciones no reflejan la realidad del mercado, esta metodología ha sido considerada como no adecuada con respecto a nuestro análisis de valoración y las conclusiones del presente Informe de Valoración.

12

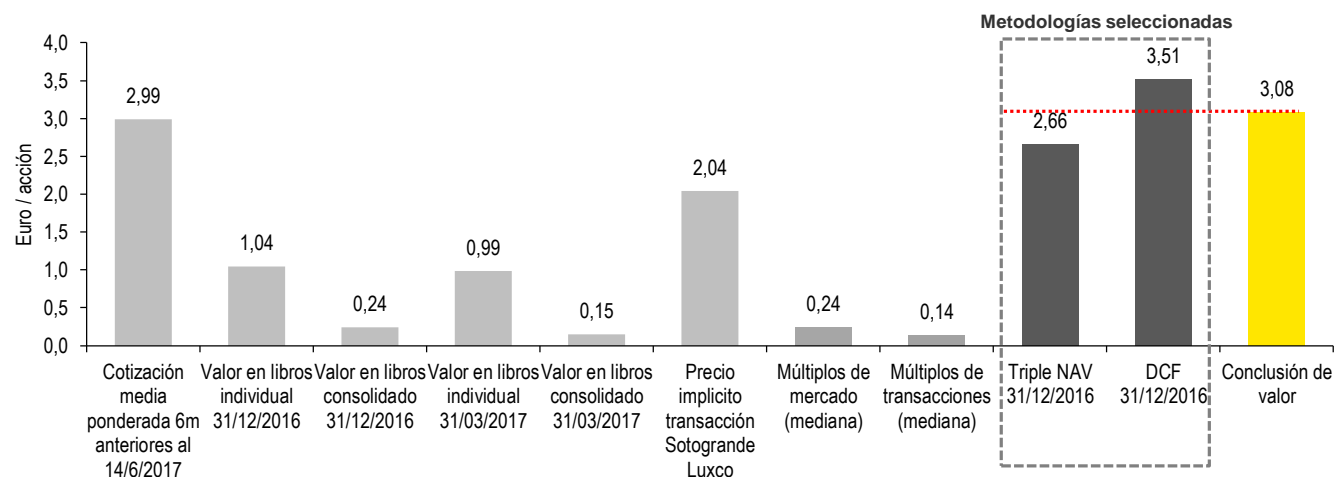
Conclusión



12 Conclusión

1 Resumen ejecutivo	7 Cotización media ponderad ...
2 Descripción de la Operació ...	8 Valor de la contraprestació ...
3 Descripción de la Compañía	9 Triple Net Asset Value
4 Alcance del trabajo, ...	10 Método de Descuento de ...
5 Valor teórico contable	11 Otras metodologías de ...
6 Valor liquidativo	12 Conclusión

Nuestro análisis en profundidad de las diferentes metodologías de valoración descritas en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, se traduce en los siguientes valores por acción para Sotogrande:



En base a nuestro juicio profesional, atendiendo a las características de la Compañía y del sector en el que opera, teniendo en cuenta el propósito de la Valoración, el contexto y objetivo de nuestro trabajo, y que son metodologías comúnmente aceptadas por la comunidad financiera internacional, consideramos que, tanto el Triple NAV como el DCF son las metodologías de valoración más adecuadas para ser aplicadas en la valoración de Sotogrande. Asimismo, consideramos adecuado basar nuestra conclusión de valor en la media simple del valor resultante de las metodologías mencionadas anteriormente.

<i>Miles de euros</i>	Valor por acción	
	Euros	Valor F.F.P.P. Miles de euros
Triple NAV 31/12/2016	2,66	119.270
DCF 31/12/2016	3,51	157.559
Conclusión de valor Sotogrande, S.A.	3,08	138.415

De acuerdo con las bases de información y los procedimientos empleados en la realización de nuestro trabajo, así como con las metodologías de valoración establecidas en el RD 1066/2007, y considerando los aspectos relevantes descritos en este Informe de Valoración, consideramos que a la Fecha de Valoración el valor por acción de Sotogrande es de 3,08 euros.

13

Anexos

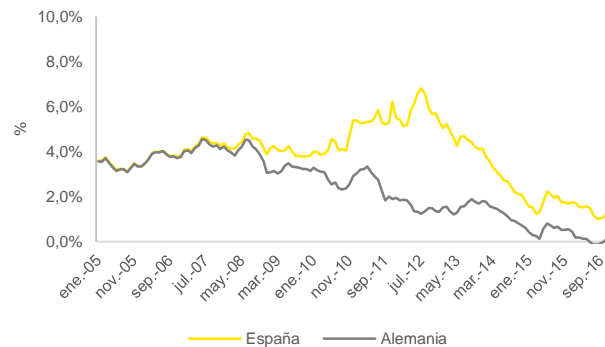


13 Anexos

Anexo I: Descripción del entorno macroeconómico

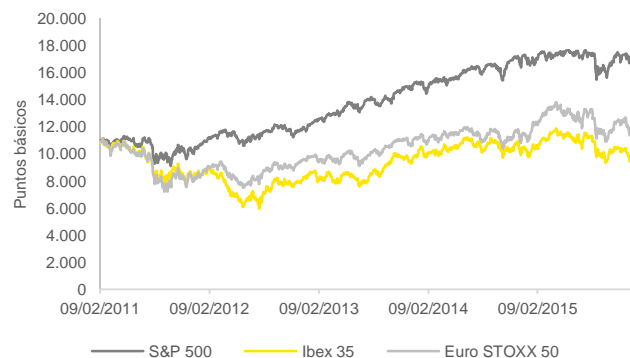
Tipos de interés de deuda pública a 10 años (%)

Fuente: INE



Índices bursátiles

Fuente: Análisis EY basado en Reuters



Descripción del entorno macroeconómico

► Entorno macroeconómico general

En el contexto del inicio de la recuperación en la actividad económica y de previsiones más optimistas sobre el crecimiento del PIB en 2016, la economía española se enfrenta todavía a grandes desafíos como la elevada tasa de paro y el elevado endeudamiento público y privado. La inestabilidad política ha causado que los mercados internacionales mantengan un cierto grado de incertidumbre en relación a la recuperación económica española.

A nivel europeo, una vez finalizado el rescate al que se han sometido determinadas entidades de crédito, se sigue trabajando en la recuperación de la confianza de los mercados.

El BCE mantiene los tipos de interés oficiales en el mínimo histórico pese al riesgo de deflación que podría afectar a la Unión Europea.

► Mercados financieros

La situación actual en los mercados financieros en España está empezando a mostrar una tendencia positiva, caracterizada por el fin de la recesión en 2013, por el fin de las ayudas de las Autoridades Europeas a determinadas entidades de crédito y por la continuación de la tendencia a la baja del diferencial entre la rentabilidad del bono de España a 10 años y el bono de Alemania a 10 años.

En el mercado europeo, se puede observar que ha habido un elevado grado de volatilidad de los principales índices en los últimos años. El Ibex 35 muestra una tendencia positiva desde finales de 2013, aunque con algunas caídas en los últimos meses.

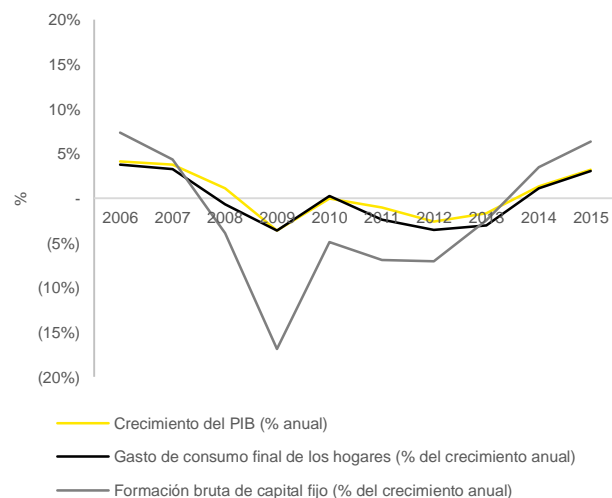
Como se puede ver en el gráfico de la izquierda, el mercado de acciones principal de Estados Unidos está experimentando una tendencia bajista por el incremento de los tipos de interés por la Reserva Federal en Diciembre de 2015, aunque la tendencia general es positiva, por la mejora de la economía global y, principalmente, de la economía estadounidense.

13 Anexos

Anexo I: Descripción del entorno macroeconómico

Evolución histórica del PIB español (%)

Fuente: INE



Descripción del entorno macroeconómico (cont.)

► Entorno macroeconómico en España: PIB y sus componentes

De acuerdo con las cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) publicadas por el INE (INE), la economía española registra un crecimiento trimestral del 4,12% en el tercer trimestre de 2015, superando el crecimiento del periodo anterior, como consecuencia de una mejor contribución de la demanda doméstica.

Durante 2016, España alcanzó la tasa de crecimiento media más alta de la Unión Europea y sobrepasó el crecimiento esperado en la Eurozona.

Como se puede ver en el gráfico de la izquierda, los dos principales componentes de la demanda nacional, es decir, tanto el gasto en consumo final como la formación bruta de capital fijo reducen su tendencia negativa que había prevalecido desde 2007-2008 y actualmente tienen una tendencia positiva y estable.

El gasto en consumo se incrementó casi en un 3%, como consecuencia de una mejora generalizada en todos sus componentes, tanto en bienes como en servicios, y una evolución positiva de la remuneración de los asalariados, siendo uno de los principales recursos de los hogares para enfrentarse al gasto en consumo.

Por su parte, el gasto en consumo final de las Administraciones Públicas (AAPP) incrementó su crecimiento en un 2%, debido a un aumento de los consumos intermedios.

Por último, la formación bruta de capital fijo pasó de un decrecimiento del -3,4% en 2013 a un incremento del 3,8% en 2014 debido a una mejora generalizada en la inversión en los distintos tipos de activos comparado con 2013. Estas tendencias continuaron durante 2015, alcanzando el nivel máximo de formación bruta de capital fijo de 6% a finales del año.

13 Anexos

Anexo I: Descripción del entorno macroeconómico

Tasa de crecimiento IPC

Fuente: Banco Mundial



Descripción del entorno macroeconómico (cont.)

