



*Ronda de Poniente, 6 - B  
Centro Empresarial Euronova  
28760 TRES CANTOS (Madrid)*

*Tel.: (91) 807 07 00  
Fax: (91) 807 07 05*

Tres Cantos, 1 de agosto de 2006

Muy Sres. nuestros:

Como continuación al Hecho Relevante comunicado por nuestra Sociedad el pasado 28 de julio de 2006, adjuntamos resumen de la valoración efectuada por la entidad "Santander Investment, S.A.", que ha justificado el precio propuesto en la Oferta Pública de Adquisición de acciones de TAFISA que se propone formular el accionista mayoritario "SONAE INDÚSTRIA, SGPS, S.A." sobre la totalidad de acciones de TAFISA que no posee de modo directo o indirecto.

Sin otro particular, atentamente

Angel Luis Robledano Ortega  
Secretario del Consejo de Administración

## TABLEROS DE FIBRAS, S.A.

### CONVOCATORIA DE JUNTA GENERAL EXTRAORDINARIA DE ACCIONISTAS

El Consejo de Administración de esta Sociedad ha acordado con fecha 28 de julio de 2006, de conformidad con los Estatutos Sociales, el Reglamento de la Junta General y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, convocar Junta General Extraordinaria de Accionistas, que se celebrará, en primera convocatoria, el día 13 de septiembre de 2006, a las doce horas en Centro de Encuentros del Parque Tecnológico de Madrid, c/ Isaac Newton, s/n, Tres Cantos, Madrid, y en su caso, en segunda convocatoria, el siguiente día, 14 de septiembre de 2006, en el mismo lugar y a la misma hora, para tratar el siguiente

#### Orden del Día:

**Primero:** Exclusión de la cotización en Bolsa de las acciones de la Sociedad.

**Segundo:** Delegación de facultades para la formalización, subsanación, interpretación, inscripción y ejecución de los acuerdos adoptados por la Junta.

#### Derecho de información

A partir de la presente convocatoria de Junta General, cualquier accionista podrá obtener de la Sociedad, de forma inmediata y gratuita, el texto íntegro de la propuesta de acuerdos a someter a la Junta General que formula el Consejo de Administración; solicitando su entrega o envío en el domicilio social, personalmente o por escrito. También podrán examinarlos en el mismo domicilio social o a través de la página web de la Sociedad ([www.sonae-industria-tafisa.com](http://www.sonae-industria-tafisa.com)). A estos efectos los accionistas podrán dirigirse a la Dirección de Relaciones Institucionales (Ronda de Poniente, 6-B, 28760 Tres Cantos, Madrid; tño. 91-8070700; fax 91-8070701; correo electrónico: [oficina.accionistas@tafisa.es](mailto:oficina.accionistas@tafisa.es)).

Se encuentra igualmente a disposición de los accionistas el informe de valoración de la Sociedad elaborado por la entidad “Santander Investment, S.A.”, de conformidad con la legislación del Mercado de Valores.

Hasta el séptimo día anterior al previsto para la celebración de la Junta, los accionistas podrán solicitar del Consejo de Administración, acerca de los asuntos comprendidos en el Orden del Día, las informaciones o aclaraciones que estimen precisas o formular por escrito las preguntas que estimen pertinentes. Asimismo podrán solicitar informaciones o aclaraciones o formular preguntas por escrito acerca de la información accesible al público que se hubiera facilitado por la Sociedad a la Comisión Nacional del Mercado de Valores desde la celebración de la última Junta General, esto es, desde el 28 de junio de 2006. A estos efectos los

accionistas podrán dirigirse igualmente a la Dirección de Relaciones Institucionales, a través de los medios anteriormente reseñados.

#### Derecho de asistencia

Podrán asistir a la Junta General los accionistas que, con cinco días de antelación a aquél en que haya de celebrarse la Junta, tengan inscritas sus acciones en los registros de detalle de las entidades participantes en la “Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.” (IBERCLEAR), que expedirán las correspondientes tarjetas de asistencia, que se facilitarán igualmente, en su caso, por la propia Sociedad en el domicilio social, Ronda de Poniente, 6-B, Tres Cantos, Madrid.

#### Derecho de representación

Todo accionista con derecho de asistencia podrá hacerse representar en la Junta General por medio de otra persona, aunque no sea accionista.

