



Comisión Nacional  
del Mercado de Valores  
REGISTRO DE ENTRADA  
1º 2007071455 20/07/2007 13:47



Comisión Nacional del Mercado de Valores-  
Dirección General de Mercados e Inversiones  
Serrano, 47  
28001 Madrid, España

Madrid, 20 de julio de 2007

Muy señor nuestro,

Adjunto le remitimos las respuestas revisadas a las cuestiones que nos planteaban en el requerimiento recibido.

Atentamente,

D. Eloy Izquierdo García  
Director de Administración  
Grupo Empresarial ENCE, S.A.



**I. Con el fin de dotar a la información sobre las Cuentas Anuales de la máxima transparencia,**

**1. En relación con los procesos judiciales abiertos y sus posibles efectos sobre los estados financieros, justifíquese los siguientes aspectos:**

**a) Por qué no incluyen información sobre las posibles contingencias derivadas de los procesos judiciales abiertos en Uruguay y Pontevedra.**

En el supuesto que cumpla los requisitos de un pasivo contingente, de acuerdo con el párrafo 86 de la NIC 37 *Provisiones, Activos contingentes y Pasivos contingentes*, deberá incluirse en la información financiera los siguientes aspectos: (i) descripción del pasivo contingente; (ii) estimación de sus efectos en los estados financieros; (iii) incertidumbres relacionadas con el importe o calendario de salida; (iv) posibilidad de obtener eventuales reembolsos.

Respecto a la caducidad de la concesión en Pontevedra, todos los procedimientos iniciados con relación a este asunto han sido siempre desestimados. Actualmente quedan pendientes de resolución dos procedimientos judiciales. A este respecto, las previsiones existentes sobre los mismos son igualmente positivas, ya que el resto de procedimientos iniciados sobre el mismo objeto fueron totalmente desestimados. A la vista de esto se consideró no incluir más información en las Cuentas Anuales.

En el procedimiento penal iniciado en Uruguay por un presunto delito de contaminación ambiental se ha notificado el cambio de ubicación de la planta de ENCE en dicho país, ante el Juzgado que instruye la causa. Entendemos que puesto que la planta ya no se va a ubicar en Fray Bentos sino en la localidad de Conchillas (Uruguay) el procedimiento se cerrará, por lo que no se consideró Pasivo Contingente.

**b) Por qué a pesar de existir indicios de deterioro del inmovilizado material correspondientes a la construcción e instalaciones de infraestructuras portuarias en Uruguay y de los activos asociados a los terrenos de Pontevedra no se ha aplicado el correspondiente test de deterioro. A este respecto, el párrafo 9 de la NIC 36 *Deterioro de valor de los activos* establece que la entidad evaluará, en cada fecha de cierre de balance, si existen indicios de deterioro y si existieran estimará el importe recuperable del activo y, en su caso, registrará el deterioro de valor correspondiente.**

Dado lo comentado en el apartado anterior sobre la concesión administrativa de los terrenos sobre los que está asentada la fábrica de Pontevedra se consideró que no existían indicios de deterioro.

Asimismo, los Administradores del Grupo esperaban encontrar alternativas de uso a las infraestructuras de su filial Terminal Logística e Industrial de M´Bopicua, S.A. en Uruguay tanto mediante actividades a desarrollar por el Grupo, como actividades con terceros. Actualmente el puerto se sigue utilizando para el envío de madera a la fábrica de Huelva. El Grupo consideró que no existía indicio de deterioro a esa fecha.



2. En la nota 1 de las cuentas anuales consolidadas se indica que se han realizado desinversiones de negocios complementarios que han supuesto no continuar con determinadas actividades que se venían desarrollando hasta el ejercicio 2006. De acuerdo con el párrafo 32 de la NIIF5 Activos no corrientes mantenidos para la venta y operaciones discontinuadas se considera que una actividad es discontinuada cuando representan líneas de negocio o áreas geográficas significativas e independientes que forman parte de un plan individual y coordinado de actuación para deshacerse de las mismas.

Respecto a este punto, deberá suministrarse la siguiente información:

- a) Detalle de las actividades que han sido discontinuadas
- b) Razones por las cuales dichas actividades no han sido clasificadas como discontinuadas y, por tanto, no se ha facilitado ni la información establecida en la NIIF5, que incluyen la existencia de una línea separada tanto en el Balance de Situación como en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, ni la información segmentada requerida por la NIC14 *Información Financiera por Segmentos*, que supone incluir los resultados de operaciones discontinuadas en los segmentos definidos.
- c) Indiquen si al cierre del ejercicio existían activos que debieran haber sido clasificados como mantenidos para la venta.

En la memoria indicamos *“En las líneas de acción del Plan Estratégico se incluye la desinversión de negocios complementarios de la actividad principal del Grupo Ence y la simplificación de la estructura administrativa del Grupo, divisiones y filiales. Como consecuencia de ello, y adicionalmente a lo comentado sobre las decisiones adoptadas sobre las inversiones en Uruguay. Los resultados del ejercicio 2006 incluyen un cargo de 40 millones de euros en concepto de, principalmente, indemnizaciones al personal, bajas de elementos de inmovilizado material e inmovilizaciones inmateriales.”*

A la fecha de preparación de las Cuentas Anuales no se había realizado la desinversión de ningún negocio complementario. En relación con la presentación de operaciones discontinuadas párrafo 32 de la NIIF 5 los negocios complementarios del grupo no se consideran una línea de negocio significativa (representan aproximadamente un 6% del total de activos del grupo, un 3% de los activos no corrientes).

En el párrafo 7 de la NIIF5 se establece “para clasificar un activo como disponible para la venta debe estar disponible, en sus condiciones actuales, para su venta inmediata, sujeto exclusivamente a los términos usuales y habituales para la venta de estos activos, y su venta debe ser altamente probable”. Aunque a la fecha de preparación de las cuentas anuales existía una intención de desinvertir los negocios complementarios del grupo, durante el 2006 la actividad de los mismos ha sido normal y no se cumplían los requisitos exigidos en el párrafo 8 de la NIIF5:

- La entidad no había desarrollado un plan concreto para vender los activos ni había iniciado de forma activa un programa para encontrar un comprador para una parte significativa de los negocios complementarios.



- No se esperaba que la venta de una parte significativa de los negocios complementarios quedase cualificada para su reconocimiento dentro del año siguiente a la fecha de clasificación. Se estaba estudiando la posible desinversión en el período 2007-2011.

Lo que si se ha aplicado a estas unidades generadoras de efectivo es la NIC 36 *Deterioro del Valor de los Activos*, reconociendo la correspondiente pérdida por deterioro para ajustar el importe en libros al importe recuperable.

La mayor parte de los 40 millones de euros cargados en resultados no corresponden a los Negocios Complementarios, sino a la actividad normal de la Sociedad. Principalmente corresponde al expediente de regulación de empleo presentado por la Sociedad Dominante y a bajas de elementos de inmovilizado material e inmovilizaciones inmateriales de otras filiales del Grupo.

3. De acuerdo con la nota 4.j) y 12 de las cuentas anuales consolidadas, la Sociedad tiene dos tipos de coberturas de flujo de efectivo, opciones de venta (put) de dólares con vencimiento en 2007 y seguros de cobertura del precio de la pasta contratados en el 2006. En el ejercicio 2006 los cambios de valor razonable imputados a patrimonio neto ascienden a 18.867 miles de euros y los ingresos registrados por coberturas liquidadas en el ejercicio ascienden a 66.556 miles de euros, de los cuales 43.261 miles de euros han sido traspasados desde el patrimonio neto.

**Dada la materialidad de estos importes y el riesgo de tipo de cambio y de mercado al que se encuentra expuesto la sociedad, deberá facilitarse la siguiente información adicional:**

- a) Indíquese los procedimientos seguidos por la Sociedad para determinar que se trata de coberturas eficaces, de acuerdo con los criterios establecidos en el párrafo 88 de la NIC39 *Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medición*, y para identificar la parte ineficaz, que debe ser reconocida directamente en resultados, de acuerdo con el párrafo 95 de dicha NIC.

Para determinar la efectividad de la cobertura se realizan los siguientes test:

*Test Retrospectivo:*

Medimos el grado de compensación entre las variaciones de flujos del elemento de cobertura y los del elemento cubierto o cuando no se hayan producido éstos, entre las variaciones de valor razonable del elemento de cobertura y las del elemento cubierto. El valor razonable del flujo constituye una aproximación al valor del flujo en valor actual.

Se utiliza el método de análisis estadístico de regresiones entre las variaciones históricas en los flujos (o en su caso valor razonable) del Elemento Cubierto y del Elemento de Cobertura habidas desde el inicio de la relación de cobertura hasta la fecha de medición de la efectividad de la misma en base diaria. Consideramos altamente correlacionado y por tanto efectivo, cuando el coeficiente de determinación  $R^2$  sea superior a 0,8 y la pendiente de la línea de regresión esté comprendida entre 0,8 y 1,25.



*Test Prospectivo:*

Utilizamos el método de ratios de compensación entre las variaciones de flujos del Elemento Cubierto y del Elemento de Cobertura, considerando 3 escenarios: tipo de cambio contado EURUSD del momento de cálculo de la efectividad, +10% y -10% de variación respecto a ese cambio.

Para medir la ineficiencia de la Cobertura:

*Método del Derivado Hipotético:*

Utilizamos el método del Derivado Hipotético, en el que se compara toda la variación del valor del Elemento de Cobertura con la variación que tendría el derivado perfecto que eliminaría totalmente el Riesgo especificado.

- b) De conformidad con lo establecido por la NIC 32 *Instrumentos Financieros: Presentación e Información a revelar*, en sus párrafos 58 y 92: (i) descripción de la cobertura y naturaleza de los riesgos que han sido cubiertos; (ii) períodos en los cuales se espera ocurran los flujos; (iii) períodos en los cuales se espera formen parte del resultado; (iv) métodos e hipótesis utilizados para determinar el valor razonable y la fuente de obtención de los mismos.**

Apartados (i); (ii) y (iii) adjuntamos documentación de las principales relaciones de cobertura de tipo de cambio en el anexo.