► Entorno macroeconómico en España: IPC y Empleo

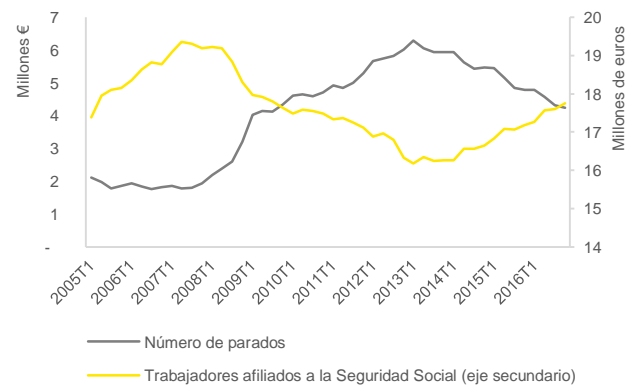
Según el INE, la tasa anual de crecimiento del Índice de Precios de Consumo (IPC) en diciembre de 2016 fue del 1,6%, siguiendo la tendencia alcista desde abril del mismo año. No obstante, tras la tasa de -0,5% en 2015, el crecimiento anual en 2016 parece estar recuperándose lentamente.

En cuanto a lo que al mercado de trabajo se refiere, la cifra de población activa descendió en 32.460 personas en 2015. Además, hubo un aumento de 521.800 trabajadores en 2015 en comparación con el año anterior, ascendiendo a un total de 18.866.000 personas.

En términos de desempleo, el número total de desempleados alcanzó los 4.480.000 personas en 2016 y la consiguiente tasa de desempleo se sitúa en el 18,4%, el nivel más bajo desde 2011. Ha habido un descenso de 574.800 personas desempleadas, en línea con la tendencia positiva del año anterior, en el que la tasa de paro también descendió un 2,3%.

Afiliación a la seguridad social y tasa de desempleo

Fuente: Ministerio de empleo y seguridad social, INE

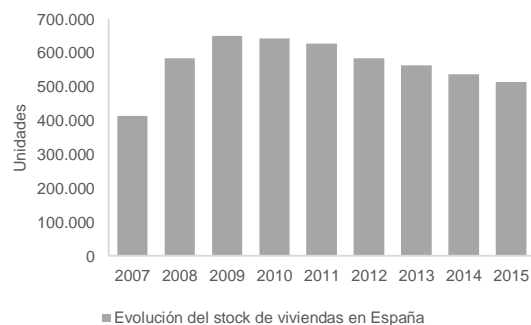


13 Anexos

Anexo II: Descripción del mercado – Inmobiliario residencial

Evolución del stock de viviendas en España

Fuente: Ministerio de Fomento



Descripción del mercado – Inmobiliario residencial en España

► Oferta de vivienda

El stock de vivienda nueva ha descendido ligeramente desde 2009 hasta la actualidad desde las 649.780 unidades hasta las 513.848 unidades, lo que representa un descenso del 20%. De 2014 a 2015, estas unidades acumuladas han descendido en España en un 4%.

Desde 2007 a 2012, el número de viviendas iniciadas y terminadas descendió de manera significativa (94% y 86% respectivamente). Desde 2013 hasta 2015 el número de viviendas iniciadas ha incrementado de 29.232 a 41.872 unidades, representando un aumento del 43%. Por su parte, el número de casas terminadas ha descendido ligeramente desde 43.230 hasta las 39.891 unidades, representando un descenso del 8%.

Por lo tanto, puede observarse que la construcción de nuevas viviendas ha ido aumentando durante los últimos años (sin tener en cuenta 2016), lo que muestra una mejora en el desarrollo del mercado inmobiliario. Esto también se soporta por el número de casas existentes en España, que ha incrementado desde 2007 hasta 2015 desde 24.034.966 unidades a 25.541.915 unidades (aumento del 6%).

► Demanda de vivienda

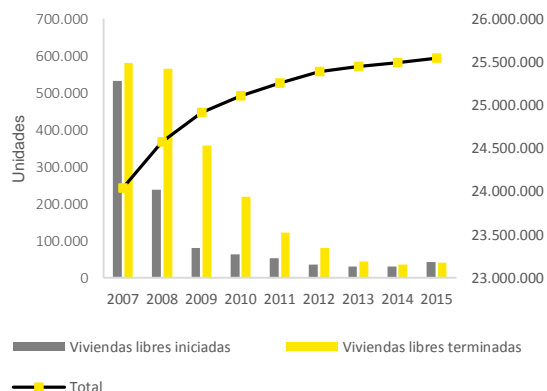
La demanda actual ha decrecido fundamentalmente por la crisis económica, la alta tasa de paro, la limitación del acceso al crédito y en cierta medida la disminución de la población.

La economía se está recuperando lentamente y, como puede observarse en el gráfico del número de hipotecas de la izquierda, el mercado de préstamos hipotecarios está mejorando. Tomando en consideración el número de hipotecas y el número total de transacciones de vivienda durante los últimos 3 años, se puede observar que la demanda de viviendas está aumentando ligeramente.

El número de transacciones aumentó en torno a 36.092 unidades desde 2014 hasta 2015. En 2016, la cifra total de transacciones de vivienda durante los dos primeros trimestres, sumaron 226.751 unidades.

Transacciones de viviendas y precios en España

Fuente: Ministerio de Fomento

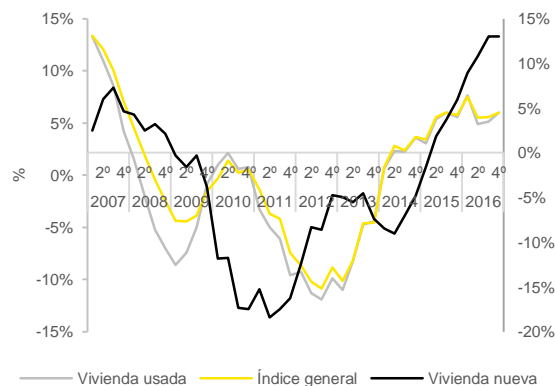


13 Anexos

Anexo II: Descripción del mercado – Inmobiliario residencial

Variación anual del Índice de Precios de Vivienda en España

Fuente: INE



Descripción del mercado – Inmobiliario residencial en España

► Análisis del precio de la vivienda y del suelo

La baja demanda de vivienda residencial ha tenido un impacto negativo en los precios de la vivienda, que han disminuido desde el máximo en 2007. Desde 2013, los precios han empezado a aumentar lentamente, aunque en marzo de 2016 los precios de vivienda nueva son similares a los de 2008.

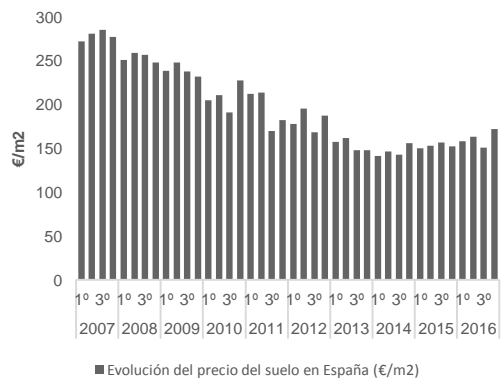
Las entidades financieras tienen una porción significativa del stock de viviendas y suelo. Están bajando los precios de una forma significativa para reducir su exposición inmobiliaria, concretamente en las segundas residencias vacacionales en las zonas menos atractivas. Estos ajustes en el precio se aprecian también en ciudades medianas en ubicaciones no prime.

A medida que la economía se recupere, se espera que los precios residenciales mejoren poco a poco, sobre todo para inmuebles bien situados y de calidad.

En relación al precio del suelo en España, durante los últimos años se ha mantenido constante, situándose en el cuarto trimestre de 2016 en 171,7 euros por metro cuadrado. En comparación con 2015, el precio del suelo ha aumentado un 5,3%.

Evolución del precio del suelo en España

Fuente: INE

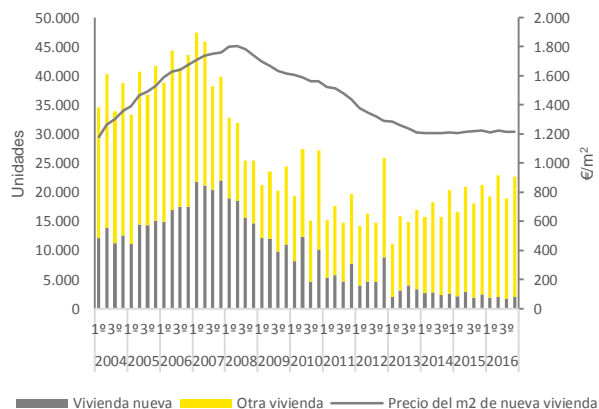


13 Anexos

Anexo II: Descripción del mercado – Inmobiliario residencial

Transacciones de viviendas y precios en Andalucía

Fuente: Ministerio de Fomento



Descripción del mercado – Inmobiliario residencial

► Andalucía

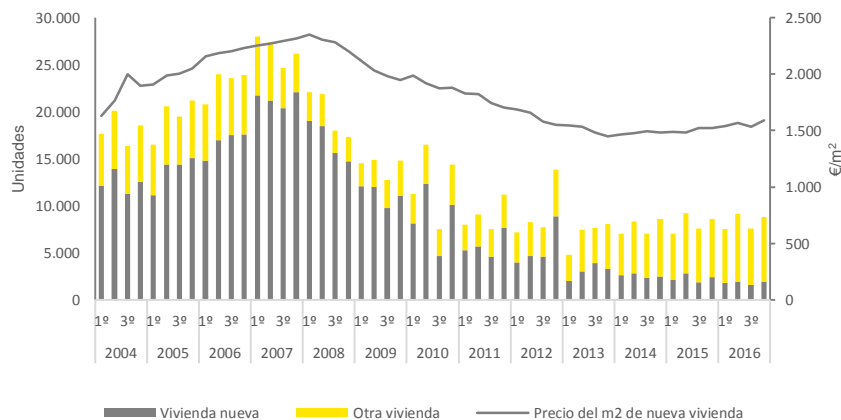
Andalucía ha seguido la tendencia nacional. Experimentó una caída en las transacciones entre 2007 y 2011. Desde diciembre de 2014 hasta diciembre de 2015 el número de transacciones aumentó en un 10%, y a diciembre de 2016 creció un 9%.

Se ha observado que en Málaga y en Cádiz el número de transacciones de vivienda ha seguido la misma tendencia positiva desde 2013 hasta 2016, representando un crecimiento del 14% en Málaga y un 17% en Cádiz.

