

**Deloitte.**

**Club Atlético de  
Madrid, S.A.D.**

Informe sobre valor razonable  
a 27 de febrero de 2014

Club Atlético de Madrid, S.A.D.  
Paseo Virgen del Puerto, nº 67  
28005 Madrid

28 de mayo de 2014

A la atención de D. Pablo Jiménez de Parga

Muy señores nuestros:

A continuación les presentamos las conclusiones de nuestro trabajo de valoración de Club Atlético de Madrid, S.A.D. (en adelante, "Atlético de Madrid", "el Club" o "la Sociedad") que hemos realizado de acuerdo con los términos de nuestra propuesta de prestación de servicios de fecha 14 de mayo de 2014.

Nuestro informe podrá ser utilizado, única y exclusivamente, con los fines y en el contexto que se describe en el capítulo siguiente y podrá ponerse a disposición de los accionistas de la Sociedad en la Junta General de Accionistas en la que se someterá a ratificación las actuaciones llevadas a cabo por los administradores como consecuencia de la nulidad de determinados aumentos de capital ejecutados. Este informe, que atiende a los requisitos solicitados por la Sociedad, no debe ser entendido en ningún caso como una recomendación a los accionistas de la misma para que vendan, ni constituye una recomendación sobre ninguna otra acción o toma de decisión que puedan considerar. Cualquier toma de decisiones será de su responsabilidad, teniendo en cuenta, lógicamente, además de nuestro Informe, cualquier otro aspecto y/o consideración económica, estratégica o de cualquier otra índole que no haya formado parte del alcance de nuestro trabajo. Por tanto, deberá apreciarse que la información en él contenida y el trabajo realizado corresponden a lo requerido y, en consecuencia, nuestro Informe no deberá juzgarse adecuado ni utilizado por el Club ni terceras partes para propósitos diferentes a los descritos. Asimismo, nuestro Informe deberá utilizarse considerando su contenido íntegro y no podrán utilizarse extractos del mismo.

## **Antecedentes y objetivo de nuestra colaboración**

### **Antecedentes**

Con fecha 4 de marzo de 2011, la Audiencia Provincial de Madrid dictó Sentencia declarando la nulidad de los acuerdos adoptados por la Junta General de la Sociedad de fecha 27 de junio de 2003 consistentes en la aprobación de dos ampliaciones de capital. La Sociedad presentó recurso extraordinario por infracción procesal y recurso de casación ante el Tribunal Supremo contra la referida Sentencia y, con fecha 15 de enero de 2014, el Tribunal Supremo dictó Sentencia confirmando la nulidad de los mencionados acuerdos sociales, seguida del Auto de 15 de febrero de 2014, desestimando la solicitud de subsanación o complemento de la anterior Sentencia, el cual fue notificado al Club el 27 de febrero de 2014.

El importe de tales ampliaciones de capital fue suscrito en dos operaciones, una con fecha 22 de julio de 2003 por importe de 22.279.792,23 euros mediante la emisión de 446.632 nuevas acciones ordinarias de 49,884004 euros de valor nominal, a la par, cuyo desembolso se efectuó mediante compensación de créditos; y otra, con fecha 13 de noviembre de 2003, por importe de 1.867.008,62 euros, mediante la emisión de 280.000 acciones de las cuales se suscribieron únicamente 37.427 nuevas acciones ordinarias de 49,884004 euros de valor nominal, a la par, cuyo desembolso se realizó en efectivo metálico. Cabe destacar que, por acuerdo adoptado por la Junta General de la Sociedad de fecha 10 de mayo de 2004, se redujo el capital con la finalidad de restablecer el equilibrio entre el capital y el patrimonio de la sociedad disminuido por consecuencia de pérdidas, disminuyendo el valor nominal de cada acción de 49,884004 euros a 8,5 euros.

Siguiendo las recomendaciones de sus asesores legales, y con el objetivo de dar cumplimiento a la referida Sentencia del Tribunal Supremo, los administradores de la Sociedad ya han acordado la amortización de las acciones afectadas por la nulidad, lo que requiere el cálculo del valor razonable de esas acciones para determinar la cuota de liquidación que corresponde a sus titulares. Para ello, los administradores entienden que la valoración de la Sociedad debe atender a los mismos principios que se siguen en los supuestos de exclusión y separación de socios y responder al concepto de valor razonable de empresa en funcionamiento (y no al valor de liquidación).

