



COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES
DIVISIÓN DE EMISORES
Calle Edison, 4
28006.- MADRID

Madrid, 27 de mayo de 2015

Muy señores nuestros:

Como continuación a la comunicación enviada en el día de hoy relativa a la convocatoria de Junta General Ordinaria de Accionistas para los próximos días 29 y 30 de junio de 2015, en primera y segunda convocatoria, respectivamente, con número de registro 223561, les remitimos la siguiente información:

- a) Informe del Consejo de Administración en relación con la propuesta de exclusión de negociación bursátil de las acciones de la Compañía, la correspondiente formulación de la Oferta y del precio ofrecido en la misma.
- b) Informe de valoración emitido por KPMG Asesores, S.L.

Atentamente,

Luis Valero Quirós
Secretario del Consejo de Administración

INFORME DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE COMPAÑÍA LOGÍSTICA DE HIDROCARBUROS CLH, S.A. EN RELACIÓN CON LA SOLICITUD DE EXCLUSIÓN DE NEGOCIACIÓN DE LAS ACCIONES DE CLASE A Y CLASE D DE DICHA ENTIDAD MEDIANTE LA FORMULACIÓN DE UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN

El Consejo de Administración de Compañía Logística de Hidrocarburos CLH, S.A. (la "**Sociedad**" o "**CLH**") en su reunión de 26 de mayo de 2015, ha acordado someter a la consideración y aprobación, en su caso, de la Junta General Ordinaria de Accionistas de la Sociedad, convocada para el día 29 de junio de 2015, en primera convocatoria, y para el día 30 de junio de 2015, en segunda convocatoria, la exclusión de negociación en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia de las acciones de Clase A y Clase D de la Sociedad y, como presupuesto necesario para la exclusión, la formulación a tal efecto de una oferta pública de adquisición de dichas acciones por parte de la propia Sociedad (la "**Oferta**").

En cumplimiento de lo previsto en el artículo 34.5 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores (la "**Ley del Mercado de Valores**") y en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el "**Real Decreto 1066/2007**"), el Consejo de Administración de la Sociedad ha acordado formular el presente informe, justificando detalladamente la propuesta de exclusión de negociación y el precio, así como los demás términos y condiciones de la Oferta.

I. Justificación de la propuesta de exclusión de negociación de las acciones de Clase A y Clase D de la Sociedad en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia

I.1. Solicitud de exclusión de negociación

El Consejo de Administración de la Sociedad, propone someter a la aprobación de la Junta General de Accionistas la exclusión de negociación de las acciones de Clase A y Clase D de la Sociedad en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, conforme a lo indicado a continuación.

I.2. Justificación de la exclusión

El capital social actual de la Sociedad asciende a 84.070.140 euros, representado por 70.058.450 acciones de 1,2 euros de valor nominal cada una, que están totalmente suscritas y desembolsadas.

Las acciones están distribuidas en tres clases, denominadas A, C y D:

- a) La Clase A está constituida por 90.000 acciones, que están admitidas a negociación en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia.
- b) La Clase C está constituida por 68.279.401 acciones, no admitidas a negociación oficial.
- c) La Clase D está constituida por 1.689.049 acciones, que están admitidas a negociación en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia.

Las acciones de las Clases A y D están representadas por medio de anotaciones en cuenta, mientras que las acciones de la Clase C están representadas por medio de títulos nominativos.

A fecha del presente informe, los accionistas significativos de la Sociedad son las sociedades Oman Oil Company, S.A.O.C.; Compañía Española de Petróleos, S.A.; Repsol, S.A.; Kutxabank, S.A.; BP, PLC; Stichting Pensionfonds Zorg en Welzijn; Her Majesty the Queen in right of Alberta; AMP Capital Investors (CLH NO.2) BV; BCIMC CLH Investment Partnership; Ardian, S.A.; D. Juan Carlos Escotet Rodríguez; y GIP II Palma Luxco II, S.À.R.L. Dichos accionistas significativos son titulares, conjuntamente, de un 99,15% del capital social, lo que acredita un alto grado de concentración accionarial.

En consecuencia, el denominado "capital flotante" (*free float*) que se encuentra en la actualidad distribuido entre el público representa, aproximadamente, el 0,8547% del capital social. Esta reducida dispersión accionarial impide que se alcancen niveles de difusión adecuados para la negociación de las acciones de Clase A y Clase D de la Sociedad en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, presentando tradicionalmente la negociación de las acciones en Bolsa un volumen de contratación muy bajo.

La falta de liquidez y los bajos niveles de contratación y volumen de negociación hacen que el precio de cotización de la acción de la Sociedad pueda no reflejar el verdadero valor de la Sociedad lo que, en opinión del Consejo de Administración de CLH, no beneficia en modo alguno a la Sociedad y a sus accionistas, habiéndose constatado que esta falta de liquidez ha provocado una reducción relevante del seguimiento de la acción por parte de analistas y de expertos.

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

A la vista de la situación expuesta, el Consejo de Administración somete a la consideración de la Junta General de Accionistas de la Sociedad el correspondiente acuerdo de exclusión de negociación, mediante la formulación de la Oferta por parte de la propia Sociedad.

I.3. Procedimiento de exclusión

La exclusión de negociación en las Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia de las acciones de Clase A y Clase D de la Sociedad se realizará, en caso de aprobación de la exclusión por la Junta General de Accionistas, mediante la formulación de la Oferta, la cual se dirigirá a todos los valores afectados por la exclusión, conforme a lo previsto en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007.

No obstante, los accionistas significativos Compañía Española de Petróleos, S.A., Repsol, S.A., y BP Oil España, S.A.U., titulares directos de un total de 90.000 acciones de Clase A y de 1.090.259 acciones de Clase D, representativas del 100% de las acciones de Clase A y del 64,55% de las acciones de Clase D de la Sociedad y, conjuntamente, del 1,68% del capital social de la Sociedad, se han comprometido de forma irrevocable a votar a favor de la exclusión e inmovilizar las acciones de Clase A y Clase D de su titularidad durante el término de la Oferta. Por lo tanto, la Oferta se dirige de manera efectiva a un número máximo de 598.790 acciones de Clase D, representativas, conjuntamente, del 35,45% de las acciones de dicha Clase D y del 0,8547% del capital social.

De conformidad con lo previsto en el segundo párrafo del artículo 10.4 del Real Decreto 1066/2007, la Oferta se formulará por parte de la propia Sociedad siempre que la operación cuente con la aprobación de la Junta General de Accionistas.

En cumplimiento de lo previsto en el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, el Consejo de Administración prevé por tanto someter a la consideración y, en su caso, aprobación de la Junta General de Accionistas de la Sociedad, los siguientes acuerdos sociales en relación con la Oferta:

- (i) Exclusión de negociación de las acciones de las clases A y D de la Sociedad en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao.
- (ii) Formulación, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores y en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, de una oferta pública de adquisición de sus propias acciones de las clases A y D por parte de la Sociedad para su exclusión de cotización bursátil. Delegación de facultades en el Consejo de Administración.

Una vez adoptados los referidos acuerdos por la Junta General de Accionistas de la Sociedad, la Sociedad presentará, lo antes posible y dentro de los plazos legales correspondientes, ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su examen y aprobación, en su caso, la solicitud de autorización de la Oferta junto con el resto de documentación complementaria prevista en el Real Decreto 1066/2007.

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

II.1. Justificación de la contraprestación de la Oferta

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

La contraprestación por cada acción de Clase D de la Sociedad será de 39,46 euros.

Dicho precio cumple con los criterios establecidos en el artículo 10.6 del Real Decreto 1066/2007 ya que no es inferior al mayor que resulta entre el precio equitativo a 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 respectiva relevancia, los métodos contenidos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, cumpliendo, por tanto, con todos los requisitos legales para ser considerado un precio equitativo.

Igualmente se hace constar que la Sociedad ha designado a la entidad KPMG Asesores, S.L., sociedad de nacionalidad española, con domicilio en Paseo de la Castellana, 95, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid en la Hoja M-249.480 y titular de N.I.F. B-82498650 ("**KPMG**") como experto independiente para la elaboración de un informe de valoración de las acciones de la Sociedad, atendiendo a los criterios y métodos previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007. A estos efectos, KPMG ha emitido, con fecha 26 de mayo de 2015, el correspondiente informe de valoración (el "**Informe de Valoración**").

Los resultados descritos en el Informe de Valoración, en aplicación de los distintos métodos previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, junto con la justificación de su respectiva relevancia, son los que se exponen a continuación:

A) Valor teórico contable o neto patrimonial de la Sociedad

Tomando como base los estados financieros de la Sociedad a 31 de diciembre de 2014, de acuerdo con este método de valoración, el valor de las acciones de la Sociedad es de 2,82 euros por acción.

El valor obtenido mediante la aplicación del valor teórico contable es inferior al obtenido por otros métodos de valoración.

KPMG ha considerado que este método es de reducida relevancia a la hora de valorar las acciones de la Sociedad, dado que se trata de un método estático, que no toma en cuenta los rendimientos ni flujos de caja futuros ni, necesariamente, el valor de mercado de los activos, considerando que la aplicación de otros métodos resulta más adecuada para conocer el valor real de las acciones.

B) *Valor liquidativo de la Sociedad*

El valor liquidativo es un método de valoración que refleja el valor de una empresa en una disolución y cese definitivo de las actividades y se basa en la estimación del 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.

De acuerdo con el Informe de Valoración, mediante la aplicación de esta metodología se obtendría un valor significativamente inferior a los obtenidos mediante la aplicación del resto de métodos considerados. Como consecuencia de lo anterior, KPMG no ha estimado preciso el cálculo del valor liquidativo a efectos de la determinación del valor de mercado de las acciones de la Sociedad.

C) *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.*

KPMG ha analizado la cotización media ponderada de las acciones de la Sociedad durante los seis meses anteriores al anuncio de la propuesta de exclusión. En este sentido, el resultado de la aplicación de la metodología de cotización media ponderada asciende a 35,69 euros por acción.

Pese a que la cotización bursátil es con frecuencia la mejor referencia para determinar el valor de mercado de las acciones de sociedades cotizadas, como consecuencia del escaso "free float" y el bajo volumen diario de negociación de las acciones de la Sociedad en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao, KPMG considera que este método tiene únicamente relevancia media en el caso analizado.

D) *Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad en ofertas públicas de adquisición en el año precedente*

Este método de valoración no resulta de aplicación en este caso, ya que no han existido ofertas públicas de adquisición en el año precedente.

E) *Otros métodos de valoración aplicables al caso*

KPMG ha aplicado otros métodos de valoración comúnmente aceptados por la comunidad financiera internacional, de conformidad con lo establecido en el artículo 10.5.e) del Real Decreto 1066/2007, tales como la valoración en base al método de descuento de flujos de caja, la valoración en base a múltiplos de compañías cotizadas comparables y transacciones recientes comparables, y la valoración en base a transacciones precedentes realizadas entre los accionistas de CLH.

En este sentido, considerando todas las circunstancias concurrentes, KPMG considera que el método de valoración más relevante es el de descuento de flujos de caja estimados a partir del Plan de Negocio aprobado por el Consejo de Administración. Considera asimismo una referencia de valor muy relevante el precio pagado por distintos inversores en la adquisición de un paquete significativo de las acciones de CLH durante los ejercicios 2013 y 2014. Finalmente, como métodos de contraste, considera tanto los valores resultantes de la aplicación de múltiplos de mercado (compañías cotizadas comparables y transacciones precedentes), así como el valor de cotización de la acción de CLH (antes descrito).

Se describe brevemente a continuación el resultado del análisis de KPMG en relación con los métodos de valoración mencionados.

(i) Descuento de flujos de caja

Como se ha señalado, KPMG considera que éste es el método de valoración más relevante para la estimación del valor de la acción de la Sociedad, siendo además un método generalmente aceptado por los expertos en valoración, tanto desde un punto de vista teórico como práctico, como uno de los métodos que más eficientemente incorpora el resultado de evaluar todos los factores que afectan al negocio, considerando la Sociedad como un proyecto de inversión.

Este método es dinámico y asume que el valor de un conjunto de activos y pasivos se corresponden con el valor descontado de los flujos de caja que se espera que sean generados por los mismos, en base a determinadas hipótesis, actualizados a una tasa que tenga en consideración sus riesgos específicos. A dicho cálculo se agrega la

deuda financiera neta a la fecha de valoración, así como el valor que se estime con criterios de mercado para los activos y pasivos (registrados o no) que no se hubieran considerado en los conceptos anteriores.

La estimación de los flujos libres de caja futuros se ha basado en el Plan de Negocio para el periodo 2015-2018 aprobado por el Consejo de Administración en fecha 8 de abril de 2015, así como en el presupuesto del ejercicio 2015, también aprobado por el Consejo.

El rango de valor de la acción de la Sociedad resultado de la aplicación del método de descuento de flujos de caja a fecha de emisión del Informe de Valoración es de entre 34,92 y 39,46 euros por acción.

(ii) Múltiplos de compañías cotizadas comparables

La metodología de valoración mediante la utilización de múltiplos de sociedades cotizadas comparables se fundamenta en la comparabilidad de la Sociedad y las empresas de referencia de las que se obtienen dichos múltiplos. La comparación se lleva a cabo mediante el cálculo de unos múltiplos que relacionan el valor de una sociedad con distintas partidas de la cuenta de resultados (fundamentalmente el EBITDA). Posteriormente, estos ratios se aplican a las magnitudes financieras de la empresa objeto de valoración (en este caso, la Sociedad), teniendo en cuenta la evolución histórica del negocio y sus expectativas de evolución en el futuro. Al valor obtenido se agrega o deduce la deuda financiera neta a la fecha de valoración y en su caso el valor de otros activos y pasivos no considerados en el valor de los negocios.

El rango de valor de la acción de la Sociedad resultante de la aplicación del método de múltiplos de sociedades cotizadas comparables obtenido por KPMG es de entre 37,71 y 38,17 euros por acción.

KPMG considera que las diferencias de la Sociedad con la muestra de compañías comparables limita la relevancia del análisis. Por lo tanto, considera esta metodología fundamentalmente apropiada como método de contraste.

(iii) Múltiplos de transacciones comparables

La metodología de valoración mediante transacciones comparables consiste en estimar el valor de una sociedad basándose en múltiplos que se obtienen de transacciones privadas de compañías comparables. La muestra escogida por KPMG considera transacciones materializadas desde 2010 de compañías cuya actividad principal es el transporte y almacenaje de productos petrolíferos, así como del transporte de otras energías a nivel internacional, de las que se disponga de información pública respecto a su precio.

El rango de valor resultante de la aplicación del método de transacciones comparables es de entre 38,10 y 38,73 euros por acción.

KPMG considera que las diferencias de la Sociedad con la muestra de compañías comparables limita la relevancia del análisis y, por tanto, se considera esta metodología fundamentalmente apropiada como método de contraste.

(iv) Transacciones precedentes realizadas sobre acciones de CLH

De acuerdo con el análisis realizado teniendo en cuenta las transacciones precedentes realizadas entre accionistas de CLH desde 2001 el valor de la acción de CLH se sitúa, en caso de paquetes accionariales con un determinado nivel de control, en un rango entre 33,09 y 38,32 euros.

KPMG considera el rango de valoración resultante de la aplicación de este método como una referencia muy relevante para determinar el valor de la acción de la Sociedad.

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

Método de valoración	Rango de valor por acción	Valor por acción	Relevancia
Valor teórico contable (a 31 de diciembre de 2014)	2,82 €	2,82 €	No relevante
Valor liquidativo	Inferior a los demás	Inferior a los demás	N/A
Cotización media ponderada de las acciones durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de propuesta de exclusión (26 de mayo de 2015)	35,69 €	35,69 €	Media
Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad en ofertas públicas de adquisición en el año precedente	N/A	N/A	N/A
Descuento de flujos de caja	34,92 - 39,46 €	37,19 €	Muy alta
Múltiplos de compañías cotizadas comparables	37,71 - 38,17 €	37,94 €	Contraste
Múltiplos de transacciones comparables	38,10 - 38,73 €	38,42 €	Contraste
Transacciones precedentes realizadas sobre acciones de CLH	29,78 - 38,32 €	34,05 €	Muy alta

Con base en lo anterior, KPMG considera que el rango de valoración de las acciones de CLH se encuentra entre 34,92 y 39,46 euros por acción.

De acuerdo con lo anterior, por las razones indicadas y con arreglo al Informe de Valoración, el Consejo de Administración considera que el descuento de flujos de caja y las transacciones precedentes realizadas sobre acciones de CLH deben considerarse los métodos más relevantes, y que, en base a los mismos, una valoración razonable de las acciones de CLH se situaría entre 34,92 y 39,46 euros por acción. Tomando en consideración las características de las acciones objeto de la oferta, se propone como precio para la Oferta el de 39,46 euros por acción, considerando el Consejo de Administración que cumple con lo establecido en el artículo 10.6 del Real Decreto 1066/2007, ya que no es inferior al mayor que resulta entre el precio equitativo al que se refiere el artículo 9 de dicho cuerpo legal y el que resulta de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su relevancia, los métodos contenidos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007 y expuestos anteriormente, cumpliendo por tanto con los requisitos legales para ser considerado precio equitativo.

II.2. Propuesta de oferta pública de adquisición de acciones

De conformidad con lo establecido en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, una vez adoptado, en su caso, el acuerdo de exclusión de cotización de las acciones de Clase A y Clase D de la Sociedad por parte de la Junta General de Accionistas, se presentará ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para su examen y, en su caso, autorización, la solicitud de autorización de la Oferta acompañada del folleto explicativo y demás documentos requeridos de conformidad con la normativa aplicable.

Los términos de la Oferta, con sujeción a lo previsto en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, que el Consejo de Administración prevé proponer a la Junta General de Accionistas son los siguientes:

(a) *Finalidad*

La Oferta se formula con la finalidad de promover la exclusión de negociación en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia de las acciones de la Clase A y Clase D 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 34 de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007.

(b) *Valores a los que se dirige la Oferta*

La Oferta se dirigirá a todas las acciones de Clase A y Clase D de la Sociedad, salvo a aquellas cuyos titulares hubieran votado a favor de la exclusión y que, adicionalmente, inmovilicen sus valores hasta que transcurra el plazo de aceptación al que se refiere el artículo 23 del Real Decreto 1066/2007.

En este sentido, determinados accionistas significativos de la Sociedad (en concreto, Compañía Española de Petróleos, S.A., Repsol, S.A., y BP Oil España, S.A.U.), titulares directos de un total de 90.000 acciones de Clase A y 1.090.259 acciones de Clase D, representativas en conjunto del 1,68% del capital social de la Sociedad, han acreditado ante la Sociedad la inmovilización de sus acciones de dichas Clases comprometiéndose a no acudir a la Oferta y mantener la citada inmovilización hasta que concluya su plazo de aceptación. En consecuencia, la Oferta se dirigirá de forma efectiva a las acciones de Clase D remanentes, esto es, un total de

598.790 acciones de Clase D, representativas de un 0,8547% del capital social.

Al no encontrarse emitidos derechos de suscripción, obligaciones convertibles o canjeables en acciones, *warrants*, ni cualesquiera otros valores, ni instrumentos que den derecho, directa o indirectamente, a la suscripción o adquisición de acciones de la Sociedad, la Oferta no se dirigirá a tales valores o instrumentos.

(c) *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 fija en la cantidad de treinta y nueve euros con cuarenta y seis céntimos de euro (€ 39,46.-). Dicho precio ha sido fijado, conforme a los criterios establecidos en el artículo 10.5 y 10.6 del Real Decreto 1066/2007.

Desde el momento de convocatoria de la Junta General estarán a disposición de los accionistas: (i) el presente informe del Consejo de Administración en relación con la propuesta de exclusión y la Oferta, incluyendo una justificación del precio a ofrecer en la misma; y (ii) el Informe de Valoración de la Sociedad elaborado por KPMG.

Con el fin de garantizar el pago del precio de las acciones que se adquieran en el marco de la Oferta, la Sociedad, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 15 del Real Decreto 1066/2007, procederá a obtener el oportuno aval bancario.

(d) *Ausencia de condiciones*

La efectividad de Oferta no se sujeta a condición alguna, sin perjuicio de la necesaria obtención de la preceptiva autorización de la Oferta por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

(e) *Compraventas forzosas*

Al tratarse de una oferta pública de adquisición formulada por la Sociedad sobre sus propias acciones para la exclusión de negociación de las mismas no se darán en ningún caso las condiciones para el ejercicio de los derechos de compra y venta forzosas previstos en el artículo 60 *quáter* de la Ley del Mercado de Valores y el artículo 47 del Real Decreto 1066/2007.

III. Conclusiones

Por todo lo anterior, el Consejo de Administración entiende que, atendiendo a criterios de economía y eficacia en el desarrollo de la actividad y según la estructura de la Sociedad, la exclusión de negociación se justifica y es razonable en la medida en que supondría la simplificación de su funcionamiento y permitiría ahorrar los costes fijos directos e indirectos en los que incurre la Sociedad por su condición de sociedad cotizada.

Asimismo, el Consejo de Administración estima, por las razones antes indicadas, que de entre todos los métodos de valoración aplicables, el descuento de los flujos de caja y el de las transacciones precedentes realizadas sobre acciones de CLH son los que mejor reflejan el valor de las acciones de de la Sociedad. De acuerdo con el mismo, el precio de 39,46 euros por acción, que el Consejo de Administración propone a la Junta General de Accionistas para la Oferta, está comprendido dentro del rango resultante de aplicar dicha metodología y, por lo tanto, es conforme a lo establecido en el Real Decreto 1066/2007.

* * *



cutting through complexity

Compañía Logística de Hidrocarburos CLH, S.A.

Informe de valoración en el entorno de OPA por
exclusión

26 de mayo de 2015





KPMG Asesores, S.L.
Edificio Torre Europa.
Paseo de la Castellana, 95
28046 Madrid

Tel +34 91 456 34 00
Fax +34 91 555 01 32
Internet: www.kpmg.es

Privado y confidencial

Compañía Logística de Hidrocarburos CLH, S.A.
Calle Titán, 13
28045 Madrid

26 de mayo de 2015

A la atención del Consejo de Administración

Muy señores nuestros,

Nos complace presentarles nuestro informe de valoración independiente (en adelante el “Informe”) de la totalidad de las acciones de Compañía Logística de Hidrocarburos CLH, S.A. (en adelante “CLH” o “la Sociedad”) que se prepara en el marco de una posible oferta pública de adquisición por exclusión de las acciones de la misma (en adelante la “OPA”).

Nuestro Informe ha sido preparado exclusivamente para su utilización por parte del Consejo de Administración de CLH, siguiendo los criterios establecidos en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de Julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante “RD 1066/2007”), y KPMG Asesores, S.L. (en adelante “KPMG”) autoriza su puesta a disposición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante “CNMV”) y de los accionistas de CLH, en el contexto de la operación y su incorporación, en su caso, como anexo al folleto explicativo de la OPA. No deberá ser utilizado con otra finalidad, no estando permitido realizar copias ni hacer referencias al mismo ni divulgarlo, parcial o totalmente, sin nuestro consentimiento previo y por escrito. En la medida en que no resulte contrario a la Ley, no aceptaremos responsabilidad alguna frente a terceras partes distintas de CLH con respecto a nuestro trabajo o al Informe indicado.

KPMG se dedica de forma habitual, desde su departamento de Corporate Finance, entre otras actividades, a la valoración de compañías y ramas de negocio a efectos de procesos de fusiones y adquisiciones o de otras transacciones societarias. En la preparación del presente Informe y en la ejecución del trabajo que soporta el mismo, KPMG ha actuado exenta de conflictos de interés. La estimación de nuestros honorarios se ha realizado en función del equipo necesario y la experiencia de sus profesionales, la naturaleza del servicio y el tiempo necesario para la realización del mismo. Los honorarios acordados son fijos e independientes del resultado de la operación propuesta.

Aspectos a considerar

Este documento ha sido preparado sobre la base de información pública, así como con información suministrada por CLH, no habiendo llevado a cabo ninguna verificación independiente de dicha información.

Nuestro trabajo constituye una valoración independiente y no supone recomendación alguna a los accionistas ni a terceros acerca de la posición a tomar en relación con una posible adquisición o enajenación de las acciones de CLH. En este sentido, cualquier receptor de este Informe acepta ser el único responsable en la determinación del grado de influencia que en la toma de decisiones asignen a nuestro trabajo.

Nuestra valoración se ha realizado considerando la información financiera a 31 de diciembre de 2014. El análisis de valor se ha realizado, fundamentalmente, durante el mes de febrero y marzo de 2015. Las conclusiones de nuestro trabajo han tenido en consideración la última información macroeconómica y de mercado así como la evolución de la Sociedad hasta la fecha de este Informe, considerando que las conclusiones de nuestro trabajo son válidas a 31 de diciembre de 2014 y a la fecha de este Informe.

KPMG, 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, ni ha sometido dicha información a ningún proceso de verificación, no asumiendo por tanto responsabilidad alguna acerca de la veracidad y exactitud de los datos y de la información utilizada, la cual hemos asumido como exacta y fiable. El trabajo realizado tampoco ha consistido en la realización de una due diligence ni trabajo similar que permita la evaluación de la situación fiscal, legal, laboral, registral, contable, medioambiental, técnica, operativa, de mercado/competitiva o de otro tipo.

Esta carta debe ser leída junto con el Informe de valoración adjunto a la misma.

La red de firmas de KPMG no ha asesorado a CLH en relación con la OPA ni ha participado en negociaciones con respecto a los términos de esta transacción. En todo caso, adicionalmente, el equipo de Corporate Finance que está efectuando esta valoración no está llevando a cabo en este proceso ningún otro trabajo distinto al indicado arriba para la Sociedad.

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

Atentamente,



Manuel Santillana
Socio
KPMG Asesores, S.L.