Respecto al apartado (iv): Se utilizan métodos de descuento de flujos y fórmulas de Black & Scholes y variantes para las opciones, mediante la utilización de software financiero estándar (FinCad).

Los inputs de mercado utilizados en las valoraciones de las opciones de tipo de cambio han sido las curvas cupón cero a final del día del euro y del dólar y las volatilidades implícitas del EUR/USD. Todos los inputs proceden de Reuters como fuente de información.

- c) En particular, respecto a los seguros de cobertura sobre el precio de la pasta contratados en el 2006, de acuerdo con el párrafo 63 de la mencionada norma deberá indicarse, entre otros, la naturaleza y el tipo de instrumento contratado, el principal, la fecha de vencimiento, si existen opciones de cancelación y de conservación, los importes y calendario de pagos, las garantías recibidas o pignoradas, y la divisa en la que se exigirán los flujos.**

Las coberturas del precio de la pasta contratadas por la Sociedad tenían a 31 diciembre de 2006 un valor razonable, por el que se registraron, de 2.7 millones de euros (sin tener en cuenta el correspondiente pasivo por impuesto diferido). Al considerarse inmaterial el Grupo no incluyó más información en las cuentas anuales.



A continuación resumimos las principales características de los cinco contratos de cobertura del precio de la pasta que el Grupo tenía contratados en el ejercicio 2006:

Tipo	Contrapartida	Fecha de inicio	Finalización contrato	Periodos de liquidación	Precio fijo (USD/TM)	Precio variable (USD/TM)	Nominal (TM)
1 Year BHKP PIX Contract	Goldman Sachs Int.	marzo-06	febrero-07	5.000 TM mensuales	\$604,00	Media mensual BHKP PIX	60.000,0
3 Year BHKP PIX Contract	Goldman Sachs Int.	septiembre-06	agosto-09	2.000 TM mensuales	\$600,00	Media mensual BHKP PIX	72.000,0
3 Year BHKP PIX Contract	Goldman Sachs Int.	enero-07	diciembre-09	1.000 TM mensuales	\$600,00	Media mensual BHKP PIX	36.000,0

El elemento cubierto son los flujos denominados en dólares por las ventas previstas que se producirán durante tres/un año a contar desde marzo 2006, septiembre 2006 y diciembre 2006 según el contrato. En términos de toneladas se cubren con los cinco contratos un total de 276.000 TM, distribuidas uniformemente a lo largo del periodo de tiempo considerado (un año/tres años) a razón de las primeras TM mensuales vendidas (las primeras 5.000 TM, 8.000 TM, 6.000 TM etc. mensuales vendidas según el mes). Señalar que ENCE vende aprox. 1.000.000 TM al año.

La variación en la cotización del precio de la pasta produce variaciones en los Flujos de Efectivo de las ventas en Dólares. Los flujos que se produzcan derivados del Elemento de Cobertura neutralizan toda variación de flujos por encima o por debajo del nivel de 600 USD/TM, 604 USD/TM o 605 USD/TM en el Elemento Cubierto según el contrato. El Riesgo Cubierto, por tanto, son las variaciones de flujos totales hasta el momento de fijación del precio de la pasta.

- d) **Explicación de la diferencia entre el resultado reconocido en el ejercicio y el resultado traspasado desde el patrimonio neto. En particular, se indicará el tratamiento contable dado en la información intermedia, incluida la medición de la eficacia y el reconocimiento en patrimonio, únicamente de la parte eficaz.**

La imputación directa en resultados sería la liquidación de las opciones, teniendo en cuenta que el importe traspasado desde patrimonio neto que figura en el Estado de Cambios en el Patrimonio está neto de impuestos. La diferencia con el importe de patrimonio neto vendría expresada en la ineficiencia que resulta en el trimestre de liquidación (que es inmaterial).

La Sociedad trimestralmente valora las coberturas contratadas y realiza los correspondientes test de eficacia reconociendo en patrimonio neto únicamente la parte eficaz.



4. En el detalle de “Otros gastos de explotación” de la nota 1.e) de las cuentas anuales consolidadas se incluye un gasto en el 2006 por importe de 4.525 miles de euros en concepto de “Cancelación gastos a distribuir préstamo sindicado”. De acuerdo con el párrafo 43 de la NIC 39 los pasivos financieros deben contabilizarse a su valor razonable menos los costes de transacciones que sean directamente imputables.

**Dada la materialidad de este ajuste, indíquese la norma contable que ampara el tratamiento contable adoptado por la Sociedad.**

La Guía de Aplicación párrafo GA6 de la NIC 39 establece que los gastos de formalización de contratos de préstamo se amortizan a lo largo de la vida esperada del instrumento. El Grupo firmó con fecha 6 de abril del año 2006 un contrato de financiación sindicada multiempresa y multidivisa por un importe máximo de 400.000 miles de euros. Debido a los cambios en la estrategia del Grupo, no se tiene la intención de disponer de dicho préstamo sindicado por lo que los gastos asociados al mismo se llevaron a resultados del ejercicio 2006.

5. En el desglose del impuesto de sociedades contabilizado como gastos del ejercicio 2006, incluido en la nota 20 de las cuentas anuales consolidadas, se incluye un menor gasto por importe de 4.522 miles de euros por “Regularizaciones 2005”. Adicionalmente, en el Estado de Flujos de Efectivo se muestra un “ajuste al impuesto sobre las ganancias”, que minora el gasto por impuesto de sociedades, por importe de 3.266 miles de euros.

**Dada la materialidad de estos ajustes expliquen la naturaleza de los mismos y la relación, si existe, entre ambas partidas.**

El menor gasto registrado en el impuesto de Sociedades 2006 por 4.522 miles de euros como “Regularizaciones 2005” corresponden a deducciones con límite del Capítulo IV título VI L.I.S del Impuesto de Sociedades 2005 y contabilizado en el ejercicio 2006 como menor gastos en Impuesto de Sociedades con cargo a crédito Fiscal con la Administración tributaria.

Estas deducciones con límite corresponden principalmente a:

- Inversiones para protección del medio ambiente.
- Gastos en investigación y desarrollo e innovación tecnológica.
- Contribuciones a planes de pensiones
- Formación Profesional.

En el Estado de flujos de efectivo aparece un ajuste al Impuesto de las Ganancias por 3.268 miles de euros, que no tiene que ver con el importe anterior, y que corresponde a:

- Diferencia entre impuesto pagado en el ejercicio (28.117 miles de euros) y el impuesto contable de la cuenta de resultados (20.409 miles de euros).



- Variación del pasivo por impuesto diferido (sin considerar la parte correspondiente a las coberturas) y variación del activo por impuesto diferido: 4.440 miles de euros.

Ajuste	Miles de Euros	
	Gasto Impuesto de Sociedades 2006	27.325
Regularizaciones 2005	(4.522)	
Ajustes NIIF	878	
Ajuste impositivo al 32,5% y 30%	(3.272)	
<b>Impuesto de Sociedades 2006 (contable)</b>	<b>20.409</b>	
Pagos a cuenta	(28.117)	
<b>Diferencia</b>	<b>7.708</b>	
Variación pasivo y activo por impuesto diferido	(4.440)	
<b>Ajuste</b>	<b>3.268</b>	

6. En la nota 24 de las cuentas anuales consolidadas se pone de manifiesto que la sociedad tiene registrada en el epígrafe “Provisiones a largo Plazo” una provisión por importe de 5.357 miles de euros, en relación con un acuerdo firmado con la Xunta de Galicia, que supondría una aportación por importe de 6.010 miles de euros, en un horizonte temporal 2002-2006, condicionada a que Aguas de Galicia acredite la ejecución de las inversiones. Únicamente en el año 2003 se efectuó un pago de 633 miles de euros por acreditación de las inversiones realizadas.

**Respecto a este punto justifíquese el tratamiento contable dado por la Sociedad, de acuerdo con las definiciones de provisión y pasivo contingente de la NIC 37.**

Existe un Convenio de Colaboración firmado en el año 2001 entre ENCE y la Xunta de Galicia. En virtud del mismo ENCE se comprometía al pago de 6.010.121,04 €, repartidos entre los años 2002 a 2006 (ambos inclusive), previa justificación por la Xunta de las inversiones realizadas en el saneamiento de la Ría.

La Sociedad recibió en el año 2006 la acreditación por parte de la Xunta de Galicia de las inversiones realizadas hasta la fecha para el saneamiento de la ría (la obra está ejecutada sólo en parte). De acuerdo con el documento, a la fecha a ENCE le correspondería pagar 3,2 millones de euros. Adicionalmente, la Sociedad está pendiente de recibir la acreditación de las inversiones adicionales que realice la Xunta hasta llegar a un importe total a pagar de 5.357 miles de euros.

Por tanto, se cumplen los criterios para contabilizarlo como provisión de acuerdo a la NIC 37: la entidad tiene una obligación presente legal como resultado de un suceso pasado, es probable que tenga que desprenderse de recursos económicos para cancelar esta obligación y existe una estimación fiable del importe de dicha obligación.

ENCE no realizó el pago a la Xunta en 2006 al considerar que las condiciones en las que se había pactado el Convenio habían cambiado. La causa principal de dicho cambio es el hecho de que las liquidaciones por el canon de saneamiento a partir del año 2004 se incrementaron en casi un 400%. Como consecuencia de ello, se ha recurrido la reclamación de pago cursada por la Xunta y derivada del Convenio, y las



liquidaciones cursadas por el canon de saneamiento desde el año 2004. Al mismo tiempo se han abierto las negociaciones entre las partes para tratar de alcanzar un acuerdo que reequilibre las prestaciones.