### **Objetivo y Alcance**

En el contexto descrito hemos sido contratados para la realización de un Informe sobre el valor razonable del 100% de las acciones del Club a 27 de febrero de 2014. Entendemos como valor razonable el precio que sería recibido por vender un activo o pagado por transferir un pasivo en una transacción ordenada entre participantes del mercado en la fecha de la medición.

El auditor de la Sociedad es Eudita AH Auditores 1986, S.A.P. Deloitte presta servicios de auditoría, asesoramiento fiscal y legal, consultoría y asesoramiento en transacciones corporativas a entidades que operan en diversos sectores de actividad. Deloitte, actuando como experto independiente en la elaboración del presente Informe, no se ve afectado por ningún conflicto de interés. Los honorarios asociados a la elaboración del presente Informe, que se han estimado en función de tarifas horarias que varían con la clasificación profesional del personal asignado a cada trabajo, son fijos e independientes del resultado de las actuaciones que se pudieran derivar del mismo.

En la preparación de nuestro estudio nos hemos basado en la información que nos ha sido facilitada y que se resume más adelante y hemos dado por supuestas su exactitud y exhaustividad, sin asumir

responsabilidad alguna respecto de su verificación independiente. Nuestro Informe ha sido elaborado principalmente a partir de información proporcionada por la Dirección del Club y obtenida en conversaciones con ellos, así como con la información pública disponible sobre el sector y sus competidores. No hemos pretendido verificar la información que se nos ha facilitado. En consecuencia, no estamos en disposición de expresar una opinión como auditores sobre los estados financieros, cuentas de gestión o cualquier otra información financiera de la Sociedad.

La información relativa a la Sociedad, es total y exclusivamente de su responsabilidad. Si bien hemos contrastado de forma global la coherencia de la información recibida, el hecho de que hagamos uso de tal información no puede interpretarse como una opinión sobre la misma, no aceptando responsabilidad sobre el impacto causado por la imprecisión o error que dicha información pudiera tener en nuestro trabajo.

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 o de otro tipo. Deloitte no ha realizado una evaluación independiente ni una inspección física de ningún activo o pasivo concreto y no hemos realizado declaración alguna sobre cuestiones legales.

Hemos recibido una carta de manifestaciones, firmada por los representantes de la Sociedad, en las cuales confirman que hemos recibido toda la información necesaria para llevar a cabo nuestro trabajo, y que la información contenida en el borrador de Informe que les hemos mostrado es exacta y que no se ha omitido ninguna información de su conocimiento que sea relevante o que pueda afectar significativamente a la elaboración o la conclusión de nuestro trabajo. En particular, la Dirección de la Sociedad nos ha confirmado que no existen activos inmovilizados no afectos a la explotación u ociosos a efectos de la valoración, ni pasivos contingentes por procedimientos legales ni litigios de carácter material adicionales a los ya recogidos como provisiones en el balance de la Sociedad y que las provisiones constituidas y recogidas en los estados financieros al 31 de diciembre de 2013 son suficientes y no excesivas. También nos ha confirmado que la Sociedad no ha solicitado ni planea solicitar ni está pendiente de recibir subvenciones o ayudas de ningún tipo no recogidas en el Plan de Negocio.

Una parte sustancial de nuestro trabajo, esencialmente en lo relativo a la estimación de ingresos, y por tanto, de los resultados de la valoración se ha basado en las proyecciones financieras que resultan del Plan de Negocio elaborado por la Dirección en el contexto de la reorganización de su deuda, y que recogen su estimación más fundamentada acerca de los resultados y flujos de caja libres esperados de la actividad de la Sociedad, basándose en las presentes circunstancias y su posible evolución futura. Hemos analizado la coherencia y razonabilidad global de las citadas proyecciones en su conjunto desde un punto de vista financiero y hemos incorporado los ajustes que hemos considerado necesarios en base a la evolución histórica, las perspectivas del sector y conversaciones con la Dirección sobre las perspectivas y posibilidades de evolución futura del negocio.

Queremos insistir en que debido al carácter incierto que tiene cualquier información basada en expectativas futuras, podrían producirse diferencias entre las proyecciones y los resultados reales que, eventualmente, pudieran ser significativos e incidir en las conclusiones de este informe. En consecuencia, no asumimos responsabilidad alguna que de ello se derive. Asimismo, consideramos conveniente resaltar que si se produjesen modificaciones en las expectativas del negocio materializadas en el flujo de caja proyectado y/o en la tasa de actualización aplicada (por variaciones

en los tipos de interés, los niveles de riesgo o la estructura financiera), los resultados de la valoración podrían ser diferentes.