De conformidad con los Estatutos Sociales, el Reglamento de la Junta General y las normas de desarrollo aprobadas por el Consejo de Administración sobre delegación de la representación y voto a través de medios de comunicación a distancia, la representación podrá conferirse:

a) Mediante entrega o correspondencia postal.- Para conferir la representación mediante entrega o correspondencia postal, los accionistas deberán remitir a la Sociedad el soporte papel en que se confiera la representación, o la tarjeta de asistencia a la Junta, expedida por la Sociedad o por las Entidades Participantes en IBERCLEAR, debidamente firmada y cumplimentada en el apartado que contiene la fórmula impresa para conferir la representación, y en la que consta la solicitud e instrucciones para el ejercicio del derecho de voto y la indicación del sentido en que votará el representante en caso de que no se impartan instrucciones precisas. En la tarjeta consta el Orden del Día.

b) Mediante medios electrónicos.- Los accionistas con derecho de asistencia podrán delegar su representación en otra persona, a través de medios de comunicación electrónica o telemática a distancia. Para ello se utilizará una firma electrónica basada en unas claves de identificación, que serán expedidas por la Sociedad a los accionistas que las soliciten en el domicilio social, provistos de su documento de identidad oficial, en caso de personas físicas, y con poder bastante, en caso de personas jurídicas, donde se les darán las instrucciones precisas para obtener las claves, así como para la firma electrónica de la delegación. Igualmente los accionistas podrán informarse de los requisitos concretos para la obtención de las claves, consultando la página web “[www.juntatafisa.com](http://www.juntatafisa.com)”, o mediante la remisión de correo electrónico a la dirección “[oficina.accionistas@tafisa.es](mailto:oficina.accionistas@tafisa.es)” y en la Dirección de Relaciones Institucionales, teléfono 91-8070700, fax 91-8070701.

La delegación con firma electrónica por parte del accionista con derecho de asistencia se deberá realizar a través de dicha página web, siguiendo las instrucciones que al efecto aparecen especificadas en cada una de las pantallas del

programa elaborado para su ejercicio. La delegación electrónica deberá realizarse, al menos, cinco días antes de la fecha prevista para la celebración de la Junta en primera convocatoria.

Aceptación del representante.- Sea cual fuere el procedimiento de delegación elegido, la persona en quien se delegue deberá dejar constancia ante la Sociedad de la aceptación de la representación encomendada. Para ello, deberá constar la firma del aceptante en el espacio reservado al efecto en la tarjeta de asistencia o en el documento en que el accionista confiera la representación. Si la delegación se ha efectuado utilizando medios electrónicos o telemáticos, la aceptación del representante se deberá hacer a través del programa habilitado al efecto en la referida página web, utilizando las claves de identificación que serán expedidas por la Sociedad, y que el representante podrá obtener por el procedimiento indicado anteriormente. En el supuesto de delegación conferida por medios electrónicos, el accionista deberá comunicar a su representante la representación conferida para que éste pueda aceptar o rechazar la delegación electrónicamente. Cuando la representación se confiera al Presidente, a un Consejero o al Secretario del Consejo, esta comunicación se entenderá realizada mediante la recepción de dicha delegación electrónica.

En el caso de que se opte por no delegar en una persona determinada, pero sin embargo se desee estar representado en la Junta, el Sr. Presidente del Consejo de Administración se ocupará de que todas las acciones del accionista que lo desee estén debidamente representadas conforme a las instrucciones que, a efectos del ejercicio de su derecho de voto, tenga a bien indicar en el espacio habilitado al efecto en la tarjeta, caso de utilizar este medio, o marcando las correspondientes instrucciones por vía telemática en el apartado habilitado al efecto en la página web. En caso de que el Sr. Presidente se encontrase en situación de conflicto de intereses en la votación de alguna de las propuestas que, dentro o fuera del Orden del Día, se sometan a la Junta, la representación se entenderá conferida al Secretario del Consejo.

No se podrá tener en la Junta más que un representante y la no asistencia a la Junta del representante, determinará que las acciones que represente no entren en el cómputo del quórum.

La representación es siempre revocable. La asistencia del accionista a la Junta, física o a través de medios de comunicación a distancia, así como la que se derive del voto emitido por dichos medios, supone la revocación de cualquier delegación, cualquiera que sea la fecha de ésta.

#### Ejercicio del derecho de voto

Al igual que para la delegación, y de acuerdo con las normas de desarrollo aprobadas por el Consejo de Administración, cada accionista podrá ejercitar su derecho a voto mediante correspondencia postal, electrónica o cualquier otro medio de comunicación a distancia, en la forma siguiente:

a) Mediante entrega o correspondencia postal.- Para el ejercicio del derecho a voto a distancia por estos medios, el accionista deberá remitir a la Sociedad la tarjeta de asistencia obtenida de la Sociedad o de las Entidades Participantes en IBERCLEAR, debidamente cumplimentada y firmada en el espacio reservado al voto.

b) Mediante medios electrónicos.- Los accionistas con derecho de asistencia podrán ejercitar igualmente su derecho de voto a través de medios electrónicos. Para ello, y al igual que para la delegación electrónica, deberán obtener previamente las correspondientes claves de identificación, que serán expedidas por la Sociedad a los accionistas que las soliciten, y ejercitar el derecho de voto utilizando el programa elaborado al efecto, con arreglo a las instrucciones recogidas en la ya referida página web.