Cabe señalar una estabilización general en los precios de la vivienda en Andalucía, Málaga y Cádiz. En el mercado inmobiliario español también se ha apreciado una estabilización generalizada en los precios de la vivienda.

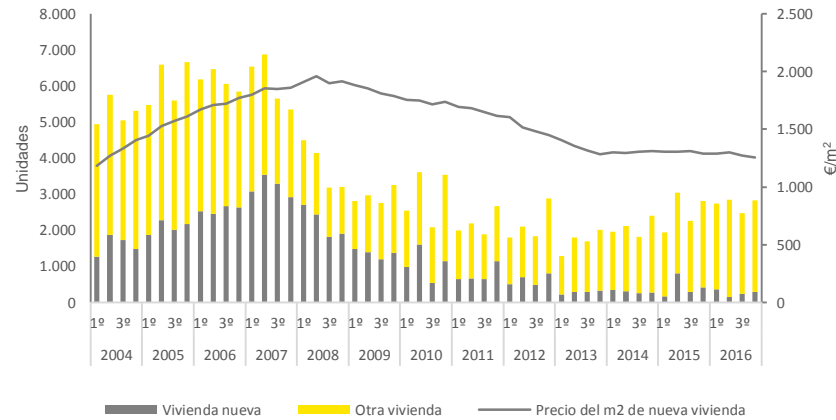
Transacciones de viviendas y precios en la provincia de Málaga

Fuente: Ministerio de Fomento



Transacciones de viviendas y precios en la provincia de Cádiz

Ministerio de Fomento



13 Anexos

Anexo II: Descripción del mercado – El triángulo de oro



Descripción del mercado – El triángulo de oro

No hay estadísticas sobre el mercado residencial de Sotogrande. Sin embargo, el complejo, debido al posicionamiento similar, la ubicación y la percepción del mercado, normalmente se considera como una extensión del "Triángulo de oro", una zona conocida por viviendas de lujo en la Costa del Sol.

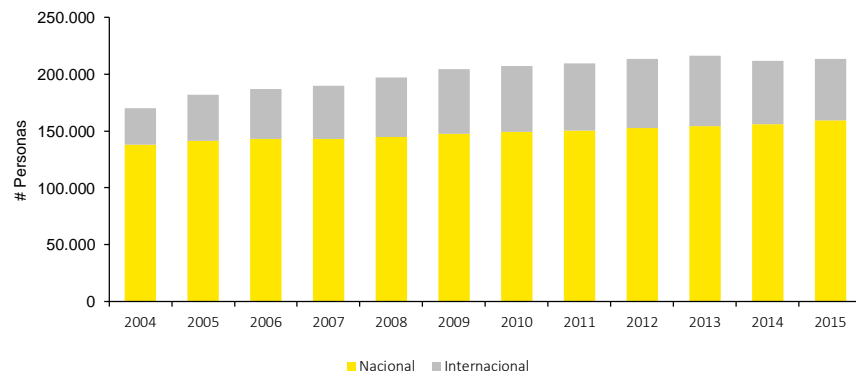
Los tres municipios que forman oficialmente parte del Triángulo de Oro son Marbella, Estepona y Benahavís. En esta sección se analizará el mercado en el Triángulo de Oro, como base para la comprensión del mercado de Sotogrande.

La población en el Triángulo de Oro ha crecido un 26% desde 2004, con un incremento del 68% en el número de residentes internacionales, llegando a 54.514 en 2015, y un aumento del 16% de los residentes nacionales llegando a 159.208 en 2015.

Desde 2012 a 2015, el número de transacciones ha aumentado un 89%, alcanzando un total de 7.232 unidades. En junio de 2016, el número de transacciones alcanzó las 3.612.

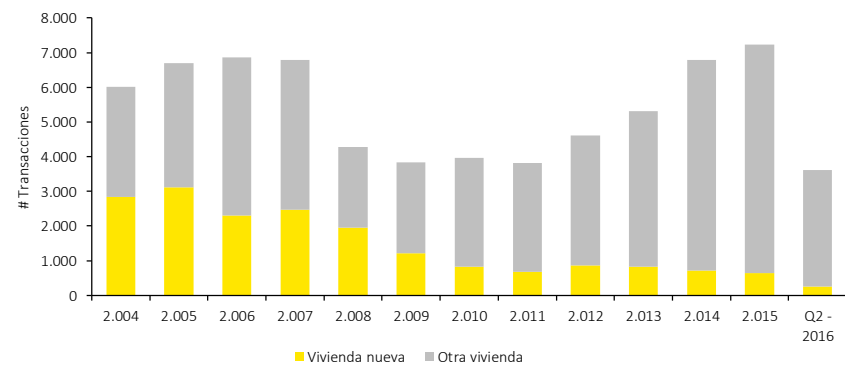
Población

Fuente: Instituto de Estadística y Cartografía de Andalucía



Número de transacciones

Fuente: Ministerio de Fomento, Instituto de Estadística y Cartografía de Andalucía

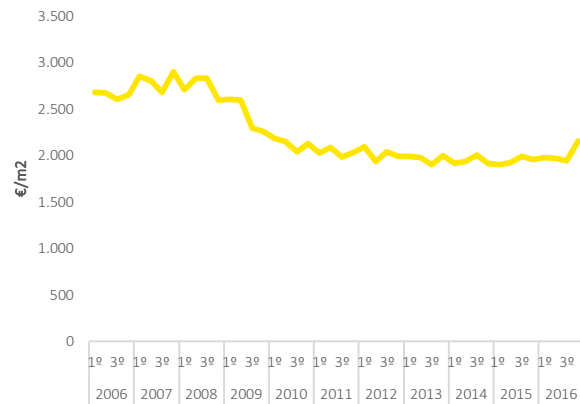


13 Anexos

Anexo II: Descripción del mercado – El triángulo de oro

Precio de la vivienda

Fuente: Ministerio de Fomento



Descripción del mercado – El triángulo de oro

► El triángulo de oro: Marbella

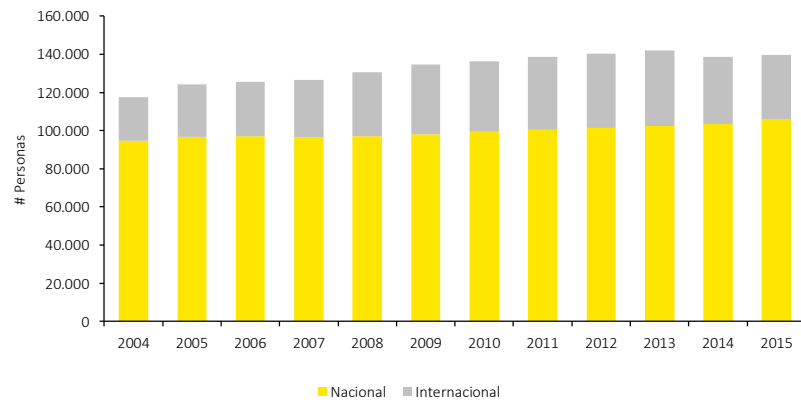
Marbella es la población más grande del triángulo de oro, y la zona en la región donde las urbanizaciones residenciales de lujo están más consolidadas. Marbella es conocida por sus campos de golf y su alta densidad de hoteles de cinco estrellas.

Los precios de todos los tipos de viviendas han descendido desde 2007 hasta el segundo trimestre de 2015. Desde el segundo trimestre de 2013 y hasta el segundo trimestre de 2016, los precios medios de la vivienda han aumentado un 17%, desde los 2.128 hasta los 2.488 euros por metro cuadrado.

El número de adquisiciones de viviendas creció un 43% desde 2013 hasta 2015, alcanzando un total de 4.435 unidades. En julio de 2016, se han registrado un total de 2.082 transacciones de viviendas.

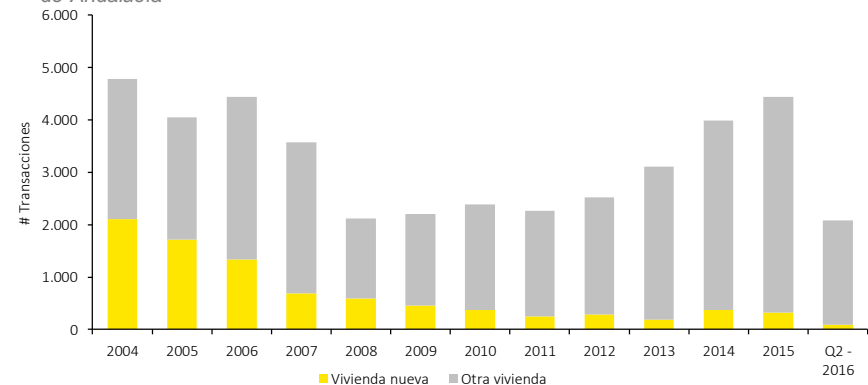
Población

Fuente: Instituto de Estadística y Cartografía de Andalucía



Número de transacciones

Ministerio de Fomento, Instituto de Estadística y Cartografía de Andalucía

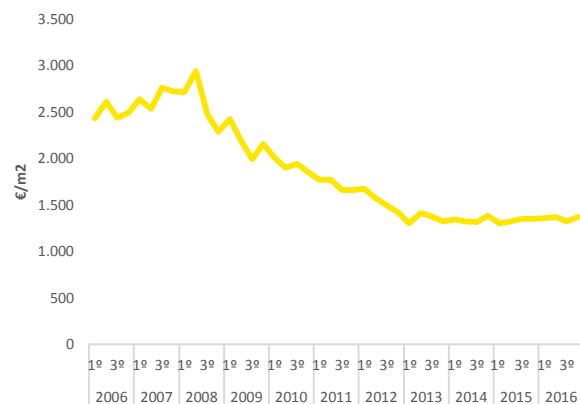


13 Anexos

Anexo II: Descripción del mercado – El triángulo de oro

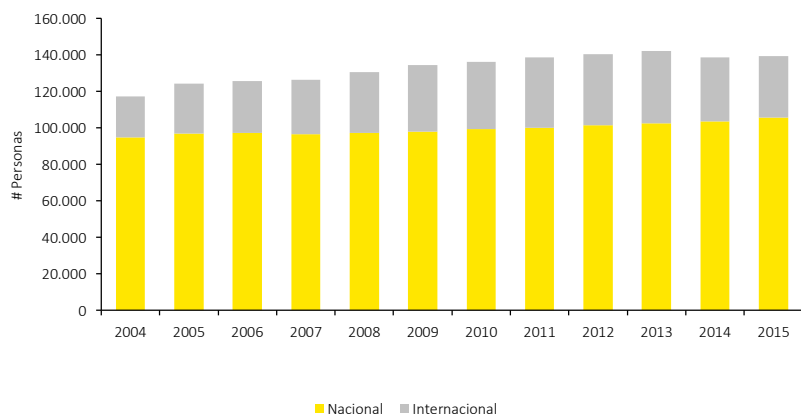
Precio de la vivienda

Fuente: Ministerio de Fomento



Población

Fuente: Instituto de Estadística y Cartografía de Andalucía



Descripción del mercado – El triángulo de oro

- El triángulo de oro: Estepona

Estepona se encuentra al oeste de Marbella y es la segunda localidad dentro de la el triángulo de oro. Fue desarrollado después de Marbella y tiene también una alta concentración de urbanizaciones residenciales de lujo y hoteles.