Aunque consideramos que nuestra valoración es razonable y defendible en la base a la información disponible, debemos indicar que la realización de una estimación técnica del valor de un activo o negocio parte de ciertas asunciones, tanto en los métodos aplicados como en las hipótesis asumidas en el cálculo del flujo de caja generado a futuro por el mismo. Por este motivo, cualquier estimación de valor debe entenderse en dicho contexto y siempre como un marco de referencia.

### **Fecha de valoración y fecha del Informe**

Nuestro estudio de valoración se refiere al 27 de febrero de 2014 (“la Fecha de Valoración”), fecha en la que se nos ha informado que la Sociedad recibió la notificación del Auto de 15 de febrero de 2014, desestimando la solicitud de subsanación o complemento de la Sentencia del Tribunal Supremo de 15 de enero de 2014 y que es la fecha en la que los administradores entienden que es cuando la nulidad de los aumentos de capital produjo sus efectos. Para ello hemos partido de la última información financiera disponible a la fecha del presente informe, que se corresponde con los estados financieros intermedios del Club Atlético de Madrid, S.A.D. correspondientes al periodo de seis meses terminado el 31 de diciembre de 2013. Estos estados financieros intermedios fueron elaborados por los administradores del Club y sometidos a revisión limitada por parte del auditor de la Sociedad en los términos del artículo 78 del Reglamento de la Real Federación Española de Fútbol (RFEF) de Licencia de Clubes para Competiciones de la Unión de Federaciones de Fútbol Europeas (UEFA).

El auditor, en su informe de fecha 31 de marzo de 2014 incluye una salvedad relativa al registro de determinados beneficios ligados a la operación urbanística en el ámbito de la Ciudad Norte de Alcorcón y tres incertidumbres ligadas a (i) potenciales contingencias fiscales y la recuperabilidad de créditos fiscales activados; (ii) la suficiencia de la provisión constituida para hacer frente a ciertas cargas a asumir por la Sociedad en relación con el desarrollo del ámbito Mahou – Vicente Calderón y (iii) las potenciales consecuencias de la declaración de nulidad de los aumentos de capital ejecutados. En el Anexo I se adjunta una copia de este informe donde se aclara la naturaleza y alcance del trabajo realizado por el auditor.

Nuestra conclusión de valor del 100% de las acciones del Club Atlético de Madrid es válida a 28 de mayo de 2014 (“la Fecha del Informe”).

En nuestro análisis hemos tenido en cuenta las variaciones en los datos macroeconómicos y de mercado, así como la evolución del Club hasta la Fecha del Informe y, en especial, la evolución de los principales asuntos desde el 31 de diciembre de 2013 (fecha de los estados financieros intermedios revisados) al 27 de febrero de 2014. En este sentido debemos destacar que la excelente evolución deportiva de la Sociedad entre la Fecha de Valoración y la Fecha del Informe ha producido variaciones relevantes en la generación esperada de ingresos del Club y que ha sido considerada en nuestro estudio.

En todo caso, cabe resaltar que cualquier cambio significativo o información nueva adicional sobre las condiciones económicas, cambio de mercado o de las operaciones y resultados de la Sociedad posteriores a la Fecha del Informe podría significar potencialmente un cambio en nuestras conclusiones de valoración del presente Informe.

## Situación de la Sociedad y aspectos a considerar

### El Club y las competiciones

El Atlético de Madrid es un club de fútbol con más de 110 años de historia que participa en la Primera División de la Liga de Fútbol Profesional de España (en adelante, "la Liga") de la que se ha proclamado campeón el 18 de mayo de 2014, logrando de esta forma la clasificación para la próxima edición de la UEFA Champions League (en adelante, "UCL"). Se trata de uno de los clubes más populares de España que cuenta con, aproximadamente, 66 mil abonados y socios, con peñas en más de 20 países. El Atlético de Madrid es el tercer equipo del ranking de equipos de la Liga teniendo en cuenta las temporadas en las que se ha proclamado campeón de Liga (10), en las que ha acabado segundo (8) y en las que ha acabado tercero (13).