7. **De acuerdo con la nota 4.h) de las cuentas anuales consolidadas, la sociedad considera los vuelos forestales como activos biológicos y los valora siguiendo el criterio de coste histórico, debido a la no existencia de mercados públicos y la imposibilidad de cálculo del valor presente de los flujos futuros netos de impuestos imputándose todos los costes directamente incurridos en la adquisición, alquileres, preparación de terrenos, plantaciones, cuidado y conservación y parte de los costes del propio servicio forestal de las sociedades. Adicionalmente, se capitaliza en concepto de intereses (5.992 miles de euros en el año 2006) un porcentaje variable e individualizado en aquellas explotaciones donde el coste esperado de la madera resulta inferior a los precios razonables de la madera sustitutivos de mercado. En relación con los costes de la madera, en la mencionada nota se indica que el criterio de imputación de costes se realiza en función de los costes incurridos y por tanto se desprende que se valoran al coste de producción.**

En este sentido, el párrafo 30 de la NIC 41 Activos biológicos presupone que el valor razonable de cualquier activo biológico puede medirse de forma fiable y que esta presunción sólo puede ser refutada en el momento del reconocimiento inicial. Adicionalmente, el párrafo 32 de la mencionada norma, establece que, en todos los casos, le entidad medirá los productos agrícolas a su valor razonable menos los costes estimados en el punto de venta.

**En este sentido deberá facilitarse la siguiente información adicional:**

- a) **Indíquese, expresamente, el método de valoración aplicado a los productos agrícolas (la madera) y si éste es conforme a la norma contable.**

El método de valoración es el de coste de producción.

Teniendo en cuenta que los vuelos son la materia prima que entra en el proceso productivo de fabricación de pasta, se han realizado los análisis pertinentes de precios, a precios medios de ciclo de la pasta de celulosa, y se ha observado que no existe pérdida de valor.

- b) **Explicación razonada de por qué no puede medirse con fiabilidad el valor razonable de los vuelos forestales, así como el método de depreciación utilizado y las vidas útiles, porcentajes de amortización y valores residuales de los mismos, de acuerdo con el párrafo 54 de la mencionada norma.**

Tal y como comentamos en la reunión mantenida con ustedes en Junio de 2005, en el caso de los vuelos forestales solamente tienen lógica económicamente los mercados locales. Se necesitan 3-4 m<sup>3</sup> para fabricar una TM de pasta por lo que el coste logístico del movimiento de la madera es enorme y por ello no tiene sentido utilizar precios de mercado internacionales. Para los vuelos forestales no existe lonja- mercados públicos como en otros mercados, además básicamente Ence es todo el mercado ibérico/uruguayo y nuestro precio es el de mercado.



Una dificultad añadida son las oscilaciones y tensiones en el mercado de la madera por tensiones del propio mercado o por los efectos provocados por los incendios forestales.

Ence solamente recurre a importaciones para cubrir su déficit de madera existente en la P. Ibérica, siendo el coste de esta madera ex-fabrica superior a la producida en la P. Ibérica.

Por eso, al considerar que no existen mercados locales activos para dichos bienes ni métodos alternativos que permitan medir de forma fiable el valor razonable se valoran de acuerdo al coste.

El método de depreciación aplicado a los activos biológicos es un método basado en las unidades de producción. Dicho método dará lugar a un cargo basado en la producción esperada que refleja más fielmente el patrón esperado de consumo de los beneficios económicos futuros incorporados al activo. El valor residual al final de la vida útil se considera 0.

**c) Justifíquese por qué los costes de cuidado, conservación y parte de los costes del propio servicio forestal son costes activables y no costes de mantenimiento directamente imputables a la Cuenta de Resultados.**

Se trata de los costes necesarios para preparar al activo para su uso deseado, para que pueda operar de la forma prevista por la gerencia y por tanto son costes activables. Se trata de un “activo en construcción”. Entre estos gastos de conservación se incluyen: Tratamientos Selvícolas: fertilizaciones, tratamientos de plagas, selección de brotes, desbroces... Este tratamiento es coherente con el tratamiento de coste seguido para los vuelos forestales.

Todos estos costes conforman el precio de la madera en pie, a partir de aquí se produce la corta con los correspondientes costes de aprovechamiento y costes de porte que si son costes anuales directamente imputables a la Cuenta de Resultados.

**8. De la nota 4.u) de las cuentas anuales consolidadas parece desprenderse que la sociedad reconoce una provisión cuando el valor de mercado de los derechos de emisión de CO2 es inferior al coste. A 31 de diciembre de 2006 la provisión recogida por este concepto asciende a 2.680 miles de euros.**

**De acuerdo con la Resolución del ICAC de 8 de febrero de 2006, en su norma quinta, mientras los derechos vayan a ser recuperados mediante su entrega en función del consumo de CO2, no cabe reconocer deterioro aunque el valor de mercado descienda por debajo del coste. Adicionalmente, la norma novena de la citada Resolución establece que debe informarse sobre la cantidad de derechos asignada durante el período de vigencia del Plan Nacional de asignación y su distribución anual, así como si la asignación ha sido gratuita o retribuida.**

**Respecto de este punto indíquese la norma contable que ampara el tratamiento contable adoptado por la Sociedad para dotar la provisión de CO2 y facilítese información relativa a las cantidades de CO2 concedidas, en su caso las adquiridas en mercado, y las consumidas.**



Los derechos de emisión recibidos gratuitamente en virtud del Plan Nacional de Asignación se registraron al valor de mercado a 01/01/06. Asimismo el consumo de los mismos durante el año 2006 se registró en la cuenta de resultados a dicho valor. Son los derechos “sobrantes” los que se han ajustado al valor de mercado a 31/12/06 puesto que a la fecha de cierre del ejercicio 2006 no se espera su entrega en función del consumo de CO2 del año 2006 ni 2007. El Grupo espera vender estos derechos excedentarios.

El Grupo recibió 683.295 Tn de CO2 para el año 2006 de los que se consumieron 440.415 Tn de CO2 a lo largo del año y se vendieron a terceros 20.000 Tn. Para el año 2005 el Grupo recibió 683.295 Tn de CO2 de los que se consumieron 573.507 Tn a lo largo del 2005. Asimismo, el Grupo ha recibido para el año 2007 683.295 Tn de CO2 que el Grupo estima tampoco va a consumir en su totalidad.

9. **En la nota 6 de las cuentas anuales consolidadas se indica que “dada la imposibilidad de obtener información comparativa del año 2005 para las nuevas líneas de negocio definidas, sólo se presenta información comparativa para el segmento secundario geográfico”. De acuerdo con el párrafo 76 de la NIC 14 si es imposible reexpresar los datos del año anterior siguiendo la nuevas políticas contables, deberá informar de los segmentos elaborados tanto con las nuevas políticas contables como con las antiguas.**

**A este respecto, facilítese la información por segmentos de negocio según las antiguas líneas de negocio, tanto para el año 2005 como para el año 2006.**

A efectos de poder realizar la comparación pertinente, a continuación se presenta la información por segmentos de actividad sobre los que se informaba en ejercicios anteriores.

Los antiguos segmentos de actividad eran:

- División forestal: relativa a explotación de bosques para la producción de madera.
- División de celulosa y energía: relativa a la producción y comercialización de pasta de papel.

La información para el ejercicio 2006 se detalla a continuación:



2006	Miles de Euros				
	División Forestal	División Celulosa y Energía	Total	Ajustes Consolid.	Total Consolid.
<b>CUENTA DE RESULTADOS</b>					
<b>Cifra negocio + coberturas:</b>					
De terceros	62.663	627.252	689.915	-	689.915
De otros segmentos	218.369	360	218.729	(218.729)	-
<b>Total ingresos:</b>	<b>281.032</b>	<b>627.612</b>	<b>908.644</b>	<b>(218.729)</b>	<b>689.915</b>
<b>Resultados:</b>					
Resultado de explotación con coberturas	(5.675)	80.739	75.064	36	75.100
Ingresos financieros	756	10.551	11.307	(10.383)	924
Gastos financieros	(11.151)	(3.684)	(14.835)	7.031	(7.804)
Diferencias de cambio	(2.118)	4.394	2.276	137	2.413
Impuestos	9.508	(29.917)	(20.409)	-	(20.409)
<b>Beneficio después de impuestos</b>	<b>(8.680)</b>	<b>62.083</b>	<b>53.403</b>	<b>(3.179)</b>	<b>50.224</b>
<b>OTRA INFORMACIÓN</b>					
Inversión	63.785	23.641	87.426	-	87.426
Dotación a la amortización	20.673	26.929	47.602	-	47.602
Amortización acumulada y provisiones	112.077	545.580	657.657	-	657.657
Plantilla final	1.058	1.011	2.069	-	2.069

Nota: En la plantilla final están consideradas las bajas del ERE. Los ajuste de consolidación sólo recogen ajustes entre la división Forestal y de Celulosa y Energía.

BALANCE DE SITUACIÓN	Miles de Euros				
	División Forestal	División Celulosa y Energía	Total	Ajustes Consolid.	Total Consolid.
<b>Activo:</b>					
Activos no corrientes por segmentos	481.984	473.503	955.487	(158.645)	796.842
Activos corrientes por segmento	116.044	393.892	509.936	(197.636)	312.300
<b>Total activos consolidados</b>	<b>598.028</b>	<b>867.395</b>	<b>1.465.423</b>	<b>(356.281)</b>	<b>1.109.142</b>
<b>Pasivo:</b>					
Pasivos no corrientes por segmentos	42.624	39.812	82.436	-	82.436
Pasivos corrientes por segmentos	263.661	179.328	442.989	(197.237)	245.752
<b>Total pasivos consolidados</b>	<b>306.285</b>	<b>219.140</b>	<b>525.425</b>	<b>(197.237)</b>	<b>328.188</b>

Nota: En el balance no se incluyen ni fondos propios ni activos y pasivos por impuestos anticipados y diferidos.