Parecido a Marbella, los precios de segunda vivienda son considerablemente superiores a otras viviendas, alcanzando un máximo en 2008 de 4.263 euros por metro cuadrado en 2008.

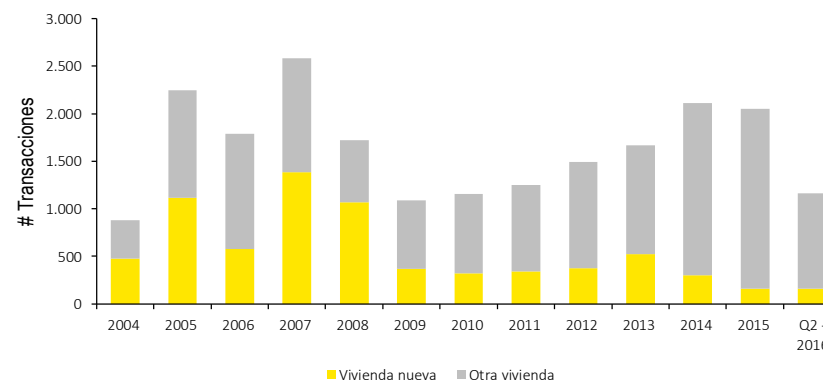
Los nuevos precios de la vivienda han sido históricamente más altos que en Marbella, alcanzando 2.709 euros por metro cuadrado en 2009, disminuyendo posteriormente.

Los precios medios de todo tipo de viviendas han descendido desde 2009 hasta 2013. No obstante, desde 2013 hasta el segundo trimestre de 2016, los precios medios han aumentado un 16%, desde los 1.450 hasta 1.686 euros por metro cuadrado.

Las compras de vivienda aumentaron un 23% entre 2013 y 2015, alcanzando un total de 2.054 unidades. Hasta julio de 2016, hubo un total de 1.165 transacciones de vivienda.

Número de transacciones

Ministerio de Fomento, Instituto de Estadística y Cartografía de Andalucía



13 Anexos

Anexo II: Descripción del mercado – El triángulo de oro

Descripción del mercado – El triángulo de oro

► El triángulo de oro: Benahavís

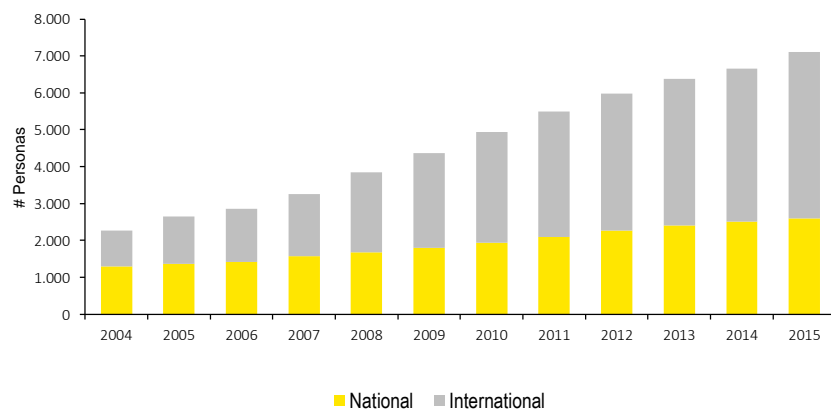
Benahavís es el tercero y último de los lugares incluidos en el triángulo de oro. Es el único que no está en la costa, aunque el acceso a la playa es fácil a través de la A-397. Debido a la topografía del terreno, las urbanizaciones residenciales en Benahavís, muchas de lujo, tienen vistas panorámicas de los alrededores y el mar. Es más pequeño, con un censo de sólo 7.105 habitantes en 2015.

La población en Benahavís ha crecido entre 400 a 600 habitantes por año desde 2007, y en los últimos siete años, la población casi se ha duplicado. La población no española ha crecido más, en un 169% desde 2007, mientras que la población española ha crecido en un 65%. Sin embargo, el crecimiento se ha ralentizado durante los dos últimos años.

La compra de viviendas aumentó un 40% desde 2013 hasta 2015, alcanzando un total de 743. Hasta julio de 2016 se registraron 365 transacciones de vivienda.

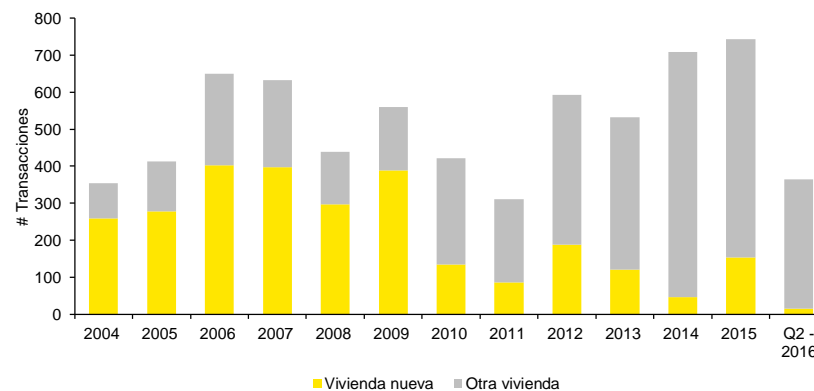
Población

Fuente: Instituto de Estadística y Cartografía de Andalucía



Número de transacciones

Ministerio de Fomento, Instituto de Estadística y Cartografía de Andalucía

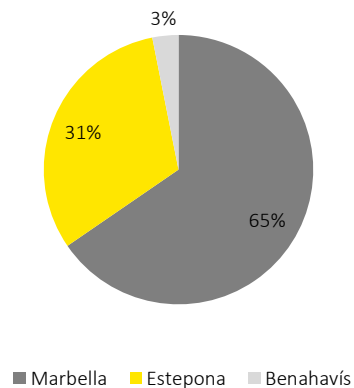


13 Anexos

Anexo II: Descripción del mercado – El triángulo de oro

Población 2015

Fuente: Instituto de Estadística y Cartografía de Andalucía



Descripción del mercado – El triángulo de oro

► El triángulo de oro: Conclusiones

El triángulo de oro, incluyendo Marbella, Estepona y Benahavís ha sufrido la crisis inmobiliaria, aunque no en la misma medida que el resto de España y la recuperación parece estar en camino. La población ha ido creciendo desde 2007, así como el número de adquisiciones de viviendas desde 2011. No obstante, desde 2014 y hasta septiembre de 2015, han aumentado las compras en Marbella y Benahavís y han descendido en Estepona.

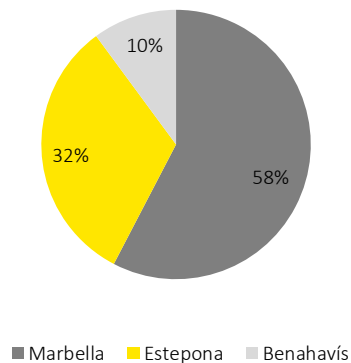
Los tres municipios gozan de crecimiento de población, que probablemente absorberá unidades vacantes a corto y medio plazo.

Teniendo en cuenta que Sotogrande no tiene un núcleo urbano, es probable que sea más similar a Benahavís, que tiene un centro urbano relativamente pequeño en comparación con los urbanizaciones residenciales de alrededor de la ciudad.

Benahavís se diferencia principalmente de Estepona y Marbella en términos de crecimiento relativo de población y número de adquisiciones de las viviendas en comparación con viviendas vacías, que son signos de posible escasez de unidades residenciales en el medio plazo y posibles aumentos de precios.

Número de transacciones

Fuente: Ministerio de Fomento

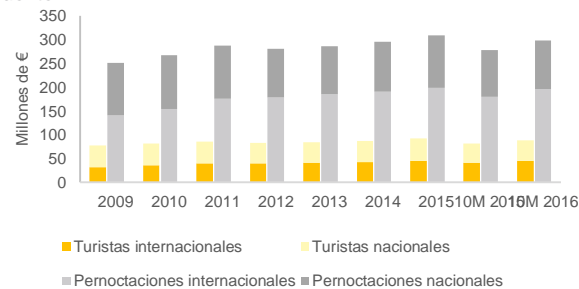


13 Anexos

Anexo II: Descripción del mercado – Hoteles

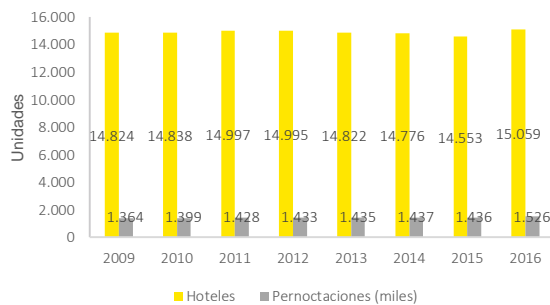
Demanda de hoteles 2009 – 2016

Fuente: INE



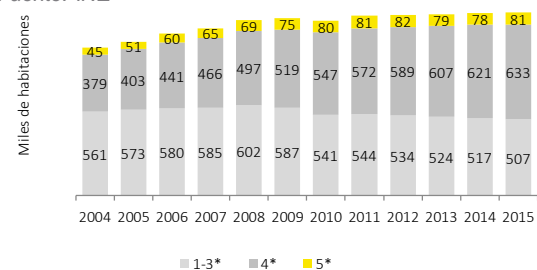
Oferta hotelera

Fuente: INE



Incremento de la calidad de hoteles en stock (miles de habitaciones)

Fuente: INE



España

España es un destino turístico internacional en Europa y ofrece una amplia variedad de destinos de playa, culturales y de ciudad. El crecimiento de visitantes internacionales compensa la debilidad de la demanda interna, la cual se ha venido recuperando desde 2014 junto con la mejora de la economía española. Con el estancamiento en el crecimiento de la oferta y el aumento de la demanda internacional, los destinos donde los visitantes son predominantemente internacionales están experimentando una tendencia positiva mientras que los destinos donde predomina el turista nacional están sufriendo más la crisis. Durante los primeros seis meses de 2016, el turismo experimentó un continuo crecimiento del 2% con respecto al mismo periodo en 2015.