El Club en la actualidad se encuentra en un período de resultados deportivos exitosos, demostrado por los recientes trofeos conseguidos: un título de campeón de Liga en la temporada 2013/2014, finalista de la UCL en la temporada 2013/2014, dos títulos de UEFA Europa League (en adelante, "UEL") en las temporadas 2009/10 y 2011/12, dos títulos de campeón de la Supercopa de Europa en las temporadas 2010/11 y 2012/13 y un título de campeón de Copa del Rey en la temporada 2012/2013. En las últimas 7 temporadas el Club se ha clasificado en cuatro ocasiones en los puestos que permiten disputar la UCL, competición que reparte los mayores premios a nivel europeo (aproximadamente 900 millones de euros en la temporada 2013/2014).

En las principales ligas europeas los derechos de retransmisión televisiva generan la mayor parte de los ingresos, siendo la negociación de los mismos en todas ellas de forma colectiva a excepción de la Liga. No obstante, se espera que esta negociación en la Liga pase también a ser colectiva en un tiempo razonable, lo que podría dar la oportunidad de generar un mayor nivel de ingresos para el conjunto de los equipos de la Liga y en particular para el Atlético de Madrid.

En relación con los ingresos por partidos, éstos se generan mediante la venta de abonados para la temporada de Liga, para las competiciones de Copa y para las competiciones europeas (con posibilidad de adquirir conjuntos para todas las competiciones) y de entradas para cada una de estas competiciones. En las últimas temporadas los clubes europeos están realizando inversiones en nuevos estadios que permitan generar un mayor nivel de ingresos vía nuevos usos de los estadios (hoteles internos, mayor número de palcos, organización de eventos y congresos, etc.). La generación de ingresos por publicidad viene dada principalmente por contratos de patrocinio, principalmente en la ropa deportiva de los clubes y en los estadios, mediante la denominación del mismo con marcas de carácter internacional.

En términos de inversión, los clubes de fútbol de primer nivel realizan desembolsos anuales relevantes siendo la Liga española en las últimas temporadas una de las que mayores cantidades destina a la adquisición de jugadores. Con respecto a los costes, la principal variable del sector son los sueldos y salarios de los jugadores, representando en torno a un 60% del total de costes en la Liga y aún algo superior, cerca del 70%, en ligas como la Premier League inglesa y el Calcio italiano.

## **Situación financiero-patrimonial**

El capital social del Club a la Fecha de Valoración estaba compuesto por 2.906.667 acciones nominativas de 8,50 euros de valor nominal cada una, que atribuyen a sus respectivos titulares los mismos derechos. Los principales accionistas de la Sociedad D. Miguel Ángel Gil Marín y D. Enrique Cerezo Torres poseían, directa e indirectamente, participaciones que a la Fecha de valoración representaban el 60,95% y el 22,13%, respectivamente, del capital social.

En relación con esta cifra de capital social debe tenerse en cuenta el impacto de la amortización acordada por los administradores en cumplimiento de la Sentencia del Tribunal Supremo, que ha afectado a 484.059 acciones. A este respecto, conviene destacar que, según se recoge en los estados financieros intermedios al 31 de diciembre de 2013, *“los dos accionistas mayoritarios de la Sociedad, miembros del Consejo de Administración y titulares de la mayor parte de los créditos que pudieran generarse frente a la Sociedad como consecuencia de la ejecución de la mencionada Sentencia, han manifestado su compromiso de adoptar las decisiones que resulten necesarias para que en ningún caso se vea afectada la situación patrimonial de la entidad como consecuencia de los hechos descritos”*.

Por otra parte, debe señalarse el potencial impacto que sobre el patrimonio de la Sociedad (que al 31 de diciembre de 2013 ascendía a 31.595 miles de euros) podría tener la reversión del registro del beneficio que recoge el auditor como una salvedad en su informe y el potencial efecto que pudiera tener una resolución desfavorable de las incertidumbres descritas en su informe (véase Anexo I).

La consideración de estos asuntos podría hacer, en su caso, que el patrimonio de la Sociedad se viera reducido de forma significativa, de tal forma que el Club debería estudiar fórmulas para su recomposición en los términos que fija la normativa aplicable. A los efectos de este estudio se ha considerado que la mejora esperada en los resultados deportivos (que implica la participación recurrente en competiciones europeas) y la materialización de los proyectos inmobiliarios en los que está inmerso el Club permitirá superar esta situación.