Resumen ejecutivo

04

Antecedentes

07

Objetivo de nuestro trabajo

17

Alcance y procedimientos
de nuestro trabajo

19

Metodologías de valoración

24

Resultados y conclusiones
de nuestro trabajo

80

Anexos

- Anexo 1: Análisis macroeconómico
- Anexo 2: Certificado de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid
- Anexo 3: Glosario de términos



cutting through complexity

Resumen ejecutivo

Antecedentes	<p>CLH es una empresa cotizada en el mercado de corros electrónicos cuya principal actividad es el transporte y almacenamiento de productos petrolíferos en España y una de las mayores compañías privadas dentro de su sector a nivel internacional.</p> <p>El Consejo de Administración de CLH tiene previsto llevar a cabo una OPA de exclusión de las acciones de la Sociedad.</p>
Objetivo de nuestro trabajo	<p>KPMG ha sido contratado por el Consejo de Administración de CLH con el objetivo de realizar una valoración de la totalidad de las acciones de CLH, de acuerdo con las metodologías de valoración establecidas en el RD 1066/2007 en el marco de una posible OPA por exclusión de sus acciones.</p>
Metodologías de valoración de acuerdo con el RD 1066/2007	<p>Las metodologías de valoración que se han considerado de aplicación, de acuerdo con el artículo 10.5 del RD1066/2007, así como otras que se han considerado de aplicación según el experto independiente, han sido las siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Valor teórico contable o neto patrimonial (en adelante “VTC”) de la Sociedad y, en su caso, del grupo consolidado, calculado de acuerdo con los últimos estados financieros auditados a 31 de diciembre de 2014. ■ Valor liquidativo de la sociedad y en su caso, del grupo consolidado. ■ Cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado. ■ Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del presente Informe. ■ Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como: <ul style="list-style-type: none"> – Metodología del descuento de flujos de caja (DCF). – Metodología de múltiplos de mercado: <ul style="list-style-type: none"> ■ Compañías cotizadas comparables. ■ Transacciones comparables. – Transacciones precedentes realizadas sobre acciones de CLH.

Resultados de nuestro trabajo

Valor estimado de CLH					
Criterio/método aplicado	Valor de los fondos propios (EqV)		Rango de valor por acción ⁽¹⁾		Valor por acción ⁽²⁾
Importes en millones de euros y euros por acción					
Valor teórico contable de Grupo CLH a 31 de diciembre de 2014	198		2,82		2,82
Valor teórico contable de CLH (a nivel individual) a 31 de diciembre de 2014	184		2,63		2,63
Valor liquidativo	Inferior a todos los demás				
Cotización media ponderada de las acciones durante el semestre inmediatamente anterior					
A 26 de mayo de 2015	2.500		35,69		35,69
Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión	No existe				
Otros métodos de valoración generalmente aceptados					
Descuento de flujos de caja ⁽³⁾	2.446	2.765	34,92	39,46	37,19
Múltiplos de compañías cotizadas comparables	2.642	2.674	37,71	38,17	37,94
Múltiplos de transacciones precedentes	2.670	2.713	38,10	38,73	38,42
Transacciones sobre acciones de CLH ⁽⁴⁾	2.318	2.684	33,09	38,32	35,70

Notas: ⁽¹⁾ Número de acciones: número total de acciones neto de autocartera a la fecha de valoración de acuerdo con la información facilitada por la Sociedad (70.058.450 acciones).

⁽²⁾ Se corresponde con el valor medio del rango de valor por acción.

⁽³⁾ Rango de valor considerando $\pm 0,25\%$ sobre WACC y $\pm 0,25\%$ sobre g, siendo el valor medio la media del rango.

⁽⁴⁾ Transacciones realizadas como consecuencia de la aprobación del Real Decreto-Ley 6/2000, de 23 de junio, de Medidas Urgentes de Intensificación de la Competencia de Mercados de Bienes y Servicios, dispone en su artículo 1 (en adelante el "RDL 6/2000"), la ampliación del accionariado de CLH, limitando la participación directa o indirecta en su accionariado, en una proporción no superior al 25% del capital o de los derechos de voto de la entidad, y disponiendo que la suma de las participaciones, directas o indirectas, de aquellos accionistas con capacidad de refino en España no podrá superar el 45%.

Un detalle de la aplicación de dichos métodos y/o criterios, así como de las consideraciones sobre su respectiva relevancia se incluye en la aplicación de cada método según lo detallado en este Informe.

Conclusiones de nuestro trabajo

De acuerdo con los objetivos y alcance de nuestro trabajo descritos en este Informe y los métodos y criterios de valoración analizados, concluimos que, tanto a la fecha de la valoración así como a la fecha de este Informe, el valor por acción de CLH se sitúa en un rango comprendido entre 34,92 euros y 39,46 euros por acción, que se corresponde con el rango resultante de la aplicación del descuento de flujos de caja.



cutting through complexity

Antecedentes

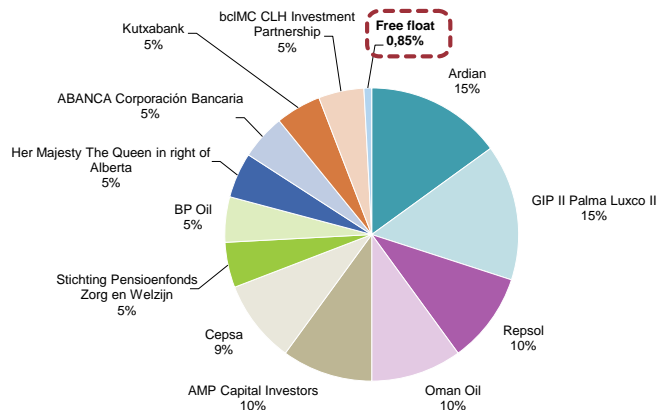
Descripción de CLH

CLH es el líder en el mercado español del transporte y almacenamiento de productos de petróleo con más de 80 años experiencia y una cuota de mercado de más del 80%. Su principal actividad es el transporte y almacenamiento de productos refinados de aceite como gasolina, diésel, de uso industrial y combustible de aviaciones por la cuenta de los petroleros grandes con presencia en España.

CLH recibe los productos de petróleo de refinarias o terminales marítimos y los almacena y transporta para distribución final a sus clientes por medio de sus muelles de carga de camiones cisternas.

CLH es una sociedad cotizada en las cuatro Bolsas de Valores de España.

Accionistas



Transacciones accionariales recientes

Como consecuencia del RDL 6/2000, se han producido varias transacciones accionariales, siendo las más recientes:

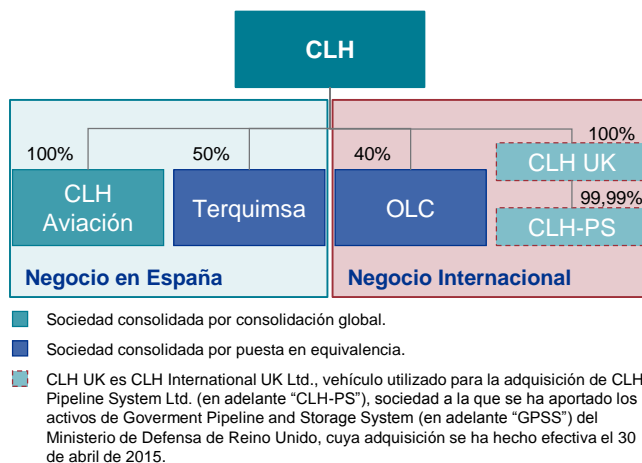
- Durante 2014: GIP adquiere el 15% de CLH a varios accionistas.
- Diciembre 2013: Ardian adquiere un 5% adicional de CLH, al adquirir el 5% de Cepsa.
- Julio 2013: bciMC compra el 5% de CLH a Galp.
- Marzo 2011. Ardian adquiere el 10% de CLH a Grupo DISA.

En el apartado de metodologías de valoración de este Informe se encuentra un mayor detalle de las transacciones precedentes sobre acciones de CLH.

Principales magnitudes financieras

Principales cifras	2011 H	2012 H	2013 H	2014 H
Importes en miles de euros				
Cifra de negocio	615.747	589.580	574.479	575.394
% variación	5,1%	(4,2)%	(2,6)%	0,2%
Ebitda	324.626	305.034	307.622	314.460
Margen Ebitda	52,7%	51,7%	53,5%	54,7%
Ebit	240.032	226.244	228.674	235.028
Margen Ebit	39,0%	38,4%	39,8%	40,8%
Resultado neto	162.763	147.875	164.164	156.875
Dividendo pagado	152.517	147.676	152.966	161.457
Ratio Pay-out	93,7%	99,9%	93,2%	102,9%
Total activos	1.952.012	1.887.743	1.998.529	2.008.446
Patrimonio Neto	196.582	182.433	208.800	197.522
DFN	(816.584)	(862.957)	(842.620)	(817.578)
Deuda/Ebitda	2,5x	2,8x	2,7x	2,6x

Grupo CLH

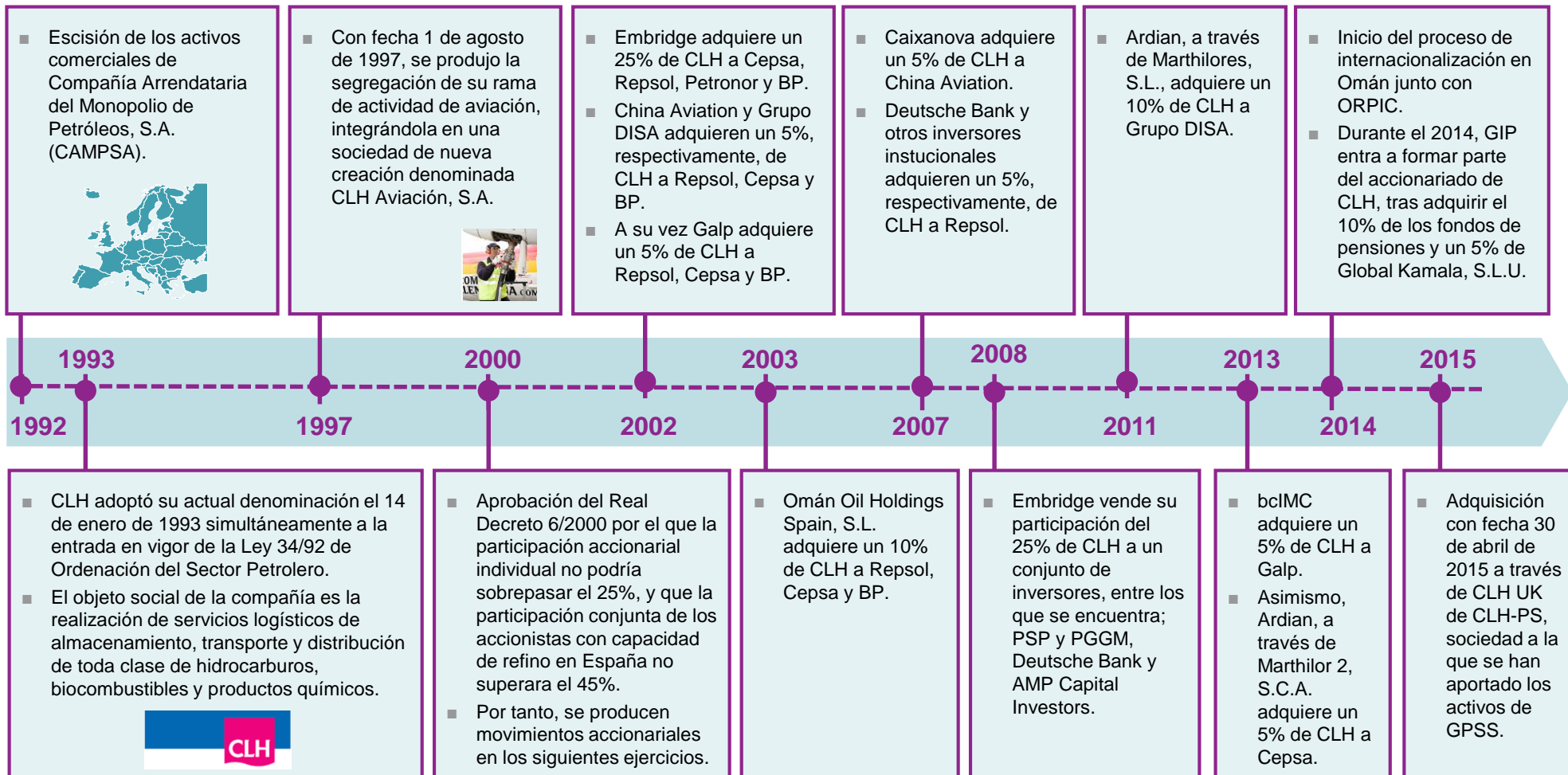


Perspectivas de futuro

De acuerdo con su plan estratégico, CLH tiene previsto un plan de inversiones para garantizar el mantenimiento de sus infraestructuras, cuyas principales vías de actuación son:

- Ampliación de capacidades.
- Nuevas instalaciones de almacenamiento en Salamanca y Bilbao.
- Finalización de oleoducto Torrejón – Barajas.
- Integridad oleoductos.
- Protección medioambiental en instalaciones de almacenado y aeroportuarias.
- Continuar el proceso de expansión internacional, iniciado en:
 - Omán: en el ejercicio 2014 constituye una empresa mixta junto con ORPIC.
 - Reino Unido: adquisición del 99,99% de CLH-PS, a través de CLH UK.

Principales hitos



Fuente: Página web de la Sociedad, CCAA, hechos relevantes publicados en la CNMV e información facilitada por la Dirección de CLH.

Líneas de actividad

Servicios logísticos de almacenamiento y transporte

Recepción

Almacenamiento

Transporte entre puntos

Servicios de bunker y fuelóleos.

Almacenamiento de existencias de seguridad

Reservas estratégicas de operadores y agencias centrales

Servicios de valor añadido en logística

Aditivación de calidad

Control en laboratorios propios.

Almacenamientos y puesta a bordo en aeropuertos

Almacenamiento y puesta a bordo en aeronaves de combustibles y lubricantes

Servicios Internacionales

Consultoría e inversión

Funcionamiento

Recepción

Recepción productos petrolíferos:

- Gasolinas.
- Gasóleos.
- Fuelóleos.
- Querosenos.
- Combinados aviación.

Transporte y almacenamiento

- Red de más de 4.000km de oleoductos que conectan los puntos de recepción de los combustibles con las instalaciones de almacenamiento.
- Dispone de más de 39 instalaciones de almacenamiento.

Entrega

La entrega se realiza en las propias instalaciones que se encuentran operativas permanentemente y en las instalaciones aeroportuarias.

Presencia geográfica

Presencia geográfica a nivel nacional

Su actividad está centrada a nivel nacional, península ibérica y baleares.



Presencia geográfica a nivel internacional

A nivel internacional, su actividad se encuentra en:

- Omán: a través de una empresa mixta constituida en el ejercicio 2014, con Oman Oil Refineries and Petroleum Company (ORPIC) para la construcción y explotación de infraestructuras logísticas, con una planta de almacenamiento en Muscat.
- Reino Unido: adquisición con fecha 30 de abril de 2015 a través de CLH UK de CLH-PS, sociedad a la que se han aportado los activos de GPSS, compuestos por una red de oleoductos de 2.000 kilómetros y 16 instalaciones de almacenamiento.

Balance de situación

Balance de situación	2013	2014
Cifras en miles de euros		
Inmovilizado intangible	4.418	4.669
Inmovilizado material	1.009.100	989.831
Inversiones inmobiliarias	18.290	18.260
Inversiones en empresas del grupo y asociadas	11.908	16.688
Activos financieros no corrientes	393	389
Activos por impuesto diferido	45.137	46.874
Instrumentos derivados	346	-
Otros activos no corrientes	80	19
Activo no corriente	1.089.672	1.076.730
Existencias	27.543	26.681
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	868.909	894.366
Otros activos financieros corrientes	917	807
Activos por impuestos corrientes	-	-
Inversiones financieras corrientes	9.756	8.155
Periodificaciones	1.663	1.645
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	69	62
Activo corriente	908.857	931.716
TOTAL ACTIVO	1.998.529	2.008.446
Capital	84.070	84.070
Prima de emisión	-	-
Reservas	92.426	103.624
Dividendo complementario	39.471	38.154
Resultado del ejercicio	164.164	156.875
(Dividendo a cuenta)	(113.495)	(123.303)
Ajustes por cambio de valor	(18.365)	(23.744)
PATRIMONIO NETO	208.800	197.522
Provisiones a largo plazo	35.489	33.129
Deudas con entidades de crédito	515.140	565.535
Otros pasivos no corrientes	33.089	37.405
Pasivos por Impuesto diferido	17.190	15.159
PASIVO NO CORRIENTE	600.908	651.228
Deudas con entidades de crédito	271.033	190.321
Acreedores arrendamiento financiero cp	48.099	43.286
Pasivos por impuesto corriente	1.833	1.445
Otros pasivos corrientes	867.856	924.644
PASIVO CORRIENTE	1.188.821	1.159.696
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	1.998.529	2.008.446

Cuenta de pérdidas y ganancias

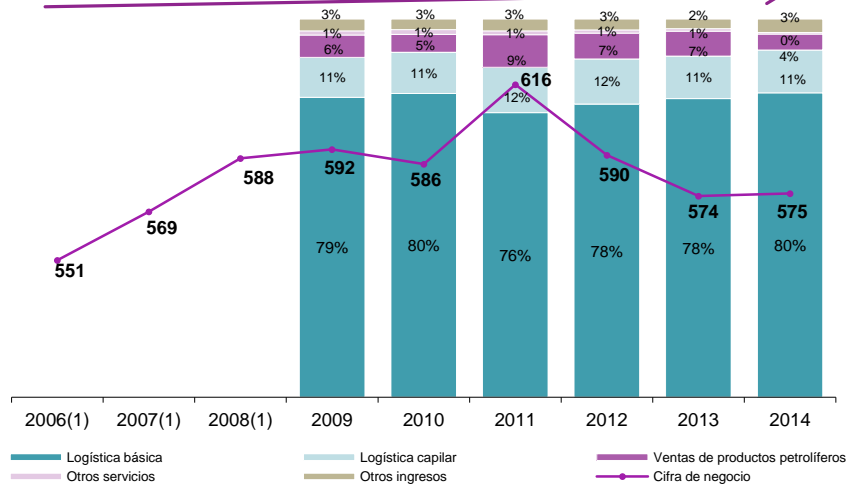
Cuenta de pérdidas y ganancias	2013	2014
Cifras en miles de euros		
Ingresos ordinarios	526.275	522.604
Otros ingresos	48.204	52.790
Importe neto de la cifra de negocios	574.479	575.394
<i>Crecimiento Ventas %</i>	<i>n.a</i>	<i>0,2%</i>
Variación de existencias	9.354	4.614
Aprovisionamientos	(163.786)	(149.924)
Gastos de personal	(106.766)	(107.997)
Otros gastos de explotación	(8.751)	(9.451)
Beneficio no recurrente	(102)	1.598
Partidas no recurrentes	3.194	226
Ebitda	307.622	314.460
<i>Margen Ebitda %</i>	<i>53,5%</i>	<i>54,7%</i>
Amortización del inmovilizado	(78.948)	(79.432)
Ebit	225.480	234.802
<i>Margen Ebit %</i>	<i>39,2%</i>	<i>40,8%</i>
Ingresos financieros	3.092	1.825
Gastos financieros	(18.609)	(18.193)
RESULTADO FINANCIERO	(15.517)	(16.368)
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	209.963	218.434
Gasto por impuesto sobre sociedades	(45.799)	(61.559)
RESULTADO DEL EJERCICIO	164.164	156.875

Fuente: Cuentas anuales consolidadas de CLH

Cifra de negocio

Importes en millones de euros y cierres a 31 de diciembre de cada ejercicio

TACC 2006-2014: 0,6%



Nota: ⁽¹⁾ En estos ejercicios no hay desglose de información en las cuentas anuales.

La cifra de negocio de CLH recoge en su totalidad la actividad en España. Es una compañía que se encuentra en una fase de madurez, y sus ventas están ligadas a la evolución de la economía (PIB), a la inflación (IPC), precio del barril de Brent y evolución del tipo de cambio.

El incremento de ventas del ejercicio 2011, se debió a un aumento considerable en el consumo de queroseno, producto que se emplea como combustible de aviones.

A partir del año 2011, el importe de las ventas disminuye por la caída generalizada del consumo de productos petrolíferos y la llegada a máximos históricos del precio del barril Brent.

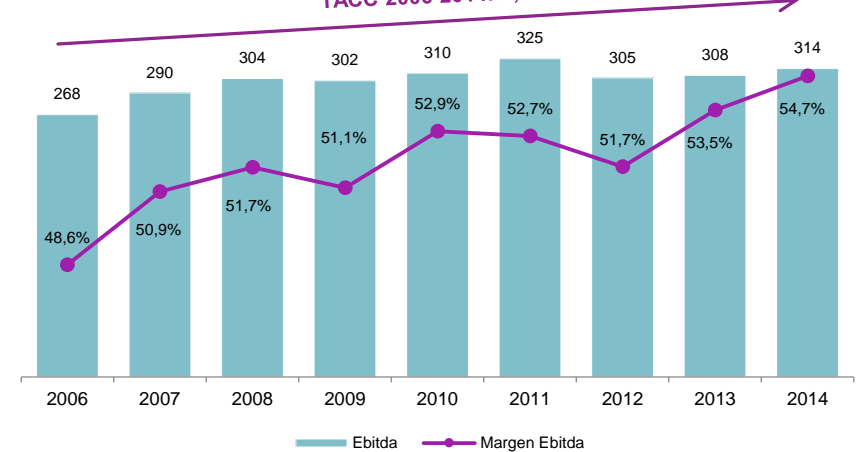
El proceso de internacionalización de CLH se inició en el ejercicio 2014 en Omán.

Fuente: Cuentas anuales consolidadas de CLH para los ejercicios analizados.

Ebitda

Importes en millones de euros y cierres a 31 de diciembre de cada ejercicio

TACC 2006-2014: 2,0%



Las principales partidas de gasto que componen el Ebitda de CLH son:

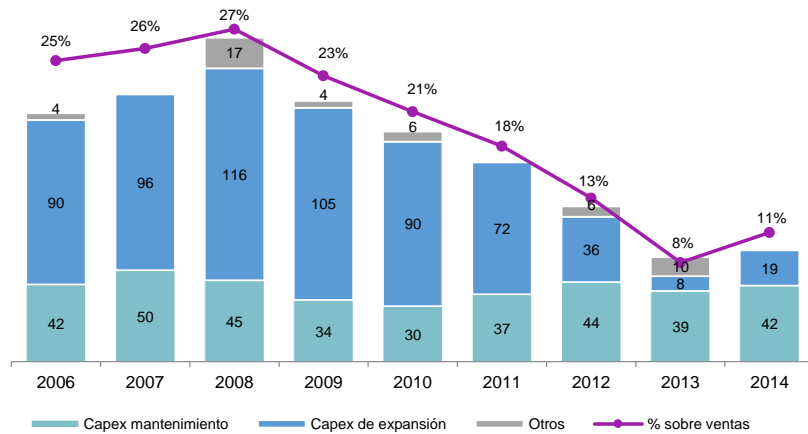
- Compras y variación de existencias de productos petrolíferos.
- Gastos de personal.
- Gastos de estructura.

La evolución positiva del margen Ebitda durante los últimos ejercicios, se debe a la estrategia de CLH para la optimización al máximo sus infraestructuras y obtener la máxima eficiencia de las operaciones. Para ello, ha potenciado la gestión por procesos, ha implantado desarrollos tecnológicos, automatización de tareas y políticas de reducción de costes y gastos de estructura.

A futuro, seguirá manteniendo esa misma política, y a su vez estudiará la adaptación de la organización de acuerdo con los avances que se vayan realizando en la implantación de estas mejoras.

Inversiones en activo fijo (capex)

Importes en millones de euros y cierres a 31 de diciembre de cada ejercicio



Capex de mantenimiento:

Necesario para el mantenimiento actual de las infraestructuras. El nivel óptimo de capex de mantenimiento se situaría entre 35 y 50 millones de euros anuales, si bien como consecuencia de la crisis económica de España, CLH ha adaptado sus niveles de inversión en activo fijo durante los últimos ejercicios.

Principalmente se corresponde con (i) mejoras en las líneas de oleoducto, (ii) mejoras en tanques de almacenaje y (iii) otras mejoras.

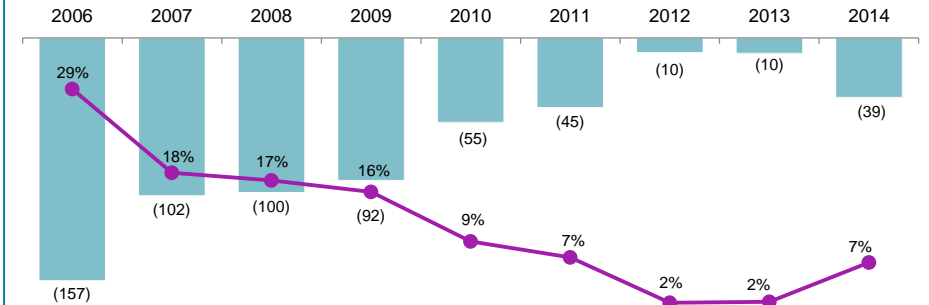
Capex de expansión:

Principalmente, se corresponde con el desdoblamiento de oleoductos realizado históricamente, que ha permitido la extensión de la red de transporte de productos, ampliando los km de la red de oleoductos y la ampliación de tanques de almacenamiento en diferentes puntos estratégicos de la Península.

Fuente: Cuentas anuales consolidadas de CLH para los ejercicios analizados.

Fondo de maniobra operativo

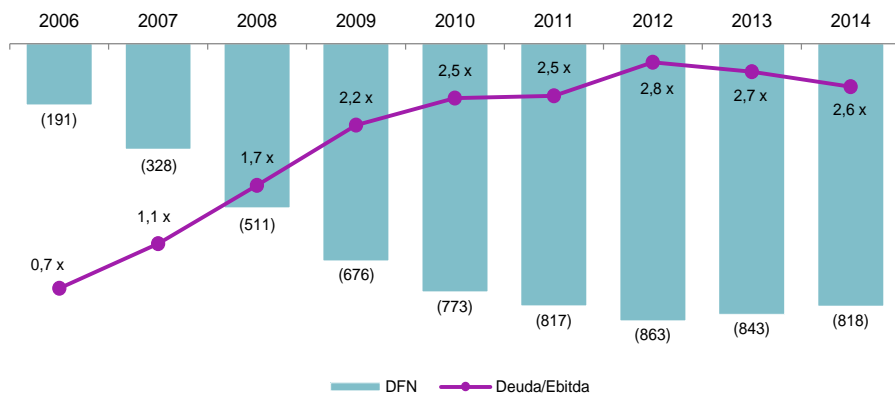
Importes en millones de euros y cierres a 31 de diciembre de cada ejercicio



La Sociedad mantiene históricamente un fondo de maniobra operativo negativo debido principalmente a su reducido período medio de cobro.

Deuda financiera neta

Importes en millones de euros y cierres a 31 de diciembre de cada ejercicio



Nota: (negativos) Deuda financiera.
positivos Excedentes de tesorería.

La evolución de la deuda de CLH se ha asociado a la evolución de las inversiones de expansión realizadas, principalmente, en los ejercicios 2006 a 2009, ambos incluidos.

Es una compañía generadora de caja, repartiendo dividendos todos los ejercicios, tal y como se muestra en el análisis de esta página.