A continuación se detalla la información por los antiguos segmentos de actividad de cada una de las dos divisiones para el ejercicio 2005:

2005	Miles de Euros				
	División Forestal	División Celulosa y Energía	Total	Ajustes Consolid.	Total Consolid.
<b>CUENTA DE RESULTADOS</b>					
<b>Cifra negocio + coberturas:</b>					
De terceros	54.960	567.708	622.668	-	622.668
De otros segmentos	216.003	326	216.329	(216.329)	-
<b>Total ingresos:</b>	<b>270.963</b>	<b>568.034</b>	<b>838.997</b>	<b>(216.329)</b>	<b>622.668</b>
<b>Resultados:</b>					
Resultado de explotación con coberturas	20.416	86.828	107.244	(750)	106.494
Ingresos financieros	789	6.535	7.324	(6.360)	964
Gastos financieros	(8.769)	(6.420)	(15.189)	3.183	(12.006)
Diferencias de cambio	(4.477)	419	(4.058)	(88)	(4.146)
Impuestos	(4.117)	(23.253)	(27.370)	-	(27.370)
<b>Beneficio después de impuestos</b>	<b>3.842</b>	<b>64.109</b>	<b>67.951</b>	<b>(4.015)</b>	<b>63.936</b>
<b>OTRA INFORMACIÓN</b>					
Inversión	107.053	43.537	150.590	-	150.590
Dotación a la amortización	23.196	25.819	49.015	-	49.015
Amortización acumulada	77.400	518.935	596.335	-	596.335
Plantilla final	1.176	1.075	2.251	-	2.251

BALANCE DE SITUACIÓN	Miles de Euros				
	División Forestal	División Celulosa y Energía	Total	Ajustes Consolid.	Total Consolid.
<b>Activo:</b>					
Activos no corrientes por segmentos	458.166	512.573	970.739	(153.057)	817.682
Activos corrientes por segmento	127.215	372.186	499.401	(188.814)	310.587
<b>Total activos consolidados</b>	<b>585.381</b>	<b>884.759</b>	<b>1.470.140</b>	<b>(341.871)</b>	<b>1.128.269</b>
<b>Pasivo:</b>					
Pasivos no corrientes por segmentos	47.423	22.999	70.422	-	70.422
Pasivos corrientes por segmentos	236.042	215.040	451.082	(188.814)	262.268
<b>Total pasivos consolidados</b>	<b>283.465</b>	<b>238.039</b>	<b>521.504</b>	<b>(188.814)</b>	<b>332.690</b>

Nota: En el balance no se incluyen ni fondos propios ni activos y pasivos por impuestos anticipados y diferidos.

10. En relación con la información incluida en las notas 22 y 23 de las cuentas anuales, relacionadas con partes vinculadas y retribuciones a los Administradores y Comité de Dirección, de acuerdo con lo establecido en la NIC 24 Información a revelar sobre partes vinculadas deberá facilitarse la siguiente información adicional:

a) De acuerdo con la nota 4.o) de las cuentas anuales consolidadas la Sociedad tiene establecidos compromisos para jubilaciones y pensiones complementarias de viudedad, orfandad y ascendientes. Sin embargo, en la nota 23 no se cuantifica la remuneración que por este concepto perciben los



**Administradores y Comité de Dirección de la Sociedad dominante, tal y como establece el párrafo 16 de la mencionada norma.**

Durante el ejercicio 2006 la Sociedad Dominante ha registrado en concepto de retribuciones devengadas por los miembros del Comité de Dirección por todos los conceptos, incluida la remuneración correspondiente al Administrador que desempeña funciones ejecutivas en la Sociedad, 1.210 miles de euros. De este importe 54 miles de euros corresponden a aportaciones al plan de pensiones de empleo.

Por los miembros del Comité de Dirección al 31 de diciembre de 2005 que han dejado de ejercer sus funciones durante el ejercicio 2006, la Sociedad Dominante ha registrado, durante dicho ejercicio, en concepto de retribuciones devengadas por todos los conceptos, incluyendo indemnizaciones, 6.828 miles de euros. De este importe, 73 miles de euros corresponden a aportaciones al plan de pensiones de empleo.

En la memoria indicamos que “la Sociedad Dominante no tiene contraída ninguna obligación con los Administradores en materia de pensiones ni sistemas alternativos de seguros”.

**b) Entre las partes vinculadas se encuentra Caixa Galicia (1% del capital social) y Cajastur (0% del capital social). De acuerdo con el párrafo 17 de la NIC 24, se debe revelar la naturaleza entre cada parte implicada en dichas transacciones.**

Caixa Galicia tenía una participación del 10% a 31 diciembre 2005. A lo largo del 2006 ha vendido su participación hasta quedarse con un 1% a 31 diciembre 2006. Por eso la Sociedad decidió incluir información de las operaciones con la misma en las cuentas anuales 2006.

Cajastur está representada por Cantábrica Inversiones que tiene un 5.1% del capital social.

**II. Adicionalmente, en relación con las Cuentas Anuales Consolidadas, se les recuerda lo siguiente:**

- 1. En el Estado de Variación de Cambios en el Patrimonio Neto debe quedar claramente indicado e identificando, tal y como la establece la NIC 1 en su párrafo 96 (c), los ingresos y gastos totales reconocidos durante el ejercicio.**
- 2. En el Estado de Flujos de Efectivo debe informarse, tal y como establece la NIC 7 *Estado de Flujos de Efectivo*, en sus párrafos 35 y 36, del importe total pagado en el ejercicio en concepto de impuestos sobre las ganancias.**
- 3. En la nota 7 de las Cuentas Anuales Consolidadas se muestra una distribución del importe neto de la cifra de negocios en el que destacamos:**
  - a) El 63% de las ventas son en el mercado exterior. En este sentido recordar que la NIC 14, en su párrafo 69 (a), establece que cuando el formato principal sean segmentos de negocio debería indicarse el ingreso ordinario del segmento procedente de clientes externos, por área geográfica según**



**localización de clientes, para cada segmento geográfico cuyo ingreso ordinario procedente de ventas externas sea un 10% o mas del ingreso ordinario total.**

- b) Las ventas de Energía Eléctrica y Madera y servicios forestales suponen un 11,2% y un 10,05% de los ingresos totales. Recordarles que de acuerdo con el párrafo 35 de la NIC 14 se debe informar de aquellos segmentos cuyos ingresos procedentes de ventas sean iguales o superiores al 10% de las ventas totales.**

Tomamos nota de los puntos que nos señalan para su consideración en ejercicios futuros.



**ANEXO:**

**MODELOS DE LAS PRINCIPALES  
RELACIONES DE COBERTURA DE TC A  
CIERRE 2006**



## Relación de Cobertura 5 – (Primer trimestre 2006)

*Relación de Cobertura de los Flujos de Efectivo resultantes de las ventas del primer trimestre del 2006. Mediante la contratación del Elemento de Cobertura, GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A. consigue compensar todas las variaciones de flujos en euros por las ventas por encima de un determinado nivel. Dada la naturaleza del Elemento Cubierto y la experiencia pasada de la Compañía, existe una total certeza de la ocurrencia de los flujos de efectivo del Elemento Cubierto.*

### Fecha de Designación de la Relación de Cobertura:

La Relación de Cobertura ha sido designada con efecto 01.01.05.

### Elemento Cubierto:

Flujos denominados en Euros por las ventas previstas que se producirán durante el primer trimestre del 2006. El importe de ventas previstas que se decide cubrir es, en términos de USD, de USD 72.000.000, distribuidos uniformemente a lo largo del periodo de tiempo considerado.

### Elemento de Cobertura:

Conjunto de opciones sobre divisas, todas ellas compradas por GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A., de las siguientes características:

Tipo Opción	Contrapartida	Expiración	Precio Ejercicio	Nominal USD	Nominal EUR
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	3-ene-06	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	10-ene-06	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	17-ene-06	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	19-ene-06	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	24-ene-06	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	30-ene-06	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	1-feb-06	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	7-feb-06	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	13-feb-06	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	15-feb-06	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	22-feb-06	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	28-feb-06	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	6-mar-06	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	8-mar-06	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	14-mar-06	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	20-mar-06	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	22-mar-06	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	28-mar-06	1,00545	2.000.000	1.989.159



### **Naturaleza del Riesgo Cubierto:**

---

La variación en el tipo de cambio de contado EURUSD produce variaciones en los Flujos de Efectivo de las ventas en Euros. Los flujos que se produzcan derivados del Elemento de Cobertura neutralizan toda variación de flujos por encima del nivel de 1,00545 USD/EUR en el Elemento Cubierto. El Riesgo Cubierto, por tanto, son las variaciones de flujos totales por encima de 1,00545 USD/EUR.

### **Test de Efectividad de la Cobertura:**

---

#### ***Test Retrospectivo:***

Se medirá el grado de compensación entre las variaciones de flujos del elemento de cobertura y los del elemento cubierto o cuando no se hayan producido éstos, entre las variaciones de valor razonable del elemento de cobertura y las del elemento cubierto. El valor razonable del flujo constituye una aproximación al valor del flujo en valor actual.

Se utilizará el método de análisis estadístico de regresiones entre las variaciones históricas en los flujos (o en su caso valor razonable) del Elemento Cubierto y del Elemento de Cobertura habidas desde el inicio de la relación de cobertura hasta la fecha de medición de la efectividad de la misma en base diaria. Se considerará altamente correlacionado y por tanto efectivo cuando el coeficiente de determinación  $R^2$  sea superior a 0,8 y la pendiente de la línea de regresión esté comprendida entre 0,8 y 1,25.

#### ***Test Prospectivo:***

Se utilizará el método de ratios de compensación entre las variaciones de flujos del Elemento Cubierto y del Elemento de Cobertura, consideradas para 3 escenarios: tipo de cambio contado EURUSD del momento de cálculo de la efectividad, +10% y -10% de variación respecto a ese cambio.