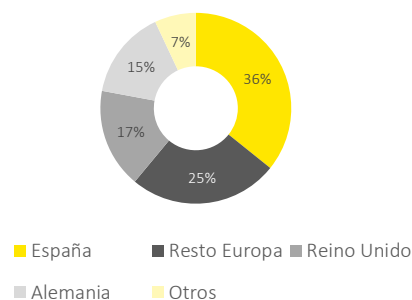
- ▶ La demanda hotelera creció de forma sostenida hasta 2011, pero debido a una caída de la demanda interna, en 2012 experimentó un crecimiento negativo, mientras que en 2013 la demanda se ha recuperado volviendo a los niveles de 2011, gracias al continuo crecimiento de la demanda internacional. En 2014 y 2015, la demanda hotelera sigue creciendo, y los primeros 10 meses de 2016 mostraron una tendencia negativa de los turistas nacionales (-2%), mientras que los turistas nacionales siguieron aumentando (5%). En términos de pernoctaciones, la tendencia es similar: caída de un 2% en las pernoctaciones nacionales y un crecimiento del 4% en las pernoctaciones internacionales.
- ▶ La oferta hotelera creció fuertemente durante los años de crecimiento económico y el número de plazas hoteleras aumentó un 5% entre 2009 y 2015, y en algunos destinos la oferta se duplicó en el mismo periodo. Sin embargo, la crisis económica estancó el crecimiento y aunque la oferta siguió creciendo durante los primeros años de la desaceleración de la economía debido a proyectos en curso, durante el periodo 2010-2016, la oferta hotelera sólo incrementó un 1%.
- ▶ España ha sido históricamente un destino de 3 estrellas, pero en los últimos 12 años, el número de hoteles de 4 y 5 estrellas se ha incrementado en un 81% y 91% respectivamente. En 2016 casi el 60% de todos los hoteles en España eran de 4 y 5 estrellas.

13 Anexos

Anexo II: Descripción del mercado – Hoteles

Demanda por nacionalidad

Fuente: INE



Mercado de complejos turísticos hoteleros

El clima favorable, la estabilidad política, la seguridad y las buenas infraestructuras han convertido a España en el principal mercado turístico de Europa y uno de los mercados más consolidados en el mundo. En los últimos años, el mercado se ha caracterizado por la creciente demanda internacional y el debilitamiento de la demanda interna, con resultados diversos para diferentes destinos.

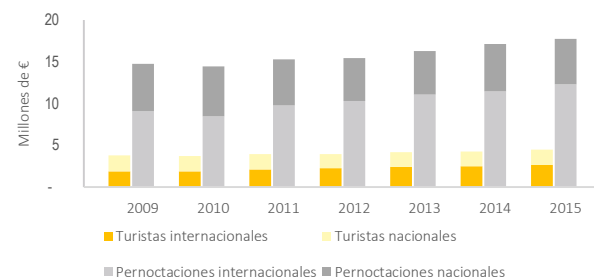
- ▶ La demanda de resorts ha crecido un 24% desde 2009 hasta 2015, debido a la fuerte demanda internacional, impulsada en parte por la inestabilidad política en los países árabes del Mediterráneo. La demanda doméstica ha descendido gradualmente desde 2009 pero hubo un cambio en la tendencia en 2014, continuando con una tendencia alcista con un crecimiento del 5% hasta 2015, aunque volvió a caer durante los primeros 10 meses de 2016. La demanda internacional ha mantenido un desarrollo positivo, creciendo de manera constante año tras año.
- ▶ La oferta hotelera vacacional ha aumentado un 7% desde 2009, pero algunos mercados han sufrido una caída en la oferta en 2013 causada por temporadas más cortas y el cierre de algunos hoteles. La tendencia histórica alcista hotelera parece haberse estancado en 2015, pero se ha percibido una cierta recuperación en los 10 primeros meses de 2016.
- ▶ Una tercera parte de la demanda total de hoteles esta representada por viajeros españoles, mientras que la demanda alemana y británica representan un 15% y un 17% respectivamente. El resto de los europeos generan otro cuarto de la demanda, y sólo el 7% es generado por nacionalidades no europeas.

13 Anexos

Anexo II: Descripción del mercado – Hoteles

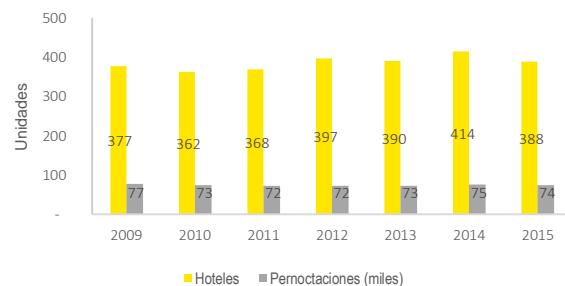
Demanda de hoteles 2009 – 2015

Fuente: INE



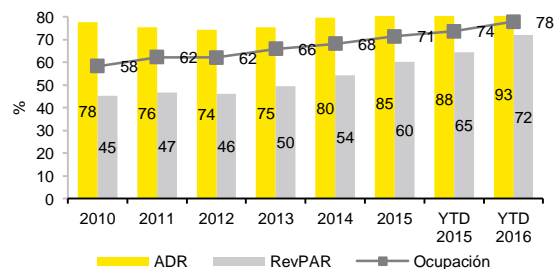
Oferta hotelera

Fuente: INE



Resultados operativos

Fuente: INE



Costa del Sol

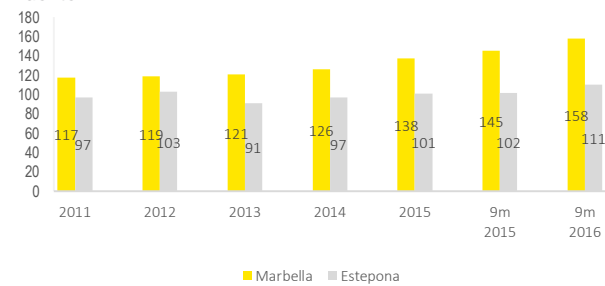
- ▶ Aunque Sotogrande está geográficamente ubicado en la Costa de la Luz, de la misma manera que en el mercado residencial, el complejo es percibido por el mercado hotelero como una extensión del triángulo de oro y la Costa del Sol.
- ▶ Este destino se caracteriza por una diferenciación entre dos zonas: Marbella y Estepona siendo destinos de 4 y 5 estrellas y Torremolinos, Fuengirola y otros lugares más cerca de la ciudad de Málaga que están posicionados como destinos de 3 estrellas y 4 estrellas inferior. La temporada puede ser de hasta 12 meses, aunque algunos hoteles optan por cerrar durante los meses más fríos del invierno.
- ▶ La demanda creció de forma sostenida entre 2009 y 2015, con un incremento del 35% de las pernoctaciones internacionales, que compensaron la caída de 4% de la demanda nacional. En términos de viajeros, se percibe el mismo efecto: el turismo nacional cayó un 3% mientras que el turismo internacional aumentó un 40%.
- ▶ La oferta hotelera ha experimentado un crecimiento desde 2009 hasta 2014. En 2015, tanto el número de hoteles como la oferta de camas sufrieron un ligero descenso y volvieron a cifras de 2013, con 388 hoteles y 70.012 camas.
- ▶ Las ocupaciones aumentaron un 22% desde 2010, mientras que el ADR se mantuvo relativamente estable, con un crecimiento del 9%. El RevPAR resultante experimenta un aumento de aproximadamente un 33%. Durante los primeros 9 meses de 2016, la tendencia positiva continuó tanto para ocupaciones como para niveles de ADR, con un aumento de más del 12% en el RevPAR en comparación con el mismo periodo en 2015.

13 Anexos

Anexo II: Descripción del mercado – Hoteles

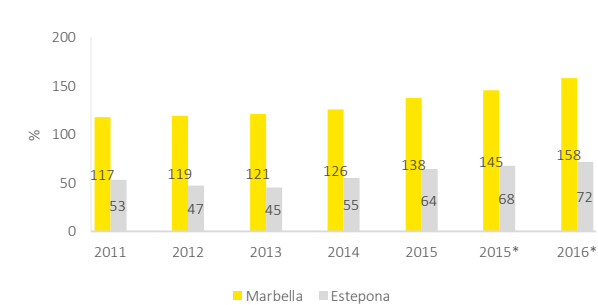
ADR

Fuente: INE



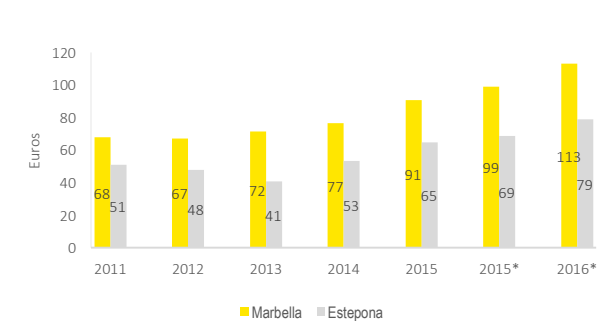
Ocupación

Fuente: INE



RevPar

Fuente: INE



Marbella y Estepona

No hay estadísticas de hotel en la urbanización de Sotogrande, pero Marbella y Estepona se pueden considerar los destinos más similares en términos de posicionamiento como destino de lujo con excelentes campos de golf y hoteles predominantemente de 4 y 5 estrellas.