Las claves de identificación podrán obtenerse acudiendo los accionistas al domicilio de la Sociedad provistos de su documento de identidad oficial, en caso de personas físicas, y con poder bastante, en caso de personas jurídicas, donde se les darán las instrucciones precisas para su obtención, así como para la firma electrónica del voto. Igualmente los accionistas podrán informarse de los requisitos concretos para la obtención de las claves, consultando la página web “[www.juntatafisa.com](http://www.juntatafisa.com)”, o mediante la remisión de correo electrónico a la dirección “[oficina.accionistas@tafisa.es](mailto:oficina.accionistas@tafisa.es)” y en la Dirección de Relaciones Institucionales, teléfono 91-8070700, fax 91-8070701.

c) Requisitos.- El voto a distancia por cualquiera de los sistemas indicados no será válido si no se recibe por la Sociedad, al menos, cinco días antes de la fecha prevista para la celebración de la Junta en primera convocatoria. Con posterioridad a este plazo sólo se admitirán los votos remitidos por correspondencia postal cuya emisión sea anterior a su vencimiento, pero que se reciban con posterioridad antes de la celebración de la Junta.

Los accionistas que emitan su voto en los términos indicados serán considerados como presentes a los efectos de la constitución de la Junta. En consecuencia, las delegaciones emitidas con anterioridad se entenderán revocadas y las conferidas con posterioridad se tendrán por no efectuadas.

El voto emitido a distancia sólo podrá dejarse sin efecto por revocación posterior y expresa efectuada por el mismo medio empleado para la emisión y dentro del plazo establecido para ésta; por asistencia a la reunión del accionista que lo hubiera emitido; o por la venta de las acciones, cuya titularidad confiere el derecho al voto, de que tenga conocimiento la Sociedad al menos cinco días antes de la fecha prevista para la celebración de la Junta.

La asistencia física a la Junta prevalece frente a cualquier actuación anterior, ya sea electrónica o a distancia.

#### Incidencias técnicas

La Sociedad se reserva el derecho a modificar, suspender, cancelar o restringir los mecanismos de delegación y voto electrónicos cuando razones técnicas o de seguridad así lo demanden.

Asimismo, la Sociedad no será responsable de los perjuicios que pudieran ocasionarse al accionista derivados de averías, sobrecargas, caídas de líneas, fallos en la conexión, mal funcionamiento del servicio de Correos o cualquier otra eventualidad de igual o similar índole, ajenas a la voluntad de la Sociedad, que impidan la utilización de los mecanismos de delegación y voto a distancia.

#### Datos personales

Los datos personales que los Sres. accionistas remitan para el ejercicio o delegación de sus derechos de asistencia y voto en la Junta serán tratados por la Sociedad a los únicos efectos de permitir el ejercicio de estos derechos, pudiendo ejercitarse, cuando resulten legalmente procedentes, los derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición.

---

Se pone en conocimiento de los Sres. accionistas que, de acuerdo con lo establecido en el art. 114 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, se ha requerido la presencia de Notario Público para que levante Acta de la sesión de la Junta.

Finalmente, se comunica a los Sres. accionistas que se prevé que la celebración de la Junta General tenga lugar en primera convocatoria.

Tres Cantos, 28 de julio de 2006

El Presidente del Consejo de Administración.- D. Duarte Paulo Teixeira de Azevedo

**TABLEROS DE FIBRAS, S.A.**

**PROPUESTA DE ACUERDOS A SOMETER A LA APROBACIÓN DE LA  
JUNTA GENERAL EXTRAORDINARIA DE ACCIONISTAS**

**13/14 – SEPTIEMBRE – 2006**

**- En relación con el punto primero del Orden del Día:**

*“Aprobar la exclusión de la negociación, contratación pública y cotización de la totalidad de las acciones representativas del capital social de “TABLEROS DE FIBRAS, S.A”, en las Bolsas de Valores de Madrid y Valencia, y en el Sistema de Interconexión Bursátil (“SIBE / Mercado Continuo”), con expreso sometimiento a lo dispuesto en el artículo 34 y concordantes de la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores y en el artículo 7 y concordantes del Real Decreto 1197/1991 de 26 de julio, sobre régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.”*

**- En relación con el punto segundo del Orden del Día:**

*“Se acuerda la delegación en el Consejo de Administración, con expresa facultad de sustitución en cualesquiera de sus miembros con carácter solidario, de las facultades tan amplias como se requiera en Derecho para la ejecución de los anteriores acuerdos, estando autorizados, a título meramente enunciativo y no limitativo, para:*