### **Medida de Ineficiencia de la Cobertura:**

---

#### ***Método del Derivado Hipotético:***

Se utilizará el método del Derivado Hipotético, en el que se comparará toda la variación del valor del Elemento de Cobertura con la variación que tendría el derivado perfecto que eliminaría totalmente el Riesgo especificado.

A la fecha de designación de la Relación de Cobertura, el derivado hipotético perfecto que cubre los riesgos especificados sería el formado por un conjunto de opciones PUT USD/CALL EUR Europeas, precio de ejercicio 1,00545, y a cada fecha especificada de venta, por un importe cada una de USD 2.000.000 de nominal.



**Registro de la medición de efectividades y valoración de la Relación de Cobertura hasta la fecha (31.03.2006)**

Fecha	Test Retrospectivo	Test Prospectivo	Variación elemento de cobertura	Variación derivado hipotético	Imputado e Resultados (Ineficiencia)
01.01.05	N/a	Ratio: 100%	N/a	N/a	N/a
31.03.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-2.270.809,55	-2.270.809,55	0
30.06.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-6.164.470,04	-6.164.470,04	0
30.09.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-6.525.461,96	-6.525.461,96	0
31.12.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-7.988.428,50	-7.988.428,50	0
31.03.06	R <sup>2</sup> =0,996 Pdte=0,980	N/A	-13.413,91	-13.136,64	-277,27

**Relación de Cobertura 6 – (Segundo trimestre 2006)**

*Relación de Cobertura de los Flujos de Efectivo resultantes de las ventas del segundo trimestre del 2006. Mediante la contratación del Elemento de Cobertura, GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A. consigue compensar todas las variaciones de flujos en euros por las ventas por encima de un determinado nivel. Dada la naturaleza del Elemento Cubierto y la experiencia pasada de la Compañía, existe una total certeza de la ocurrencia de los flujos de efectivo del Elemento Cubierto.*

**Fecha de Designación de la Relación de Cobertura:**

La Relación de Cobertura ha sido designada con efecto 01.01.05.

**Elemento Cubierto:**

Flujos denominados en Euros por las ventas previstas que se producirán durante el segundo trimestre del 2006. El importe de ventas previstas que se decide cubrir es, en términos de USD, de USD 72.000.000, distribuidos uniformemente a lo largo del periodo de tiempo considerado.

**Elemento de Cobertura:**

Conjunto de opciones sobre divisas, todas ellas compradas por GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A., de las siguientes características:



Tipo Opción	Contrapartida	Expiración	Precio Ejercicio	Nominal USD	Nominal EUR
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	3-abr-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	5-abr-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	11-abr-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	17-abr-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	19-abr-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	25-abr-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	2-may-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	8-may-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	10-may-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	16-may-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	22-may-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	24-may-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	30-may-06	0,94880	1.500.000	1.580.944
PUT USD/ CALL EUR Europea	ROYAL BANK SC	2-jun-06	0,98500	2.000.000	2.030.457
PUT USD/ CALL EUR Europea	ROYAL BANK SC	8-jun-06	0,98500	2.000.000	2.030.457
PUT USD/ CALL EUR Europea	ROYAL BANK SC	14-jun-06	0,98500	2.000.000	2.030.457
PUT USD/ CALL EUR Europea	ROYAL BANK SC	20-jun-06	0,98500	2.000.000	2.030.457
PUT USD/ CALL EUR Europea	ROYAL BANK SC	26-jun-06	0,98500	2.000.000	2.030.457

### **Naturaleza del Riesgo Cubierto:**

La variación en el tipo de cambio de contado EURUSD produce variaciones en los Flujos de Efectivo de las ventas en Euros. Los flujos que se produzcan derivados del Elemento de Cobertura neutralizan toda variación de flujos por encima del nivel de 0,94880 USD/EUR del 3 de Abril 2005 hasta el 30 de Mayo 2006 (contrapartida JPMorgan) y por encima de 0,98500 USD/EUR del 30 de Mayo 2006 al 28 de Junio 2006 (contrapartida Royal Bank of Scotland) en el Elemento Cubierto. El Riesgo Cubierto, por tanto, son las variaciones de flujos totales por encima de 0,94880 USD/EUR del 3 de Abril 2005 hasta el 30 de Mayo 2006 y 0,98500 USD/EUR del 30 de Mayo 2006 al 28 de Junio 2006.

### **Test de Efectividad de la Cobertura:**

#### **Test Retrospectivo:**

Se medirá el grado de compensación entre las variaciones de flujos del elemento de cobertura y los del elemento cubierto o cuando no se hayan producido éstos, entre las variaciones de valor razonable del elemento de cobertura y las del elemento cubierto. El valor razonable del flujo constituye una aproximación al valor del flujo en valor actual.

Se utilizará el método de análisis estadístico de regresiones entre las variaciones históricas en los flujos (o en su caso valor razonable) del Elemento Cubierto y del Elemento de Cobertura habidas desde el inicio de la relación de cobertura hasta la



fecha de medición de la efectividad de la misma en base diaria. Se considerará altamente correlacionado y por tanto efectivo cuando el coeficiente de determinación  $R^2$  sea superior a 0,8 y la pendiente de la línea de regresión esté comprendida entre 0,8 y 1,25.

**Test Prospectivo:**

Se utilizará el método de ratios de compensación entre las variaciones de flujos del Elemento Cubierto y del Elemento de Cobertura, consideradas para 3 escenarios: tipo de cambio contado EURUSD del momento de cálculo de la efectividad, +10% y -10% de variación respecto a ese cambio.

**Medida de Ineficiencia de la Cobertura:**

**Método del Derivado Hipotético:**

Se utilizará el método del Derivado Hipotético, en el que se comparará toda la variación del valor del Elemento de Cobertura con la variación que tendría el derivado perfecto que eliminaría totalmente el Riesgo especificado.

A la fecha de designación de la Relación de Cobertura, el derivado hipotético perfecto que cubre los riesgos especificados sería el formado por un conjunto de opciones PUT USD/CALL EUR Europeas, precios de ejercicio 0.94880 y 0,98500, y a cada fecha especificada de venta, por un importe cada una de USD 2.000.000 de nominal.

**Registro de la medición de efectividades y valoración de la Relación de Cobertura hasta la fecha (30.06.2006)**

Fecha	Test Retrospectivo	Test Prospectivo	Variación elemento de cobertura	Variación derivado hipotético	Imputado e Resultado (Ineficiencia)
01.01.05	N/a	Ratio: 100%	N/a	N/a	N/a
31.03.05	$R^2=1,000$ Pdte=1,000	Ratio: 100%	-2.116.963,71	-2.116.963,71	0
30.06.05	$R^2=1,000$ Pdte=1,000	Ratio: 100%	-5.887.632,99	-5.887.632,99	0
30.09.05	$R^2=1,000$ Pdte=1,000	Ratio: 100%	-6.200.414,30	-6.200.414,30	0
31.12.05	$R^2=1,000$ Pdte=1,000	Ratio: 100%	-7.663.776,60	-7.663.776,60	0
31.03.06	$R^2=1,000$ Pdte=1,000	Ratio: 100%	-4.441.092,53	-4.441.092,53	0
30.06.06	$R^2=0,981$ Pdte=0,995	N/A	-225.051,28	-225.328,55	277,27



## Relación de Cobertura 7 – (Tercer trimestre 2006)

Relación de Cobertura de los Flujos de Efectivo resultantes de las ventas del tercer trimestre del 2006. Mediante la contratación del Elemento de Cobertura, GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A. consigue compensar todas las variaciones de flujos en euros por las ventas por encima de un determinado nivel. Dada la naturaleza del Elemento Cubierto y la experiencia pasada de la Compañía, existe una total certeza de la ocurrencia de los flujos de efectivo del Elemento Cubierto.

### Fecha de Designación de la Relación de Cobertura:

La Relación de Cobertura ha sido designada con efecto 01.01.05.

### Elemento Cubierto:

Flujos denominados en Euros por las ventas previstas que se producirán durante el tercer trimestre del 2006. El importe de ventas previstas que se decide cubrir es, en términos de USD, de USD 72.000.000, distribuidos uniformemente a lo largo del periodo de tiempo considerado.

### Elemento de Cobertura:

Conjunto de opciones sobre divisas, todas ellas compradas por GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A., de las siguientes características:

Tipo Opción	Contrapartida	Expiración	Precio Ejercicio	Nominal USD	Nominal EUR
PUT USD/ CALL EUR Europea	BANESTO	3-jul-06	0,94000	2.000.000	2.127.660
PUT USD/ CALL EUR Europea	BANESTO	5-jul-06	0,94000	2.000.000	2.127.660
PUT USD/ CALL EUR Europea	BANESTO	11-jul-06	0,94000	2.000.000	2.127.660
PUT USD/ CALL EUR Europea	BANESTO	17-jul-06	0,94000	2.000.000	2.127.660
PUT USD/ CALL EUR Europea	BANESTO	19-jul-06	0,94000	2.000.000	2.127.660
PUT USD/ CALL EUR Europea	BANESTO	25-jul-06	0,94000	2.000.000	2.127.660
PUT USD/ CALL EUR Europea	BANESTO	31-jul-06	0,94000	2.000.000	2.127.660
PUT USD/ CALL EUR Europea	BANESTO	2-ago-06	0,94000	2.000.000	2.127.660
PUT USD/ CALL EUR Europea	BANESTO	8-ago-06	0,94000	2.000.000	2.127.660
PUT USD/ CALL EUR Europea	BANESTO	14-ago-06	0,94000	2.000.000	2.127.660
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	21-ago-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	23-ago-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	29-ago-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	5-sep-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	11-sep-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	13-sep-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	19-sep-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	25-sep-06	0,94880	2.000.000	2.107.926



### **Naturaleza del Riesgo Cubierto:**

---

La variación en el tipo de cambio de contado EURUSD produce variaciones en los Flujos de Efectivo de las ventas en Euros. Los flujos que se produzcan derivados del Elemento de Cobertura neutralizan toda variación de flujos por encima del nivel de 0.94000 USD/EUR del 3 de Julio 2006 hasta el 16 de Agosto 2006 (contrapartida Banesto) y 0,94880 USD/EUR del 16 de Agosto 2006 al 26 de Septiembre 2006 (contrapartida JPMorgan) en el Elemento Cubierto. El Riesgo Cubierto, por tanto, son las variaciones de flujos totales por encima de 0.94000 USD/EUR del 3 de Julio 2006 hasta el 16 de Agosto 2006 y 0,94880 USD/EUR del 16 de Agosto 2006 al 26 de Septiembre 2006.