- ▶ En los últimos tres años, el ADR creció un 17% en Marbella, mientras que se redujo en Estepona en un 4%, debido a un flojo 2013. Esta tendencia positiva continuó durante los primeros 9 meses de 2016 con un incremento en los niveles de ocupación y ADR del 4% y 9% respectivamente en Marbella, en comparación con el mismo periodo el año anterior. Estepona también experimentó un crecimiento en los niveles de RevPAR durante los primeros 9 meses, especialmente por una mejora de la ocupación (6%) y del ADR (8%).
- ▶ La evolución histórica de las ocupaciones sigue un patrón similar de la tendencia observada en el ADR y tasas de ocupación, las cuales aumentaron un 11% entre 2011 y 2015 en Marbella y un 21% en Estepona. En 2013 hubo una caída temporal del ADR y de las ocupaciones en Estepona. Por su parte, la tendencia positiva en Marbella continuó durante los primeros 9 meses de 2016 con un crecimiento del 4%. Las bajas tasas de ocupación en Estepona en 2013 experimentaron un cambio de tendencia durante 2014, la cual siguió hasta 2016 con un crecimiento del 6% durante los primeros 9 meses del año.
- ▶ El RevPAR resultante alcanzó un crecimiento del 34% en Marbella y del 26% en Estepona, durante el periodo histórico 2011-2015. El bajo RevPAR en Estepona en 2013 fue causado por la baja ocupación durante ese año. Como resultado del significativo aumento en los niveles de ocupación y ADR, el RevPAR resultante en los primeros 9 meses de 2016 experimentó un crecimiento del 14% en Marbella y de un 15% en Estepona.

13 Anexos

Anexo III: Muestra de compañías cotizadas comparables

Muestra de compañías cotizadas comparables

Beta Sotogrande

De la muestra de compañías comparables españolas hemos analizado los coeficientes betas para determinar su significación estadística. Únicamente Quabit Inmobiliaria, S.A. superaba el r^2 (*) del 15% y tenía suficientes datos de cotización durante los últimos 5 años. Es criterio de EY utilizar habitualmente dichos parámetros para obtener una muestra estadísticamente significativa.

Por ello EY ha considerado una muestra de compañías internacionales que si bien no reflejan en sus múltiplos los riesgos y beneficios del sector inmobiliario español, sí consideramos que representan el riesgo no diversificable del negocio inmobiliario y de resorts. De la lista de comparables utilizadas en los múltiplos de compañías comparables cotizadas hemos excluido las que tenían un r^2 menor del 15% y hemos añadido Las Vegas Sands Corp que es un comparable representativo del riesgo del negocio de hoteles y resorts.

Compañías comparables

Las Vegas Sands Corp.

LaSalle Hotel Properties

Diamondrock Hospitality Co.

Sunstone Hotel Investors Inc.

Conwert Immobilien Invest SE

Quabit Inmobiliaria, S.A.

13 Anexos

Anexo III: Muestra de compañías cotizadas comparables

Muestra de compañías cotizadas comparables

Beta Compañía de aguas

Hemos analizado los coeficientes beta de compañías internacionales de suministro de aguas, considerando solo aquellas que pertenecían a países desarrollados. De la muestra de compañías comparables hemos analizado los coeficientes betas para determinar su significación estadística, incluyendo únicamente las compañías que superaban el r^2 del 15%. Es criterio de EY utilizar habitualmente dichos parámetros para obtener una muestra estadísticamente significativa.

Compañías

United Utilities Group PLC

Severn Trent Plc

Water Supply & Sewerage Systems Company of Thessaloniki S.A.

Athens Water Supply and Sewerage Company S.A.

13 Anexos

Anexo III: Muestra de compañías cotizadas comparables

Muestra de compañías cotizadas comparables

Beta REM

Debido a la singularidad de REM que realiza el mantenimiento de la urbanización de la Marina de Sotogrande, no es sencillo encontrar compañías comparables. Hemos obtenido una serie de comparables que se dedican principalmente al sector de gestión de propiedades, residuos, servicios de control y limpieza. De la muestra de compañías comparables hemos analizado los coeficientes betas para determinar su significación estadística. Las compañías seleccionadas superaban el r^2 del 15% y el resultado del test de significación al 95% era también positivo. Es criterio de EY utilizar habitualmente dichos parámetros para obtener una muestra estadísticamente significativa.

Compañías comparables

Renewi plc

Lassila & Tikanoja Oyj

Biancamano S.p.A.

Ambienthesis S.p.A.

SP Plus Corporation

13 Anexos**Anexo IV: Aguas del Valle del Guadiaro, S.L.U.****Compañía de Aguas****Balance de Situación y Cuenta de Resultados a 31 de diciembre de 2016**

<i>Miles de euros</i>	2016A	<i>Miles de euros</i>	2016A
Activos intangibles	1.736	Total ventas	6.020
Activos tangibles	2.981	Coste de ventas	36,3
Inversiones financieras lp	486	Margen bruto	6.056
Activos por impuesto diferido	16	Gastos de personal	(847)
Activo no corriente	5.218	Suministros	(1.167)
Cuentas a cobrar	1.389	Gastos operativos	(949)
Otros deudores	-	Otros gastos	(1.562)
Efectivo y equivalentes	878	Bad debt provision	(52)
Activo corriente	2.267	EBITDA (post extraordinarios)	1.480
Total Activo	7.485	Total D&A	(202)
Fondos Propios	5.735	EBIT	1.278
Deudas a lp	4.996		
Pasivo no corriente	4.996		
Deudas con Grupo cp	(6.758)		
Deudas cp	297		
Otras cuentas por pagar	3.216		
Pasivo corriente	(3.245)		
Total Pasivo y Fondos Propios	7.485		

Fuente: EEFF proporcionados por la Dirección de la Compañía

13 Anexos

Anexo IV: Aguas del Valle del Guadiaro, S.L.U.

Compañía de Aguas

Valoración

Se ha realizado una valoración por el método de DCF, concretamente el descuento de flujos de caja libres, para obtener el Valor de Mercado de la compañía mencionada previamente. Los supuestos financieros usados en nuestra valoración son los siguientes:

► Periodo proyectado

Tendrá una duración igual a la de la concesión, la cual finaliza en noviembre de 2053. No se ha tenido en cuenta un valor terminal debido a que al final de la concesión los activos revierten al concesionario. En ese momento temporal habría un nuevo proceso competitivo que acarrearía el abono de un canon inicial y no podemos estimar con fiabilidad las posibilidades de éxito de Sotogrande y el importe del canon a pagar, debido a la incertidumbre a tan largo plazo. Adicionalmente por el efecto del valor temporal del dinero, cualquier importe mas allá de 2053 tendría un impacto no significativo.

► Ingresos

EY ha estimado un crecimiento de los ingresos en base a la inflación esperada por el FMI hasta 2021 y la expectativa de inflación del 2% fijada por el BCE en adelante, más el incremento en la demanda como resultado de las nuevas promociones inmobiliaria, en función de los siguientes factores: (i) metros cuadrados actuales construidos según el catastro y (ii) construcción prevista según las proyecciones financieras utilizadas en la valoración de Sotogrande.

► Gastos operativos y generales

EY ha considerado el nivel proyectado de gastos operativos y generales como un porcentaje sobre ingresos en base al presupuesto de la Compañía para 2017.

13 Anexos

Anexo IV: Aguas del Valle del Guadiaro, S.L.U.

Compañía de Aguas

Valoración (cont.)

► Inversiones y amortizaciones

EY ha incluido un capex de mantenimiento estimado en 400 miles de euros anuales para todo el periodo proyectado, el cual se ha estimado en base a las inversiones necesarias para hacer frente a las futuras actuaciones de mejora, renovaciones y reposiciones, según la due diligence técnica de Idom.

EY ha considerado una amortización anual para todos los activos a lo largo del periodo proyectado.

► Impuestos

EY ha considerado el tipo impositivo español del 25% en 2016 y en adelante.

► Variación del Working Capital

Las necesidades de WC se han calculado como según el ratio WC sobre ventas histórico para Compañía de Aguas en función del balance a 31 de diciembre de 2016 (-30%).

Miles de euros	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Ventas	6,095	6,095	6,095	6,350	6,440	6,534	7,012	7,256	7,345	7,955	8,232	8,383	9,099	9,212	9,453	10,147	10,256	10,307
Capital circulante	(1,850)	(1,850)	(1,850)	(1,928)	(1,955)	(1,984)	(2,129)	(2,203)	(2,230)	(2,415)	(2,499)	(2,545)	(2,762)	(2,797)	(2,870)	(3,081)	(3,114)	(3,129)
Variación de capital circulante	23	0	0	77	27	29	145	74	27	185	84	46	217	34	73	211	33	16

Miles de euros	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E	2041E	2042E	2043E	2044E	2045E	2046E	2047E	2048E	2049E	2050E	2051E	2052E	2053E
Ventas	10,988	10,998	10,998	11,671	11,671	11,671	12,385	12,385	12,385	13,143	13,143	13,143	13,948	13,948	13,948	14,801	14,801	14,801	15,707
Capital circulante	(3,336)	(3,339)	(3,339)	(3,543)	(3,543)	(3,543)	(3,760)	(3,760)	(3,760)	(3,990)	(3,990)	(3,990)	(4,234)	(4,234)	(4,234)	(4,494)	(4,494)	(4,494)	(4,769)
Variación de capital circulante	206	3	0	204	0	0	217	0	0	230	0	0	244	0	0	259	0	0	275

► Análisis de sensibilidad

Se ha realizado un análisis de sensibilidad al valor según el DCF para variaciones de la tasa de descuento en tramos de 0,5%.

13 Anexos

Anexo IV: Aguas del Valle del Guadiaro, S.L.U.

Compañía de Aguas

Valoración (cont.)

► Tasa de descuento

Con el fin de determinar el valor de los flujos de efectivo estimados para la Compañía de Aguas, EY ha calculado una tasa de descuento específica. Hemos considerado un WACC con apalancamiento basado en la muestra de compañías comparables (apalancamiento de mercado, ver Anexo III del Informe) en lugar de un apalancamiento nulo como es el caso de la Compañía de Aguas. Dicho apalancamiento de mercado maximiza el valor de la Compañía de Aguas y es coherente con el criterio de mayor y mejor uso que ha regido la elaboración de nuestra valoración.

13 Anexos

Anexo IV: Aguas del Valle del Guadiaro, S.L.U.

Compañía de Aguas

Valoración (cont.)