- (a) Solicitar la exclusión de la negociación, contratación pública y cotización oficial de la totalidad de las acciones de “TABLEROS DE FIBRAS, S.A.” de las Bolsas de Valores de Madrid y Valencia y del Sistema de Interconexión Bursátil (“SIBE / Mercado Continuo”), realizando cuantos trámites y gestiones, y formulando y suscribiendo cuantos documentos, públicos o privados, sean necesarios o convenientes al efecto; ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores de Madrid y Valencia, la Sociedad de Bolsas y ante cualesquiera otros organismos o instituciones públicos o privados;*
- (b) Designar, en su caso, conforme a lo dispuesto en los artículos 34 y concordantes del Real Decreto 116/1992 de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, una nueva entidad encargada de la llevanza del registro contable de las acciones de*

*“TABLEROS DE FIBRAS, S.A.” como consecuencia de su exclusión de la negociación bursátil, realizando cuantos trámites y gestiones, y formulando y suscribiendo cuantos documentos, públicos o privados, sean necesarios o convenientes al efecto;*

- (c) Tomar cuantas decisiones procedan para la ejecución de los acuerdos adoptados, incluida la realización de los actos y el otorgamiento de los documentos, públicos o privados, necesarios y, en general, realizar cuantos actos, negocios jurídicos, operaciones y actuaciones sean procedentes en orden a dicha ejecución, a juicio del Consejo de Administración, con plenas facultades de interpretación, subsanación, complemento, ejecución y desarrollo; y*
- (d) Comparecer ante Notario para otorgar las escrituras públicas y actas notariales necesarias y convenientes en orden a la inscripción de los acuerdos que corresponda en el Registro Mercantil y en cualesquiera otros Registros, pudiendo solicitar la inscripción parcial de los mismos, y formalizar cualquier otro documento público y privado que sea necesario o conveniente hasta conseguir la plena inscripción de los acuerdos adoptados por esta Junta, con plenas facultades de interpretación, subsanación, complemento, ejecución y desarrollo de los anteriores acuerdos, incluida la adaptación de los mismos a la calificación verbal o escrita del Registrador Mercantil o de cualesquiera autoridades, funcionarios e instituciones.”*

**Tafisa**

---

**Informe de valoración**

27 de julio de 2006

 **Santander Investment**

## Consideraciones previas

- ♦ De acuerdo con lo que nos solicitan y de conformidad con los términos y condiciones del mandato suscrito entre Santander Investment, S.A. (en adelante “Santander Investment”) y Tableros de Fibras, S.A. (en adelante la “Sociedad” o “Tafisa”), les remitimos el presente informe de valoración de Tafisa, que se emite en el marco de la decisión que nos han transmitido, en virtud de la cual Sonae Indústria, SGPS, S.A. pretende lanzar una OPA sobre el 100% de las acciones que no son de su propiedad, al mismo tiempo que Tafisa solicitará la exclusión de negociación de las acciones de las Bolsas de Valores de Madrid y Valencia
- ♦ El ejercicio de valoración realizado está basado en los criterios **mínimos** establecidos en el artículo 7.3 del Real Decreto 1.197/1991 sobre el Régimen de Ofertas Públicas de Adquisición de valores para el supuesto de exclusión de cotización. Adicionalmente, Santander Investment ha utilizado otros criterios y métodos de valoración generalmente aceptados y reconocidos por la comunidad financiera, tales como los múltiplos de compañías cotizadas comparables y de transacciones comparables y el descuento de flujos de caja
- ♦ En los apartados que siguen a continuación se analiza en detalle y expone (i) el rango de valores de la Sociedad a partir de la utilización de los criterios establecidos en el art. 7.3. del Real Decreto 1.197/1991 (capítulo II. A), (ii) el rango de valores de la Sociedad en base a los otros criterios de valoración (capítulo II. B) y (iii) opinión sobre los distintos rangos de valor obtenidos y determinación del rango final de valoración (capítulo III)
- ♦ Santander Investment, S.A. se dedica, como parte de su área de banca de inversión, a la valoración de compañías en relación con operaciones de fusiones y adquisiciones, aseguramientos, ofertas competitivas, distribución de valores cotizados y no cotizados en mercados secundarios, colocaciones privadas y valoraciones a efectos societarios, y de otra índole
- ♦ La valoración de la Sociedad está basada, en parte, en estimaciones a futuro sobre los estados financieros de Tafisa, preparadas en base a las hipótesis determinadas y proporcionadas por la Dirección de la Sociedad y/o sus asesores, salvo las hipótesis relativas a la evolución prevista de la inflación, que han sido proporcionadas por Santander Investment Bolsa
- ♦ Estas estimaciones recogen su mejor previsión acerca de los resultados futuros y de los cambios estimados en la posición financiera, basándose en las presentes circunstancias y en su esperado desarrollo
- ♦ Santander Investment considera que estas estimaciones pueden reflejar un escenario razonable de evolución futura de la Sociedad. Dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, alguna de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se ha definido y podrían ocurrir acontecimientos no previstos. Por tanto, los resultados y la posición financiera estimados podrían no resultar en el futuro tal y como se han definido. Nuestra recomendación está basada exclusivamente en los criterios, manifestaciones y exposiciones expresadas en este documento