### **Test de Efectividad de la Cobertura:**

---

#### ***Test Retrospectivo:***

Se medirá el grado de compensación entre las variaciones de flujos del elemento de cobertura y los del elemento cubierto o cuando no se hayan producido éstos, entre las variaciones de valor razonable del elemento de cobertura y las del elemento cubierto. El valor razonable del flujo constituye una aproximación al valor del flujo en valor actual.

Se utilizará el método de análisis estadístico de regresiones entre las variaciones históricas en los flujos (o en su caso valor razonable) del Elemento Cubierto y del Elemento de Cobertura habidas desde el inicio de la relación de cobertura hasta la fecha de medición de la efectividad de la misma en base diaria. Se considerará altamente correlacionado y por tanto efectivo cuando el coeficiente de determinación  $R^2$  sea superior a 0,8 y la pendiente de la línea de regresión esté comprendida entre 0,8 y 1,25.

#### ***Test Prospectivo:***

Se utilizará el método de ratios de compensación entre las variaciones de flujos del Elemento Cubierto y del Elemento de Cobertura, consideradas para 3 escenarios: tipo de cambio contado EURUSD del momento de cálculo de la efectividad, +10% y -10% de variación respecto a ese cambio.

### **Medida de Ineficiencia de la Cobertura:**

---

#### ***Método del Derivado Hipotético:***

Se utilizará el método del Derivado Hipotético, en el que se comparará toda la variación del valor del Elemento de Cobertura con la variación que tendría el derivado perfecto que eliminaría totalmente el Riesgo especificado.

A la fecha de designación de la Relación de Cobertura, el derivado hipotético perfecto que cubre los riesgos especificados sería el formado por un conjunto de opciones PUT USD/CALL EUR Europeas, precios de ejercicio 0.94880 y 0.94000, y a cada fecha especificada de venta, por un importe cada una de USD 2.000.000 de nominal.



### Registro de la medición de efectividades y valoración de la Relación de Cobertura hasta la fecha (31.09.2006)

Fecha	Test Retrospectivo	Test Prospectivo	Variación elemento de cobertura	Variación derivado hipotético	Imputado e Resultados (Ineficiencia)
01.01.05	N/a	Ratio: 100%	N/a	N/a	N/a
31.03.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-1.988.353,11	-1.988.353,11	0
30.06.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-5.639.959,20	-5.639.959,20	0
30.09.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-5.913.808,72	-5.913.808,72	0
31.12.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-7.400.380,56	-7.400.380,56	0
31.03.06	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-4.234.191,20	-4.234.191,20	0
30.06.06	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-3.404.970,98	-3.404.970,98	0
30.09.06	R <sup>2</sup> =0,995 Pdte=0,996	N/A	-94.647,68	-94.275,47	-372,21

### Relación de Cobertura 8 – (Cuarto trimestre 2006)

*Relación de Cobertura de los Flujos de Efectivo resultantes de las ventas del cuarto trimestre del 2006. Mediante la contratación del Elemento de Cobertura, GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A. consigue compensar todas las variaciones de flujos en euros por las ventas por encima de un determinado nivel. Dada la naturaleza del Elemento Cubierto y la experiencia pasada de la Compañía, existe una total certeza de la ocurrencia de los flujos de efectivo del Elemento Cubierto.*

#### Fecha de Designación de la Relación de Cobertura:

La Relación de Cobertura ha sido designada con efecto 01.01.05.

#### Elemento Cubierto:

Flujos denominados en Euros por las ventas previstas que se producirán durante el cuarto trimestre del 2006. El importe de ventas previstas que se decide cubrir es, en términos de USD, de USD 72.000.000, distribuidos uniformemente a lo largo del periodo de tiempo considerado.

#### Elemento de Cobertura:

Conjunto de opciones sobre divisas, todas ellas compradas por GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A., de las siguientes características:



Tipo Opción	Contrapartida	Expiración	Precio Ejercicio	Nominal USD	Nominal EUR
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	2-oct-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	4-oct-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	10-oct-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	16-oct-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	18-oct-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	24-oct-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	30-oct-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	1-nov-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	7-nov-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	13-nov-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	15-nov-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	21-nov-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	27-nov-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	29-nov-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	5-dic-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	12-dic-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	18-dic-06	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	20-dic-06	0,94880	2.000.000	2.107.926

### **Naturaleza del Riesgo Cubierto:**

La variación en el tipo de cambio de contado EURUSD produce variaciones en los Flujos de Efectivo de las ventas en Euros. Los flujos que se produzcan derivados del Elemento de Cobertura neutralizan toda variación de flujos por encima del nivel de 0,94880 USD/EUR en el Elemento Cubierto. El Riesgo Cubierto, por tanto, son las variaciones de flujos totales por encima de 0,94880 USD/EUR.

### **Test de Efectividad de la Cobertura:**

#### **Test Retrospectivo:**

Se medirá el grado de compensación entre las variaciones de flujos del elemento de cobertura y los del elemento cubierto o cuando no se hayan producido éstos, entre las variaciones de valor razonable del elemento de cobertura y las del elemento cubierto. El valor razonable del flujo constituye una aproximación al valor del flujo en valor actual.

Se utilizará el método de análisis estadístico de regresiones entre las variaciones históricas en los flujos (o en su caso valor razonable) del Elemento Cubierto y del Elemento de Cobertura habidas desde el inicio de la relación de cobertura hasta la fecha de medición de la efectividad de la misma en base diaria. Se considerará altamente correlacionado y por tanto efectivo cuando el coeficiente de determinación  $R^2$  sea superior a 0,8 y la pendiente de la línea de regresión esté comprendida entre 0,8 y 1,25.



**Test Prospectivo:**

Se utilizará el método de ratios de compensación entre las variaciones de flujos del Elemento Cubierto y del Elemento de Cobertura, consideradas para 3 escenarios: tipo de cambio contado EURUSD del momento de cálculo de la efectividad, +10% y -10% de variación respecto a ese cambio.

**Medida de Ineficiencia de la Cobertura:**

**Método del Derivado Hipotético:**

Se utilizará el método del Derivado Hipotético, en el que se comparará toda la variación del valor del Elemento de Cobertura con la variación que tendría el derivado perfecto que eliminaría totalmente el Riesgo especificado.

A la fecha de designación de la Relación de Cobertura, el derivado hipotético perfecto que cubre los riesgos especificados sería el formado por un conjunto de opciones PUT USD/CALL EUR Europeas, precios de ejercicio 0.94880, y a cada fecha especificada de venta, por un importe cada una de USD 2.000.000 de nominal.

**Registro de la medición de efectividades y valoración de la Relación de Cobertura hasta la fecha (31.12.2006)**

Fecha	Test Retrospectivo	Test Prospectivo	Variación elemento de cobertura	Variación derivado hipotético	Imputado e Resultados (Ineficiencia)
01.01.05	N/a	Ratio: 100%	N/a	N/a	N/a
31.03.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-1.873.481,91	-1.873.481,91	0
30.06.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-5.433.790,34	-5.433.790,34	0
30.09.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-5.683.868,72	-5.683.868,72	0
31.12.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-7.203.772,95	-7.203.772,95	0
31.03.06	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-4.116.038,54	-4.116.038,54	0
30.06.06	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-3.211.355,85	-3.211.355,85	0
30.09.06	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-2.029.916,56	-2.029.916,56	0
31.12.06	R <sup>2</sup> =0,987 Pdte=0,999	N/A	-154.662,13	-153.628,52	-1.033,61



## Relación de Cobertura 9 – (Primer trimestre 2007)

*Relación de Cobertura de los Flujos de Efectivo resultantes de las ventas del primer trimestre del 2007. Mediante la contratación del Elemento de Cobertura, GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A. consigue compensar todas las variaciones de flujos en euros por las ventas por encima de un determinado nivel. Dada la naturaleza del Elemento Cubierto y la experiencia pasada de la Compañía, existe una total certeza de la ocurrencia de los flujos de efectivo del Elemento Cubierto.*

### Fecha de Designación de la Relación de Cobertura:

La Relación de Cobertura ha sido designada con efecto 01.01.05.

### Elemento Cubierto:

Flujos denominados en Euros por las ventas previstas que se producirán durante el primer trimestre del 2007. El importe de ventas previstas que se decide cubrir es, en términos de USD, de USD 74.011.111, distribuidos uniformemente a lo largo del periodo de tiempo considerado.