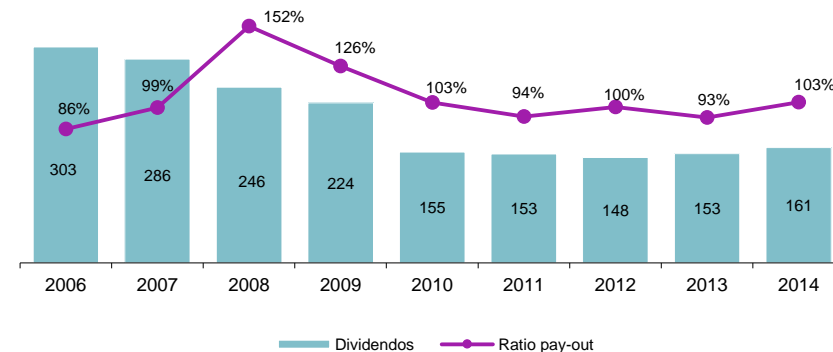
Durante el mes de enero de 2015, CLH ha cerrado la refinanciación de tres préstamos por un importe de 400 millones de euros cuyos vencimientos eran en 2017 y 2019, prolongando su vencimiento al año 2023 (una única amortización en dicha fecha).

Asimismo, la Sociedad dispone de seguros de cobertura de tipo de interés que se encuentran incluidos en la estimación de la deuda financiera neta. Un mayor análisis de la deuda a 31 de diciembre de 2014 se encuentra incluido en el apartado de metodologías de valoración: descuento de flujos de caja de este Informe.

Fuente: Cuentas anuales consolidadas de CLH para los ejercicios analizados.

Dividendos

Importes en millones de euros y cierres a 31 de diciembre de cada ejercicio



CLH reparte históricamente su resultado neto como dividendos. Incluso, en algún ejercicio ha sido superior.

En el ejercicio 2006 se llevó a cabo la venta de una instalación no operativa en Valencia, imputando un resultado positivo de 297 millones de euros.

En el ejercicio 2007 se llevó a cabo la venta del terreno donde se encontraban las oficinas centrales de CLH, en la Calle Méndez Álvaro de Madrid, imputando un resultado positivo de 138 millones de euros.

Se suele llevar a cabo un reparto de dividendo a cuenta del resultado del ejercicio y se establece un dividendo complementario del ejercicio que se paga en el siguiente ejercicio. Se estima que el pago del dividendo complementario incluido en las cuentas anuales de 31 de diciembre de 2014 por un importe de 38.154 miles de euros se realice el 7 de julio de 2015.

Un mayor análisis del dividendo complementario a 31 de diciembre de 2014 se encuentra incluido en el apartado de metodologías de valoración: descuento de flujos de caja de este Informe.

Cadena de valor hidrocarburos

Extracción, Importación y refino

Transporte y almacenamiento

Distribución

Extracción:

Obtención del petróleo (pozo en tierra, plataformas marinas) y la separación de petróleo y gas. En España apenas existe esta actividad

Importación:

Operadores que importan grandes volúmenes de proveedores internacionales, fundamentalmente a través de buques petroleros

Refino:

Producción a través de destilación atmosférica y/o *cracking* dando lugar a diferentes productos refinados, que se detallan a la derecha de la página.

Los principales operadores en este segmento son, entre otros:



Operador con capacidad de refino en la Península Ibérica

Recepción:

Recepción de los productos petrolíferos, fundamentalmente en puertos y refinerías.

Transporte Primario:

Transporte de los productos mediante camiones cisterna, buques u oleoductos.

Almacenamiento:

Instalaciones autorizadas, para el almacenamiento de dichos productos, incluyendo el almacenamiento estratégico que pueda ser determinado por el Estado (CORES).

Entrega:

Entrega en otras instalaciones de almacenamiento, donde el cliente retira el producto y se inicia el transporte secundario.

Los principales operadores de transporte primario y almacenamiento son, entre otros:



Segmento en el que opera CLH

Venta Directa:

Operador suministra el producto directamente al cliente final (~16% de ventas)

Distribución:

Adquisición del producto de los operadores y reventa al cliente final (~25% de ventas)

Estaciones Servicio:

Operadores pueden vender a través de sus estaciones de servicio o de terceros (~59% de ventas)



Productos refinados

GLP's

- Mezcla de gases licuados.
- Usado principalmente para: obtención de plásticos, combustible doméstico, procesos industriales agrícolas.

Gasóleos

- Hidrocarburo líquido, utilizado en motores diésel, así como combustible de calefacción.
- Usos diferentes en función de la terminología; A,B o C.

Gasolinas

- Se utiliza como combustible en motores de combustión interna (motores de gasolina).

Querosenos

- Principal uso como combustible de aviación.

Fuelóleos

- Se utiliza como combustible de plantas de energía eléctrica, calderas y hornos.

Resto de productos

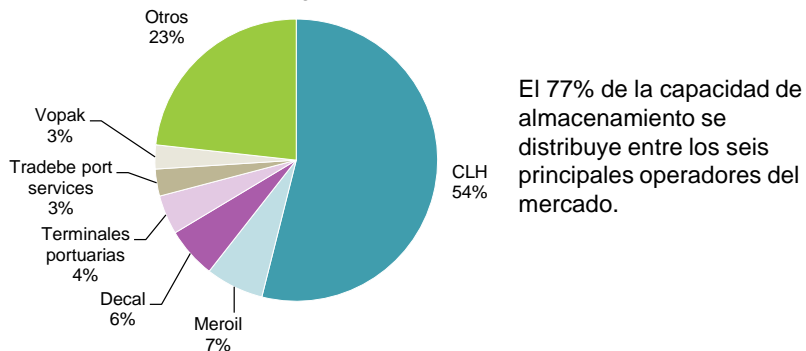
- Aceites lubricantes y asfalto, entre otros.

Fuente: Asociación Española de Operadores de Productos Petrolíferos (AOP), CORES e información facilitada por CLH.

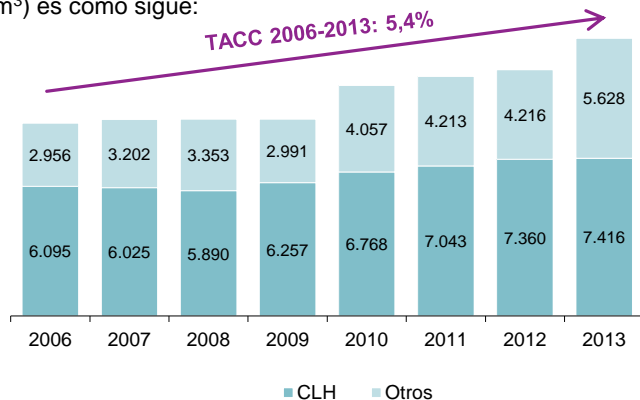
Capacidad de almacenamiento

CLH es líder en su sector con una cuota de mercado en torno al 80% al contar con una capacidad de almacenamiento de 7,4 millones de m³ (57% del total, datos a 2013).

Un detalle de la capacidad de almacenamiento distribuida entre los principales competidores del sector es como sigue:



Finalmente, un detalle de la evolución de la capacidad de almacenamiento (en millones de m³) es como sigue:

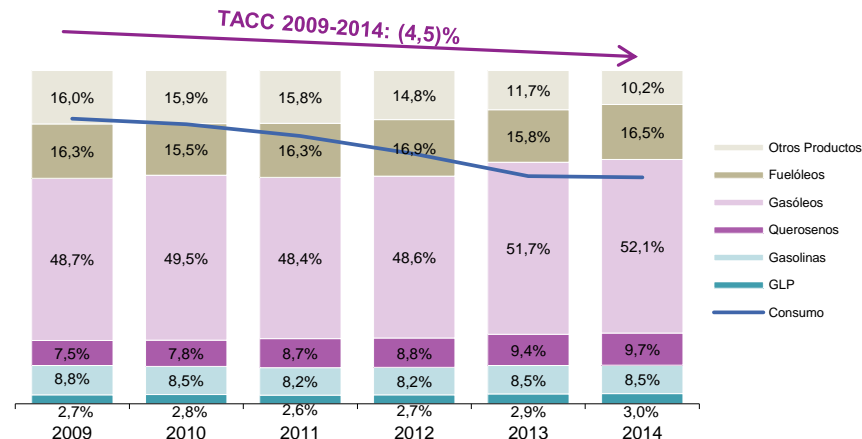


Fuente: Asociación Española de Operadores de Productos Petrolíferos (AOP), CORES e información facilitada por CLH.

Evolución del consumo de hidrocarburos en España

Históricamente el consumo en España ha sido muy dependiente del exterior, por lo que la caída del consumo por la crisis de estos últimos años ha provocado una disminución de las importaciones de crudo. Sin embargo, para lograr una menor dependencia a variables extranjeras, se ha producido un aumento de la producción de refino interna.

Un detalle de la evolución del consumo en España es como sigue:



Las principales variables macroeconómicas que tienen un impacto sobre la evolución del consumo de productos petrolíferos son:

- La evolución del producto interior bruto (PIB).
- La evolución del índice de precios al consumo (IPC).
- El precio del barril de petróleo (Brent), cuyo precio de cotización es en dólares americanos, marca la tendencia de la actividad del sector, como consecuencia de las elasticidades de la demanda.
- El tipo de cambio euro-dólar americano.
- La fiscalidad sobre el consumo de carburantes.



cutting through complexity

Objetivo de nuestro trabajo

Objetivo de nuestro trabajo

Estimación de un rango de valores de CLH en el entorno de una posible OPA por exclusión

KPMG ha sido contratado por el Consejo de Administración de CLH con el objetivo de realizar una valoración de la totalidad de las acciones de CLH, de acuerdo con las metodologías de valoración establecidas en el RD 1066/2007 en el marco de una posible OPA por exclusión de sus acciones.

Debemos señalar que todo ejercicio de valoración lleva implícitos, además de factores objetivos, otros factores subjetivos que implican juicio, y que, por lo tanto, el “valor” obtenido constituye únicamente una estimación a utilizar como un punto de referencia para las partes interesadas en llevar a cabo una transacción, por lo que no es posible asegurar que terceras partes estén necesariamente de acuerdo con las conclusiones de nuestro trabajo. Asimismo, debe tenerse en consideración que en el contexto de un mercado abierto, pueden existir precios diferentes para un negocio en particular debido, entre otros, a factores subjetivos como el poder de negociación entre las partes o a distintas percepciones de las perspectivas futuras del negocio.



cutting through complexity

Alcance y procedimientos de nuestro trabajo

Bases de información

Para la realización de nuestro trabajo, hemos llevado a cabo los siguientes procedimientos:

- Obtención y análisis de la siguiente información de CLH, que consideramos suficiente para la realización de nuestro trabajo y para concluir respecto al valor de las acciones de la Sociedad:
 - Cuentas anuales individuales y consolidadas auditadas para los años comprendidos entre el 31 de diciembre de 2001 y el 31 de diciembre de 2014.
 - Información financiera intermedia a 31 de marzo de 2015.
 - Presupuesto correspondiente al ejercicio que termina el 31 de diciembre de 2015, aprobado por el Consejo de Administración de la Sociedad celebrado el 9 de diciembre de 2014, así como el cierre estimado correspondiente al ejercicio de 2015 y aprobado por el Consejo de Administración celebrado el 8 de abril de 2015.
 - Plan de negocio y proyecciones financieras para el período comprendido entre el 1 de enero de 2015 y el 31 de diciembre de 2018, junto con las principales hipótesis empleadas en su preparación (en adelante “el Plan de Negocio”), cuya aprobación corresponde con el Consejo de Administración de la Sociedad de 8 de abril de 2015.
 - Hechos relevantes comunicados por la Sociedad a la CNMV desde el año 2002 hasta la fecha de emisión de este Informe.
 - Información pública relativa a determinadas transacciones o acuerdos de adquisición recientes de paquetes minoritarios de acciones de CLH como consecuencia del RDL 6/2000.
 - Estatutos sociales de CLH.
 - Información pública relativa al sector en el que CLH desarrolla sus actividades (principalmente Asociación Española de Operadores de Productos Petrolíferos (AOP) y CORES).
 - Información pública relativa a compañías cotizadas comparables de la Sociedad (precios de cotización, información económico financiera, informes de analistas, etc.), así como a transacciones comparables del sector en el que opera CLH (precio de la transacción, información económico financiera, etc.).
 - Información macroeconómica global sobre España, principal área geográfica donde desarrolla la actividad la Sociedad.
 - Información concerniente a otros factores en relación con la organización, el mercado y los negocios en que CLH desarrolla sus actividades.
 - Certificado de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid de la cotización media ponderada de las acciones de la Sociedad en los seis meses inmediatamente anteriores al 26 de mayo de 2015.
 - Lectura de actas del Consejo de Administración y de la Junta de Accionistas celebradas durante el ejercicio 2014 hasta la fecha de emisión del Informe.

Procedimientos de nuestro trabajo

- Otra información económica y financiera que hemos considerado necesaria o de interés para la realización de nuestro trabajo, incluyendo información financiera y de mercado posterior a la finalización de nuestro trabajo de campo, relativa a la Sociedad, obtenida con el objetivo de confirmar, en su caso, las conclusiones de nuestro trabajo.
- Aplicación de las metodologías de valoración de conformidad con el RD 1066/2007, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, así como análisis de la respectiva relevancia de cada una de ellas.
- Análisis general de las características, situación actual y perspectivas del sector en el que opera CLH, así como de la situación macroeconómica y de los mercados financieros que le afectan.
- Análisis de la coherencia y razonabilidad global de las proyecciones financieras en su conjunto desde un punto de vista financiero.
- Estimación de los principales parámetros de los métodos de valoración y aplicación de dichos métodos, en su caso.
- Mantenimiento de diversas reuniones y conversaciones con la Dirección de CLH y sus asesores, con el objeto de recabar toda aquella información que se ha considerado necesaria para la realización de nuestro trabajo.
- Lectura de actas del Consejo de Administración y de la Junta de Accionistas.
- Obtención de una carta firmada por un representante con facultades suficientes para representar a CLH en las gestiones relacionadas con el proceso de valoración de la Sociedad descrito, en la que nos confirman, entre otros aspectos, que las proyecciones financieras, incluidas en el Plan de Negocio que nos han facilitado y las hipótesis empleadas en su preparación representan su opinión más fundamentada considerando las presentes circunstancias y su esperada evolución a futuro, que se nos ha facilitado toda la información que a su juicio es relevante para la preparación de este Informe, así como todo aquella que hayamos podido requerir para la elaboración de nuestro Informe, y que no hay ningún aspecto o activo de CLH y sus sociedades participadas que no haya sido puesto en nuestro conocimiento que pudiera tener un efecto significativo sobre los resultados de nuestro trabajo.
- Análisis y conclusiones basados en los resultados obtenidos.

En relación con nuestro trabajo, debemos señalar que el mismo:

- Asume que en la fecha del Informe la Sociedad y sus activos continuarán operando como hasta entonces,
- Está basado en las condiciones financieras pasadas y presentes de la Sociedad y sus activos y pasivos en la fecha de valoración, así como en las previsiones a futuro existentes en la actualidad, y
- Asume que la Sociedad no posee activos o pasivos no desglosados en balance, reales o contingentes, ni obligaciones no usuales o compromisos sustanciales, que no sean los normales del desarrollo de su actividad, y que no tiene litigios relevantes pendientes de los que no hayamos sido informados a través de la información recibida cuyo desenlace pudiera tener un efecto material en nuestros análisis.

Procedimientos de nuestro trabajo

- La Sociedad nos ha confirmado que no existen subvenciones que hayan sido solicitadas, que esté previsto de ser solicitadas y/o que estén pendientes de desembolso no incluidas en este Informe, que pudieran tener un impacto significativo en las conclusiones de nuestro trabajo.
- Asimismo, la Sociedad nos ha confirmado que no existen operaciones de desinversión de activos o unidades de negocios en curso que estén negociándose a importes superiores a los implícitos en esta valoración, y que además no está previsto llevar a cabo desinversiones de activos.
- Finalmente, los activos o pasivos desglosados en balance, reales o contingentes, o de los que hayamos sido informados durante el transcurso de nuestro trabajo, han sido considerados en la valoración tal y como se explica en este Informe, en el epígrafe denominado Descuento de flujos de caja: Otros activos y pasivos.

Nuestra conclusión de valoración está basada en información contable auditada a 31 de diciembre de 2014, así como otra información económica y financiera recibida de la Dirección de la Sociedad. El alcance de nuestro trabajo no ha incluido la realización de ningún proceso comparable a una auditoría ni hemos sometido la información financiera de este Informe a ningún proceso de verificación. Los procedimientos realizados no constituyen ni por su naturaleza ni por su extensión los necesariamente requeridos de acuerdo con la legislación vigente para la emisión de una opinión de auditoría.

A los efectos del Informe, la Dirección de la Sociedad se entiende compuesta por la Dirección Económica y Financiera, el equipo de Asesoría Jurídica, así como el Secretario General y del Consejo de Administración.

Nuestro trabajo tampoco ha consistido en la realización de una due diligence ni trabajo similar que permita la evaluación de la situación fiscal, legal, laboral, registral, contable, medioambiental, técnica, operativa, de la situación de mercado y competitiva o de otro tipo.

Asimismo, nuestro trabajo se ha basado, entre otras, en fuentes de información públicas. No ha constituido parte de nuestro trabajo el contraste de dicha información con evidencias externas a la Sociedad. No obstante, sí hemos comprobado, hasta el límite del alcance de los procedimientos descritos anteriormente, que la información presentada es consistente con otros datos que nos puedan haber sido proporcionados durante el curso de nuestro trabajo.

Tampoco hemos efectuado una inspección física de ningún activo o pasivo concreto. Nuestra opinión no debe considerarse una evaluación de riesgo, ni un análisis de la solvencia crediticia de la Sociedad, ni ha sido objeto de asesoramiento fiscal, legal o contable.

Las proyecciones financieras incluidas en el Plan de Negocio y utilizadas para la preparación de este Informe han sido las aprobadas por el Consejo de Administración de la Sociedad. De acuerdo con la información recibida, dichas proyecciones financieras representan la posición más fundamentada de dicho Consejo de Administración respecto a la posible evolución de los negocios de CLH a futuro, considerando las circunstancias actuales de la Sociedad, su esperado desarrollo y su plan de actuación.

Procedimientos de nuestro trabajo

Las proyecciones financieras preparadas por la Dirección de la Sociedad se componen de las proyecciones consolidadas de CLH que incluyen la propia actividad de CLH y CLH Aviación, S.A. (en adelante "CLH Aviación"). Así como la estimación del dividendo a recibir de las sociedades participadas y contabilizadas por el método de consolidación de puesta en equivalencia; (i) Terminales Químicos, S.A. (en adelante "Terquimsa") y (ii) Oman Oil Refineries Petroleum Industries Logistics Company, LLc (en adelante "OLC"). Asimismo, incluyen las proyecciones financieras asociadas a la reciente adquisición de CLH-PS.

Es probable que los resultados reales difieran de la información financiera proyectada debido a que los distintos acontecimientos y circunstancias no siempre se producen según lo previsto, y las diferencias resultantes pueden ser materiales. Por tanto no aceptamos responsabilidad ni garantía alguna en cuanto al cumplimiento de dichas proyecciones de la forma en que se han definido.

Hemos analizado la coherencia y razonabilidad global de las proyecciones financieras en su conjunto desde un punto de vista financiero, en relación con el desarrollo financiero histórico de la Sociedad, condiciones económicas y financieras actuales y esperadas a futuro, así como la información pública disponible, incluyendo informes de analistas de compañías comparables y del sector, y hemos discutido tales proyecciones con la Dirección de la Sociedad. Teniendo en consideración los procedimientos realizados, concluimos que las proyecciones financieras incluidas en el Plan de Negocio son razonables.

La Dirección nos ha confirmado que no existen activos no afectos a la explotación u ociosos a efectos de valoración, ni pasivos contingentes por procedimientos legales ni litigios de carácter material adicionales a los ya recogidos bien como provisiones en el balance de la Sociedad, bien en nuestra valoración como otros activos y pasivos.

Aunque consideramos que nuestra valoración es razonable y defendible de acuerdo con la información disponible, debemos indicar que las valoraciones de negocios no son una ciencia exacta, sino un ejercicio de opinión basado en la aplicación, entre otros, de juicio profesional, que requiere el empleo de hipótesis que contienen cierta dosis de subjetividad, por lo que terceras partes podrían no estar necesariamente de acuerdo con dicha opinión.

Hemos preparado nuestro Informe única y exclusivamente para los fines anteriormente descritos y en el contexto de la posible OPA por exclusión. Por tanto, deberá tenerse en cuenta que la información en él contenida y el trabajo realizado corresponden, exclusivamente, a los propósitos descritos en este Informe y, en consecuencia, dicho Informe no deberá considerarse adecuado ni utilizado bien por CLH y/o terceras partes para propósitos diferentes a los descritos.

KPMG se exime expresamente de cualquier compromiso u obligación de informar a cualquier persona sobre las modificaciones y consecuencias de cualquier hecho o cuestión que afecte a esta opinión y de los que se pueda tener conocimiento con posterioridad a la fecha de nuestro Informe.



cutting through complexity

Metodologías de valoración

Metodologías establecidas en el RD 1066/2007

Metodologías de valoración

Las metodologías de valoración se han desarrollado de conformidad con el artículo 10.5 del RD 1066/2007, donde se establecen las metodologías de valoración a aplicar en el caso de una OPA por exclusión:

- VTC de la sociedad a nivel individual y del grupo consolidado, calculado de acuerdo con los últimos estados financieros auditados a 31 de diciembre de 2014.
- Valor liquidativo de la sociedad a nivel individual y del grupo consolidado.
- 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.

El hecho relevante del anuncio de la propuesta de exclusión ha sido publicado al cierre de mercado del 26 de mayo de 2015.

- Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del presente Informe.
- Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como:
 - Metodología del descuento de flujos de caja (DCF).
 - Metodología de múltiplos de mercado:
 - Compañías cotizadas comparables.
 - Transacciones comparables.
 - Transacciones precedentes realizadas sobre acciones de CLH.

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

A continuación se encuentra un detalle de la aplicación de dichos métodos y criterios de valoración, así como de las consideraciones sobre su relevancia.

**Valor teórico
contable**

Descripción del valor teórico contable o neto patrimonial por acción

Se entiende por valor teórico contable o valor neto patrimonial de una acción o participación en una sociedad el cociente de dividir la cifra de recursos propios de la entidad (patrimonio neto atribuible a la sociedad dominante) por el número de acciones emitidas por la misma netas de autocartera o acciones propias, entendiéndose por recursos propios de la entidad la agregación de su capital social menos el capital social no desembolsado, más primas de emisión, así como otras reservas y remanentes, menos pérdidas acumuladas, menos dividendo activo a cuenta, menos acciones propias y más resultados del período netos de impuestos.

Se ha considerado el valor neto patrimonial de las acciones de la Sociedad a 31 de diciembre de 2014, fecha de los últimos estados financieros consolidados auditados de la Sociedad.

Aspectos a considerar en la aplicación del valor teórico contable o neto patrimonial

El VTC constituye un método estático de valoración que presenta una imagen puntual de la situación patrimonial de la Sociedad en una fecha determinada e indica los recursos propios contables de que dispone aquélla. Dichos recursos propios provienen del reflejo de operaciones históricas con criterios contables entre las que se encuentran las aportaciones de capital de los accionistas, rendimientos del negocio no distribuidos (legal o voluntariamente), ajustes por cambios de valor y otras.

Por tanto, el VTC, como se ha mencionado, es el resultante de la aplicación de principios contables establecidos por la normativa reguladora vigente en el momento de la formulación de los respectivos estados financieros, así como de otros criterios contables aplicados en su caso por la Dirección de la Sociedad. Así, se podrían obtener distintos VTC para una misma empresa dependiendo de la normativa contable concreta que se aplique, e igualmente, dos empresas con un mismo valor contable podrían presentar diferencias en su valor real o de mercado, ya que, entre otros aspectos, cada una de ellas podría tener distintas expectativas de crecimiento, rentabilidades esperadas y/o niveles de riesgo.

Los criterios de valoración para determinar el valor contable de cada uno de los activos y pasivos que se registran en el balance a una fecha determinada no son en algunos casos criterios de valor de mercado (entendido éste como el importe por el que el comprador y el vendedor intercambiarían el activo o pasivo objeto de la transacción, estando ambos interesados y debidamente informados sobre los aspectos de la misma, la cual se debe realizar en condiciones de independencia mutua), sino criterios definidos por normas contables. En algunas ocasiones, dichas normas contables incluyen conceptos similares al mencionado valor de mercado los cuales, dependiendo de la literalidad de las indicadas normas contables, así como sus diferentes interpretaciones y experiencia de aplicación, pueden derivar en estimaciones de valor más o menos cercanas al mencionado valor de mercado.

Por otro lado conforme a las normas contables a las que están sujetas las compañías españolas, no resulta necesario en todos los casos registrar todos los activos y pasivos que pueden contribuir a la generación de flujos positivos o negativos de caja, como puede ser el caso de ciertos activos intangibles, el fondo de comercio o ciertos pasivos, tales como posibles contingencias con baja probabilidad de ocurrencia.

Al ser el VTC un método de valoración estático, no tiene en cuenta los rendimientos que éstos pueden generar en el futuro, y por tanto no refleja necesariamente la rentabilidad que los accionistas de una compañía exigen a los recursos propios aportados ni pone en relación dicha rentabilidad con la inversión asociada a su consecución ni proporciona información alguna acerca del rendimiento esperado que dicha inversión puede proporcionar en el futuro.

Resultados de su aplicación

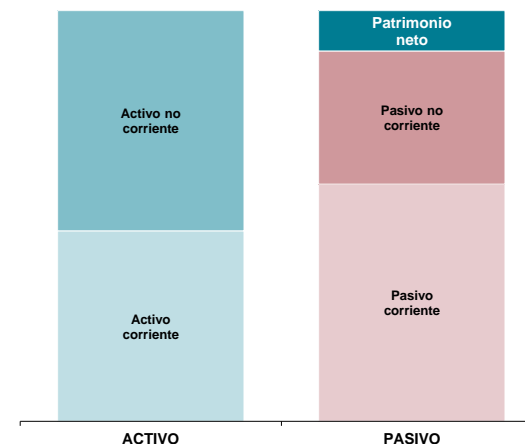
Un detalle del cálculo y el valor resultante de la aplicación del método del valor teórico contable o neto patrimonial tanto a nivel individual como a nivel consolidado es como sigue:

Valor teórico contable de CLH	Consolidado		Individual	
	31-dic.-13	31-dic.14	31-dic.-13	31-dic.14
Concepto				
Importes en miles de euros				
Patrimonio neto	208.800	197.522	198.319	184.080
Intereses minoritarios	-	-	-	-
Patrimonio neto atribuible accionistas sociedad dominante	208.800	197.522	198.319	184.080
Número de acciones				
Número total de acciones en circulación ⁽¹⁾	70.058.450	70.058.450	70.058.450	70.058.450
Valor teórico contable (Euros por acción)				
Valor teórico contable consolidado por acción	2,98	2,82	2,83	2,63

Nota: ⁽¹⁾ CLH no dispone de acciones en autocartera a dichas fechas.