► Tasa de descuento

Las principales hipótesis y parámetros financieros se muestran en la siguiente tabla:

Cálculo del coste de los recursos propios	Compañía de Aguas	Cálculo del coste de la deuda	
Beta desapalancada	0,66 (a)	Euroswap	1,1% (e)
D/E a valor de mercado	51,6% (b)	Diferencial	1,3% (f)
Tasa impositiva	25,0%	Tipo impositivo	25,0%
		Coste de la deuda	1,8%
Tasa libre de riesgo	2,3% (c)	Coste medio ponderado de capital	
Beta reapalancada	0,92	Deuda	34,1% 1,8%
Prima de riesgo de mercado	6,5% (d)	Equity	65,9% 8,3%
Coste de los recursos propios	8,3%	WACC (redondeado)	6,1%

Notas:

- (a) Betas mensuales a 5 años. Se han considerado como más comparables las compañías Water Supply & Sewerage Systems y Athens Water Supply and Sewerage, debido a su tamaño y estructura de capital, por lo tanto se han ponderado con mayor peso en el cálculo de la beta desapalancada. Fuente: Capital IQ.
- (b) En base a la mediana de las compañías comparables.
- (c) Bono soberano español – 10 años, media de 3,5 años, a la Fecha de la Valoración.
- (d) Prima de riesgo del mercado en base a estudios internos de EY.
- (e) Euroswap 10 años, media de 3,5 años, a la Fecha de la Valoración.
- (f) En base al spread trimestral de los bonos BBB a la Fecha de la Valoración. Las compañías comparables cotizadas presentan un rating que varía entre A y BBB- teniendo en cuenta el menor tamaño y diversificación geográfica hemos asimilado la Compañía de Aguas a un rating BBB-.

13 Anexos

Anexo IV: Aguas del Valle del Guadiaro, S.L.U.

Compañía de Aguas
Valoración por DCF (1/2)

<i>(en miles de euros)</i>	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Ingresos diversos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ingresos agua y alcantarillado	6.020	6.020	6.020	6.271	6.360	6.454	6.926	7.167	7.254	7.857	8.131	8.280	8.987	9.099	9.337	10.022	10.129
Ingresos contratación agua	75	75	75	78	79	80	86	89	90	98	101	103	112	113	116	125	126
Ingresos totales	6.095	6.095	6.095	6.350	6.440	6.534	7.012	7.256	7.345	7.955	8.232	8.383	9.099	9.212	9.453	10.147	10.256
Gastos operativos	(4.564)	(4.614)	(4.614)	(4.807)	(4.876)	(4.947)	(5.309)	(5.494)	(5.561)	(6.023)	(6.233)	(6.347)	(6.889)	(6.975)	(7.157)	(7.683)	(7.765)
Management fee	(183)	(183)	(183)	(190)	(193)	(196)	(210)	(218)	(220)	(239)	(247)	(252)	(273)	(276)	(284)	(304)	(308)
EBITDA	1.347	1.297	1.297	1.352	1.371	1.391	1.493	1.545	1.563	1.693	1.752	1.785	1.937	1.961	2.012	2.160	2.183
Amortización	(212)	(239)	(265)	(292)	(319)	(345)	(372)	(399)	(425)	(452)	(479)	(505)	(532)	(559)	(585)	(400)	(400)
EBIT	1.135	1.059	1.032	1.060	1.052	1.046	1.121	1.146	1.138	1.241	1.274	1.279	1.405	1.402	1.427	1.760	1.783
Impuestos	(284)	(265)	(258)	(265)	(263)	(261)	(280)	(286)	(285)	(310)	(318)	(320)	(351)	(351)	(357)	(440)	(446)
NOPAT	852	794	774	795	789	784	840	859	854	931	955	959	1.054	1.052	1.070	1.320	1.337
Amortizaciones	212	239	265	292	319	345	372	399	425	452	479	505	532	559	585	400	400
Capex	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)
Variación de capital circulante	23	0	0	77	27	29	145	74	27	185	84	46	217	34	73	211	33
Flujo de caja libre	686	633	639	764	735	758	958	932	906	1.168	1.118	1.111	1.403	1.245	1.329	1.531	1.370
Ajuste periodo	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Fujo de caja libre ajustado	686	633	639	764	735	758	958	932	906	1.168	1.118	1.111	1.403	1.245	1.329	1.531	1.370
Periodo descuento (mid-year)	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	10,5	11,5	12,5	13,5	14,5	15,5	16,5
Factor de descuento	0,971	0,915	0,862	0,813	0,766	0,722	0,681	0,641	0,605	0,570	0,537	0,506	0,477	0,450	0,424	0,399	0,376
Fujo de caja libre descontado	666	579	551	621	563	547	652	598	548	666	600	562	669	560	563	611	516
Enterprise value	17.317																
Deuda financiera neta	2.830																
Valor de los FF.PP.	20.146																

Equity value (miles de euros)

5,6%	6,1%	6,6%
21.486	20.146	18.943

Precio por acción (euro/acción)

5,6%	6,1%	6,6%
3,10	3,08	3,07

13 Anexos

Anexo IV: Aguas del Valle del Guadiaro, S.L.U.

Compañía de Aguas
Valoración por DCF (2/2)

<i>(en miles de euros)</i>	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E	2041E	2042E	2043E	2044E	2045E	2046E	2047E	2048E	2049E	2050E	2051E	2052E	2053E
Ingresos diversos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ingresos agua y alcantarillado	10.181	10.852	10.862	10.862	11.527	11.527	11.527	12.233	12.233	12.233	12.982	12.982	12.982	13.776	13.776	13.776	14.619	14.619	14.619	15.514
Ingresos contratación agua	127	135	135	135	144	144	144	152	152	152	162	162	162	172	172	172	182	182	182	193
Ingresos totales	10.307	10.988	10.998	10.998	11.671	11.671	11.671	12.385	12.385	12.385	13.143	13.143	13.143	13.948	13.948	13.948	14.801	14.801	14.801	15.707
Gastos operativos	(7.804)	(8.319)	(8.327)	(8.327)	(8.836)	(8.836)	(8.836)	(9.377)	(9.377)	(9.377)	(9.951)	(9.951)	(9.951)	(10.560)	(10.560)	(10.560)	(11.207)	(11.207)	(11.207)	(11.893)
Management fee	(309)	(330)	(330)	(330)	(350)	(350)	(350)	(372)	(372)	(372)	(394)	(394)	(394)	(418)	(418)	(418)	(444)	(444)	(444)	(471)
EBITDA	2.194	2.339	2.341	2.341	2.484	2.484	2.484	2.636	2.636	2.636	2.798	2.798	2.798	2.969	2.969	2.969	3.151	3.151	3.151	3.344
Amortización	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)
EBIT	1.794	1.939	1.941	1.941	2.084	2.084	2.084	2.236	2.236	2.236	2.398	2.398	2.398	2.569	2.569	2.569	2.751	2.751	2.751	2.944
Impuestos	(449)	(485)	(485)	(485)	(521)	(521)	(521)	(559)	(559)	(559)	(599)	(599)	(599)	(642)	(642)	(642)	(688)	(688)	(688)	(736)
NOPAT	1.346	1.454	1.456	1.456	1.563	1.563	1.563	1.677	1.677	1.677	1.798	1.798	1.798	1.927	1.927	1.927	2.063	2.063	2.063	2.208
Amortizaciones	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400
Capex	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)
Variación de capital circulante	16	206	3	0	204	0	0	217	0	0	230	0	0	244	0	0	259	0	0	275
Flujo de caja libre	1.361	1.661	1.459	1.456	1.768	1.563	1.563	1.894	1.677	1.677	2.029	1.798	1.798	2.171	1.927	1.927	2.322	2.063	2.063	2.483
Ajuste periodo	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,12
Fujo de caja libre ajustado	1.361	1.661	1.459	1.456	1.768	1.563	1.563	1.894	1.677	1.677	2.029	1.798	1.798	2.171	1.927	1.927	2.322	2.063	2.063	286
Periodo descuento (mid-year)	17,5	18,5	19,5	20,5	21,5	22,5	23,5	24,5	25,5	26,5	27,5	28,5	29,5	30,5	31,5	32,5	33,5	34,5	35,5	36,5
Factor de descuento	0,355	0,334	0,315	0,297	0,280	0,264	0,249	0,234	0,221	0,208	0,196	0,185	0,174	0,164	0,155	0,146	0,138	0,130	0,122	0,115
Fujo de caja libre descontado	483	555	460	432	495	413	389	444	371	349	398	333	314	357	298	281	319	268	252	33

13 Anexos

Anexo V: Conservación de la Marina, S.L.U.

REM

Balance de Situación y Cuenta de Resultados a 31 de diciembre de 2016

<i>(en miles de euros)</i>	2016A	<i>(en miles de euros)</i>	2016A
Activos intangibles	-	Total ventas	3.008
Activos tangibles	31	Gastos de personal	(829)
Inversiones financieras lp	-	Suministros	(486)
Activos por impuesto diferido		Gastos operativos	(1.013)
Activo no corriente	31	Otros gastos	(14)
Existencias	7	Bad debt provisions	(252)
Cuentas a cobrar	386	EBITDA	415
Otros deudores	-	Gastos extraordinarios	(2)
Efectivo y equivalentes	52	EBITDA (post extraordinarios)	413
Activo corriente	445	Total D&A	11
Total Activo	476	EBIT	424
Fondos Propios	96		
Deudas a lp	-		
Pasivo no corriente	-		
Deudas con Grupo cp	(667)		
Deudas cp	13		
Otras cuentas por pagar	1.033		
Pasivo corriente	380		
Total Pasivo y Fondos Propios	476		

Fuente: EEFF proporcionados por la Dirección de la Compañía

13 Anexos

Anexo V: Conservación de la Marina, S.L.U.

REM

Valoración

Se ha realizado una valoración por el método de DCF, concretamente el descuento de flujos de caja libres, para obtener el Valor de Mercado de la compañía mencionada arriba. REM es un activo singular ya que es una concesión administrativa para el mantenimiento de una urbanización. Los supuestos financieros usados en nuestra valoración son los siguientes:

► Periodo proyectado

El periodo proyectado finaliza en 2019 debido al proceso de creación de una Entidad Urbanística de Conservación, que ha solicitado el ayuntamiento de San Roque, se prevé finalizar en dicho año y que por lo tanto dará lugar a la extinción de REM.

► Ingresos

EY ha estimado un crecimiento de los ingresos en base a la inflación esperada por el FMI hasta 2019.

► Gastos operativos y generales

Para el periodo proyectado, EY ha analizado el nivel de gastos requerido para el funcionamiento de REM. Los gastos operativos se han calculado en base al presupuesto para 2017 del margen EBITDA (23,4%) y para la determinación de la provisión por cuentas de dudoso cobro EY ha mantenido un 9,9% sobre ventas (basado en el presupuesto de 2017) para los tres años de periodo proyectado.