## Consideraciones previas (Cont.)

- ♦ Para la realización de nuestro trabajo nos hemos basado en información contable y financiera (auditada y no auditada) que ha sido facilitada por la Sociedad y en información pública (incluyendo la información obtenida de la página web de la CNMV). Toda la información proporcionada a Santander Investment se ha asumido como cierta y proporcionada de buena fe. No hemos realizado auditoría o verificación de experto independiente sobre esta información, y nuestra utilización de la misma para la realización del trabajo no puede considerarse como una expresión de nuestra opinión respecto a ésta. Santander Investment ha utilizado toda la información que ha considerado necesaria para realizar el presente informe de valoración
- ♦ A la vista de la evolución del entorno económico y financiero y a la vista de la evolución de Tafisa desde el 31 de diciembre de 2005 que se desprende de sus estados financieros intermedios consolidados no auditados a 30 de junio de 2006, así como de otras informaciones facilitadas por la Dirección de la Sociedad sobre la evolución del negocio hasta la fecha del presente informe de valoración, Santander Investment considera que no existen hechos o circunstancias que afecten sustancialmente a la valoración de Tafisa y por tanto a las conclusiones recogidas en el presente informe
- ♦ Ni Santander Investment ni ninguno de sus accionistas, administradores y/o empleados garantizan la precisión o exactitud de cualquier dato, manifestación o proyección contenida en el presente informe, quedando exonerados de cualquier tipo de responsabilidad, incluso de la derivada de culpa leve, tanto por la información y/o datos y/o manifestaciones y/o proyecciones que en el mismo se contienen, como por los que hayan podido omitirse, aún cuando los mismos difieran de los que pudiera emitir otro tercero independiente
- ♦ El presente informe es para beneficio y uso exclusivo de la Sociedad y, en consecuencia, no lo distribuirá ni reproducirá en su totalidad o en parte, y hará uso de él tan sólo con fines internos. No obstante lo anterior, el presente informe podrá ser hecho público a petición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores
- ♦ Santander Investment no responderá, en ningún caso, por la pérdida, daño o perjuicio que pudiera surgir de cualquier acto fraudulento, inexactitud, falta de veracidad o cualquier otro error cometido en relación con la información que se nos ha facilitado y con cualquier otra relevante para nuestra valoración, por las sociedades consideradas, por su personal directivo, empleados o asesores o en relación con la información pública

**Santander Investment, S.A.**

# Índice

- I. Introducción
  - II. Valoración de Tafisa
    - A. Criterios **mínimos** contemplados por el R.D. 1.197/1991
      - Valor teórico contable
      - Valor liquidativo
      - Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
      - Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año
    - B. Otros métodos de valoración
      - Múltiplos de compañías cotizadas comparables
      - Múltiplos de transacciones comparables
      - Descuento de flujos de caja
  - III. Resumen y conclusiones
- Anexo
- A. Detalle de las proyecciones financieras
  - B. Breve descripción de las compañías comparables
  - C. Capacidad productiva

# Índice

## I. Introducción

### II. Valoración de Tafisa

#### A. Criterios ***mínimos*** contemplados por el R.D. 1.197/1991

- Valor teórico contable
- Valor liquidativo
- Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
- Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año

#### B. Otros métodos de valoración

- Múltiplos de compañías cotizadas comparables
- Múltiplos de transacciones comparables
- Descuento de flujos de caja

### III. Resumen y conclusiones

#### Anexo

#### A. Detalle de las proyecciones financieras

#### B. Breve descripción de las compañías comparables

#### C. Capacidad productiva

# Introducción

## Enfoque de la valoración

*Para poder realizar nuestra valoración, hemos tenido en cuenta un total de siete criterios y metodologías diferentes*

- ♦ De conformidad con lo anteriormente reseñado y según los criterios establecidos en el Artículo 7.3 del Real Decreto 1.197/1991 sobre Régimen de Ofertas Públicas de Adquisición de Valores, a efectos de fijación de la contraprestación a ofrecer en una OPA por exclusión de cotización, ésta no podrá ser inferior a la que resulte de tomar en cuenta de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia al menos los métodos contemplados por el Real Decreto 1.197/1991, apreciados con referencia al momento en que se formule la oferta
- ♦ Adicionalmente, se ha considerado oportuno tener en cuenta otros métodos de valoración generalmente aceptados por la comunidad financiera

Métodos contemplados por el R.D. 1.197/1991 para OPAs de exclusión	Otros métodos de valoración
<b>1</b> Valor teórico contable	<b>1</b> Múltiplos de compañías cotizadas comparables
<b>2</b> Valor liquidativo	<b>2</b> Múltiplos de transacciones comparables
<b>3</b> Cotización media durante el semestre anterior	<b>3</b> Descuento de flujos de caja
<b>4</b> Precio ofrecido en una OPA sobre la Sociedad formulada durante el último año	