Fuente: Estados financieros individuales y consolidados de CLH publicados en la CNMV.

Composición del balance consolidado



El capital social de CLH se compone de 70.058.450 acciones, divididas en tres clases (todas ellas con los mismos derechos):

- Clase A compuesta por 90.000 acciones al portador.
- Clase C compuesta por 68.279.041 acciones nominativas.
- Clase D compuesta por 1.689.049 acciones al portador.

El 2,54% de las acciones de CLH, correspondientes a las acciones clase A y D, están admitidas a cotización en las cuatro bolsas españolas.

Valor liquidativo

Descripción del valor liquidativo

El valor liquidativo es un método de valoración estático, cuyo objetivo es reflejar el valor neto resultante de una empresa ante un eventual proceso de disolución y cese definitivo de su actividad. Por lo tanto, su estimación no considera la asunción de continuidad de los negocios o el principio de empresa en funcionamiento.

Su procedimiento de cálculo se basa, fundamentalmente, en la estimación del valor de sus activos ante un proceso competitivo de reorganización accionarial de los mismos, así como la liquidación de todos sus pasivos, considerando las plusvalías y/o minusvalías latentes asociadas al proceso de liquidación, y el pago de todos los costes incurridos en el desmantelamiento de la actividad, principalmente compuestos por gastos de indemnización de personal, gastos legales y otras contingencias asociadas.

En un proceso de liquidación de activos y de pasivos se debe tener en consideración:

- Ante un proceso de liquidación, el precio obtenido en la enajenación de determinados activos de la empresa podría ser inferior a su valor registrado contablemente. Principalmente, se podría deber a (i) celeridad del proceso competitivo de reorganización accionarial, (ii) liquidez asociada a cada tipo de activo así como (iii) el grado de conocimiento de los posibles participantes de mercado de la eventual situación de liquidación de la empresa.
- Asimismo, en un proceso de liquidación, normalmente, se incurren en diferentes pasivos o posibles contingencias asociadas al mismo, principalmente relacionadas con los costes laborales derivados de los despidos.

Aspectos a considerar en la aplicación del valor liquidativo

En este sentido, de acuerdo con la información analizada a 31 de diciembre de 2014, la ponderación del activo no corriente y corriente es aproximadamente el 50% del total valor del activo. Ante un proceso de liquidación se debería considerar:

- El inmovilizado material de la Sociedad se compone, principalmente, de oleoductos y terminales de almacenamiento (incluyendo los terrenos) alguna de ellas con una elevada antigüedad que ante un proceso de liquidación su valor recuperable sería muy bajo, en niveles del precio de la chatarra, y se deberían incurrir en costes de desmantelamiento y limpieza del área donde se encuentran ubicados, cuya provisión no se encuentra registrada contablemente, ya que únicamente las cuentas anuales están formuladas bajo el principio de empresa en funcionamiento y únicamente está registrada la provisión asociada al inmovilizado que se tiene previsto dejar de operar.
- Ante un proceso de liquidación de la Sociedad podría no obtenerse caja asociada al valor de los activos por impuesto diferido ya que, principalmente, se corresponde con:
 - Provisiones y otros conceptos (23,1 millones de euros) que incluye las deducciones por reinversión.
 - Actualización de balances realizada por CLH (15,4 millones de euros) que no sería deducible ante un proceso de liquidación.
 - Contabilización de los derivados financieros (8,3 millones de euros) que no suponen un movimiento de la caja de la Sociedad.
- Existencias (26,7 millones de euros) registradas al menor del precio de adquisición o coste medio ponderado, por lo que ante la evolución del precio del petróleo durante el ejercicio 2015 implicaría una pérdida de valor.
- Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar (894,4 millones de euros) tienen como contrapartida el pasivo registrado contablemente como impuesto especial sobre hidrocarburos (891,2 millones de euros).

Aspectos a considerar en la aplicación del valor liquidativo (cont.)

Por otro lado, como hemos mencionado anteriormente, en la estimación del valor liquidativo se deberían considerar los diferentes pasivos o posibles contingencias asociadas con los costes laborales derivados de los despidos de la plantilla actual de la Sociedad. mencionado anteriormente, en la estimación del valor liquidativo se deberían considerar los diferentes pasivos o posibles contingencias asociadas con los costes laborales derivados de los despidos de la plantilla actual de la Sociedad.

Resultados de su aplicación

En conclusión, no hemos considerado necesario su cálculo ya que los valores que se desprenden de su aplicación serían significativamente inferiores a los obtenidos de la aplicación de todos los métodos de valoración descritos en este Informe. Por lo tanto, no se ha considerado preciso el cálculo del valor liquidativo a efectos de la determinación del valor de mercado de CLH.

Cotización media ponderada de las acciones

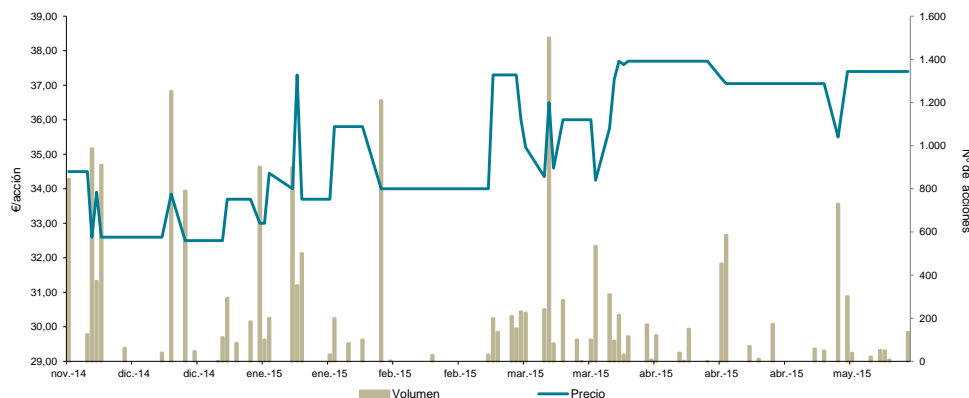
Cotización media ponderada de las acciones

La Sociedad cotiza en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, en el mercado de corros.

Se ha analizado la cotización media ponderada (acrónimo en inglés VWAP), de las acciones de la Sociedad durante el último semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante en la CNMV, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.

Un detalle del análisis de la cotización media de las acciones de CLH es como sigue:

Análisis precio medio y volumen de acciones últimos seis meses



Volúmenes y precios medios

Volúmenes de cotización diaria (acciones)		
Período	27/11/14-26/05/15	
Volumen máximo	10/03/2015	1.500
Volumen mínimo	17/03/2015	1
Volumen medio: días de cotización ⁽¹⁾		271
Volumen medio: días mercado abierto ⁽²⁾		138

Notas: ⁽¹⁾ Sólo se incluyen los días en los que la acción ha cotizado.

⁽²⁾ Considerando el análisis de días de mercado abierto

Precios medios ponderados de cotización (euros) ⁽¹⁾		
Período	27/11/14-26/05/15	
Precio máximo	07/04/2015	37,70
Precio mínimo	29/12/2014	32,50
Precio medio		35,69

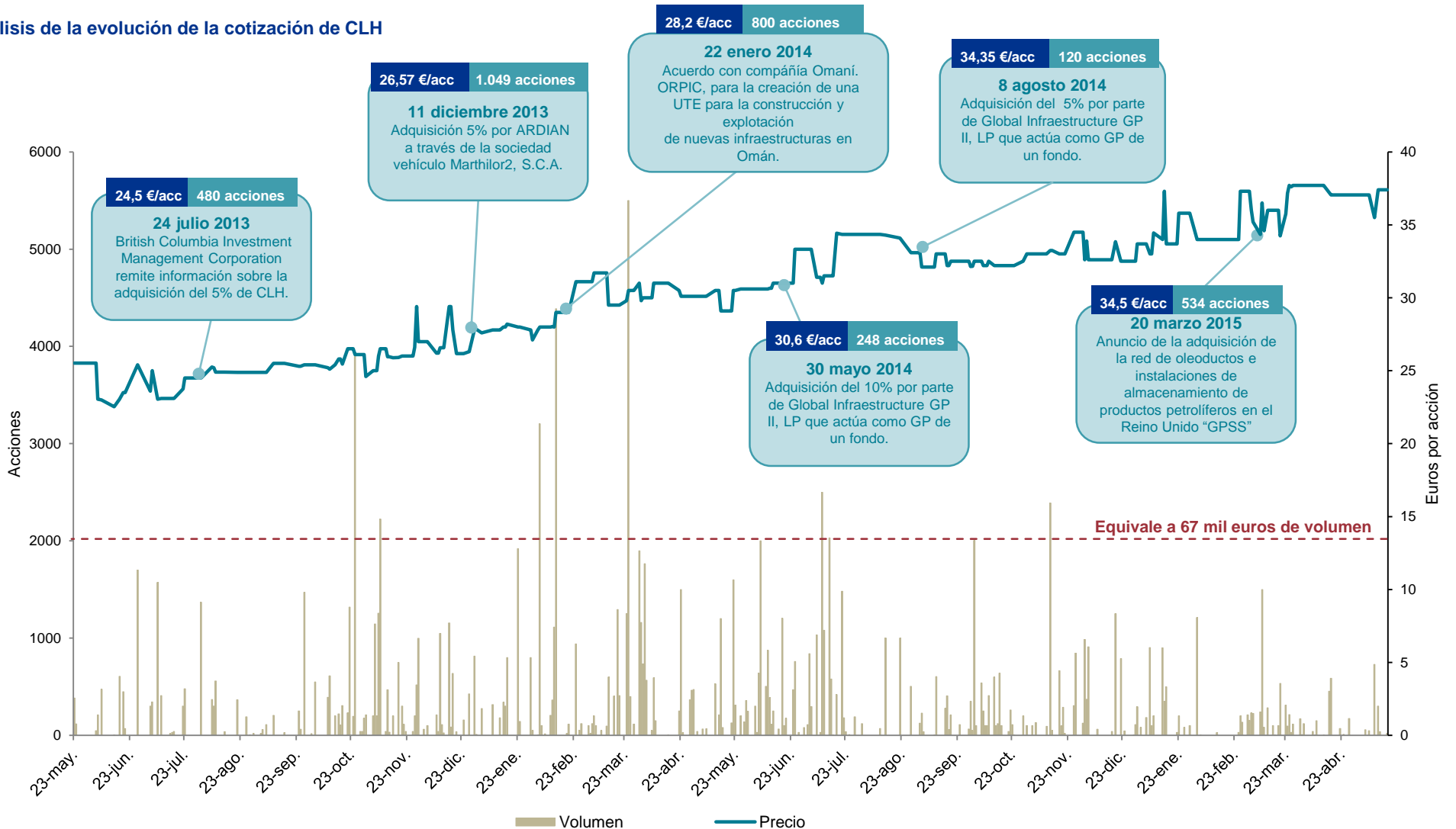
Notas: ⁽¹⁾ Sólo se incluyen los días en los que la acción ha cotizado.

Días de cotización

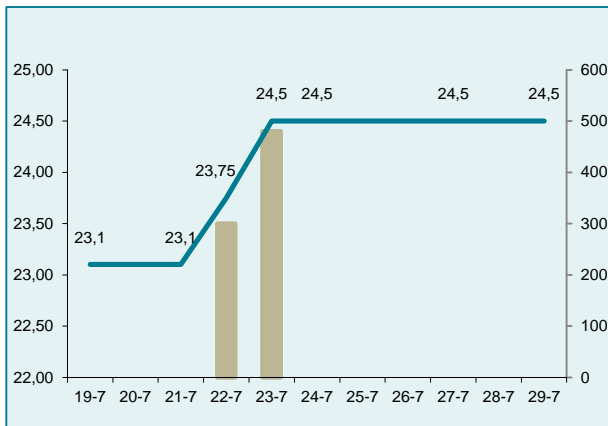
Días de cotización	
Período	27/11/14-26/05/15
Días mercado abierto	123
Días de cotización CLH	69
Cotización CLH (%)	56,1%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida de Bloomberg y Capital IQ.

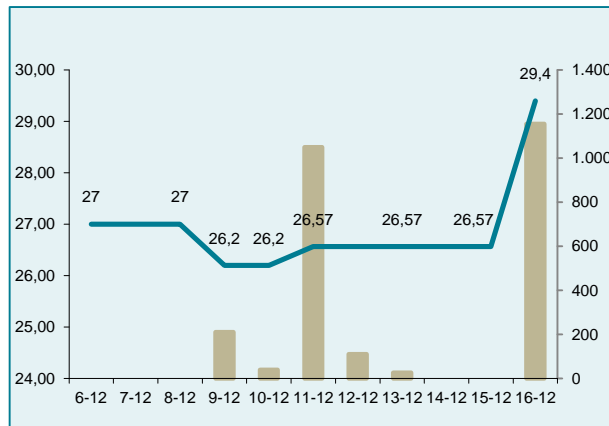
Análisis de la evolución de la cotización de CLH



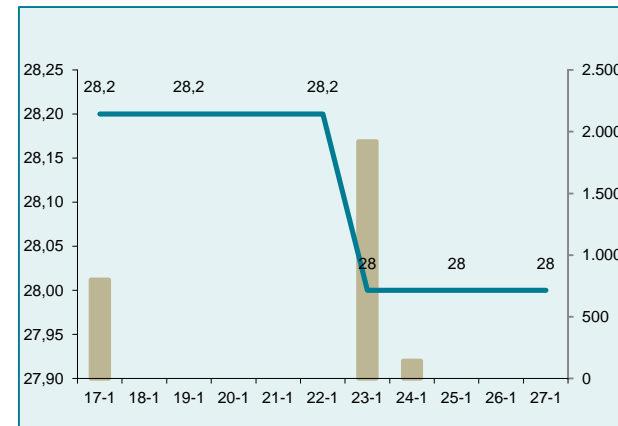
24 julio 2013
Adquisición del 5% por bcIMC



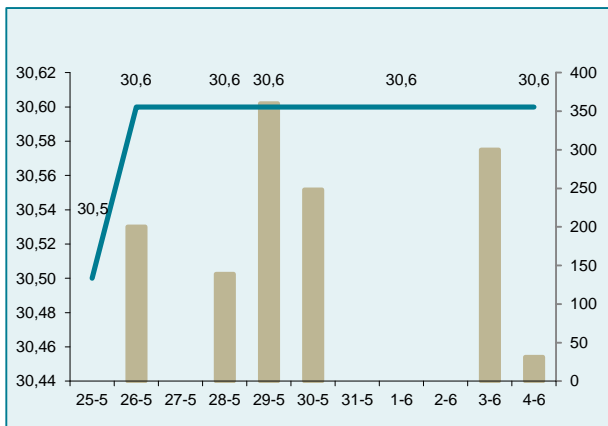
11 diciembre 2013
Adquisición del 5% por Ardian



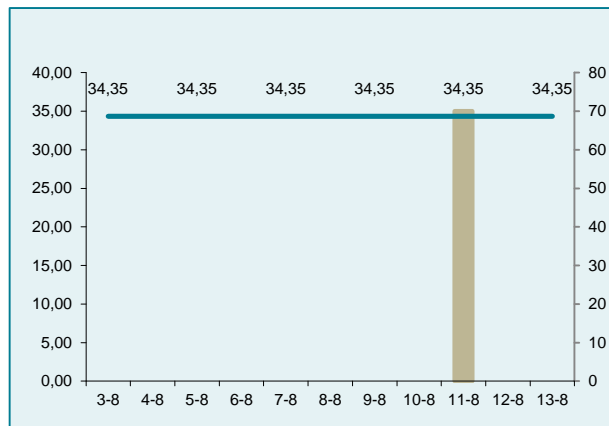
22 enero 2014
Acuerdo con ORPIC



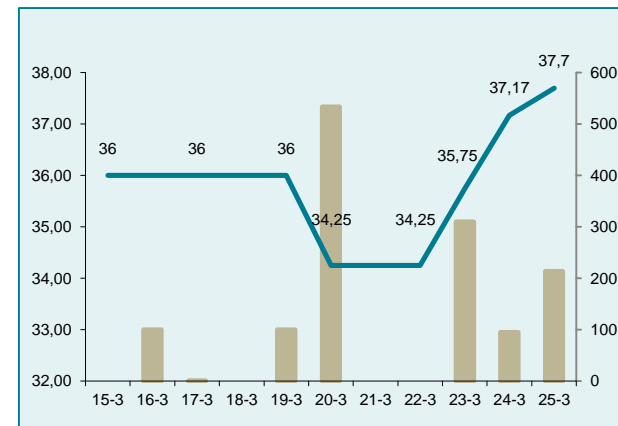
30 mayo 2014
Adquisición del 10% por GIP



8 agosto 2014
Adquisición del 5% por GIP



20 marzo 2015
Anuncio de la adquisición de GPSS



Cotización media ponderada de las acciones (cont.)

Un detalle de la cotización media ponderada de la Sociedad es como sigue:

Análisis de la cotización de CLH					
Período	Fechas		Precio medio (€/acción)	Market cap (millones de euros)	Volumen medio negociado (acciones)*
	De	A			
Últimos 2 años	27/05/2013	26/05/2015	30,66	2.148	433
Último año	27/05/2014	26/05/2015	33,85	2.372	351
Último semestre	27/11/2014	26/05/2015	35,69	2.500	267
Último trimestre	27/02/2015	26/05/2015	36,84	2.581	195
Último mes	27/04/2015	26/05/2015	37,13	2.601	147
Último día	26/05/2015	26/05/2015	37,40	2.620	135

Notas: A efectos de determinar el valor de la totalidad de las acciones de la Sociedad, se ha considerado el número de acciones totales existentes en cada fecha, siendo 70.058.450 acciones.

El certificado de la Bolsa incluido en este Informe recoge el precio medio ponderado de los cambios medios ponderados de las acciones en el período. La información obtenida de Bloomberg y Capital IQ se basa en precios de cierre diarios. Por tanto, el precio medio del último semestre se ha considerado el del certificado de la Bolsa incluido en este informe.

Fuente: Bloomberg y Capital IQ.

Resultados de su aplicación

En el caso de una sociedad cotizada, el valor razonable se entiende como el valor de mercado y éste se presume, salvo que se justifique lo contrario, referido a su cotización bursátil. En particular, para CLH consideramos que el valor de cotización tiene aplicación limitada y consideramos que no es un criterio adecuado para determinar el valor razonable de la Sociedad, como consecuencia de:

- El capital flotante o porcentaje del total de acciones susceptible de ser negociado (acrónimo en inglés free-float) de la Sociedad se sitúa en torno al 0,85%.
- Su frecuencia de cotización durante el período analizado es muy baja (en torno al 56% de las sesiones del semestre).
- Asimismo, los días en los que hay transacciones de acciones el volumen medio transado es muy bajo (en torno a 270 acciones).
- Adicionalmente, en el caso de que se hayan llevado a cabo movimientos corporativos con acciones de la Sociedad se realizan por fuera del mercado bursátil, no repercutiendo significativamente en el precio.

Resultados de su aplicación (cont.)

Es una acción que no tiene liquidez en la que las operaciones significativas de acciones de la misma se han realizado por fuera del mercado (véase análisis de Transacciones precedentes realizadas sobre acciones de CLH), si bien en cierta medida refleja las expectativas de los inversores sobre la evolución futura del precio de la acción e indica el precio al que se vienen realizando las operaciones recientemente en el mercado bursátil, por lo que hemos considerado que se trata de un método con relevancia media.

Este método no ha sido considerado como adecuado a efectos de las conclusiones finales por el escaso capital flotante o porcentaje del total de acciones susceptible de ser negociado en el mercado de CLH y su bajo volumen de negociación, tal y como se ha mencionado anteriormente.

**Valor de la
contraprestación
ofrecida con
anterioridad**

Descripción del valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad

De acuerdo con el artículo 10.5 del RD 1066/2007, se establece como metodología de valoración a aplicar en el caso de una oferta pública de adquisición por exclusión el valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.

Resultados de su aplicación

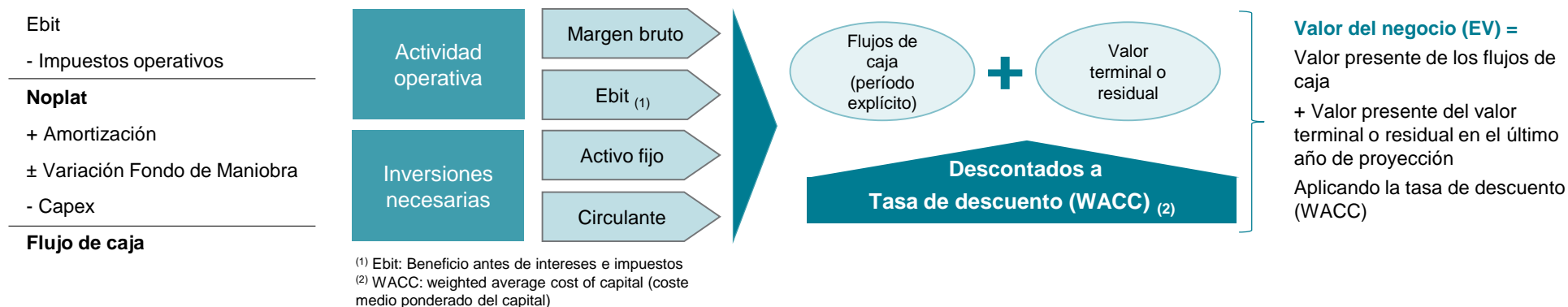
No ha existido ninguna oferta pública de adquisición sobre CLH en el año precedente a la fecha de emisión de este Informe.

Descuento de flujos de caja

Descripción de la metodología

El método del descuento de flujos de caja es aceptado de forma general por los expertos en valoración, tanto desde un punto de vista teórico como práctico, como el que incorpora de una forma más eficaz al resultado de la valoración todos los factores que afectan al valor de un negocio, considerando la empresa objeto de valoración como un auténtico proyecto de inversión.

El descuento de flujos de caja tiene en cuenta el resultado de la actividad operativa así como la política de inversiones y de capital circulante para calcular la capacidad futura de generación de flujos del negocio. Los flujos son calculados de la siguiente manera:



Estos flujos se descuentan a la fecha de valoración para obtener el valor actual del negocio, el cual es ajustado por la deuda financiera neta, así como por otros activos y pasivos no incluidos en el valor de los negocios para obtener el valor de los fondos propios.



Enfoque de nuestro análisis

De acuerdo con la información que hemos dispuesto y nuestro entendimiento de las características y actividades que realiza CLH consideramos que el método de valoración más adecuado para la estimación de un valor de las acciones de la misma es la suma de partes de los resultados de la aplicación del DCF a las líneas de negocio desarrollados por la Sociedad.

Se ha aplicado el DCF a las siguientes líneas de negocio:

- CLH: actividad de transporte y almacenamiento de productos petrolíferos en España en la que se incluye:
 - La propia actividad de CLH, y
 - CLH Aviación.
- Sociedades asociadas:
 - Terquimsa, y
 - OLC.
- CLH-PS: adquisición a través de CLH UK del 99,99% de CLH-PS, sociedad a la que se han aportado los activos de GPSS, compuestos por una red de oleoductos de 2.000 kilómetros y 16 instalaciones de almacenamiento, propiedad del Ministerio de Defensa de Reino Unido por un importe de 82 millones de libras esterlinas (equivalentes a 113 millones de euros), anunciada el 20 de marzo de 2015 y completada el 30 de abril de 2015.

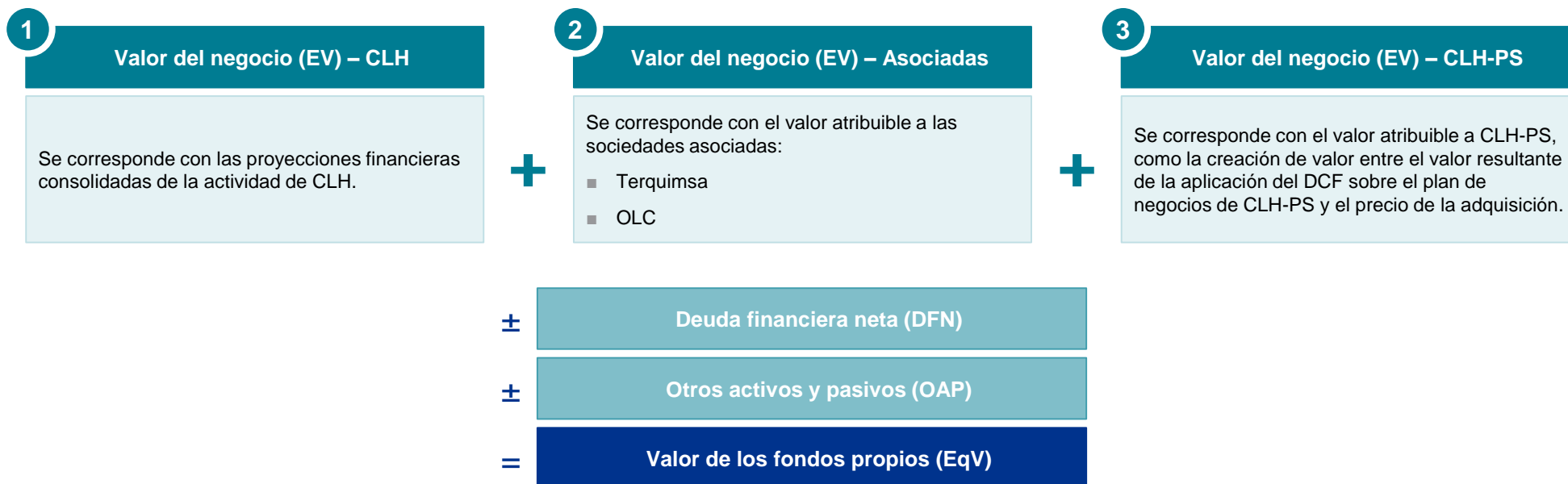
Nuestro análisis de valor se ha realizado considerando el 31 de diciembre de 2014 como fecha de valoración, asumiendo como período explícito de proyección el período comprendido entre el 1 de enero de 2015 y el 31 de diciembre de 2018, considerando la continuidad del negocio a partir del 1 de enero de 2019 mediante la estimación de un valor terminal.