Por otra parte, debe considerarse que el Club ha sufrido en el pasado una situación de pérdidas significativas que desequilibró su situación financiera y que llevó a renegociar las condiciones de su pasivo y reestructurar sus fuentes de financiación. Así, a la Fecha de Valoración, la Sociedad mantiene el aplazamiento de pago de las liquidaciones de distintos impuestos y periodos, y ha obtenido una financiación de la entidad Canadian Pension Plan Investment Board de la que se han utilizado los dos primeros tramos.

## **Otros aspectos a considerar**

Los principales asuntos que se han puesto de manifiesto en nuestro análisis que responden a hipótesis y/o factores establecidos por la Dirección de la Sociedad o que corresponden a asunciones propias del enfoque escogido o se derivan de la situación y sector en el que opera la Sociedad y que queremos resaltar por su sensibilidad sobre el resultado final son:

### **Naturaleza del activo y dinámica del negocio**

Un número relevante de inversores evalúa el atractivo de los clubes de fútbol (como otros negocios que establecen fuertes vínculos emocionales con los sujetos) atendiendo a criterios que exceden el

ámbito financiero, al incorporar consideraciones relativas a su naturaleza como “activo de reconocimiento” (por proporcionar proyección social o beneficios indirectos o responder a cuestiones no objetivables). Tales “inversores especiales” pudieran estar dispuestos a pagar un precio superior al que se deriva de las expectativas de retorno esperable por su explotación. Estas situaciones suelen asociarse a operaciones que implican participaciones significativas, normalmente tendentes a obtener algún grado de representatividad o el control del club, situación que no se corresponde con el escenario planteado.

Por otra parte, debe señalarse que las sociedades involucradas en la explotación de los negocios asociados a deportes profesionales experimentan procesos de aceleración y retroalimentación (círculos virtuosos y, también, al contrario, círculos viciosos) entre los resultados deportivos y económicos; encontrándose los primeros más allá de la gestión directa de sus responsables (como puede ser el efecto de lesiones sobre determinados jugadores o de resultados adversos fruto de decisiones de terceros). En este sentido conviene destacar que la participación en la UCL y el éxito en la misma (definido por el número de partidos disputados) tienen un gran impacto en la generación de ingresos tanto en lo que hace referencia a ingresos por retransmisiones de televisión, ingresos deportivos e ingresos por publicidad y marketing; afectando también al valor estimado de los jugadores que potencialmente podrían ser traspasados. Esta volatilidad inducida sobre la capacidad de generación de caja puede, a su vez, condicionar la capacidad del Club afectado para atender a sus compromisos en el plazo acordado. Según se ha anticipado, este estudio asume que el Club será capaz de obtener la financiación adicional suficiente que le permitirá sustituir parte de su estructura de deuda actual y acometer las inversiones previstas que permitan soportar la actividad planeada.

Por último, conviene recordar que, aunque la competición deportiva es necesariamente abierta, la probabilidad de mantenimiento de categoría para los clubes incluidos en su percentil superior es significativa estadísticamente, por lo que, en el caso del Atlético de Madrid un escenario de presencia más o menos continuada en las competiciones UCL y UEL es razonable.

No obstante, debe reconocerse que debido a las incertidumbres inherentes a cualquier información sobre el futuro, podrían existir factores, tanto internos como externos, no susceptibles de identificación en el momento actual, que hiciesen que algunas de las hipótesis empleadas en la elaboración de las estimaciones futuras no se materialicen tal y como han sido definidas. Adicionalmente, debemos mencionar que una parte de nuestro trabajo se ha basado en la utilización de información económica y financiera del Atlético de Madrid que, parte de la cual, por su naturaleza o por la fecha a la que se refiere, no se encuentra auditada. Por tanto, los resultados estimados para el periodo de proyección podrían no resultar en el futuro tal y como se han definido, afectando en consecuencia a nuestras conclusiones.

#### **Derechos de retransmisión y contratos relevantes**

La Dirección del Club espera que en el medio plazo se modifique el sistema de negociación de los ingresos relativos a los derechos de retransmisión de televisión en España, pasando de ser individual a colectiva. Atendiendo a la experiencia habida en otras ligas, es razonable esperar que esta circunstancia represente oportunidades adicionales para el Atlético de Madrid. Sin embargo, a la fecha de este Informe no se dispone de información suficiente que permita evaluar el impacto último que dichas negociaciones pueden producir en los ingresos estimados del Club.