- ♦ Entre los métodos de valoración comúnmente aceptados, consideramos el descuento de flujos de caja y los métodos basados en la aplicación de múltiplos implícitos de sociedades cotizadas potencialmente comparables como los métodos de mayor relevancia. Los métodos basados en la aplicación de múltiplos de transacciones comparables presentan el problema de las circunstancias excepcionales que pueden existir en las compraventas de compañías y la prima de control que puede estar incluida en el precio pagado en dichas operaciones
- ♦ A continuación se desarrolla la aplicabilidad de dichos métodos al caso aquí considerado

# Introducción

## Análisis de la aplicabilidad de los métodos legales de valoración

*Consideramos que la referencia de valor más válida entre las cuatro metodologías contempladas por el R.D. 1.197/1991 es la relativa al precio medio de cotización en los últimos seis meses*

*No obstante, la noticia aparecida hace unos meses sobre la posible OPA de exclusión, de origen desconocido, puede haber sido la responsable del impulso al alza de forma coyuntural del precio de la acción de Tafisa*

Métodos legales	Descripción	Aplicabilidad
Valor Teórico Contable	<ul style="list-style-type: none"> <li>Consiste en la determinación de valor neto patrimonial de la compañía</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>No es una referencia como tal</li> <li>Poco relevante en el caso de Tafisa, al referirse a la evolución histórica, no tener relación con el valor actual de sus activos y pasivos o con su evolución futura</li> </ul>
Valor Liquidativo	<ul style="list-style-type: none"> <li>Determinación del valor de una compañía en el caso de que se proceda a su liquidación, es decir, que se vendan forzadamente sus activos y se cancelen sus deudas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>La utilidad de este método se restringe a la situación teórica de liquidación de la sociedad</li> <li>La dificultad de colocación de los activos fuera del marco de empresa en funcionamiento, su historia de resultados negativos y los abundantes pasivos a los que habría que hacer frente dan como resultado un valor de liquidación no significativo</li> </ul>
Cotización Media 6 Últimos Meses	<ul style="list-style-type: none"> <li>Consiste en una referencia del valor de mercado de la compañía en un plazo de seis meses anteriores al anuncio del acuerdo para la exclusión por parte del Consejo de Administración</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Esta metodología refleja las expectativas de los inversores sobre la evolución futura del precio de la acción. Aunque relacionado con el valor a largo plazo, movimientos especulativos pueden distorsionar dicha relación, así como la limitada información sobre las operaciones de la Sociedad que se analiza públicamente</li> <li>Consideramos que se trata de un método válido en la medida en que refleja la valoración de mercado de la compañía. Sin embargo, su evolución se ha podido ver influida por la noticia sobre una posible exclusión de cotización, lo que limitaría su aplicabilidad</li> </ul>
Valor OPA en el Último Año	<ul style="list-style-type: none"> <li>Consiste en el precio de una Oferta Pública de Adquisición reciente</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>No aplica</li> </ul>

# Introducción

## Análisis de la aplicabilidad de otras referencias de valoración

*Adicionalmente a los métodos legales, se ha contemplado la utilización de otras tres metodologías de valoración, de aceptación general por parte del mercado*

*De entre ellas, consideramos el descuento de flujos de caja y los múltiplos de compañías comparables como las más relevantes a efectos de valoración de Tafisa*

Otras metodologías	Descripción	Aplicabilidad
<b>Múltiplos de compañías comparables</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>♦ Determinación del valor aplicando a las magnitudes de la sociedad los múltiplos a los que cotizan las compañías del sector comparables a la misma</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>♦ Existe un universo razonable de compañías comparables cotizadas, suficientemente líquidas y altamente visibles por brokers e inversores</li><li>♦ En el caso de Tafisa, la concentración por tipo de negocio y su presencia geográfica implican que hay que delimitar la similitud de dichas compañías</li><li>♦ Al tener en cuenta valores bursátiles, se pueden producir distorsiones en momentos puntuales que se mitigan al basarse en medias y mediante un análisis profundo</li></ul>
<b>Múltiplos de transacciones comparables</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>♦ Aplicación a las magnitudes de Tafisa de los múltiplos implícitos en operaciones de compraventa / fusiones con características similares a la Sociedad</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>♦ Aunque existe un número adecuado de operaciones similares y se dispone de información sobre las mismas, no siempre la transacción refleja condiciones normales, pudiendo existir circunstancias excepcionales no públicas que afecten a los múltiplos pagados</li><li>♦ Es necesario tener en cuenta que los múltiplos implícitos en transacciones suelen incluir generalmente una prima de control significativa que en el caso de Tafisa no existe</li></ul>
<b>Descuento de flujos de caja</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>♦ Valor sobre la base de la capacidad de generación de flujos de caja libres futuros y descontados a valor presente</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>♦ Metodología de valoración más aplicable y que recoge el valor intrínseco de Tafisa por disponerse de suficiente información</li><li>♦ Solidez metodológica</li></ul>