De acuerdo con el objetivo de nuestro trabajo, la información de que hemos dispuesto y nuestro entendimiento de las características y actividades que realiza CLH incluidas en el Plan de Negocio, consideramos que el método de valoración más adecuado para la estimación del valor de sus acciones es el obtenido de la aplicación del descuento de flujos de caja (DCF).

En la aplicación de dicho método, hemos considerado que el valor del 100% de las acciones de CLH es el resultado de la suma algebraica del valor de los negocios de la actividad desarrollada por CLH, el valor atribuible a las sociedades asociadas, así como el valor atribuible a CLH-PS, teniendo en consideración tanto la deuda financiera neta (DFN) como otros activos y pasivos (OAP) a nivel consolidado de CLH a 31 de diciembre de 2014 (que incluye a la propia CLH, CLH Aviación, Terquimsa y OLC, mientras que CLH-UK y sus sociedades dependientes aún no se ha consolidado contablemente a dicha fecha).

Enfoque de nuestro análisis (cont.)

Un detalle de la metodología de valoración aplicadas es como sigue:



En términos generales el método del descuento de flujos de caja es un método de valoración dinámico que asume que el valor de un conjunto de activos y pasivos operativos se corresponde con el valor de los flujos de caja que se espera sean generados por dichos activos y pasivos, actualizados a una tasa que tenga en consideración sus riesgos específicos. Para calcular el valor de las acciones de una compañía, hay que agregar a dicho cálculo la deuda financiera neta de la misma a la fecha de valoración, así como el valor que se estime con criterios de mercado de los activos y pasivos (registrados o no) no considerados en los conceptos anteriores (OAP) también en dicha fecha.

Preparación del Plan de Negocio

El Plan de Negocio de la Sociedad se ha elaborado de manera independiente para CLH (incluyendo CLH Aviación). Para Terquimsa y OLC se ha considerado el dividendo que se estima recibir durante los próximos ejercicios. Finalmente, para CLH-PS se ha utilizado las proyecciones financieras utilizadas en su reciente adquisición.

Dicho Plan de Negocio ha sido preparado por la Dirección, principalmente, durante el primer trimestre del ejercicio 2015, es decir entre el 1 de enero de 2015 y el 8 de abril de 2015, y ha sido aprobado por su Consejo de Administración.

Anualmente la Dirección de la Sociedad prepara al cierre del ejercicio un presupuesto para el ejercicio siguiente. Por lo tanto, las proyecciones financieras incluyen el presupuesto del ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2015.

En las páginas siguientes se encuentra un mayor detalle de las hipótesis consideradas en las proyecciones financieras incluidas en el Plan de Negocio por línea de negocio.

El proceso de elaboración del Plan de Negocio ha sido como sigue:

- El departamento de planificación y control realiza las estimaciones de la evolución prevista del mercado de consumo de productos petrolíferos, en función de la evolución de las principales variables macroeconómicas y del precio del Brent, estimando la evolución de la cifra de negocios y de los aprovisionamientos.
- El equipo técnico industrial presupuesta las inversiones de mantenimiento a realizar en las instalaciones de la Sociedad.
- El departamento económico y financiero, se encarga de realizar la consolidación de los datos recibidos así como estimar los gastos de estructura, impuestos y fondo de maniobra.

Plan de Negocio consolidado

Un detalle de las proyecciones financieras consolidadas de CLH incluidas en su Plan de Negocio es como sigue:

Plan de Negocio consolidado	2014 H	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Cifras en miles de euros					
Importe neto de la cifra de negocios	575.394	688.167	701.158	698.362	697.413
Total gastos de explotación	(342.190)	(451.583)	(441.511)	(428.819)	(427.902)
<i>Compras</i>	(17.984)	(19.053)	(19.320)	(19.406)	(19.536)
<i>Variación de existencias</i>	3.064	1.610	1.757	(693)	(1.872)
<i>Gastos de personal</i>	(107.997)	(121.681)	(119.476)	(113.898)	(114.511)
<i>Tributos</i>	(4.399)	(4.267)	(4.116)	(4.265)	(4.420)
<i>Trabajos y servicios prestados por terceros</i>	(135.390)	(217.974)	(210.428)	(205.344)	(204.851)
<i>Dotación para amortización inmovilizado fijo</i>	(79.432)	(90.218)	(89.928)	(85.213)	(82.712)
<i>Dotación neta para otras provisiones del activo</i>	(52)	-	-	-	-
Resultado neto de explotación recurrente	233.204	236.584	259.647	269.543	269.511
<i>Resultado de la enajenación de activos no corrientes</i>	1.894	1.501	-	-	1.511
<i>Otras ganancias y pérdidas</i>	(296)	(762)	(462)	(462)	(463)
Resultado neto de explotación no recurrente	1.598	739	(462)	(462)	1.048
<i>Ingresos financieros</i>	1.831	1.789	2.087	3.695	5.388
<i>Gastos financieros y asimilados</i>	(18.199)	(22.160)	(20.544)	(19.697)	(19.113)
Resultados financieros	(16.368)	(20.371)	(18.457)	(16.002)	(13.725)
Resultado antes de impuestos	218.434	216.952	240.728	253.079	256.834
Gasto por Impuesto sobre Sociedades	(61.559)	(61.312)	(59.205)	(60.944)	(61.906)
Resultado del ejercicio	156.875	155.640	181.523	192.135	194.928

Fuente: Plan de Negocio, cuentas de gestión facilitadas por la Dirección de la Sociedad y estados financieros históricos de la Sociedad.

Plan de Negocio – CLH

Tal y como se ha explicado anteriormente, de acuerdo con el método de descuento de flujos de caja, la estimación del valor de los negocios (EV) del negocio desarrollado por CLH ha sido estimado teniendo en consideración:

1.A**Período explícito de proyección - CLH**

Valor presente a la fecha de valoración de los flujos de caja que se estima que la Sociedad generará en el período comprendido entre el 1 de enero de 2015 y el 31 de diciembre de 2018.

En las páginas siguientes se encuentra un mayor detalle de las principales hipótesis consideradas en las proyecciones financieras.

1.B**Valor terminal - CLH**

El valor terminal o valor residual se ha calculado como el valor presente a la fecha de valoración de los flujos de caja que se estima generará la Sociedad a partir del 1 de enero de 2019.

Dichos flujos de caja han sido obtenidos considerando una renta perpetua a partir del flujo de caja estimado como mantenible de la Sociedad, considerando un crecimiento a perpetuidad (g).

En las páginas siguientes se encuentra un mayor detalle de las hipótesis utilizadas en la estimación del flujo de caja utilizado para la estimación del valor terminal.

Plan de Negocio – CLH: Flujo de caja

Plan de Negocio CLH	Datos Históricos									Proyecciones			
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Importes en miles de euros													
Ingresos de explotación	550.676	568.717	588.487	591.707	585.922	615.747	589.580	574.479	575.394	591.582	603.751	605.339	612.062
% Variación		3,3%	3,5%	0,5%	(1,0)%	5,1%	(4,2)%	(2,6)%	0,2%	2,8%	2,1%	0,3%	1,1%
Ebitda	267.561	289.681	304.350	302.108	309.979	324.626	305.034	307.622	314.460	318.403	333.802	338.399	343.450
Margen Ebitda	48,6%	50,9%	51,7%	51,1%	52,9%	52,7%	51,7%	53,5%	54,7%	53,8%	55,3%	55,9%	56,1%
Amortización	(66.344)	(72.851)	(68.740)	(75.364)	(81.137)	(84.594)	(78.790)	(78.948)	(79.432)	(76.655)	(75.680)	(74.390)	(71.615)
Ebit	201.217	216.830	235.610	226.744	228.842	240.032	226.244	228.674	235.028	241.748	258.122	264.009	271.835
Impuestos sobre Ebit	(65.396)	(70.470)	(70.683)	(68.023)	(68.653)	(72.010)	(67.873)	(68.602)	(70.508)	(67.689)	(64.531)	(66.002)	(67.959)
Tipo Impositivo	32,5%	32,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	28,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Noplat	135.821	146.360	164.927	158.721	160.189	168.022	158.371	160.072	164.520	174.059	193.592	198.007	203.876
Amortización	66.344	72.851	68.740	75.364	81.137	84.594	78.790	78.948	79.432	76.655	75.680	74.390	71.615
Inversiones en activo fijo (capex)	(135.947)	(145.103)	(177.107)	(142.528)	(125.866)	(108.831)	(84.831)	(57.212)	(60.438)	(72.469)	(83.583)	(68.548)	(60.002)
Variación fondo de maniobra operativo	n.d.	(54.319)	993	(7.864)	(37.649)	(9.461)	(33.008)	(2.296)	28.611	2.723	(9.677)	1.805	2.256
Flujo de caja (FCF)	n.d.	19.789	57.553	83.693	77.811	134.324	119.322	179.512	212.125	180.968	176.012	205.654	217.745

Nota: El Ebitda histórico no concilia con el Ebitda registrado en las cuentas anuales por pequeños ajustes de contabilidad de gestión.

Fuente: Plan de Negocio, cuentas de gestión facilitadas por la Dirección de la Sociedad y estados financieros históricos de la Sociedad.

Plan de Negocio – CLH: Balance

Balance: Plan de Negocio CLH	2014 H	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Cifras en miles de euros					
Inmovilizado material e intangible	994.499	974.367	955.202	937.331	922.683
Inversiones inmobiliarias	18.261	13.767	13.767	13.767	6.350
Activos financieros no corrientes	17.077	27.498	43.416	45.439	45.567
Otros activos no corrientes	19	-	-	-	-
Activos por impuestos diferidos	46.874	43.765	37.638	35.149	33.432
Activos no corrientes	1.076.730	1.059.397	1.050.023	1.031.686	1.008.032
Efectivo y equivalentes al efectivo	62	62	100	100	100
Resto de activos corrientes	931.654	873.042	908.718	920.867	926.816
Activos corrientes	931.716	873.104	908.818	920.967	926.916
Total activo	2.008.446	1.932.501	1.958.841	1.952.653	1.934.948
Capital	84.070	84.070	84.070	84.070	84.070
Reservas	49.993	44.028	44.028	44.028	44.028
Ganancias acumuladas	186.762	205.403	229.838	239.248	253.212
<i>Resultado del ejercicio</i>	<i>156.875</i>	<i>165.370</i>	<i>184.328</i>	<i>189.992</i>	<i>197.838</i>
<i>Otras ganancias acumuladas</i>	<i>29.887</i>	<i>40.033</i>	<i>45.510</i>	<i>49.256</i>	<i>55.374</i>
Dividendo a cuenta	(123.303)	(127.751)	(145.140)	(146.948)	(153.239)
Patrimonio neto contable	197.522	205.750	212.796	220.398	228.071
Deudas con entidades de crédito	565.535	557.857	560.514	543.845	520.214
Provisiones	33.129	30.678	27.387	25.235	25.194
Otros pasivos no corrientes	52.564	40.528	33.139	27.744	23.117
Pasivos no corrientes	651.228	629.063	621.040	596.824	568.525
Deudas con entidades de crédito	190.321	183.395	184.713	181.185	175.901
Otros pasivos corrientes	969.375	914.293	940.292	954.246	962.451
Pasivos corrientes	1.159.696	1.097.688	1.125.006	1.135.431	1.138.352
Total pasivo	2.008.446	1.932.501	1.958.841	1.952.653	1.934.948

Fuente: Plan de Negocio, cuentas de gestión facilitadas por la Dirección de la Sociedad y estados financieros históricos de la Sociedad.

1.A

Principales hipótesis utilizadas en el Plan de Negocio

Hipótesis generales

- La Dirección de la Sociedad ha preparado un Plan de Negocio para un período de 4 años, comprendido entre el 1 de enero de 2015 y el 31 de diciembre de 2018.
- No se han considerado cambios en la legislación, clientes, proveedores o cualquier otro factor externo que puedan afectar significativamente a la continuidad de las operaciones de la Sociedad.

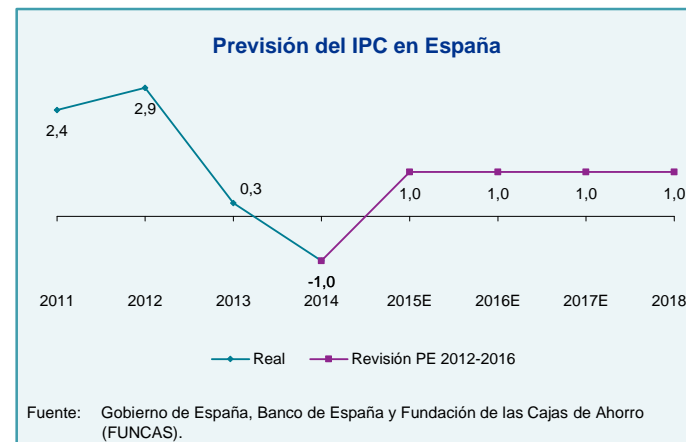
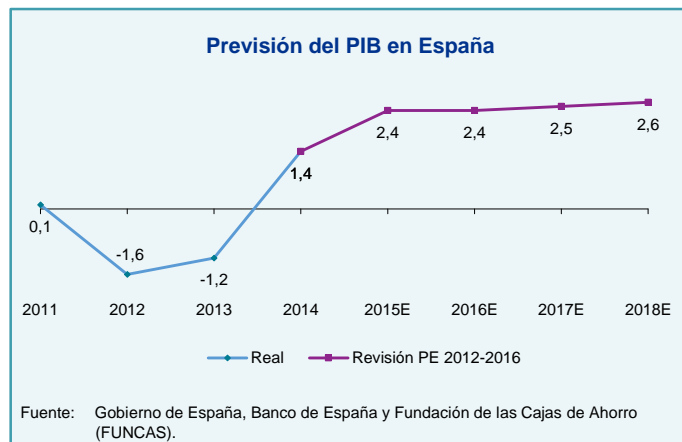
Cifra de negocios

La evolución de la cifra de negocio se ha estimado en función de los contratos de suministro firmados con los principales operadores de productos petrolíferos que operan en España, en los que se establecen las principales condiciones de facturación.

A continuación se incluye una pequeña descripción de las principales hipótesis utilizadas en la estimación de la cifra de negocios:

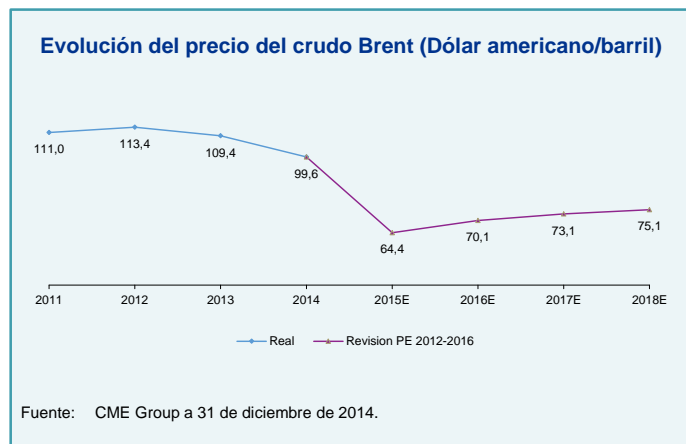
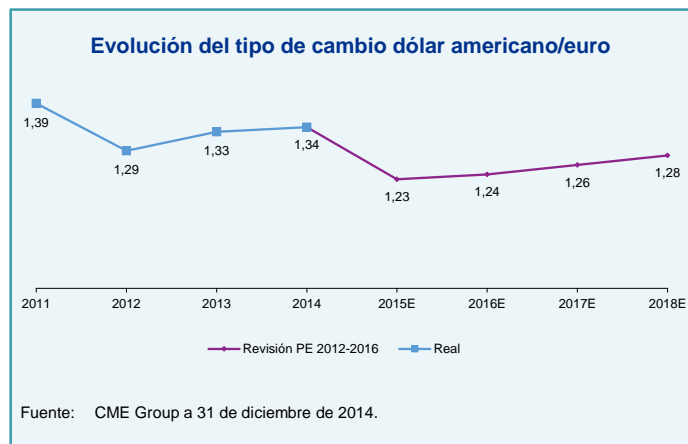
- Variaciones de volumen: se ha estimado en función de la evolución prevista de:
 - PIB estimado para los próximos ejercicios para España.
 - Evolución prevista del precio del barril de petróleo Brent.
 - Evolución prevista del tipo de cambio euro – dólar americano, ya que el precio del barril de petróleo Brent cotiza en dólares.
- Variaciones de precio: se ha estimado en función de la evolución prevista del IPC en España, dado que parte de la inflación se traslada en precio al cliente.

Un detalle de las principales variables utilizadas en la estimación de la cifra de negocios es como sigue:



Principales hipótesis utilizadas en el Plan de Negocio

Cifra de negocios



Margen Ebitda

- El margen Ebitda se ha estimado como los ingresos previstos menos los costes totales estimados, que recogen los siguientes conceptos (i) compras y variación de existencias de productos petrolíferos, (ii) gastos de personal, (iii) tributos y (iv) trabajos y servicios prestados por terceros.
- Uno de los objetivos estratégicos de CLH es optimizar al máximo sus infraestructuras y obtener la máxima eficiencia de las operaciones. Para ello, continuará con la potenciación de la gestión por procesos, la implantación de desarrollos tecnológicos, aumentará la automatización de aquellas tareas en las que sea posible y se seguirá promoviendo el ajuste de los gastos. Asimismo estudiará la adaptación de la organización de acuerdo con los avances que se vayan realizando en la implantación de estas mejoras.
- CLH ha llevado a cabo un programa de eficiencia y reducción de costes y gastos de estructura, con el objetivo de incrementar la rentabilidad de la compañía, que ha implicado salidas de caja asociadas a indemnizaciones de personal y reestructuración de la plantilla.
- En los próximos ejercicios se producirán las renovaciones de los contratos de suministro con clientes, que podrían implicar la reducción del margen Ebitda.
- Asimismo, el Gobierno de España está analizando diversas vías para la reducción del precio final de los combustibles.

1.A

Principales hipótesis utilizadas en el Plan de Negocio

Capex y amortización

Las inversiones en activo fijo se diferencian entre:

- Inversiones de expansión.
- Inversiones de mantenimiento.

Principalmente, las inversiones son vinculadas directamente al negocio de CLH que se desglosan en:

- Medios de transporte.
- Instalaciones de almacenamiento.
- Medio ambiente.
- Otras inversiones.

Durante los últimos ejercicios, se ha reducido el nivel de inversión de mantenimiento realizado por la Sociedad, por lo que durante los próximos ejercicios se espera llevar a cabo un volumen superior de inversiones, en línea con la evolución al cierre del ejercicio 2014.

Finalmente, respecto a la amortización se ha estimado de manera lineal en función de la vida útil de los activos así como las inversiones de mantenimiento y expansión que la Sociedad ha realizado y realizará en el futuro, según las vidas útiles contables.

Impuestos sobre Ebit

- Se ha aplicado una tasa impositiva aplicable en España tras la reciente reforma fiscal, equivalente al 28% para el ejercicio 2015 y el 25% para los siguientes ejercicios.
- No se ha tenido en consideración en el flujo de caja los activos o pasivos por impuesto diferido. Se han analizado por fuera del flujo de caja como otros activos y pasivos. Para mayor detalle, véase análisis de otros activos y pasivos incluidos en este Informe.

Fondo de maniobra operativo

- El fondo de maniobra de CLH es negativo, principalmente como consecuencia de la liquidación de los impuestos especiales asociados a hidrocarburos.
- Un detalle de la estimación del fondo de maniobra operativo es como sigue:

Concepto	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Importes en miles de euros													
Activo circulante	907.790	944.251	877.848	895.814	904.735	866.755	791.284	907.871	930.847	873.042	908.718	920.867	926.816
Pasivo circulante	(1.061.311)	(1.043.453)	(978.043)	(988.145)	(959.417)	(911.976)	(803.497)	(917.788)	(969.375)	(914.293)	(940.292)	(954.246)	(962.451)
Fondo de maniobra operativo	(153.521)	(99.202)	(100.195)	(92.331)	(54.682)	(45.221)	(12.213)	(9.917)	(38.528)	(41.251)	(31.574)	(33.379)	(35.635)
% sobre ventas	(31,1)%	(19,2)%	(18,7)%	(16,6)%	(9,8)%	(8,0)%	(2,2)%	(1,9)%	(7,0)%	(7,0)%	(5,2)%	(5,5)%	(5,8)%
Variación del fondo de maniobra	n.d.	(54.319)	993	(7.864)	(37.649)	(9.461)	(33.008)	(2.296)	28.611	2.723	(9.677)	1.805	2.256

Fuente: Plan de Negocio.

Estimación del valor terminal - CLH

DCF CLH	
Concepto	Valor terminal
Importes en miles de euros	
Ingresos de explotación	① 618.795
Ebitda	② 328.216
Margen Ebitda	53,0%
Amortización	③ (100.817)
Ebit	227.399
Impuesto sobre Ebit	④ (56.850)
Noplat	170.549
Amortización	100.817
Inversiones en activo fijo	③ (100.817)
Variación fondo maniobra operativo	⑤ 392
Flujo de caja (FCF)	170.941

Fuente: Elaboración propia.

El flujo de caja considerado como mantenible a perpetuidad, se ha estimado a partir de los siguientes componentes:

$$[Cifra\ de\ negocios\ x\ Margen\ Ebitda - Amortizaciones] \times (1 - t) + Amortizaciones - capex - [g \times FM]$$

Las principales hipótesis utilizadas en la estimación del flujo de caja considerado mantenible son las siguientes:

① Ingresos de explotación

- La cifra de negocios del valor terminal se ha estimado de acuerdo con el volumen de litros a perpetuidad, que se estima normalizado por la Sociedad, y se corresponde con el cierre de 31 de diciembre de 2018.
- El precio se ha estimado como el precio por litro para el último período explícito de proyección, incrementado por la tasa de crecimiento (g) con el objetivo de reflejar la evolución de los precios estimados a partir de dicho momento.

② Margen Ebitda

- Se ha considerado como margen Ebitda a perpetuidad el correspondiente a la media del período comprendido entre el 1 de abril de 2006 y el 31 de diciembre de 2018.

③ Amortización e inversiones en activos fijos (capex)

- El gasto por inversiones en activos fijos a perpetuidad, se ha estimado considerando los importes necesarios para la reposición de los activos operativos de la Sociedad, teniendo en consideración:
 - Las inversiones de mantenimiento en torno a 45 millones de euros.
 - Inversiones en activos fijos de reposición a perpetuidad, considerando que a perpetuidad los principales oleoductos y plantas de almacenamiento se deberán volver a construir, teniendo en consideración su antigüedad, así como se deberán adaptar las instalaciones a las nuevas medidas de seguridad, así como a las nuevas demandas del mercado.
- Las amortizaciones se han igualado a las inversiones en activos fijos.

④ Impuestos sobre Ebit

- Se ha considerado el mismo tipo impositivo que durante el período explícito de proyección, equivalente al 25%.

1.B

Estimación del valor terminal - CLH

DCF CLH	
Concepto	Valor terminal
Importes en miles de euros	
Ingresos de explotación	① 618.795
Ebitda	② 328.216
<i>Margen Ebitda</i>	53,0%
Amortización	③ (100.817)
Ebit	227.399
Impuesto sobre Ebit	④ (56.850)
Noplat	170.549
Amortización	100.817
Inversiones en activo fijo	③ (100.817)
Variación fondo maniobra operativo	⑤ 392
Flujo de caja (FCF)	170.941

Fuente: Elaboración propia.

⑤ **Variación del fondo de maniobra operativo**

- Se ha asumido que el fondo de maniobra operativo evolucionará con la tasa de crecimiento a perpetuidad (g).

Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)

- Tasa de crecimiento a perpetuidad del 1,1%, equivalente a la inflación prevista a largo plazo en España, obtenida de Bloomberg y del Fondo Monetario Internacional.

2.1

Valor atribuible – Terquimsa

Es una sociedad española cuya principal actividad es la explotación de terminales terrestres y/o marítimos para la recepción, almacenamiento y distribución de productos químicos y petroquímicos, el transporte terrestre, así como su comercialización.

CLH ostenta el 50% del capital social de Terquimsa.

Su consolidación se realiza por puesta en equivalente, considerando el valor atribuible a la inversión de 11,9 millones de euros.

Tal y como se ha mencionado anteriormente, el Plan de Negocio incluye los dividendos que se estiman percibir de Terquimsa, que se encuentran entre 1,5 y 1,9 millones de euros. Se ha realizado una estimación de su valor en función de los dividendos mencionados anteriormente, y sin haber tenido acceso al plan de negocio realizado por el equipo directivo de Terquimsa.

Un resumen de los resultados obtenidos es como sigue:

Valoración de Terquimsa - Descuento de dividendos						
Dividend yield ⁽¹⁾ = 7,97%		Crecimiento a perpetuidad = 1,10%				
Evolución dividendos	Histórico	Estimado				Valor terminal
	2014	2015	2016	2017	2018	
Importes en miles de euros						
Dividendos	1.460	1.483	1.857	1.763	1.889	1.709
Valor terminal						21.443
Período de descuento		1,0	2,0	3,0	4,0	4,0
Factor de descuento		0,926	0,858	0,794	0,736	0,736
Valor presente de dividendos		1.374	1.593	1.401	1.390	15.779
Suma valor presente dividendos	5.757					
Valor terminal	15.779					
Valor atribuible a CLH	21.536					

Nota: ⁽¹⁾ Dividend yield estimada como la diferencia entre el coste de los recursos propios (K_e) y el crecimiento a perpetuidad (g).

Fuente: Plan de Negocio facilitado por CLH.

2.2

Valor atribuible – OLC

Se trata de una empresa mixta cuyo objetivo es la construcción y explotación de unas infraestructuras logísticas en Omán, con una planta de almacenamiento en la capital de Omán (Muscat) y una red de oleoductos multiproducto conectadas con las dos refinerías existentes en el país y con el aeropuerto internacional.

CLH ostenta el 40% de OLC y el 60% restante es propiedad de Oman Oil Refineries and Petroleum Company (ORPIC), existiendo un acuerdo entre los accionistas con opciones de compra y de venta de las acciones de OLC.

Su consolidación se realiza por puesta en equivalencia, considerando el valor atribuible a la inversión de 4,8 millones de euros, de los cuales 3,1 millones de euros se encuentran pendientes de desembolso a 31 de diciembre de 2014, los cuales han sido desembolsados durante el primer trimestre del ejercicio 2015.

No se ha estimado su valor aplicando la metodología del DCF por su reciente adquisición, las inversiones necesarias para la puesta en funcionamiento de la planta de almacenamiento están en una fase muy incipiente, y el primer dividendo se estima recibir en el ejercicio 2017, una vez que se ha puesto en funcionamiento la planta de almacenamiento.