### Elemento de Cobertura:

Conjunto de opciones sobre divisas, todas ellas compradas por GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A., de las siguientes características:

Tipo Opción	Contrapartida	Expiración	Precio Ejercicio	Nominal USD	Nominal EUR
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	2-ene-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	8-ene-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	10-ene-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	16-ene-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	22-ene-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	24-ene-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	30-ene-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	6-feb-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	12-feb-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	19-feb-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	20-feb-07	0,98500	2.000.000	2.030.457
PUT USD/ CALL EUR Europea	ROYAL BANK SC	23-feb-07	0,98500	2.000.000	2.030.457
PUT USD/ CALL EUR Europea	ROYAL BANK SC	28-feb-07	0,98500	2.000.000	2.030.457
PUT USD/ CALL EUR Europea	ROYAL BANK SC	6-mar-07	0,98500	2.000.000	2.030.457
PUT USD/ CALL EUR Europea	ROYAL BANK SC	12-mar-07	0,98500	2.000.000	2.030.457
PUT USD/ CALL EUR Europea	ROYAL BANK SC	15-mar-07	0,98500	2.000.000	2.030.457
PUT USD/ CALL EUR Europea	ROYAL BANK SC	19-mar-07	0,98500	2.000.000	2.030.457
PUT USD/ CALL EUR Europea	ROYAL BANK SC	22-mar-07	0,98500	2.000.000	2.030.457
PUT USD/ CALL EUR Europea	ROYAL BANK SC	28-mar-07	0,98500	2.000.000	2.030.457



### **Naturaleza del Riesgo Cubierto:**

---

La variación en el tipo de cambio de contado EURUSD produce variaciones en los Flujos de Efectivo de las ventas en Euros. Los flujos que se produzcan derivados del Elemento de Cobertura neutralizan toda variación de flujos por encima del nivel de 0,94880 USD/EUR del 2 de Enero del 2007 hasta el 20 de Febrero del 2007 y 0,98500 del 20 de Febrero del 2007 al 28 de Marzo del 2007 en el Elemento Cubierto. El Riesgo Cubierto, por tanto, son las variaciones de flujos totales por encima de 0,94880 USD/EUR del 2 de Enero del 2007 hasta el 20 de Febrero del 2007 y 0,98500 del 20 de Febrero del 2007 al 28 de Marzo del 2007.

### **Test de Efectividad de la Cobertura:**

---

#### ***Test Retrospectivo:***

Se medirá el grado de compensación entre las variaciones de flujos del elemento de cobertura y los del elemento cubierto o cuando no se hayan producido éstos, entre las variaciones de valor razonable del elemento de cobertura y las del elemento cubierto. El valor razonable del flujo constituye una aproximación al valor del flujo en valor actual.

Se utilizará el método de análisis estadístico de regresiones entre las variaciones históricas en los flujos (o en su caso valor razonable) del Elemento Cubierto y del Elemento de Cobertura habidas desde el inicio de la relación de cobertura hasta la fecha de medición de la efectividad de la misma en base diaria. Se considerará altamente correlacionado y por tanto efectivo cuando el coeficiente de determinación  $R^2$  sea superior a 0,8 y la pendiente de la línea de regresión esté comprendida entre 0,8 y 1,25.

#### ***Test Prospectivo:***

Se utilizará el método de ratios de compensación entre las variaciones de flujos del Elemento Cubierto y del Elemento de Cobertura, consideradas para 3 escenarios: tipo de cambio contado EURUSD del momento de cálculo de la efectividad, +10% y -10% de variación respecto a ese cambio.

### **Medida de Ineficiencia de la Cobertura:**

---

#### ***Método del Derivado Hipotético:***

Se utilizará el método del Derivado Hipotético, en el que se comparará toda la variación del valor del Elemento de Cobertura con la variación que tendría el derivado perfecto que eliminaría totalmente el Riesgo especificado.

A la fecha de designación de la Relación de Cobertura, el derivado hipotético perfecto que cubre los riesgos especificados sería el formado por un conjunto de opciones PUT USD/CALL EUR Europeas, precios de ejercicio 0.94880 y 0,98500, y a cada fecha especificada de venta, por un importe cada una de USD 2.000.000 de nominal.



## Registro de la medición de efectividades y valoración de la Relación de Cobertura hasta la fecha (31.12.2006)

Fecha	Test Retrospectivo	Test Prospectivo	Variación elemento de cobertura	Variación derivado hipotético	Imputado e Resultados (Ineficiencia)
01.01.05	N/a	Ratio: 100%	N/a	N/a	N/a
31.03.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-1.752.307,94	-1.752.307,94	0
30.06.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-5.215.166,58	-5.215.166,58	0
30.09.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-5.764.713,68	-5.764.713,68	0
31.12.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-7.397.366,88	-7.397.366,88	0
31.03.06	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-4.275.468,14	-4.275.468,14	0
30.06.06	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-3.256.005,37	-3.256.005,37	0
30.09.06	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-1.987.943,95	-1.987.943,95	0
31.12.06	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-1.596.314,69	-1.596.314,69	0

### Relación de Cobertura 10 – (Segundo trimestre 2007)

*Relación de Cobertura de los Flujos de Efectivo resultantes de las ventas del segundo trimestre del 2007. Mediante la contratación del Elemento de Cobertura, GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A. consigue compensar todas las variaciones de flujos en euros por las ventas por encima de un determinado nivel. Dada la naturaleza del Elemento Cubierto y la experiencia pasada de la Compañía, existe una total certeza de la ocurrencia de los flujos de efectivo del Elemento Cubierto.*

#### Fecha de Designación de la Relación de Cobertura:

La Relación de Cobertura ha sido designada con efecto 01.01.05.

#### Elemento Cubierto:

Flujos denominados en Euros por las ventas previstas que se producirán durante el segundo trimestre del 2007. El importe de ventas previstas que se decide cubrir es, en términos de USD, de USD 72.000.000, distribuidos uniformemente a lo largo del periodo de tiempo considerado.

#### Elemento de Cobertura:

Conjunto de opciones sobre divisas, todas ellas compradas por GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A., de las siguientes características:



Tipo Opción	Contrapartida	Expiración	Precio Ejercicio	Nominal USD	Nominal EUR
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	2-abr-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	4-abr-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	10-abr-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	16-abr-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	18-abr-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	24-abr-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	1-may-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	7-may-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	9-may-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	15-may-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	21-may-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	28-may-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	30-may-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	5-jun-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	JP MORGAN	11-jun-07	0,94880	2.000.000	2.107.926
PUT USD/ CALL EUR Europea	ROYAL BANK SC	14-jun-07	0,98500	2.000.000	2.030.457
PUT USD/ CALL EUR Europea	ROYAL BANK SC	20-jun-07	0,98500	2.000.000	2.030.457
PUT USD/ CALL EUR Europea	ROYAL BANK SC	25-jun-07	0,98500	2.000.000	2.030.457

### **Naturaleza del Riesgo Cubierto:**

La variación en el tipo de cambio de contado EURUSD produce variaciones en los Flujos de Efectivo de las ventas en Euros. Los flujos que se produzcan derivados del Elemento de Cobertura neutralizan toda variación de flujos por encima del nivel de 0,94880 USD/EUR del 2 de Abril del 2007 hasta el 20 de Febrero del 2007 (contrapartida JPMorgan) y 0,98500 del 20 de Febrero del 2007 al 28 de Marzo del 2007 (contrapartida Royal Bank of Scotland) en el Elemento Cubierto. El Riesgo Cubierto, por tanto, son las variaciones de flujos totales por encima de 0,94880 USD/EUR del 2 de Abril del 2007 hasta el 20 de Febrero del 2007 y 0,98500 del 20 de Febrero del 2007 al 28 de Marzo del 2007.

### **Test de Efectividad de la Cobertura:**

#### **Test Retrospectivo:**

Se medirá el grado de compensación entre las variaciones de flujos del elemento de cobertura y los del elemento cubierto o cuando no se hayan producido éstos, entre las variaciones de valor razonable del elemento de cobertura y las del elemento cubierto. El valor razonable del flujo constituye una aproximación al valor del flujo en valor actual.

Se utilizará el método de análisis estadístico de regresiones entre las variaciones históricas en los flujos (o en su caso valor razonable) del Elemento Cubierto y del Elemento de Cobertura habidas desde el inicio de la relación de cobertura hasta la fecha de medición de la efectividad de la misma en base diaria. Se considerará



altamente correlacionado y por tanto efectivo cuando el coeficiente de determinación  $R^2$  sea superior a 0,8 y la pendiente de la línea de regresión esté comprendida entre 0,8 y 1,25.

**Test Prospectivo:**

Se utilizará el método de ratios de compensación entre las variaciones de flujos del Elemento Cubierto y del Elemento de Cobertura, consideradas para 3 escenarios: tipo de cambio contado EURUSD del momento de cálculo de la efectividad, +10% y -10% de variación respecto a ese cambio.

**Medida de Ineficiencia de la Cobertura:**

**Método del Derivado Hipotético:**

Se utilizará el método del Derivado Hipotético, en el que se comparará toda la variación del valor del Elemento de Cobertura con la variación que tendría el derivado perfecto que eliminaría totalmente el Riesgo especificado.

A la fecha de designación de la Relación de Cobertura, el derivado hipotético perfecto que cubre los riesgos especificados sería el formado por un conjunto de opciones PUT USD/CALL EUR Europeas, precios de ejercicio 0.94880 y 0,98500, y a cada fecha especificada de venta, por un importe cada una de USD 2.000.000 de nominal.

**Registro de la medición de efectividades y valoración de la Relación de Cobertura hasta la fecha (31.12.2006)**

Fecha	Test Retrospectivo	Test Prospectivo	Variación elemento de cobertura	Variación derivado hipotético	Imputado e Resultados (Ineficiencia)
01.01.05	N/a	Ratio: 100%	N/a	N/a	N/a
31.03.05	$R^2=1,000$ Pdte=1,000	Ratio: 100%	-1.622.356,57	-1.622.356,57	0
30.06.05	$R^2=1,000$ Pdte=1,000	Ratio: 100%	-4.975.551,33	-4.975.551,33	0
30.09.05	$R^2=1,000$ Pdte=1,000	Ratio: 100%	-5.077.842,75	-5.077.842,75	0
31.12.05	$R^2=1,000$ Pdte=1,000	Ratio: 100%	-6.608.803,44	-6.608.803,44	0
31.03.06	$R^2=1,000$ Pdte=1,000	Ratio: 100%	-3.822.106,19	-3.822.106,19	0
30.06.06	$R^2=1,000$ Pdte=1,000	Ratio: 100%	-2.844.199,80	-2.844.199,80	0
30.09.06	$R^2=1,000$ Pdte=1,000	Ratio: 100%	-1.717.709,05	-1.717.709,05	0
31.12.06	$R^2=1,000$ Pdte=1,000	Ratio: 100%	-1.370.942,89	-1.370.942,89	0



## Relación de Cobertura 11 – (tercer trimestre 2007)

*Relación de Cobertura de los Flujos de Efectivo resultantes de las ventas del tercer trimestre del 2007. Mediante la contratación del Elemento de Cobertura, GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A. consigue compensar todas las variaciones de flujos en euros por las ventas por encima de un determinado nivel. Dada la naturaleza del Elemento Cubierto y la experiencia pasada de la Compañía, existe una total certeza de la ocurrencia de los flujos de efectivo del Elemento Cubierto.*

### Fecha de Designación de la Relación de Cobertura:

La Relación de Cobertura ha sido designada con efecto 01.01.05.