# Índice

## I. Introducción

## II. Valoración de Tafisa

### A. Criterios mínimos contemplados por el R.D. 1.197/1991

- Valor teórico contable
- Valor liquidativo
- Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
- Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año

### B. Otros métodos de valoración

- Múltiplos de compañías cotizadas comparables
- Múltiplos de transacciones comparables
- Descuento de flujos de caja

## III. Resumen y conclusiones

### Anexo

#### A. Detalle de las proyecciones financieras

#### B. Breve descripción de las compañías comparables

#### C. Capacidad productiva

# Índice

I. Introducción

II. Valoración de Tafisa

A. Criterios mínimos contemplados por el R.D. 1.197/1991

- Valor teórico contable
- Valor liquidativo
- Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
- Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año

B. Otros métodos de valoración

- Múltiplos de compañías cotizadas comparables
- Múltiplos de transacciones comparables
- Descuento de flujos de caja

III. Resumen y conclusiones

Anexo

A. Detalle de las proyecciones financieras

B. Breve descripción de las compañías comparables

C. Capacidad productiva

## Criterios mínimos contemplados por el R.D. 1.197/1991

### Valor teórico contable: Introducción

*La principal ventaja del método del valor teórico contable es su simplicidad y rapidez y la disponibilidad de la información financiera necesaria para su aplicación en la mayoría de las empresas*

- ♦ Según el método del valor teórico contable, se considera que el activo contable minorado por el pasivo exigible representa el valor del patrimonio de una empresa, es decir, el valor de los bienes “atribuibles” a los accionistas en un momento dado como resultado de la gestión de la empresa desde su creación
- ♦ El método se apoya en la información contenida en el balance de situación de la compañía:

$$\text{PN} = \text{AC} - \text{IM} - \text{PE} - \text{AP} \text{ ó}$$
$$\text{PN} = \text{FP} - \text{AP}$$

- ♦ Donde:

PN: Patrimonio Neto  
AC: Activo Contable  
PE: Pasivo Exigible  
AP: Acciones Propias  
FP: Fondos Propios  
IM: Intereses Minoritarios

- ♦ El patrimonio neto dividido por el número de acciones en circulación, si todas tienen un mismo valor nominal, da lugar al valor teórico contable de la acción
- ♦ La principal ventaja de este método de valoración es su simplicidad y rapidez. Además, la mayor parte de las empresas disponen de la información financiera necesaria para su aplicación
- ♦ En la aplicación de este método hemos partido del Balance de Situación consolidado auditado de Tafisa a 31 de diciembre de 2005

## Criterios mínimos contemplados por el R.D. 1.197/1991

### Valor teórico contable: Cálculo del valor teórico contable por acción

Según el método del valor teórico contable, el valor de Tafisa a 31 de diciembre de 2005 se sitúa en **0,10** €/acción

Cifras en miles €

Valor teórico contable consolidado auditado de Tafisa a 31 de diciembre de 2005	
Capital y reservas	29.744
Resultado del ejercicio	14.065
<b>Total Fondos Propios</b>	<b>43.809</b>
<b>Nº de acciones</b>	<b>447.420.036</b>
<b>Valor teórico contable</b>	<b>43.809</b>
<b>Valor teórico contable por acción (€/acción)</b>	<b>0,10</b>

Cifras en miles €

Valor teórico contable consolidado no auditado de Tafisa a 31 de marzo de 2006	
<b>Total Fondos Propios</b>	<b>41.604</b>
<b>Nº de acciones</b>	<b>447.420.036</b>
<b>Valor teórico contable</b>	<b>41.604</b>
<b>Valor teórico contable por acción (€/acción)</b>	<b>0,09</b>

# Criterios mínimos contemplados por el R.D. 1.197/1991

## Valor liquidativo: Metodología

*El cálculo del valor liquidativo toma numerosas hipótesis de valoración de los activos y los pasivos de la Sociedad bajo el supuesto de cese de la actividad y disolución de la empresa valorada*

- ♦ Para el cálculo del valor liquidativo se procede a la realización del haber social mediante el pago de las deudas, cobro de los derechos de crédito, venta de los activos, repartiéndose entre los socios y accionistas del efectivo resultante de las operaciones anteriores
- ♦ La estimación del valor liquidativo se efectúa de acuerdo con el siguiente proceso:

Valor de realización de los activos
- Valor de los pasivos
- Costes de cierre
<hr/>
= <b>Valor liquidativo</b>