Valor atribuible – CLH-PS

Adquisición realizada durante el ejercicio 2015 de CLH-PS, a través de CLH-UK por un importe de 82 millones de libras esterlinas (equivalentes a 113 millones de euros), correspondiente a la red de oleoductos propiedad del Ministerio de Defensa del Reino Unido. El anuncio de dicha transacción se realizó el 20 de marzo de 2015, y el cierre de dicha transacción se efectuó el 30 de abril de 2015.

Se trata de una red de oleoductos de 2.000 kilómetros y 16 instalaciones de mantenimiento, incluyendo el suministro de aeropuertos como Heathrow, Gatwick, Stansted y Manchester, así como otros 10 aeropuertos regionales suministrados mediante camión cisterna.

El valor atribuible a CLH-PS se correspondería con la diferencia entre:

- El valor resultante del descuento de los flujos de caja atribuibles al negocio de CLH-PS descontados a una tasa de descuento (WACC) que refleje su riesgo de negocio, y
- El precio de adquisición.

A efectos de la valoración, no se ha considerado un posible valor atribuible a CLH-PS dado que la creación de valor respecto al precio de la transacción, está sujeta a la realización de determinadas inversiones por parte de CLH que permitan poder llevar a cabo el desarrollo de la actividad de CLH-PS siguiendo los mismos estándares de eficiencia y gestión aplicados en la actividad de CLH en España, así como a la renovación de los principales contratos de suministro, de los que la mayoría tiene vencimiento en el año 2018. Por lo tanto, la creación de valor asociada a esta inversión no sería significativa sobre el valor total de CLH.

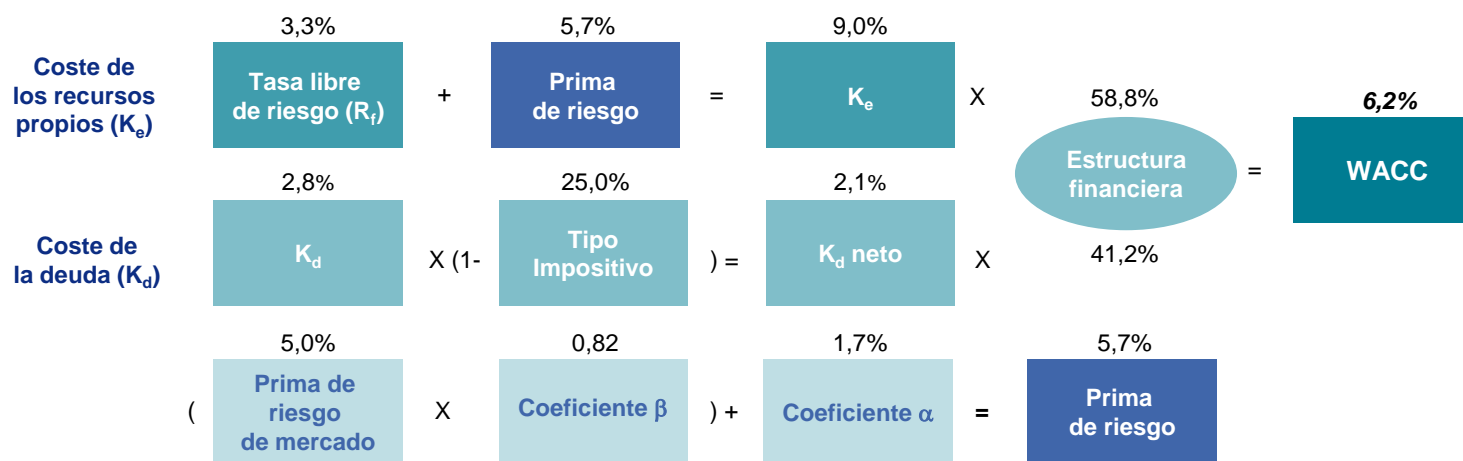
Dichas inversiones se deben llevar a cabo durante los próximos cuatro ejercicios, tanto en inversiones de activo fijo (por un importe de 53 millones de libras esterlinas), como en fondo de maniobra operativo (por un importe de 11,5 millones de libras esterlinas). Recuperando la inversión, con el plan de negocio facilitado, a partir del ejercicio 2022, teniendo en consideración los puntos mencionados en el párrafo anterior.

Estimación de la tasa de descuento: principales parámetros

La tasa de descuento aplicada para calcular el valor de la Sociedad ha sido determinada de acuerdo con el coste medio ponderado del capital (WACC).

El WACC es un tipo de descuento basado en las tasas de rentabilidad exigida de cada uno de los componentes del capital invertido (fondos propios y deuda financiera) y se calcula ponderando los retornos requeridos de dichos componentes en proporción al peso de cada una de estas fuentes de financiación en una estructura de capital esperada.

La fórmula utilizada para el cálculo del WACC para cada uno de los países ha sido la siguiente:



Se ha estimado la tasa de descuento aplicable a CLH en España, a partir de las siguientes hipótesis:

- Coste de los recursos propios (K_e)
 - La tasa libre de riesgo (R_f) se ha calculado a partir de la rentabilidad media móvil de los últimos 12 meses de los Bonos del Estado español a 10 años con fecha marzo de 2015. En España se ha producido desde enero de 2013 hasta la fecha de este Informe una significativa caída de la rentabilidad del bono soberano a 10 años (yield to maturity). La media histórica del bono soberano español a 10 años está en torno a 4,3%. Dado que estamos realizando un análisis de valor a largo plazo, se ha considerado una tasa libre de riesgo para España en torno a la media histórica, en lugar de los niveles de cotización actuales que se encuentran afectados por las políticas monetarias establecidas por el Banco Central Europeo, en particular por la recompra de bonos soberanos en la Unión Europea, y no reflejan la situación macroeconómica de España, en particular ante los niveles del ratio de deuda sobre producto interior bruto (PIB) próximos al 100%, siendo el mayor nivel en los últimos 10 años de España.

Estimación de la tasa de descuento: principales parámetros (cont.)■ Coste de los recursos propios (K_e) (cont.)

- La prima de riesgo del mercado ($R_m - R_f$) se ha definido conforme al análisis de KPMG basado en estudios de series largas que analizan la diferencia entre la rentabilidad histórica media de la Bolsa y la Deuda del Estado a largo plazo, considerando a efectos de esta valoración la misma prima de riesgo en las áreas geográficas donde opera CLH ya que el estudio se basa en un análisis de series históricas que consideramos aplicables a todos los países.
- El coeficiente β representa el diferencial de riesgo de la actividad desarrollada por la Sociedad respecto al riesgo promedio del mercado (R_m). El coeficiente β se ha calculado tomando como referencia el coeficiente β de las compañías seleccionadas cuyos negocios resultan comparables con la actividad de CLH, teniendo en consideración las limitaciones de comparabilidad que se detallan en este Informe.
- Consideramos que CLH tiene un riesgo específico por tamaño no recogido en el modelo CAPM (capital asset pricing model). Este riesgo lo recogemos en el coeficiente α .

El coeficiente α representa, fundamentalmente, una prima de riesgo específico de la compañía objeto de valoración, teniendo en cuenta aspectos como tamaño, mercado en el que se desenvuelve, fases de desarrollo de cada línea de negocio, u otros factores de riesgo, no recogidos en otros parámetros de la tasa de descuento. Supone por tanto un ajuste al modelo teórico tradicional del CAPM agregando el riesgo no sistemático de la compañía en cuestión. Este ajuste no desvirtúa en nuestro juicio dicho modelo, sino que lo complementa y mejora.

Ibbotson Associates (en adelante “Ibbotson”), sociedad de investigación e inversión que forma parte del grupo Morningstar, Inc., analiza anualmente la rentabilidad observada-riesgo esperado mediante la aplicación de CAPM para un amplio número de sociedades cotizadas de diversos sectores en varias Bolsas americanas estratificándola en función de su tamaño. En su estudio “2015 Ibbotson SBBI Market Report”, la prima de riesgo adicional que en nuestra opinión es aplicable a CLH asciende a 1,65% (equivalente a la que se desprende de dicho estudio para compañías cotizadas americanas con una capitalización bursátil de entre 2.552 y 3.724 millones de dólares americanos).

Consideramos de aplicación a las empresas españolas los coeficientes α obtenidos del estudio realizado por Ibbotson para la muestra de compañías cotizadas americanas, en base a que el estudio realizado por Ibbotson se basa en el análisis de los retornos observados de inversión para una serie larga histórica de índices bursátiles (en particular NYSE, AMEX, NASDAQ y S&P 500), comparada con la rentabilidad teórica exigida por los inversores al coste de los recursos propios estimada en base al modelo teórico tradicional del CAPM.

Hemos realizado una comparación de los retornos observados de inversión de los últimos tres ejercicios (para períodos de tres años, dos años y un año) del índice S&P 500 y del IBEX 35, considerando una estratificación de las compañías incluidas en ambos índices en función de su capitalización bursátil. Según los datos obtenidos de Bloomberg se desprende que los retornos observados de las compañías españolas incluidas en el IBEX 35 son similares o superiores a los retornos del S&P 500 para dicho período, por lo que concluimos que los coeficientes α asociados a tamaño según su capitalización bursátil incluidos en dicho estudio serían de aplicación también para las empresas españolas.

KPMG estima adecuado la aplicación de dichos coeficientes asociados a tamaño en función del riesgo específico de la compañía objeto de valoración, dado que bajo nuestro criterio profesional el coeficiente β no incorpora ningún elemento derivado del riesgo por tamaño de la misma, por lo que en nuestra opinión no existiría ninguna duplicidad, entre ambos parámetros.

Estimación de la tasa de descuento: principales parámetros (cont.)

- Coste de los recursos ajenos (K_d)
 - Entendemos que el coste de la deuda debe reflejar el coste al que una compañía podría financiarse. Hemos estimado un diferencial promedio del 1,66% sobre el tipo de interés de referencia (equivalente al Euribor a 12 meses a 10 años) equivalente a compañías del sector de oil and gas en Europa con rating entre BBB y BB, entre el cual se podría encontrar CLH.
 - El resultado obtenido ha sido minorado por el escudo fiscal de los intereses de la deuda, considerando para ello el tipo impositivo general vigente en cada área geográfica de acuerdo con el análisis de KPMG de tipos impositivos a nivel internacional, teniendo en consideración que CLH tributa en España donde el tipo impositivo vigente a partir de 2016 es del 25%.
- Estructura financiera: se ha considerado la estructura financiera promedio obtenido de la muestra de compañías cotizadas comparables para CLH, que se encuentra en línea con la que se desprende del Plan de Negocio de CLH.

Estimación de la tasa de descuento: cálculo del coeficiente beta y estructura financiera – CLH

Un detalle del cálculo del coeficiente beta y estructura financiera obtenida de la muestra de compañías cotizadas comparables es como sigue:

Compañía	País	Moneda	Cap. Bursátil	Deuda Neta	Observaciones mensuales en 5 años		D / (D+E)	Tipo impositivo
					Beta apalancada	Beta desapalancada		
Enagás, S.A.	España	EUR	6.497	4.117	0,79	0,54	38,8%	25,0%
Royal Vopak NV	Holanda	EUR	6.494	2.411	0,69	0,54	27,1%	25,0%
TERNA - Rete Elettrica Nazionale	Italia	EUR	8.217	7.395	0,66	0,41	47,4%	31,4%
Fluxys Belgium SA	Bélgica	EUR	1.849	1.321	0,81	0,55	41,7%	34,0%
Red Eléctrica Corporación S A.	España	EUR	10.207	5.603	0,86	0,61	35,4%	25,0%
National Grid plc	Reino Unido	GBP	33.342	23.339	0,61	0,40	41,2%	21,0%
REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A.	Portugal	EUR	1.484	2.443	0,72	0,32	62,2%	23,0%
Media						0,48	42,0%	
Media ajustada						0,49	40,9%	
Mediana						0,54	41,2%	

Notas: ⁽¹⁾ Capitalización bursátil a marzo de 2015, millones en euros.

⁽²⁾ Última deuda publicada por las Sociedades, en millones de euros.

⁽³⁾ Observaciones mensuales de beta apalancada ajustada a 5 años.

⁽⁴⁾ Beta desapalancada de acuerdo con la siguiente fórmula: $Beta\ desapalancada = \frac{Beta\ apalancada}{(1 + (Deuda\ neta / Capitalización\ Bursátil) \times (1 - tipo\ impositivo))}$.

Dada la dispersión de la muestra se ha considerado la mediana como referencia para los cálculos.

Fuente: Capital IQ, Bloomberg y estudio de tipos impositivos según encuesta elaborada por KPMG para 2014.

Cálculo de la beta - España

Beta desapalancada	0,54
% deuda	41,2%
% fondos propios	58,8%
Impuesto de Sociedades ⁽¹⁾	25%
Beta reapalancada	0,82

Nota: ⁽¹⁾ Considerando el tipo impositivo perpetuo

Cálculo de la deuda financiera neta (DFN)

A continuación se muestra un detalle de la deuda financiera neta de la Sociedad a 31 de diciembre de 2014 obtenida de las cuentas anuales auditadas a dicha fecha de la Sociedad:

Deuda financiera neta (DFN)		
Importes en miles de euros		
Partidas de activo		
Activos financieros no corrientes	①	389
Activos financieros corrientes	②	807
Efectivo y equivalentes al efectivo	②	62
Total partidas de activo		1.258
Partidas de pasivo		
Deudas con entidades de crédito no corrientes	③	(566.329)
Instrumentos financieros derivados neta efecto fiscal	④	(24.032)
Deudas con entidades de crédito corrientes	③	(190.321)
Dividendo complementario	⑤	(38.154)
Total partidas de pasivo		(818.836)
Deuda financiera neta		(817.578)

Fuente: Cuentas anuales consolidadas de la Sociedad.

① Activos financieros no corrientes

Se corresponde con (i) otras inversiones por un importe de 364 miles de euros, y (ii) préstamos al personal, así como fianzas y depósitos.

② Activos financieros corrientes, efectivo y equivalentes al efectivo

Se corresponde con las posiciones de tesorería.

③ Deudas con entidades de crédito

Se corresponde con las deudas con entidades de crédito a corto y largo plazo, cuyo importe ha sido ajustado por el importe de los gastos de formalización de dichos préstamos que se incurrió en el momento de su firma y que no supondrán una salida de caja a futuro (por un importe de 794 miles de euros).

El tipo efectivo de interés medio de financiación bancaria durante el ejercicio 2014 ha sido del 2,49%. Con fecha 14 de enero de 2015 se ha finalizado el proceso de refinanciación de tres préstamos por un importe de 400 millones de euros con vencimiento en 2017 y 2019.

④ Instrumentos financieros derivados neta efecto fiscal

Se corresponde con el valor razonable de los derivados, principalmente de cobertura de tipo de interés, asociados a la financiación.

Asimismo, se incluye el valor razonable del acuerdo entre CLH y OLC que conceden a ORPIC una opción de compra de las acciones de CLH en OLC y a CLH una opción de venta de sus acciones en OLC una vez finalizada la construcción de la infraestructura, cuyo valor razonable a 31 de diciembre de 2014 asciende a 113 miles de euros.

Se ha considerado el efecto fiscal asociado al valor razonable de los instrumentos financieros derivados.

⑤ Dividendo complementario

La Sociedad ha repartido un dividendo a cuenta del resultado del ejercicio terminado a 31 de diciembre de 2014 por importe de 123,3 millones de euros. Asimismo, tiene previsto llevar a cabo la distribución de un dividendo complementario por un importe de 38,2 millones de euros con cargo al resultado del ejercicio 2014.

Cálculo de otros activos y pasivos (OAP)

A continuación se muestra un detalle de otros activos y pasivos de la Sociedad a 31 de diciembre de 2014 obtenida de las cuentas anuales auditadas a dicha fecha de la Sociedad:

Otros activos y pasivos (OAP)	
Importes en miles de euros	
Partidas de activo	
Otros activos no corrientes	19
Activos por impuestos diferidos	① 25.309
Total partidas de activo	25.328
Partidas de pasivo	
Pasivos por impuestos diferidos	② (9.575)
Provisiones	③ (24.089)
Total partidas de pasivo	(33.664)
Otros activos y pasivos	(8.336)

Fuente: Cuentas anuales consolidadas de la Sociedad.

① Activos por impuesto diferido

El detalle de activos por impuesto diferido a 31 de diciembre de 2014 obtenido de las cuentas anuales consolidadas de CLH es como sigue:

Activos por impuesto diferido	
Importes en miles de euros	
Provisiones y otros	23.146
Actualización de balances	15.400
Asociado a derivados	8.328
Total	46.874

Fuente: Cuentas anuales consolidadas de la Sociedad.

El saldo incluido en la valoración se corresponde con el valor presente de la reversión, según su calendario, atribuible a los activos por impuesto diferido asociados a provisiones y otros, así como a la actualización de balances, considerando la tasa de descuento (WACC) aplicable a CLH, descrita anteriormente.

No se ha considerado el activo por impuesto diferido asociado a los derivados ya que su importe se incluye en la DFN.

Se ha considerado el movimiento estimado por la Dirección de CLH hasta el 31 de diciembre de 2018 y a partir de ese ejercicio, se ha considerado que el saldo pendiente revertirá en 10 años.

Un detalle de su estimación es como sigue:

Concepto	dic.-14	dic.-15	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	dic.-22	dic.-23	dic.-24	dic.-25	dic.-26	dic.-27	dic.-28
Importes en miles de euros															
Saldo inicial		46.874	43.199	41.533	40.044	39.106	36.028	32.950	29.873	26.795	23.717	20.639	17.561	14.484	11.406
Dotación anual		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reversión y aplicación anual		(3.675)	(1.666)	(1.489)	(938)	(3.078)	(3.078)	(3.078)	(3.078)	(3.078)	(3.078)	(3.078)	(3.078)	(3.078)	(3.078)
Saldo final	46.874	43.199	41.533	40.044	39.106	36.028	32.950	29.873	26.795	23.717	20.639	17.561	14.484	11.406	8.328
<i>Período de descuento</i>		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
<i>Factor de descuento</i>		0,970	0,914	0,860	0,810	0,763	0,718	0,676	0,637	0,600	0,565	0,532	0,501	0,471	0,444
<i>Tasa de descuento</i>		6,2%													
Valor presente		3.566	1.522	1.281	760	2.348	2.211	2.082	1.960	1.846	1.738	1.637	1.541	1.451	1.366
Valor presente: impuestos diferidos de act		25.309													

Cálculo de otros activos y pasivos (OAP) (cont.)

A continuación se muestra un detalle de otros activos y pasivos de la Sociedad a 31 de diciembre de 2014 obtenida de las cuentas anuales auditadas a dicha fecha de la Sociedad:

Otros activos y pasivos (OAP)	
Importes en miles de euros	
Partidas de activo	
Otros activos no corrientes	19
Activos por impuestos diferidos	① 25.309
Total partidas de activo	25.328
Partidas de pasivo	
Pasivos por impuestos diferidos	② (9.575)
Provisiones	③ (24.089)
Total partidas de pasivo	(33.664)
Otros activos y pasivos	(8.336)

Fuente: Cuentas anuales consolidadas de la Sociedad.

② Pasivos por impuesto diferido

El detalle de pasivos por impuesto diferido a 31 de diciembre de 2014 obtenido de las cuentas anuales consolidadas de CLH es como sigue:

Pasivos por impuesto diferido	
Importes en miles de euros	
Amortización fiscal acelerada	(13.459)
Subvenciones	(1.700)
Total	(15.159)

Fuente: Cuentas anuales consolidadas de la Sociedad.

El saldo incluido en la valoración se corresponde con el valor presente de la reversión, según su calendario, atribuible a la amortización fiscal acelerada, considerando la tasa de descuento (WACC) aplicable a CLH, descrita anteriormente.

Se ha considerado el movimiento estimado por la Dirección de CLH hasta el 31 de diciembre de 2018 y a partir de ese ejercicio, se ha considerado que el saldo pendiente revertirá en 10 años.

Un detalle de su estimación es como sigue:

Concepto	dic.-14	dic.-15	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	dic.-22	dic.-23	dic.-24	dic.-25	dic.-26	dic.-27	dic.-28
Importes en miles de euros															
Saldo inicial		(15.159)	(15.159)	(11.494)	(10.583)	(9.691)	(8.892)	(8.093)	(7.294)	(6.495)	(5.696)	(4.896)	(4.097)	(3.298)	(2.499)
Dotación anual		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reversión y aplicación anual		0	3.665	911	892	799	799	799	799	799	799	799	799	799	799
Saldo final	(15.159)	(15.159)	(11.494)	(10.583)	(9.691)	(8.892)	(8.093)	(7.294)	(6.495)	(5.696)	(4.896)	(4.097)	(3.298)	(2.499)	(1.700)
<i>Período de descuento</i>		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
<i>Factor de descuento</i>		0,970	0,914	0,860	0,810	0,763	0,718	0,676	0,637	0,600	0,565	0,532	0,501	0,471	0,444
<i>Tasa de descuento</i>		6,2%													
Valor presente		0	(3.349)	(784)	(723)	(610)	(574)	(540)	(509)	(479)	(451)	(425)	(400)	(377)	(355)
Valor presente: impuestos diferidos de pas		(9.575)													

Cálculo de otros activos y pasivos (OAP) (cont.)

A continuación se muestra un detalle de otros activos y pasivos de la Sociedad a 31 de diciembre de 2014 obtenida de las cuentas anuales auditadas a dicha fecha de la Sociedad:

Otros activos y pasivos (OAP)	
Importes en miles de euros	
Partidas de activo	
Otros activos no corrientes	19
Activos por impuestos diferidos	① 25.309
Total partidas de activo	25.328
Partidas de pasivo	
Pasivos por impuestos diferidos	② (9.575)
Provisiones	③ (24.089)
Total partidas de pasivo	(33.664)
Otros activos y pasivos	(8.336)

Fuente: Cuentas anuales consolidadas de la Sociedad.

③ Provisiones

El saldo incluido en la valoración se corresponde con el valor presente de la reversión, según su calendario, atribuible a las provisiones registradas contablemente, considerando la tasa de descuento (WACC) aplicable a CLH, descrita anteriormente.

Se ha considerado el movimiento estimado por la Dirección de CLH hasta el 31 de diciembre de 2018 y a partir de ese ejercicio, se ha considerado que el saldo pendiente revertirá en 10 años.

Un detalle de su estimación es como sigue:

Concepto	dic.-14	dic.-15	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	dic.-22	dic.-23	dic.-24	dic.-25	dic.-26	dic.-27	dic.-28
Importes en miles de euros															
Saldo inicial		33.129	29.294	23.994	20.103	18.723	16.851	14.978	13.106	11.234	9.362	7.489	5.617	3.745	1.872
Dotación anual		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reversión y aplicación anual		(3.835)	(5.300)	(3.891)	(1.380)	(1.872)	(1.872)	(1.872)	(1.872)	(1.872)	(1.872)	(1.872)	(1.872)	(1.872)	(1.872)
Saldo final	33.129	29.294	23.994	20.103	18.723	16.851	14.978	13.106	11.234	9.362	7.489	5.617	3.745	1.872	0
<i>Período de descuento</i>		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
<i>Factor de descuento</i>		0,970	0,914	0,860	0,810	0,763	0,718	0,676	0,637	0,600	0,565	0,532	0,501	0,471	0,444
<i>Tasa de descuento</i>		6,2%													
Valor presente		(3.721)	(4.843)	(3.348)	(1.118)	(1.428)	(1.345)	(1.266)	(1.192)	(1.123)	(1.057)	(996)	(937)	(883)	(831)
Valor presente: provisiones															(24.089)

Valor resultante

El valor obtenido de la aplicación de la metodología descrita considerando como fecha de valoración el 31 de diciembre de 2014 es como sigue:

Resumen de valor: Valor por acción

Resumen de valor: DCF	Mínimo WACC/g+0,25%	Caso Base	Máximo WACC/g-0,25%
Importes en millones de euros			
Enterprise Value - CLH	3.254	3.405	3.572
Valor atribuible – Terquimsa ⁽¹⁾	17	17	17
Valor atribuible – OLC	2	2	2
Valor atribuible – GPSS	-	-	-
Total Enterprise Value (EV)	3.272	3.424	3.591
Deuda Financiera Neta (DFN)	(818)	(818)	(818)
Otros activos y pasivos (OAP)	(8)	(8)	(8)
Valor de los fondos propios (EqV)	2.446	2.598	2.765
Número de acciones (miles de acciones)	70.058	70.058	70.058
Valor por acción (€/acción)	34,92	37,08	39,46

Notas: A efectos de presentación el valor medio se corresponde con el valor que se desprende de la aplicación del DCF.

⁽¹⁾ El valor atribuible a Terquimsa se corresponde con el valor medio entre el coste de la inversión y el valor de la aplicación del descuento de dividendos.