### Elemento Cubierto:

Flujos denominados en Euros por las ventas previstas que se producirán durante el tercer trimestre del 2007. El importe de ventas previstas que se decide cubrir es, en términos de USD, de USD 61.055.556, distribuidos uniformemente a lo largo del periodo de tiempo considerado.

### Elemento de Cobertura:

Conjunto de opciones sobre divisas, todas ellas compradas por GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A., de las siguientes características:

Tipo Opción	Contrapartida	Expiración	Precio Ejercicio	Nominal USD	Nominal EUR
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	5-jul-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	9-jul-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	11-jul-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	ROYAL BANK SC	12-jul-07	1,00000	555.556	555.556
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	16-jul-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	18-jul-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	24-jul-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	30-jul-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	1-ago-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	7-ago-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	14-ago-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	17-ago-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	21-ago-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	28-ago-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	4-sep-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	6-sep-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	ROYAL BANK SC	11-sep-07	0,98500	1.600.000	1.624.365



### **Naturaleza del Riesgo Cubierto:**

---

La variación en el tipo de cambio de contado EURUSD produce variaciones en los Flujos de Efectivo de las ventas en Euros. Los flujos que se produzcan derivados del Elemento de Cobertura neutralizan toda variación de flujos por encima del nivel de 1,00545 USD/EUR del 5 de Julio 2007 al 6 de Septiembre 2007 (contrapartida Caja Madrid) y 0,98500 USD/EUR del 7 de Septiembre al 11 de Septiembre del 2007 (contrapartida Royal Bank of Scotland) en el Elemento Cubierto. El Riesgo Cubierto, por tanto, son las variaciones de flujos totales por encima de 1,00545 USD/EUR y 0,98500 USD/EUR.

### **Test de Efectividad de la Cobertura:**

---

#### ***Test Retrospectivo:***

Se medirá el grado de compensación entre las variaciones de flujos del elemento de cobertura y los del elemento cubierto o cuando no se hayan producido éstos, entre las variaciones de valor razonable del elemento de cobertura y las del elemento cubierto. El valor razonable del flujo constituye una aproximación al valor del flujo en valor actual.

Se utilizará el método de análisis estadístico de regresiones entre las variaciones históricas en los flujos (o en su caso valor razonable) del Elemento Cubierto y del Elemento de Cobertura habidas desde el inicio de la relación de cobertura hasta la fecha de medición de la efectividad de la misma en base diaria. Se considerará altamente correlacionado y por tanto efectivo cuando el coeficiente de determinación  $R^2$  sea superior a 0,8 y la pendiente de la línea de regresión esté comprendida entre 0,8 y 1,25.

#### ***Test Prospectivo:***

Se utilizará el método de ratios de compensación entre las variaciones de flujos del Elemento Cubierto y del Elemento de Cobertura, consideradas para 3 escenarios: tipo de cambio contado EURUSD del momento de cálculo de la efectividad, +10% y -10% de variación respecto a ese cambio.

### **Medida de Ineficiencia de la Cobertura:**

---

#### ***Método del Derivado Hipotético:***

Se utilizará el método del Derivado Hipotético, en el que se comparará toda la variación del valor del Elemento de Cobertura con la variación que tendría el derivado perfecto que eliminaría totalmente el Riesgo especificado.

A la fecha de designación de la Relación de Cobertura, el derivado hipotético perfecto que cubre los riesgos especificados sería el formado por un conjunto de opciones PUT USD/CALL EUR Europeas, precios de ejercicio 1,00545 y 0,98500, y a cada fecha especificada de venta, por un importe cada una de USD 2.000.000 de nominal.



### Registro de la medición de efectividades y valoración de la Relación de Cobertura hasta la fecha (31.12.2006)

Fecha	Test Retrospectivo	Test Prospectivo	Variación elemento de cobertura	Variación derivado hipotético	Imputado e Resultados (Ineficiencia)
01.01.05	N/a	Ratio: 100%	N/a	N/a	N/a
31.03.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-1.327.622,26	-1.327.622,26	0
30.06.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-4.096.844,14	-4.096.844,14	0
30.09.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-4.298.398,47	-4.298.398,47	0
31.12.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-5.633.906,79	-5.633.906,79	0
31.03.06	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-3.351.347,13	-3.351.347,13	0
30.06.06	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-2.539.782,24	-2.539.782,24	0
30.09.06	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-1.253.983,79	-1.253.983,79	0
31.12.06	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-1.362.000,84	-1.362.000,84	0

### Relación de Cobertura 12 – (Cuarto trimestre 2007)

*Relación de Cobertura de los Flujos de Efectivo resultantes de las ventas del cuarto del 2007. Mediante la contratación del Elemento de Cobertura, GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A. consigue compensar todas las variaciones de flujos en euros por las ventas por encima de un determinado nivel. Dada la naturaleza del Elemento Cubierto y la experiencia pasada de la Compañía, existe una total certeza de la ocurrencia de los flujos de efectivo del Elemento Cubierto.*

#### Fecha de Designación de la Relación de Cobertura:

La Relación de Cobertura ha sido designada con efecto 01.01.05.

#### Elemento Cubierto:

Flujos denominados en Euros por las ventas previstas que se producirán durante el cuarto trimestre del 2007. El importe de ventas previstas que se decide cubrir es, en términos de USD, de USD 41.111.111, distribuidos uniformemente a lo largo del periodo de tiempo considerado.

#### Elemento de Cobertura:

Conjunto de opciones sobre divisas, todas ellas compradas por GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A., de las siguientes características:



Tipo Opción	Contrapartida	Expiración	Precio Ejercicio	Nominal USD	Nominal EUR
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	1-oct-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	9-oct-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	15-oct-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	22-oct-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	29-oct-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	2-nov-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	6-nov-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	8-nov-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	13-nov-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	CAJAMADRID	15-nov-07	1,00545	2.000.000	1.989.159
PUT USD/ CALL EUR Europea	ROYAL BANK SC	20-nov-07	0,98500	555.556	564.016

#### **Naturaleza del Riesgo Cubierto:**

La variación en el tipo de cambio de contado EURUSD produce variaciones en los Flujos de Efectivo de las ventas en Euros. Los flujos que se produzcan derivados del Elemento de Cobertura neutralizan toda variación de flujos por encima del nivel de 1,00545 USD/EUR del 1 de Octubre del 2007 al 16 de Noviembre del 2007 y 0,98500 USD/EUR el 20 de Noviembre del 2005 en el Elemento Cubierto. El Riesgo Cubierto, por tanto, son las variaciones de flujos totales por encima de 1,00545 USD/EUR y 0,98500 USD/EUR.

#### **Test de Efectividad de la Cobertura:**

##### **Test Retrospectivo:**

Se medirá el grado de compensación entre las variaciones de flujos del elemento de cobertura y los del elemento cubierto o cuando no se hayan producido éstos, entre las variaciones de valor razonable del elemento de cobertura y las del elemento cubierto. El valor razonable del flujo constituye una aproximación al valor del flujo en valor actual.

Se utilizará el método de análisis estadístico de regresiones entre las variaciones históricas en los flujos (o en su caso valor razonable) del Elemento Cubierto y del Elemento de Cobertura habidas desde el inicio de la relación de cobertura hasta la fecha de medición de la efectividad de la misma en base diaria. Se considerará altamente correlacionado y por tanto efectivo cuando el coeficiente de determinación  $R^2$  sea superior a 0,8 y la pendiente de la línea de regresión esté comprendida entre 0,8 y 1,25.

##### **Test Prospectivo:**

Usamos el método de ratios de compensación entre variaciones de flujos del Elemento Cubierto y del Elemento de Cobertura, considerando 3 escenarios: tipo de cambio contado EUR USD del momento de cálculo de la efectividad, +10% y -10% de variación respecto a ese cambio.



### **Medida de Ineficiencia de la Cobertura:**

#### **Método del Derivado Hipotético:**

Se utilizará el método del Derivado Hipotético, en el que se comparará toda la variación del valor del Elemento de Cobertura con la variación que tendría el derivado perfecto que eliminaría totalmente el Riesgo especificado.

A la fecha de designación de la Relación de Cobertura, el derivado hipotético perfecto que cubre los riesgos especificados sería el formado por un conjunto de opciones PUT USD/CALL EUR Europeas, precios de ejercicio 1,00545 y 0,98500, y a cada fecha especificada de venta, por un importe cada una de USD 2.000.000 de nominal.

#### **Registro de la medición de efectividades y valoración de la Relación de Cobertura hasta la fecha (31.12.2006)**

Fecha	Test Retrospectivo	Test Prospectivo	Variación elemento de cobertura	Variación derivado hipotético	Imputado e Resultados (Ineficiencia)
01.01.05	N/a	Ratio: 100%	N/a	N/a	N/a
31.03.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-827.023,41	-827.023,41	0
30.06.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-2.615.410,29	-2.615.410,29	0
30.09.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-2.750.766,32	-2.750.766,32	0
31.12.05	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-3.649.227,39	-3.649.227,39	0
31.03.06	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-2.187.603,38	-2.187.603,38	0
30.06.06	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-1.481.792,25	-1.481.792,25	0
30.09.06	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-758.493,90	-758.493,90	0
31.12.06	R <sup>2</sup> =1,000 Pdte=1,000	Ratio: 100%	-922.735,87	-922.735,87	0