Inversiones y amortizaciones

Ninguna inversión en activos fijos ha sido estimada puesto que la Compañía alquila todo su equipamiento.

► Impuestos

EY ha considerado el tipo impositivo español del 25% en 2016 y en adelante.

13 Anexos

Anexo V: Conservación de la Marina, S.L.U.

REM

Valoración (cont.)

► Variación del Working Capital

Las necesidades de Working Capital se han calculado según el ratio WC sobre ventas de REM en función del balance a 31 de diciembre de 2016, que presenta un ratio negativo de 21,3%.

<i>Miles de euros</i>	2017E	2018E	2019E
Ventas	3,027	3,059	3,098
Capital circulante	(644)	(651)	(659)
Variación de capital circulante	4	7	8

► Análisis de sensibilidad

Se ha realizado un análisis de sensibilidad al valor según el DCF para variaciones de la tasa de descuento en tramos de 0,5%.

► Tasa de descuento

Con el fin de determinar el valor de los flujos de efectivo estimados para REM, EY ha calculado una tasa de descuento específica. Hemos considerado un WACC con apalancamiento basado en la muestra de compañías comparables (apalancamiento de mercado) en lugar de un apalancamiento nulo como es el caso de REM. Dicho apalancamiento de mercado (ver Anexo III del Informe) maximiza el valor de REM y es coherente con el criterio de mayor y mejor uso que ha regido la elaboración de nuestra valoración.

13 Anexos

Anexo V: Conservación de la Marina, S.L.U.

REM

Valoración (cont.)

► Tasa de descuento (cont.)

Las principales hipótesis y parámetros financieros se muestran en la siguiente tabla:

Estimación de los fondos propios		REM	Cálculo del coste de la deuda	
Beta desapalancada	0,70	(a)	Euroswap	1,1% (e)
D/E a valor de mercado	44,4%	(b)	Diferencial	1,3% (f)
Tasa impositiva	25,0%		Tipo impositivo	25,0%
			Coste de la deuda	1,8%
Tasa libre de riesgo	0,7%	(c)	Coste medio ponderado de capital	
Beta reapalancada	0,94		Deuda	30,7% 1,8%
Prima de riesgo de mercado	6,5%	(d)	Equity	69,3% 6,8%
Coste de los recursos propios	6,8%		WACC	
			WACC (redondeado)	5,3%

Notas:

- (a) Betas mensuales a 5 años. Fuente: Capital IQ.
- (b) En base a la mediana de las compañías comparables.
- (c) Bono soberano español – 10 años, media de 3,5 años, a la Fecha de la Valoración.
- (d) Prima de riesgo del mercado en base a estudios internos de EY.
- (e) Euroswap 10 años, media de 3,5 años, a la Fecha de la Valoración.

13 Anexos**Anexo V: Conservación de la Marina, S.L.U.****REM****Valoración por DCF**

<i>(en miles de euros)</i>	2017E	2018E	2019E
Ingresos totales	3.027	3.059	3.098
Operating expenses	(2.318)	(2.342)	(2.372)
Fallidos	(300)	(303)	(307)
Gastos operativos	(2.618)	(2.645)	(2.679)
Management fee	(91)	(92)	(93)
EBITDA	319	322	326
Amortización	0	0	0
EBIT	319	322	326
Impuestos	(80)	(81)	(82)
NOPAT	239	242	245
Amortizaciones	0	0	0
Capex	0	0	0
Variación de capital circulante	4	7	8
Flujo de caja libre	243	248	253
Ajuste periodo	1	1	1
Fujo de caja libre ajustado	243	248	253
Periodo descuento (mid-year)	0,5	1,5	2,5
Factor de descuento	0,975	0,925	0,879
Fujo de caja libre descontado	237	230	222

Enterprise value	689
Deuda financiera neta	705
Valor de los FF.PP.	1.394

Equity value (miles de euros)		
4,8%	5,3%	5,8%
1.399	1.394	1.390
Precio por acción (euro/acción)		
4,8%	5,3%	5,8%
3,08	3,08	3,08

13 Anexos

Anexo VI: Cálculo directo del triple NAV

Cálculo directo del triple NAV

Activos	Consolidado 31-dic-16	Ajuste Activo fijo	Ajuste Existencias	Ajuste Aguas & REM	Ajuste BINS	Ajustado 31-dic-16
ACTIVOS NO CORRIENTES						
Activos intangibles	1.806					1.806
Activos tangibles	30.507					30.507
Inversiones inmobiliarias	2.592					2.592
Activos fijos	33.099	11.350				44.449
Compañía de aguas	-			14.411		14.411
REM	-			1.298		1.298
Inversiones financieras no corrientes	768					768
Préstamos y cuentas a cobrar no disponibles para n	572					572
Otras inversiones financieras no corrientes	196					196
Impuestos diferidos de activo	9.381				29.421	38.802
Total activos no corrientes	45.054					99.729
ACTIVOS CORRIENTES						
Activos mantenidos para la venta						-
Existencias	68.763		106.333			175.096
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar-	3.305					3.277
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	2.821					2.821
Administraciones Públicas deudoras	456					456
Otros deudores	28					
Otras inversiones financieras corrientes	98					98
Caja y equivalentes	8.783					8.783
Total activos corrientes	80.949					187.254
TOTAL ACTIVOS	126.003					286.981

13 Anexos

Anexo VI: Cálculo directo del triple NAV

Cálculo directo del triple NAV (cont.)

	Consolidado	Ajuste	Ajuste	Ajuste	Ajuste	Ajuste	Ajustado
	31-dic-16	Activo fijo	Existencias	Aguas & REM	BINS	Convenio	31-dic-16
Patrimonio neto y Pasivos							
PATRIMONIO NETO							
Capital social	26.948						26.948
Prima de emisión	59.353						59.353
Reservas	(53.720)	8.513	79.750	15.710	29.421	(2.168)	77.504
Acciones y participaciones en patrimonio propias	(58)						(58)
Pérdidas consolidadas del ejercicio	(21.749)						(21.749)
Patrimonio neto atribuible a accionistas de la Sociedad Dominante	10.774						141.998 (1)
Intereses minoritarios	200						200
Patrimonio neto	10.974						142.198
PASIVO NO CORRIENTE:	93.013						124.602
Subvenciones	983						983
Provisiones no corrientes	1.010						1.010
Pasivos financieros no corrientes	88.968						91.136
Deudas con entidades de crédito	6.941						6.941
Acreedores por arrendamientos financieros	20						20
Otros pasivos financieros	82.007					2.168	84.175
Pasivos por impuesto diferido	2.052	2.838	26.583	0			31.473
PASIVO CORRIENTE:	22.016						22.016
Provisiones corrientes	250						250
Pasivos financieros corrientes-	9.889						9.889
Deudas con entidades de crédito	3.391						3.391
Acreedores por arrendamientos financieros	4						4
Otros pasivos financieros	6.494						6.494
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar-	11.877						11.877
Acreedores comerciales	11.371						11.371
Administraciones Públicas acreedoras	391						391
Otros acreedores	115						115
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	126.003						288.816
Triple NAV	141.998						141.998
Ajuste plusvalía municipal	(7.869)						(7.869)
Ajuste costes de estructura	(14.859)						(14.859)
Triple NAV ajustado	119.270						119.270
Nº total de acciones	44.913						44.913
Autocartera	(20)						(20)
Nº de acciones excluyendo autocartera	44.893						44.893
Triple NAV en euros por acción	2,66						2,66

13 Anexos

Anexo VII: Metodologías de valoración de actividad inmobiliaria

Metodologías de valoración de actividad inmobiliaria

Método Residual de Valoración

El método residual consiste en estimar el valor bruto del producto final, basado en el método de comparación para la vivienda residencial y el flujo de caja descontado para los activos de inversión, restando a partir de este valor los costes de desarrollo, incluyendo todos los costes relacionados, tales como la preparación del terreno, la construcción, licencias, arquitectos u otros cargos, honorarios, etc., así como el beneficio del promotor. A los efectos de esta valoración, el beneficio del promotor inmobiliario se ha asumido que se refleja en una tasa de descuento que se corresponde con el rendimiento anual que un promotor requeriría. La tasa de descuento se ha calculado teniendo en cuenta la ubicación y la zonificación de las parcelas y el producto a desarrollar.

Método Comparativo de Valoración

El método comparativo consiste en seleccionar comparables de propiedades similares y cuando sea necesario homogeneizar estos comparables en base a nuestro conocimiento del activo, el mercado local y la evidencia del mercado seleccionado. La selección de los comparables se ha hecho a través de los precios disponibles actuales en el mercado activo o de los precios de las transacciones del mercado recientes.

Flujo de Caja Descontado

El método de flujo de caja descontado consiste en la estimación de los flujos de efectivo operativos futuros a ser generados por el activo a ser valorado durante un período de tiempo específico, después del cual, un valor terminal es estimado; los flujos de efectivo futuros y el valor terminal son entonces descontados a la fecha de la valoración aplicando una tasa de descuento que refleja la tasa a la que un comprador informado requeriría, teniendo en cuenta la percepción del riesgo, condiciones de financiación, y otros factores relevantes.

13 Anexos

Anexo VIII: Fuentes de información

Fuentes de información

Información proporcionada por la Compañía:

- ▶ Estados financieros auditados y consolidados de Sotogrande de los últimos tres años.
- ▶ Reconciliación de los activos fijos con los estados financieros consolidados.
- ▶ Reconciliación de las existencias con los estados financieros consolidados.
- ▶ Calendario de pagos de la deuda y de los arrendamientos financieros.
- ▶ Desglose de los activos por impuesto diferidos.
- ▶ Valoraciones realizadas por el departamento de Real Estate de EY.
- ▶ Detalle del IBI (Impuesto de Bienes Inmuebles) a 2016.
- ▶ Detalle de los gastos de estructura.
- ▶ Due Diligence técnica de Idom.

Agencias

- ▶ INE
- ▶ Ministerio de Fomento: precios por metro cuadrado y transacciones de propiedades
- ▶ Banco de España
- ▶ Fondo Monetario Internacional (IMF)
- ▶ Banco Central Europeo (BCE)

Información pública de la Compañía

- ▶ Información del mercado de Sotogrande para los últimos años obtenida de BME
- ▶ Últimos hechos relevantes de la CNMV
- ▶ Bases de datos
 - ▶ Capital IQ, ThomsonOne, Bloomberg.
 - ▶ Bases de datos públicas sobre precios inmobiliarios.