Múltiplos implícitos

Múltiplos implícitos	2014 H	2015 E	2016 E
Principales magnitudes			
EV/Ventas	5,9x	5,8x	5,6x
EV/Ebitda	10,8x	10,7x	10,2x
EV/Ebit	14,5x	14,1x	13,2x
Múltiplos del valor terminal			
VT/Ventas	5,4x		
VT/Ebitda	10,2x		
VT/Ebit	14,7x		

Análisis de sensibilidad

Hemos llevado a cabo análisis de sensibilidad a los principales parámetros del método de descuento de flujos de caja. A continuación se presenta un detalle de los resultados obtenidos en las sensibilidades a la tasa de descuento, tasa de crecimiento a perpetuidad, Ebitda e inversiones en activo fijo (capex) a perpetuidad:

Sensibilidad a WACC y g - EqV en millones de euros						
		Crecimiento a perpetuidad (g)				
		- 0,50%	- 0,25%	Caso base	+ 0,25%	+ 0,50%
Tasa de descuento (WACC)	+ 0,50%	2.106	2.203	2.308	2.424	2.550
	+ 0,25%	2.224	2.330	2.446	2.574	2.715
	Caso base	2.352	2.469	2.598	2.740	2.897
	- 0,25%	2.492	2.622	2.765	2.923	3.100
	- 0,50%	2.646	2.790	2.950	3.128	3.327

Sensibilidad a WACC y g - EqV en euros por acción						
		Crecimiento a perpetuidad (g)				
		- 0,50%	- 0,25%	Caso base	+ 0,25%	+ 0,50%
Tasa de descuento (WACC)	+ 0,50%	30,06	31,44	32,95	34,60	36,40
	+ 0,25%	31,74	33,26	34,92	36,74	38,75
	Caso base	33,57	35,24	37,08	39,10	41,35
	- 0,25%	35,57	37,42	39,46	41,72	44,25
	- 0,50%	37,76	39,82	42,10	44,64	47,49

Sensibilidad a Capex y Ebitda a perpetuidad - EqV en millones de euros						
		Ebitda				
		- €10M	- €5M	Caso base	+ €5M	+ €10M
Capex	- €20M	2.717	2.776	2.836	2.896	2.955
	- €10M	2.598	2.657	2.717	2.776	2.836
	Caso base	2.479	2.538	2.598	2.657	2.717
	+ €10M	2.359	2.419	2.479	2.538	2.598
	+ €20M	2.240	2.300	2.359	2.419	2.479

Sensibilidad a Capex y Ebitda a perpetuidad - EqV en euros por acción						
		Ebitda				
		- €10M	- €5M	Caso base	+ €5M	+ €10M
Capex	- €20M	38,78	39,63	40,48	41,33	42,18
	- €10M	37,08	37,93	38,78	39,63	40,48
	Caso base	35,38	36,23	37,08	37,93	38,78
	+ €10M	33,68	34,53	35,38	36,23	37,08
	+ €20M	31,98	32,83	33,68	34,53	35,38

Valor resultante – CLH

El valor obtenido de la aplicación de la metodología del DCF de CLH considerando como fecha de valoración el 31 de diciembre de 2014 es como sigue:

Resumen de valor CLH aplicando DCF																
Plan de Negocio CLH	Datos Históricos									Proyecciones				Valor terminal		
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018			
Importes en miles de euros																
Tasa de descuento (WACC) =	6,2%			Crecimiento a perpetuidad (g) =			1,1%			Margen Ebitda a perpetuidad =					53,0%	
Ingresos de explotación	550.676	568.717	588.487	591.707	585.922	615.747	589.580	574.479	575.394	591.582	603.751	605.339	612.062	618.795		
% Variación		3,3%	3,5%	0,5%	(1,0)%	5,1%	(4,2)%	(2,6)%	0,2%	2,8%	2,1%	0,3%	1,1%	1,1%		
Ebitda	267.561	289.681	304.350	302.108	309.979	324.626	305.034	307.622	314.460	318.403	333.802	338.399	343.450	328.216		
Margen Ebitda	48,6%	50,9%	51,7%	51,1%	52,9%	52,7%	51,7%	53,5%	54,7%	53,8%	55,3%	55,9%	56,1%	53,0%		
Amortización	(66.344)	(72.851)	(68.740)	(75.364)	(81.137)	(84.594)	(78.790)	(78.948)	(79.432)	(76.655)	(75.680)	(74.390)	(71.615)	(100.817)		
Ebit	201.217	216.830	235.610	226.744	228.842	240.032	226.244	228.674	235.028	241.748	258.122	264.009	271.835	227.399		
Impuestos sobre Ebit	(65.396)	(70.470)	(70.683)	(68.023)	(68.653)	(72.010)	(67.873)	(68.602)	(70.508)	(67.689)	(64.531)	(66.002)	(67.959)	(56.850)		
Tipo Impositivo	32,5%	32,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	28,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
Noplat	135.821	146.360	164.927	158.721	160.189	168.022	158.371	160.072	164.520	174.059	193.592	198.007	203.876	170.549		
Amortización	66.344	72.851	68.740	75.364	81.137	84.594	78.790	78.948	79.432	76.655	75.680	74.390	71.615	100.817		
Inversiones en activo fijo (capex)	(135.947)	(145.103)	(177.107)	(142.528)	(125.866)	(108.831)	(84.831)	(57.212)	(60.438)	(72.469)	(83.583)	(68.548)	(60.002)	(100.817)		
Variación fondo de maniobra operativo	n.d.	(54.319)	993	(7.864)	(37.649)	(9.461)	(33.008)	(2.296)	28.611	2.723	(9.677)	1.805	2.256	392		
Flujo de caja (FCF)	n.d.	19.789	57.553	83.693	77.811	134.324	119.322	179.512	212.125	180.968	176.012	205.654	217.745	170.941		
Período de descuento										0,5	1,5	2,5	3,5			
Factor de descuento										0,970	0,914	0,860	0,810			
Valor presente del flujo libre de caja										175.606	160.825	176.940	176.406			
Suma del valor presente del FCF	689.776	20,3%								FCF normalizado		170.941				
Valor terminal	2.715.445	79,7%								Valor terminal		3.351.790				
Enterprise value o valor del negocio (EV)	3.405.221									Período de descuento		3,5				
										Factor de descuento		0,810				
										Valor presente del VT		2.715.445				

Fuente: Plan de Negocio, cuentas de gestión facilitadas por la Dirección de la Sociedad y estados financieros históricos de la Sociedad.

Sensibilidades – CLH

Hemos llevado a cabo análisis de sensibilidad a los principales parámetros del método de descuento de flujos de caja. A continuación se presenta un detalle de los resultados obtenidos a nivel valor de los negocios (EV) en las sensibilidades a la tasa de descuento, tasa de crecimiento a perpetuidad, Ebitda e inversiones en activo fijo (capex) a perpetuidad. Para obtener los resultados del valor de los fondos propios (EqV), se debe minorar este importe por la deuda financiera neta (por importe de 818 millones de euros) y otros activos y pasivos (por importe de 8 millones de euros):

Sensibilidad a WACC y g - EV en millones de euros						
		Crecimiento a perpetuidad (g)				
		0,60%	0,85%	1,10%	1,4%	1,6%
Tasa de descuento (WACC)	6,70%	2.913	3.010	3.116	3.231	3.358
	6,45%	3.031	3.138	3.254	3.381	3.522
	6,20%	3.159	3.277	3.405	3.547	3.704
	5,95%	3.299	3.429	3.572	3.731	3.907
	5,70%	3.453	3.597	3.757	3.935	4.135

Sensibilidad a Capex y Ebitda a perpetuidad - EqV en millones de euros						
		Ebitda				
		- €10M	- €5M	Caso base	+ €5M	+ €10M
Capex	- €20M	3.524	3.584	3.643	3.703	3.763
	- €10M	3.405	3.465	3.524	3.584	3.643
	Caso base	3.286	3.346	3.405	3.465	3.524
	+ €10M	3.167	3.227	3.286	3.346	3.405
	+ €20M	3.048	3.107	3.167	3.227	3.286

El rango de valor por acción de CLH aplicando la metodología del descuento de flujos de caja es de 34,92 euros a 39,46 euros.

En relación con el análisis sobre la idoneidad y relevancia de este método, en base a nuestro juicio profesional, el sector en el que desarrolla su actividad CLH, así como el contexto de la transacción, consideramos este método muy adecuado para la estimación del valor de las acciones de CLH, dado que, en términos generales, el descuento de flujos de caja es un método generalmente aceptado por los expertos en valoración, tanto desde un punto de vista teórico como práctico, como uno de los métodos que más eficientemente incorpora el resultado de evaluar todos los factores que afectan al negocio, considerando la Sociedad como un auténtico proyecto de inversión. Por tanto, consideramos los resultados de este método como un valor de referencia para la conclusión de este Informe.

**Compañías
cotizadas
comparables**

Descripción

El método de múltiplos de compañías cotizadas comparables consiste en estimar el valor de una sociedad basándose en múltiplos que se obtienen de compañías cotizadas comparables. Estos múltiplos se obtienen de calcular la relación entre el Enterprise Value o valor de los negocios de estas compañías cotizadas comparables y sus principales magnitudes financieras (fundamentalmente el Ebitda), y posteriormente se aplican estos múltiplos a las magnitudes financieras de la compañía objeto de valoración, teniendo en cuenta la evolución histórica del negocio y sus expectativas de evolución en el futuro. Al valor obtenido debe agregarse o deducirse la deuda financiera neta de la compañía a la fecha de valoración (positiva o negativa) y, en su caso, el valor de otros activos y pasivos no considerados en el valor de los negocios para llegar al valor de las acciones. Evidentemente, la aplicación de este método requiere una muestra representativa de compañías cotizadas que sean comparables a la compañía objeto de valoración, tanto en términos de negocio como financieros.

El múltiplo que hemos considerado para estimar el valor de CLH bajo este método es el Enterprise Value (EV)/Ebitda, dónde:

- Enterprise value = Capitalización de mercado + deuda financiera neta + intereses minoritarios - activos no operativos, en su caso.
- Ebitda = Beneficio operativo antes de intereses, tasas, impuestos, depreciación y amortización.

La elección del múltiplo de EV/Ebitda sobre otros múltiplos (como el de Ebit) presenta la ventaja de que no está afectado por las posibles diferencias de criterio contable en la amortización entre diferentes compañías y geografías, que podría distorsionar el múltiplo de valoración implícito.

Selección de la muestra de compañías cotizadas comparables aplicable a CLH

La muestra de compañías cotizadas comparables utilizada para estimar el valor de CLH está basada en compañías cotizadas que operan:

- En el sector transporte y almacenaje de productos petrolíferos en Europa, sin incluir Estados Unidos ya que, como consecuencia del aumento sustancial de la producción de shale gas se ha generado una nueva etapa expansiva en el sector de transporte y logística de productos petrolíferos.
- Empresas reguladas de transporte de energía, tanto eléctrica como de gas, cuya principal actividad se encuentra en Europa, dado que su negocio logístico es muy similar a la actividad desarrollada por CLH, si bien el riesgo de demanda en CLH es superior al de estas compañías, al no estar su remuneración regulada.

Resultados obtenidos de la aplicación de este método

Un resumen de los resultados obtenidos de la aplicación de este método se muestra a continuación:

Resumen de valor	EV/Ebitda	
	2014H	2015E
Importes en millones de euros y euros por acción		
Múltiplo	11,07 x	10,83 x
Ebitda	314	318
Enterprise value (EV)	3.482	3.450
Valor de otras inversiones ⁽¹⁾	18	18
DFN	(818)	(818)
OAP	(8)	(8)
Equity value (EqV)	2.674	2.642
Número de acciones	70.058.450	
Euros por acción	38,17	37,71

Nota: ⁽¹⁾ Se corresponde con Terquimsa, OLC y CLH-PS.

Fuente: Bloomberg, cuentas anuales consolidadas de la Sociedad y otra información facilitada por CLH.

Análisis de resultados y de relevancia

En relación al análisis de relevancia de este método para los objetivos de este Informe, hay que considerar que la muestra de compañías comparables analizadas muestra diferencias con CLH en términos expectativas de crecimiento, rentabilidad, mix de negocio, estructura operativa, así como otros factores.

Por este motivo, hemos considerado este método, fundamentalmente, como método de contraste.

Finalmente, por todas la razones mencionadas, esta metodología ha sido considerada como no adecuada respecto a nuestro análisis de valoración y las conclusiones de este Informe.

Compañías cotizadas comparables a CLH

Las tablas que se muestran a continuación contienen una evolución de las principales magnitudes económicas de las compañías cotizadas comparables:

Compañía	País	Moneda	FY	EV/Ventas				
				2013H	2014E	2015E	2016E	2017E
Enagás, S.A.	España	EUR	dic.	6,6 x	8,6 x	8,9 x	8,9 x	9,1 x
Royal Vopak NV	Holanda	EUR	dic.	5,7 x	6,7 x	6,4 x	6,2 x	5,9 x
TERNA - Rete Elettrica Nazionale Società p Italia		EUR	dic.	7,8 x	8,0 x	7,6 x	8,0 x	7,8 x
Fluxys Belgium SA	Bélgica	EUR	dic.	5,2 x	5,1 x	5,7 x	5,6 x	n.a.
Red Eléctrica Corporación S.A.	España	EUR	dic.	6,3 x	8,6 x	8,0 x	7,8 x	7,7 x
National Grid plc	Reino Unido	GBP	mar.	3,7 x	3,8 x	3,6 x	3,5 x	3,3 x
REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS Portugal		EUR	dic.	4,9 x	4,9 x	5,2 x	5,0 x	4,6 x
Media				5,7 x	6,5 x	6,5 x	6,4 x	6,4 x
Media ajustada				5,7 x	6,7 x	6,6 x	6,5 x	6,5 x
Mediana				5,7 x	6,7 x	6,4 x	6,2 x	6,8 x

Fuente: Capital IQ a marzo de 2015. Cifras en millones y moneda local

EV/Ebitda				
2013H	2014E	2015E	2016E	2017E
8,5 x	11,0 x	11,4 x	11,5 x	11,7 x
11,7 x	12,7 x	11,7 x	11,3 x	10,6 x
9,9 x	10,6 x	10,1 x	10,8 x	10,4 x
10,8 x	11,6 x	12,8 x	12,5 x	n.a.
8,6 x	11,5 x	10,7 x	10,4 x	10,1 x
10,3 x	10,6 x	10,2 x	9,8 x	9,5 x
7,4 x	7,8 x	8,2 x	8,1 x	7,8 x
9,6 x	10,8 x	10,7 x	10,6 x	10,0 x
9,6 x	11,1 x	10,8 x	10,8 x	10,2 x
9,9 x	11,0 x	10,7 x	10,8 x	10,3 x

EV/Ebit				
2013H	2014E	2015E	2016E	2017E
12,8 x	16,3 x	16,3 x	16,8 x	17,2 x
17,6 x	19,5 x	17,8 x	17,5 x	15,4 x
14,1 x	15,5 x	14,8 x	16,4 x	15,8 x
20,2 x	22,2 x	24,9 x	23,0 x	n.a.
12,7 x	16,6 x	15,5 x	15,1 x	14,6 x
14,2 x	14,7 x	14,0 x	13,5 x	13,4 x
12,3 x	13,1 x	14,6 x	14,3 x	13,4 x
14,8 x	16,9 x	16,8 x	16,7 x	15,0 x
14,3 x	16,5 x	15,8 x	16,0 x	14,8 x
14,1 x	16,3 x	15,5 x	16,4 x	15,0 x

Compañía	País	Moneda	FY	Ventas				
				FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017
Enagás, S.A.	España	EUR	dic.	1.233	1.237	1.199	1.198	1.171
Royal Vopak NV	Holanda	EUR	dic.	1.295	1.325	1.400	1.445	1.500
TERNA - Rete Elettrica Nazionale Società p Italia		EUR	dic.	1.847	1.940	2.043	1.958	2.001
Fluxys Belgium SA	Bélgica	EUR	dic.	620	616	557	569	n.a.
Red Eléctrica Corporación S.A.	España	EUR	dic.	1.778	1.847	1.968	2.023	2.054
National Grid plc	Reino Unido	GBP	mar.	14.582	14.892	15.538	16.292	16.988
REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS Portugal		EUR	dic.	765	802	761	779	850

Fuente: Capital IQ a marzo de 2015. Cifras en millones y moneda local

Ebitda				
FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017
965	967	931	925	906
629	701	760	785	839
1.455	1.469	1.539	1.451	1.497
297	272	247	254	n.a.
1.299	1.376	1.471	1.516	1.559
5.211	5.330	5.580	5.807	5.969
503	503	477	488	504

Ebit				
FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017
638	650	650	630	617
419	456	501	510	577
1.029	1.009	1.058	954	989
159	143	127	138	n.a.
884	952	1.020	1.049	1.080
3.787	3.853	4.040	4.186	4.245
301	300	269	275	292

Compañía	País	Moneda	Crecimiento Ventas				
			2013H	2014E	2015E	2016E	2017E
Enagás, S.A.	España	EUR	4,5%	0,4%	(3,1%)	(0,0%)	(2,3%)
Royal Vopak NV	Holanda	EUR	(1,4%)	2,3%	5,7%	3,2%	3,8%
TERNA - Rete Elettrica Nazionale Società p Italia		EUR	6,5%	5,0%	5,3%	(4,1%)	2,2%
Fluxys Belgium SA	Bélgica	EUR	(1,0%)	(0,7%)	(9,5%)	2,2%	n.a.
Red Eléctrica Corporación S.A.	España	EUR	0,2%	3,9%	6,6%	2,8%	1,6%
National Grid plc	Reino Unido	GBP	1,6%	2,1%	4,3%	4,9%	4,3%
REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS Portugal		EUR	(3,3%)	4,8%	(5,1%)	2,3%	9,1%
Media			1,0%	2,5%	0,6%	1,6%	3,1%
Media ajustada			0,8%	2,7%	1,4%	2,1%	3,0%
Mediana			0,2%	2,3%	4,3%	2,3%	3,0%

Fuente: Capital IQ.

Margen Ebitda				
2013H	2014E	2015E	2016E	2017E
78,2%	78,2%	77,7%	77,2%	77,3%
48,6%	52,9%	54,3%	54,3%	55,9%
78,8%	75,7%	75,3%	74,1%	74,8%
47,9%	44,2%	44,4%	44,6%	n.a.
73,1%	74,5%	74,7%	74,9%	75,9%
35,7%	35,8%	35,9%	35,6%	35,1%
65,7%	62,8%	62,6%	62,6%	59,3%
61,1%	60,6%	60,7%	60,5%	63,1%
62,7%	62,0%	62,3%	62,1%	66,5%
65,7%	62,8%	62,6%	62,6%	67,0%

Margen Ebit				
2013H	2014E	2015E	2016E	2017E
51,8%	52,5%	54,3%	52,6%	52,7%
32,4%	34,4%	35,8%	35,3%	38,5%
55,7%	52,0%	51,8%	48,7%	49,4%
25,6%	23,2%	22,8%	24,2%	n.a.
49,7%	51,6%	51,8%	51,8%	52,6%
26,0%	25,9%	26,0%	25,7%	25,0%
39,4%	37,4%	35,3%	35,3%	34,4%
40,1%	39,6%	39,7%	39,1%	42,1%
39,8%	40,3%	40,2%	39,4%	43,7%
39,4%	37,4%	35,8%	35,3%	44,0%

Transacciones comparables

Descripción

El método de múltiplos de transacciones de compañías comparables consiste en estimar el valor de una sociedad basándose en múltiplos que se obtienen de transacciones privadas de compañías comparables. Estos múltiplos se obtienen de calcular la relación entre el Enterprise Value o valor de los negocios implícito en las transacciones de compañías comparables y sus principales magnitudes financieras (fundamentalmente el Ebitda), y posteriormente se aplican estos múltiplos a las magnitudes financieras de la compañía objeto de valoración, teniendo en cuenta la evolución histórica del negocio y sus expectativas de evolución en el futuro. Al valor obtenido debe agregarse o deducirse la deuda financiera neta de la compañía a la fecha de valoración (positiva o negativa) y, en su caso, el valor de otros activos y pasivos no considerados en el en el valor de los negocios para llegar al valor de las acciones. Evidentemente, la aplicación de este método requiere una muestra representativa de transacciones precedentes de compañías que sean comparables, tanto en términos de negocio como financieros.

El múltiplo que hemos considerado para estimar el valor de CLH bajo este método es el Enterprise Value (EV)/Ebitda, dónde:

- Enterprise value = Capitalización de mercado + deuda financiera neta + intereses minoritarios - activos no operativos, en su caso.
- Ebitda = Beneficio operativo antes de intereses, tasas, impuestos, depreciación y amortización.

La elección del múltiplo de EV/Ebitda sobre otros múltiplos (como el de Ebit) presenta la ventaja de que no está afectado por las posibles diferencias de criterio contable en la amortización entre diferentes compañías y geografías, que podría distorsionar el múltiplo de valoración implícito.

Selección de la muestra de compañías cotizadas comparables aplicable a CLH

La muestra de transacciones precedentes de compañías comparables utilizada para estimar el valor de CLH está basada en transacciones materializadas desde 2010 de compañías cuya actividad principal es el transporte y almacenaje de productos petrolíferos, así como del transporte de otras energías (gas y electricidad), a nivel internacional, de las que se disponga de información pública respecto al precio pagada en la transacción obtenidas de Bloomberg, Mergermarket y Thomson Deals.

Resultados obtenidos de la aplicación de este método

Un resumen de los resultados obtenidos de la aplicación de este método se muestra a continuación:

Resumen de valor	EV/Ebitda	
	2014H	2015E
Importes en millones de euros y euros por acción		
Múltiplo	11,06 x	11,06 x
Ebitda	314	318
Enterprise value (EV)	3.477	3.521
Valor de otras inversiones ⁽¹⁾	18	18
DFN	(818)	(818)
OAP	(8)	(8)
Equity value (EqV)	2.670	2.713
Número de acciones	70.058.450	
Euros por acción	38,10	38,73

Nota: ⁽¹⁾ Se corresponde con Terquimsa, OLC y CLH-PS.

Fuente: Bloomberg, Mergermarket, Thomson deals, cuentas anuales consolidadas de la Sociedad y otra información facilitada por CLH.

Análisis de resultados y de relevancia

En relación al análisis de relevancia de este método para los objetivos de este Informe, hay que considerar que la muestra de transacciones comparables analizadas muestra diferencias con CLH en términos de situación del mercado en el momento de la transacción, expectativas de crecimiento, tamaño, rentabilidad, mix de negocio, estructura operativa, así como otros factores.

Por este motivo, hemos considerado este método, fundamentalmente, como método de contraste.

Finalmente, por todas la razones mencionadas, esta metodología ha sido considerada como no adecuada respecto a nuestro análisis de valoración y las conclusiones de este Informe.

Transacciones comparables a CLH

Un detalle de los múltiplos de transacciones comparables es como sigue:

Fecha	Compañía	Sector	País	Bidder	% adquirido	EV	EV/Ebitda
Importes en miles de euros							
11/26/2014	Kinder Morgan Energy Partners	Transmisión y distribución de gas	Estados Unidos	Kinder Morgan Inc	88%	50.378	12,4x
11/26/2014	El Paso Pipeline Partners LP	Transmisión y distribución de gas	Estados Unidos	Kinder Morgan Inc	58%	10.796	12,7x
03/01/2013	El Paso Natural Gas Co LLC	Transmisión y distribución de gas	Estados Unidos	Kinder Morgan Energy Partners	50%	2.532	12,1x
02/15/2013	Naturgas Energia Transporte, S.A.U.	Transmisión y distribución de gas	España	Enagas S.A	90%	327	11,3x
08/13/2012	Tennessee Gas Pipeline Co LLC	Transmisión y distribución de gas	Estados Unidos	Kinder Morgan Energy Partners	100%	5.280	10,9x
10/15/2012	Snam SpA	Transmisión y distribución de gas	Italia	Cassa Depositati & Prestiti SpA	30%	22.667	8,9x
01/04/2012	Poseidon Oil Pipeline Co LLC	Oleoductos de petróleo	Estados Unidos	Genesis Energy LP	-	530	9,1x
05/25/2012	El Paso Corp	Transmisión y distribución de gas	Estados Unidos	Kinder Morgan Inc	100%	23.298	12,5x
01/04/2012	Poseidon Oil Pipeline Co LLC	Oleoductos de petróleo	Estados Unidos	Genesis Energy LP	-	530	9,1x
Media							11,0x
Media ajustada							11,1x
Mediana							11,3x

Nota: (*) La media ajustada elimina el valor máximo y el valor mínimo de la muestra
n.d: no disponible debido a falta de información

Fuente: Mergermarket, Thomson Deals, Bloomberg y otras bases de datos.

**Transacciones
precedentes
realizadas sobre
acciones de CLH**

Transacciones precedentes realizadas sobre acciones de CLH

Un análisis de las transacciones precedentes realizadas sobre acciones de CLH desde el ejercicio 2001 es como sigue:

Análisis transacciones de CLH																												
Comprador	Vendedor	Fecha del anuncio	Fecha de cierre	% adquirido	Importe transacción	Importe transacción por acción	Fuente	Valor implícito 100% CLH	EV 100%	Capitalización bursátil	Cotización por acción	Prima/ Descuento	Múltiplos implícitos año transacción					Múltiplos Plan Estratégico			TACC Plan Estratégico							
													Año	EV/Ventas	EV/Ebitda	EV/Ebit	PER	Año	EV/Ventas	EV/Ebitda	Ventas	Ebitda	Período					
Importe en millones de euros, euros por acción																												
Embridge Capital ApS	Repsol-YPF, S.A., Petróleos del Norte, S.A., Compañía Española de Petróleo, S.A. y BP Oil España, S.A.	23/11/2001	01/03/2002	25,00%	390,6	22,30	Mergermarket	1.562,3	1.570,5	1.888,8	26,96	(17,3)%	2001	2,90 x	7,21 x	10,26 x	9,58 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
DISA Corporación Petrolífera, S.A.	Repsol-YPF, S.A., Compañía Española de Petróleo, S.A. y BP Oil España, S.A.	29/04/2002	24/06/2002	5,00%	63,3	18,06	Mergermarket	1.265,3	1.387,7	1.979,2	28,25	(36,1)%	2002	2,96 x	7,82 x	12,47 x	17,16 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
China Aviation Oil (Singapore) Corporation Ltd	Repsol-YPF, S.A., Compañía Española de Petróleo, S.A. y BP Oil España, S.A.	07/05/2002	01/08/2002	5,00%	65,2	18,61	Mergermarket	1.303,8	1.426,2	1.975,6	28,20	(34,0)%	2002	3,04 x	8,04 x	12,81 x	17,68 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Galp Energía SGPS, S.A.	Repsol-YPF, S.A., Compañía Española de Petróleo, S.A. y BP Oil España, S.A.	06/09/2002	19/11/2002	5,00%	60,4	17,25	No desglosado	1.208,5	n.a.	1.961,6	28,00	(38,4)%	2002	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Oman Oil Holdings Spain, S.L.	Repsol-YPF, S.A., Compañía Española de Petróleo, S.A. y BP Oil España, S.A.	17/03/2003	17/03/2003	10,00%	126,7	18,09	Mergermarket	1.267,4	1.389,8	1.839,0	26,25	(31,1)%	2002	2,97 x	7,83 x	12,49 x	17,19 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Shell Peninsular, S.L.	Shell España, S.A.	25/11/2004	25/11/2004	5,00%	n.d.	n.a.	No desglosado	n.a.	n.a.	0,0	29,78	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.a.	n.a.	n.a.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra (Caixanova)	China Aviation Oil (Singapore) Corporation Ltd	23/10/2006	17/04/2007	5,00%	171,0	48,82	Desglosado	3.420,0	3.394,8	2.739,3	39,10	24,9%	2006	6,16 x	13,09 x	17,59 x	9,70 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Global Kamala, S.L.	Repsol-YPF, S.A.	12/09/2007	11/12/2007	5,00%	176,5	50,39	Desglosado	3.530,0	3.781,0	4.210,5	60,10	(16,2)%	2007	6,65 x	13,57 x	17,95 x	12,29 x	2011	5,91 x	10,99 x	3,0%	5,4%	2007-2011					
Global Ramayana, S.L.	Repsol-YPF, S.A.	12/09/2007	19/12/2007	5,00%	176,5	50,39	Desglosado	3.530,0	3.781,0	4.210,5	60,10	(16,2)%	2007	6,65 x	13,57 x	17,95 x	12,29 x	2011	5,91 x	10,99 x	3,0%	5,4%	2007-2011					
Deutsche Bank, A.G., Stichting Penioenfonds Zorg en Welzijn, AMP Capital Investors y otros inversores institucionales	Embridge Capital ApS	13/02/2008	17/06/2008	25,00%	866,5	49,47	CCAA Embridge Capital	3.465,8	3.933,4	3.152,6	45,00	9,9%	2008	6,68 x	13,39 x	17,48 x	21,33 x	2011	6,15 x	11,43 x	3,0%	5,4%	2007-2011					
Ardian - Fondos AXA PE (Marthiñores, S.L.)	DISA Financiación, S.A.U. y DISA Península, S.L.U.	28/02/2011	18/03/2011	10,00%	286,9	40,95	CCAA Marthiñores, S.L.	2.868,7	3.595,6	1.856,5	26,50	54,5%	2010	6,14 x	11,71 x	15,91 x	18,98 x	2011	5,62 x	10,45 x	3,0%	5,4%	2007-2011					
British Columbia Investment Management Corporation	Galp Energía España, S.A.U.	25/06/2013	24/07/2013	5,00%	111,0	31,69	Desglosado	2.220,0	3.005,3	1.779,5	25,40	24,8%	2013	5,23 x	9,87 x	13,32 x	13,52 x	2016	4,81 x	8,97 x	0,30%	0,90%	2012-2016					
Ardian - Marthiñor2, S.C.A.	Compañía Española de Petróleo, S.A.	11/12/2013	11/12/2013	5,00%	115,1	32,86	CCAA Cepsa	2.301,8	3.087,1	1.861,5	26,57	23,7%	2013	5,37 x	10,14 x	13,68 x	14,02 x	2016	4,94 x	9,21 x	0,30%	0,90%	2012-2016					
Global Infrastructure GP II, LP	Global Salamina, S.L. y Global Norway, S.L.	30/05/2014	30/05/2014	10,00%	214,0	30,55	Mergermarket	2.140,0	2.957,6	2.143,8	30,60	(0,2)%	2014	5,14 x	9,46 x	12,68 x	13,64 x	2016	4,73 x	8,83 x	0,30%	0,90%	2012-2016					
Global Infrastructure GP II, LP	Global Kamala, S.L.	08/08/2014	08/08/2014	5,00%	120,0	34,26	Mergermarket	2.400,0	3.217,6	2.406,5	34,35	(0,3)%	2014	5,59 x	10,29 x	13,80 x	15,30 x	2016	5,14 x	9,60 x	0,30%	0,90%	2012-2016					
<i>Media transacciones 2001 a 2014</i>					33,12			2.320,3	2.809,8	2.267,0	34,34			5,04x	10,46x	14,49x	14,82x				5,40x	10,06x						
<i>Media transacciones 2001 a 2011</i>					33,43			2.342,2	2.695,5	2.346,7	36,20			4,91x	10,69x	14,99x	15,13x				5,89x	10,97x						
<i>Media transacciones 2007 a 2011</i>					47,80			3.348,6	3.772,7	3.357,6	47,93			6,53x	13,06x	17,32x	16,22x				5,89x	10,97x						
<i>Media transacciones 2013 a 2014</i>					32,34			2.386,7	3.172,6	2.009,6	28,68			5,33x	9,94x	13,37x	14,12x				4,90x	9,15x						
<i>Precio medio ponderado transacciones 2013 a 2014</i>					31,98			2.240,4	3.057,9																			

Nota: Cotización por acción a la fecha más cercana a la fecha de anuncio de la transacción.