Adicionalmente, la Dirección espera que los principales contratos de patrocinio y publicidad se renueven en condiciones similares a las actuales a su vencimiento y que la explotación del nuevo estadio, según se ha descrito, permita ampliar los acuerdos para comercializar y gestionar programas de localidades, servicios de conferencias y otros de restauración.

### **Desarrollos urbanísticos**

El Club confía poder empezar a explotar el nuevo estadio en la temporada 2016/17, lo que permitirá incrementar notablemente su capacidad de generación de ingresos (principalmente por disponer de cerca de 70.000 plazas frente a las 55.000 actuales y albergar diversos anexos susceptibles de explotación comercial). Si bien la fórmula escogida para su desarrollo traslada gran parte de los riesgos de ejecución al contratista, limitándose las potenciales desviaciones en las cargas a asumir por la Sociedad en un rango estimado entre 19 y 29 millones de euros (de los que 20,5 se encuentran provisionados), un eventual retraso en su explotación y/o una coincidencia adversa en los resultados deportivos podría afectar al nivel de ingresos esperados en el medio plazo de forma significativa.

En cuanto al desarrollo de la futura Ciudad Deportiva (Ámbito Alcorcón Norte) debe señalarse que la Sociedad ha recogido en sus estados financieros una cuenta a cobrar por importe de 48,1 millones de euros, derivados de las operaciones de venta de terrenos y construcciones asociadas. Sin embargo, esta operación de venta, además de estar condicionada a la previa adquisición de determinadas Unidades de Aprovechamiento Urbanístico, está sujeta a la necesaria aprobación del Plan Parcial, aún pendiente. Dada la naturaleza de la incertidumbre asociada a este proyecto no es posible estimar en qué fecha, de producirse, se podría materializar el correspondiente flujo de caja. Consecuentemente, nuestro estudio no considera el potencial efecto de su desarrollo.

### **Otros asuntos**

Como consecuencia del tratamiento fiscal y tributario dado por la Sociedad a determinadas transacciones, y de las diferentes interpretaciones posibles a la normativa fiscal y legal, pueden ocasionarse pasivos o contingencias fiscales cuya cuantificación (que, por otra parte, excedería el alcance de nuestro trabajo) no puede realizarse de forma objetiva. Por tanto, nuestro informe no recoge el potencial efecto que pudiera derivarse de este asunto.

### **Criterio de valoración aplicado**

Atendiendo a las características y naturaleza de las actividades desarrolladas por la Sociedad, el trabajo de estimación de su valor razonable al 27 de febrero de 2014 se ha realizado mediante la aplicación del método denominado "Descuento de los Flujos de Caja Libre" ("DCF", según su acrónimo en inglés) sobre la base de los planes de desarrollo futuro del Club.

Este método se basa en el concepto general de que el valor de un negocio equivale al valor presente de los rendimientos futuros generados por su actividad. Su aplicación permite obtener un valor de empresa o negocio mediante la actualización de los flujos de tesorería a generar por dicho negocio y disponibles para los proveedores de capital (accionistas y prestamistas, en su caso).

El DCF supone determinar un periodo explícito de proyección durante el cual se estiman los Flujos de Caja Libres (en adelante, "FCF", según su acrónimo en inglés). Para ello se requiere disponer de

información histórica y proyectada de los negocios objeto de valoración. Las proyecciones financieras del Atlético de Madrid, que ha preparado su Dirección y que han servido de base para nuestro estudio, recogen su estimación más fundamentada acerca de los resultados y flujos de caja libres esperados de la actividad de la Sociedad, basándose en las presentes circunstancias y la posible evolución del negocio para las próximas cuatro temporadas (hasta la 2017/18).

Una vez determinados estos FCF para el periodo de proyección explícito, se estima el valor residual, que representa el valor de los fondos generados por el negocio, más allá del último año proyectado (dado que se asume que la duración del negocio será ilimitada). En la estimación de este valor residual se considera que la rentabilidad del negocio se estabiliza y se calcula como el valor actual de una renta perpetua.

Tanto los FCF calculados como el valor residual son descontados a la tasa de descuento estimada. Esta tasa se corresponde conceptualmente con el coste de capital de los recursos (propios y ajenos) utilizados en la financiación de los activos netos y se determina como media ponderada de dichas fuentes de capital.

Una vez determinado el valor del negocio, se determina el valor atribuible a las acciones considerando los activos y pasivos no incorporados en el flujo de caja libre, principalmente restando la financiación de terceros obtenida.