Fuente: Mergermarket, hechos relevantes publicados en la CNMV, cuentas anuales de Embridge Capital, cuentas anuales de Cepsa, cuentas anuales de Marthiñores, S.L., y Bloomberg.

Principales conclusiones obtenidas del análisis

Un detalle de las principales conclusiones del análisis de transacciones realizadas sobre acciones de CLH es como sigue:

- Normalmente las transacciones de compañías que implican la toma de control implican una prima de control implícita en el importe de la transacción que se situaría entre el 10% y el 25%. Según los estatutos de CLH, un 5% de su capital social permite tener acceso al Consejo de Administración de la Sociedad, por lo que implícitamente se participa en la toma de decisiones y control de la misma. Por tanto, una prima de control se encuentra incluida en las transacciones precedentes realizadas sobre acciones de CLH (podría situarse en torno al 10% al no ser un control total de la compañía).
- Los múltiplos pagados en las transacciones realizadas entre 2007 y 2011 son superiores porque recogían las expectativas incluidas en el Plan Estratégico de ese momento de crecimiento de CLH.
 - EV/Ebitda en el momento de la transacción = 13,1x.
 - EV/Ebitda en el último ejercicio proyectado del Plan Estratégico 2007 – 2011 = 11,0x.
- Los múltiplos pagados en las transacciones realizadas entre 2007 y 2011 para el último ejercicio proyectado del Plan Estratégico 2007 – 2011 (EV/Ebitda = 11,0x) se encuentran en línea con los múltiplos pagados en las transacciones realizadas entre 2013 y 2014 (EV/Ebitda = 10,0x) cuyos crecimientos incluidos en el Plan Estratégico 2012 – 2016 son más moderados.
- El precio medio ponderado de las transacciones realizadas entre el ejercicio 2013 y 2014 se sitúa en 31,98 euros por acción (equivalente a un EqV de 2.240 millones de euros).

Resultados de la aplicación de los múltiplos implícitos

El valor de CLH aplicando los múltiplos EV/Ebitda (sin considerar que los mismos podrían incluir primas de control tal y como se ha mencionado anteriormente) a 31 de diciembre de 2014 es como sigue:

Resumen de valor	Año 2014		Año 2015	
Importes en millones de euros y euros por acción				
Múltiplo EV/Ebitda	9,94 x	10,97 x	9,94 x	10,97 x
Ebitda	314	314	318	318
Enterprise value (EV)	3.126	3.449	3.165	3.492
Valor de otras inversiones ⁽¹⁾	18	18	18	18
DFN	(818)	(818)	(818)	(818)
OAP	(8)	(8)	(8)	(8)
Equity value (EqV)	2.318	2.641	2.357	2.684
Número de acciones	70.058.450			
Euros por acción	33,09	37,70	33,65	38,32

Nota: ⁽¹⁾ Se corresponde con Terquimsa, OLC y CLH-PS.

Resultados de la aplicación de los múltiplos implícitos (cont.)

El análisis de las transacciones precedentes sobre acciones de CLH se ha realizado en base a fuentes de información públicas, con diferentes grados de fiabilidad, principalmente Mergermarket, los hechos relevantes publicados en la CNMV y las cuentas anuales de los accionistas involucrados en las transacciones. Por razones de desconocimiento de la información, en unos casos, y de obligaciones de confidencialidad, en otros casos, ni la Dirección de CLH, ni los miembros de su Consejo de Administración, ni los accionistas involucrados en las mismas, pueden asumir como propia la información de mercado incluida en el análisis de transacciones precedentes llevado a cabo.

No obstante, durante el desarrollo de nuestro trabajo hemos realizado las indagaciones y averiguaciones oportunas en relación con las transacciones realizadas en el año precedente a la fecha de la aprobación por el Consejo de Administración de CLH de la propuesta de solicitud de exclusión, con el objetivo de asegurarnos que el precio por acción, y por ende de la valoración implícita del 100% de las acciones de CLH, al que se han realizado dichas transacción no es superior al rango de valor máximo de la Sociedad que se desprende de nuestro trabajo e incluido en la conclusión de este Informe.

Teniendo en cuenta que las transacciones mencionadas se han realizado entre un libre comprador y un libre vendedor dispuestos a realizar una transacción actuando sin compulsión alguna y en beneficio propio, ambos con una información adecuada sobre los negocios y mercados en los que opera la misma, consideramos que los valores que se desprenden de la aplicación de los múltiplos implícitos de estas transacciones son muy apropiados para la estimación del valor de las acciones de CLH, por lo que consideramos los resultados de este método como un valor de referencia muy adecuado para la conclusión de este Informe.



cutting through complexity

Resultados y conclusiones de nuestro trabajo

Resultados de nuestro trabajo

A continuación se muestra el valor total de las acciones de CLH resultante de la aplicación de los métodos y criterios que se mencionan en el apartado “Metodologías de valoración”:

Valor estimado de CLH					
Criterio/método aplicado	Valor de los fondos propios (EqV)		Rango de valor por acción ⁽¹⁾		Valor por acción ⁽²⁾
Importes en millones de euros y euros por acción					
Valor teórico contable de Grupo CLH a 31 de diciembre de 2014	198		2,82		2,82
Valor teórico contable de CLH (a nivel individual) a 31 de diciembre de 2014	184		2,63		2,63
Valor liquidativo	Inferior a todos los demás				
Cotización media ponderada de las acciones durante el semestre inmediatamente anterior					
A 26 de mayo de 2015	2.500		35,69		35,69
Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión	No existe				
Otros métodos de valoración generalmente aceptados					
Descuento de flujos de caja ⁽³⁾	2.446	2.765	34,92	39,46	37,19
Múltiplos de compañías cotizadas comparables	2.642	2.674	37,71	38,17	37,94
Múltiplos de transacciones precedentes	2.670	2.713	38,10	38,73	38,42
Transacciones sobre acciones de CLH ⁽⁴⁾	2.318	2.684	33,09	38,32	35,70

Notas: ⁽¹⁾ Número de acciones: número total de acciones neto de autocartera a la fecha de valoración de acuerdo con la información facilitada por la Sociedad (70.058.450 acciones).

⁽²⁾ Se corresponde con el valor medio del rango de valor por acción.

⁽³⁾ Rango de valor considerando $\pm 0,25\%$ sobre WACC y $\pm 0,25\%$ sobre g, siendo el valor medio la media del rango.

⁽⁴⁾ Transacciones realizadas como consecuencia de la aprobación del RDL 6/2000, la ampliación del accionariado de CLH, limitando la participación directa o indirecta en su accionariado, en una proporción no superior al 25% del capital o de los derechos de voto de la entidad, y disponiendo que la suma de las participaciones, directas o indirectas, de aquellos accionistas con capacidad de refino en España no podrá superar el 45%.

Un detalle de la aplicación de dichos métodos y/o criterios, así como de las consideraciones sobre su respectiva relevancia se incluye en la aplicación de cada método según lo detallado en este Informe.

Conclusiones de nuestro trabajo

Conclusiones de nuestro trabajo

La conclusión de nuestro trabajo se basa en el análisis de la aplicación de los métodos y criterios de valoración a los que se refiere el artículo 10.5 del RD 1066/2007, que se describen en el apartado de Metodologías de valoración de este Informe.

En relación con la relevancia de dichos métodos a continuación se incluye un resumen de nuestras principales consideraciones.

El método de valoración que nos parece más adecuado es el descuento de flujos de caja (DCF) estimado a partir del Plan de Negocio aprobado por su Consejo de Administración. Asimismo, nos parece una referencia de valor muy adecuada el precio pagado por distintos inversores en la adquisición de un paquete significativo de las acciones de CLH ⁽¹⁾ durante el ejercicio 2013 y 2014, período en el que se encontraba vigente el Plan Estratégico para los ejercicios 2012 a 2016.

De acuerdo con los objetivos y alcance de nuestro trabajo descritos en este Informe y los métodos y criterios de valoración analizados, concluimos que, tanto a la fecha de la valoración así como a la fecha de este Informe, el valor por acción de CLH se sitúa en un rango comprendido entre 34,92 euros y 39,46 euros por acción, que se corresponde con el rango resultante de la aplicación del descuento de flujos de caja.

Notas: ⁽¹⁾ De acuerdo con el artículo 24 de los Estatutos Sociales de CLH, se considera un paquete significativo el ostentar una participación accionarial igual o superior al 5,0% de su capital social, por sí solos o agrupados con otros accionistas, ya que de ese modo se garantiza la presencia en el Consejo de Administración de la Sociedad.



cutting through complexity

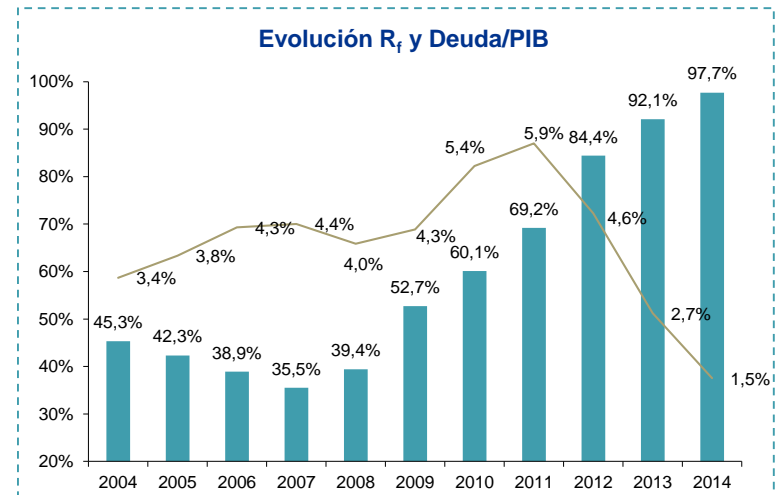
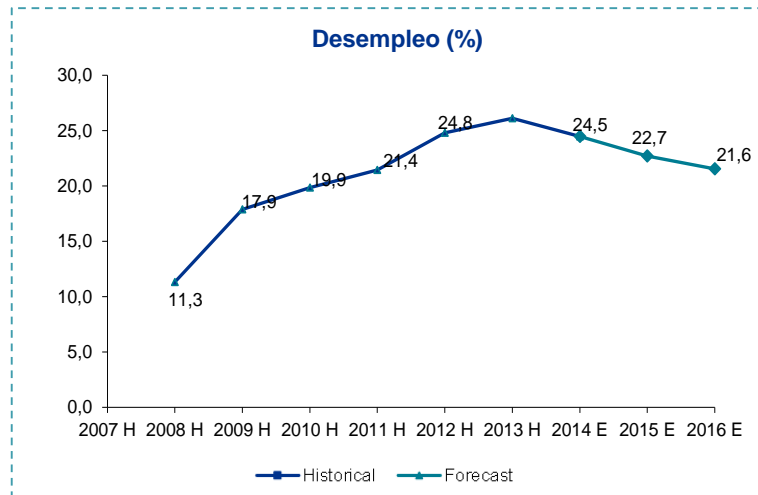
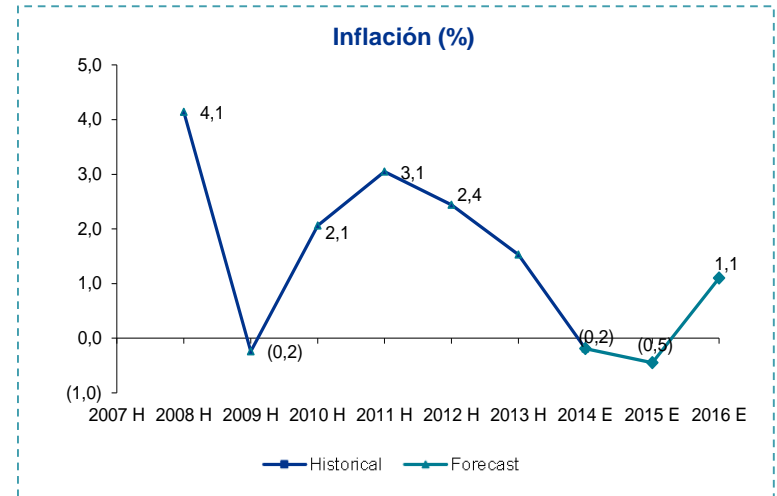
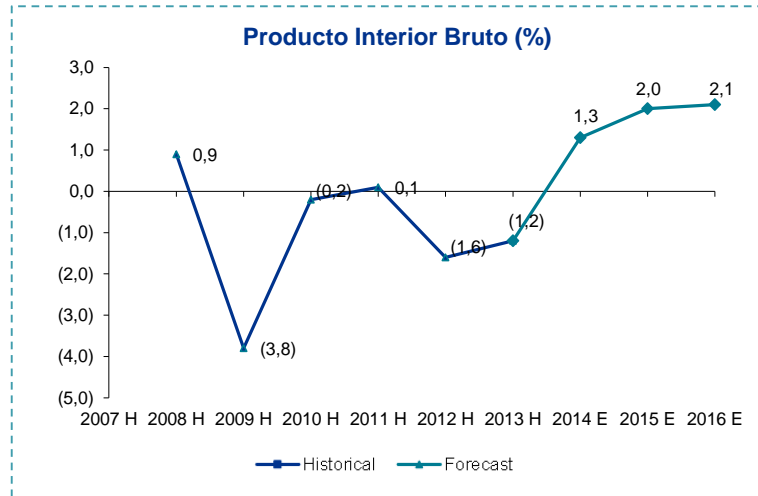
Anexo 1 Análisis macroeconómico

Informe de valoración en el entorno de OPA por exclusión

26 de mayo de 2015

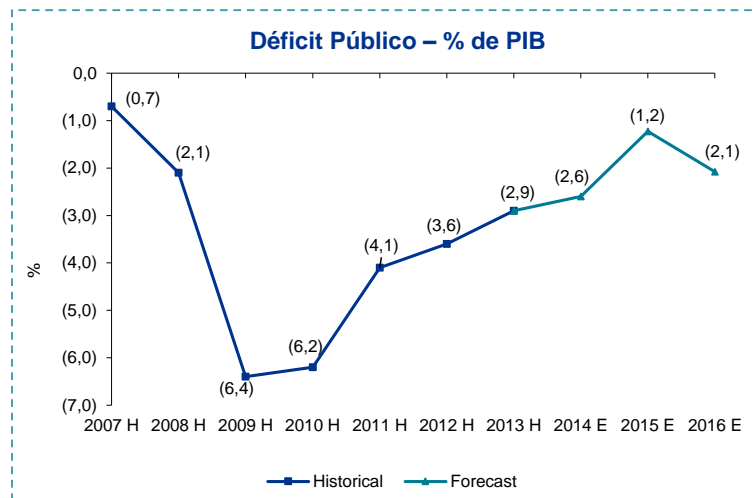
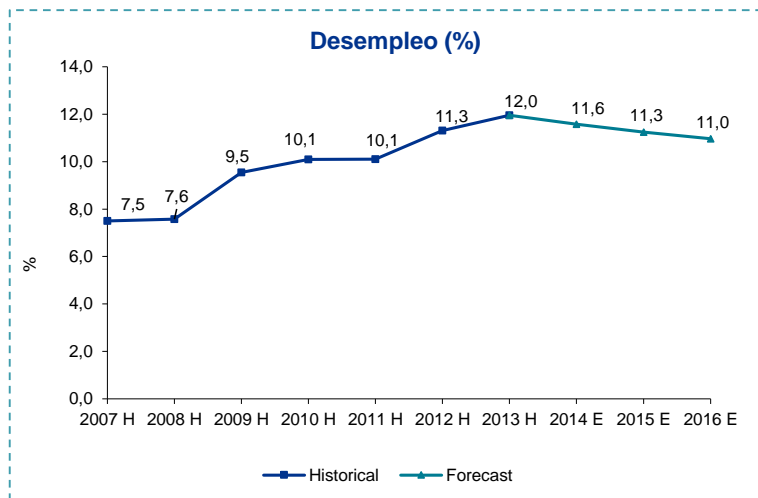
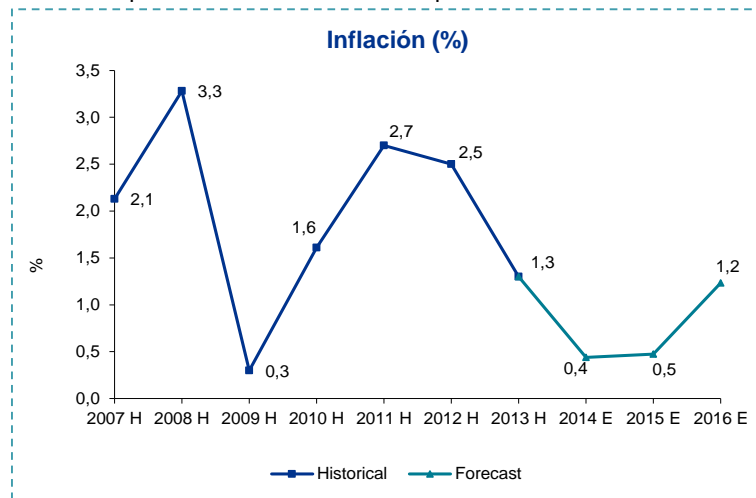
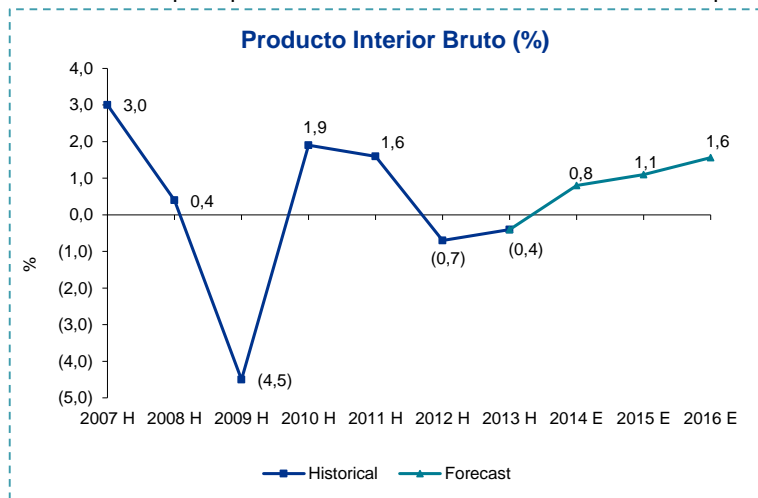
Anexo 1: Análisis macroeconómico (I)

A continuación se incluye un resumen de las principales variables macroeconómicas estimadas para España de acuerdo con fuentes públicas:



Fuente: Bloomberg a 3 de marzo de 2015 y Banco de España.

A continuación se incluye un resumen de las principales variables macroeconómicas estimadas para la Unión Europea de acuerdo con fuentes públicas:



Fuente: Bloomberg a 3 de marzo de 2015.



cutting through complexity

Anexo 2

Certificado de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid

Informe de valoración en el entorno de OPA por exclusión

26 de mayo de 2015

Certificado de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid de la cotización media ponderada de las acciones de la Sociedad en los seis meses inmediatamente anteriores al anuncio de la OPA de exclusión



EL SECRETARIO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACION DE LA SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE MADRID, S.A.,

CERTIFICA que, de los antecedentes que existen en esta Secretaría a su cargo y de los correspondientes a las restantes Bolsas españolas de valores, resulta que, durante el período comprendido entre el día 27 de noviembre de 2014 y el día 26 de mayo de 2015, ambos inclusive, el cambio medio simple de los cambios medios ponderados diarios de la contratación bursátil de las acciones de LOGISTICA DE HIDROCARBUROS CLH, S.A., fue de 35,6857 Euros.

Asimismo, durante el periodo de tiempo anteriormente mencionado se celebraron en esta Bolsa 123 sesiones bursátiles, negociándose las acciones de LOGISTICA DE HIDROCARBUROS CLH, S.A., en 70 de todas las sesiones y ascendiendo su contratación a un total de 18.724- acciones y 653.687,- euros de importe efectivo, resultado de agregar los importes diarios de contratación

En lo que se refiere a la negociación de las mencionadas acciones el día 26 de mayo de 2015, su último cambio medio ponderado fue de 37.000 euros, con un total contratado de 135 acciones y 4.995 euros de importe efectivo.

Lo que, a petición de KPMG Asesores, S.L., y para que surta los efectos oportunos, hace constar con el visto bueno del Sr. PRESIDENTE, en Madrid, a veintisiete de mayo de dos mil quince

Vº Bº
EL PRESIDENTE



EL SECRETARIO

Edificio de la Bolsa
Plaza de la Leñada, 1
28014 Madrid
Tel.: +34 91 709 50 00





cutting through complexity

Anexo 3

Glosario de términos

Informe de valoración en el entorno de OPA por exclusión

26 de mayo de 2015

Ardian	Ardian, S.A.	GPSS	Government Pipeline and Storage System
bcIMC	BCIMC CLH Investment Partnership	Ibbotson	Ibbotson Associates
BP	BP, Plc.	IPC	Índice de precios al consumo
Capex	Inversiones en activo fijo	K_d	Coste de la deuda, coste de los recursos ajenos
CAPM	Capital asset pricing model	K_e	Coste de los recursos propios
CCAA	Cuentas anuales	KPMG	KPMG Asesores, S.L.
Cepsa	Compañía Española de Petroleos, S.A.	Market cap	Capitalización bursátil
CLH	Compañía Logística de Hidrocarburos CLH, S.A.	n.a. / n.d.	No aplicable / No disponible
CLH Aviación	CLH Aviación, S.A.	Noplat	"Net operating profit less adjusted taxes" (Beneficio operativo Neto menos impuestos asociados al mismo)
CLH-PS	CLH Pipeline System Ltd.	OAP	Otros activos y pasivos
CLH-UK	CLH International UK Ltd	OLC	Orpic Logistics Company
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OPA	Oferta pública de adquisición
D/(D+E)	Porcentaje de endeudamiento sobre recursos totales	ORPIC	Oman Oil Refineries and Petroleum Industries Company
DCF	Descuento de flujos de caja	PIB	Producto interior bruto
DFN	Deuda financiera neta	RD 1066/2007	Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores
Ebit	"Earnings before Interest and Taxes" (Resultados antes de intereses e impuestos)	RD 6/200	Real Decreto-Ley 6/2000, de 23 de junio, de Medidas Urgentes de Intensificación de la Competencia de Mercados de Bienes y Servicios
Ebitda	"Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization" (Resultados antes de intereses, impuestos y amortizaciones)	Repsol	Repsol, S.A. o cualquier denominación anterior utilizada
EV	Enterprise value, valor de los negocios	R_f	Tasa libre de riesgo
EqV	Equity value, valor de las Acciones	R_m	Riesgo mercado
FCF	Flujo de caja	TACC	Tasa anual de crecimiento compuesto
Fecha de valoración	31 de diciembre de 2014	Terquimsa	Terminales Químicos, S.A.
FMO	Fondo de maniobra operativo	VT	Valor terminal o residual
g	Tasa de crecimiento a perpetuidad	VTC	Valor teórico contable
Galp	Galp Energía SGPS, S.A.	WACC	Weighted average cost of capital – coste medio ponderado de los recursos
GIP	Global Infrastructure Partners o GIP II PALMA LUXCO II, S.À.R.L.		



cutting through complexity

© 2015 KPMG Asesores S.L., sociedad española de responsabilidad limitada y firma miembro de la red KPMG de firmas independientes afiliadas a KPMG International Cooperative ("KPMG International"), sociedad suiza. Todos los derechos reservados.

KPMG, el logotipo de KPMG y "cutting through complexity" son marcas registradas o comerciales de KPMG International.