Entendemos que el método del Descuento de los Flujos de Caja Libre es el más apropiado por cuanto se trata de un método teóricamente correcto, de aplicación adecuada y generalmente aceptada en el caso de negocios en marcha (supuesto de análisis del que se parte en este Informe). Además, es un método dinámico, que permite fundamentar el valor de un negocio en su capacidad de generación de fondos y permite identificar las claves de la generación de valor.

Adicionalmente, y con la intención de contrastar el resultado obtenido, hemos realizado un análisis de la valoración aplicando múltiplos de mercado de clubes de fútbol cotizados. En este caso, la principal referencia considerada ha sido el Valor del Negocio sobre las ventas, múltiplo de valoración utilizado en el sector habitualmente, por ser neutro respecto de la estructura de capital, e independiente del régimen fiscal. No se ha considerado la aplicación de otros múltiplos al haberse concluido que su comparabilidad no es suficiente.

## Conclusión

Dentro del contexto y objetivos definidos en el presente Informe y sobre la base de los análisis realizados, aplicando los métodos descritos, en nuestra opinión, el valor razonable atribuible a la totalidad de las acciones del Club Atlético de Madrid, S.A.D. a 27 de febrero de 2014 sería de 62,5 millones de euros, aproximadamente, que corresponden a un valor estimado del negocio de 334,1 millones de euros, minorado por el saldo vivo de la deuda aplazada con las Administraciones Públicas y la posición financiera neta a dicha fecha que ascienden a 271,6 millones de euros. Consecuentemente, el valor razonable atribuible por acción a 27 de febrero de 2014 sería de 21,50 euros, considerando las acciones en circulación a esa fecha (2.906.667).

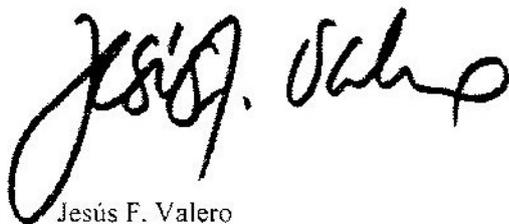
Para una adecuada comprensión de los resultados del estudio se deben tener en cuenta todos los asuntos comentados en este informe, especialmente los que describen en el apartado "Otros aspectos a considerar". Y en la interpretación de nuestra conclusión se debe observar que este documento no se ha preparado para soportar ninguna recomendación de acción sobre la operación que, en su caso, planteará el Club ni supone una evaluación de los riesgos asociados al negocio.

Nuestra opinión está necesariamente basada y limitada por la información disponible y otras condiciones existentes a la fecha de preparación de este Informe. No asumimos responsabilidad alguna en cuanto a la actualización, revisión o ratificación de sus conclusiones en función de las circunstancias, los desarrollos o acontecimientos que se produzcan con posterioridad a su emisión. En nuestro análisis hemos supuesto la continuidad del negocio y hemos calculado el valor, aplicando las metodologías y procedimientos que consideramos más adecuadas en base a nuestra experiencia y al consenso de diferentes referentes del sector al escenario que ha validado la Dirección del Club. Por tanto, nótese que la información contenida en este documento y el trabajo realizado responden a su solicitud en el contexto descrito y, en consecuencia, nuestro Informe no podrá utilizarse ni considerarse adecuado por el Club ni cualquier otro tercero para propósitos diferentes a los descritos.

Este Informe ha sido preparado exclusivamente para su utilización por parte del Club, a los exclusivos efectos de la determinación del valor razonable de las acciones amortizadas y conforme con el uso acordado en nuestra propuesta de fecha 14 de mayo de 2014. No deberá ser revelado, reproducido, difundido, citado, resumido o referido total o parcialmente, de cualquier manera ni para ningún otro propósito; no puede hacerse referencia pública a Deloitte o ninguna de sus afiliadas por parte del Club, sin la autorización escrita de Deloitte. No aceptaremos ninguna responsabilidad hacia ningún tercero distinto del Club a quien le sea mostrado este documento o tenga acceso al mismo.

Muy atentamente,

DELOITTE, S.L.



Jesús F. Valero

28 de mayo de 2014

**ANEXO I - Informe de revisión sobre los Estados Financieros intermedios correspondientes al período comprendido entre el 1 de julio y el 31 de diciembre de 2013 en los términos indicados en el artículo 78 del Reglamento RFEF de Licencia de Clubes para competiciones UEFA**