- ♦ **Valor de realización de los activos.** Supone aflorar cualesquiera plusvalías o minusvalías tácitas no reconocidas contablemente. En el caso de plusvalías o minusvalías, deben aplicarse netas de impuestos
- ♦ **Valor de los pasivos.** Deben reflejarse todas las contingencias previsibles en las que la sociedad pudiera incurrir y que no hayan sido reflejadas contablemente
- ♦ **Costes de cierre.** Entre otros, deben ser considerados:
  - Pasivo laboral: indemnizaciones al personal obligatorias o negociadas, producción o mercancías perdidas por conflictos laborales, etc.
  - Minutas de asesores
  - Pérdida de valor de mercado de los activos si la liquidación o venta es forzada o debe hacerse con prisa
  - Fuerte incremento de la inclinación de los clientes y otros deudores a no pagar sus deudas, al enterarse de la falta de continuidad de la empresa
  - Pérdidas adicionales por gastos ordinarios de gestión de una empresa improductiva durante el período de liquidación
  - Estos aspectos hacen que el valor liquidativo no sea siempre fácil de calcular o significativo
- ♦ En el proceso de fijación del valor liquidativo para el conjunto de Tafisa se ha partido del balance de situación consolidado auditado a 31 de diciembre de 2005 y ha sido ajustado de acuerdo con los criterios mostrados a continuación
- ♦ Dado el historial de pérdidas de Tafisa y el carácter específico de su inmovilizado, que disminuye su valor de venta potencial, no se considera el valor liquidativo como una referencia significativa

## Criterios mínimos contemplados por el R.D. 1.197/1991

### Valor liquidativo: Ajustes realizados para el cálculo de valor liquidativo (I)

*Para el cálculo del valor liquidativo hemos revisado las distintas partidas del balance de situación consolidado auditado de Tafisa a 31 de diciembre de 2005 y hemos realizado los ajustes oportunos en cada una de ellas*

Ajustes al valor de realización de los activos y pasivos:

<b>Activo material neto</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Hemos considerado que la amortización contable refleja el deterioro económico real y, por ello, hemos partido de las cifras de inmovilizado neto</li> <li>◆ Tafisa espera vender a lo largo de 2006 los terrenos en los que se localizaba la fábrica de Pontevedra (España) por un valor de 26 Mill. €. El valor contable de estos terrenos es de 1,5 Mill. €, por lo que las plusvalías se estiman en 24,5 Mill. €</li> <li>◆ Los activos de Sudáfrica, en especial los terrenos en los que están las instalaciones de la Sociedad, se considera que se pueden realizar a un valor aproximado de 9 Mill. €. El valor contable de estos activos es prácticamente nulo</li> <li>◆ Los restantes activos fijos, incluyendo terrenos, edificaciones, instalaciones, maquinaria y utillaje son de carácter muy específico, por lo que su venta en el mercado podría ser difícil o suponer un importante descuento sobre el valor de reposición. Por esta razón, se ha tomado su valor contable neto como referencia de valoración</li> </ul>
<b>Activo inmaterial neto</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Se considera un valor de realización igual al valor neto contable</li> </ul>
<b>Derivados financieros</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Se considera un valor de realización igual a su valor de liquidación, en estos momentos favorable a Tafisa</li> </ul>
<b>Activo financiero</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ La cartera de valores a largo plazo se estima que será recuperable por su valor neto actual</li> <li>◆ A la fecha de elaboración del presente informe, no está prevista la venta de activos que lleven asociadas plusvalías significativas que afecten a la valoración y a las conclusiones de este informe</li> <li>◆ No se consideran partidas no recuperables</li> </ul>
<b>Fondo de Comercio de consolidación</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Se elimina al considerarse su valor de realización cero</li> </ul>
<b>Existencias</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Las existencias de productos terminados se consideran realizables con el mismo margen que se aplica en la actualidad en las ventas a terceros</li> <li>◆ Las existencias de materias primas y productos semi-terminados se toman por su valor neto contable</li> </ul>

## Criterios mínimos contemplados por el R.D. 1.197/1991

### Valor liquidativo: Ajustes realizados para el cálculo de valor liquidativo (II)

<b>Deudores</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>♦ Se considera que los deudores tendrían un valor de realización igual a su valor neto contable</li> </ul>
<b>Inversiones, efectivo y equivalentes al efecto</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>♦ Se han estimado totalmente realizables</li> </ul>
<b>Intereses minoritarios</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>♦ Se ha considerado como pasivo la totalidad del valor en libros de los minoritarios</li> </ul>
<b>Recursos ajenos y provisiones</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>♦ En el caso de las recursos ajenos se ha considerado, que, dado que se trata en su mayoría de deudas ciertas, su manumisión exigiría el pago íntegro de las mismas</li> <li>♦ Las provisiones para riesgos y gastos se consideran como beneficio al no llegar a producirse la contingencia para la que fueron dotadas</li> </ul>
<b>Pasivos propios del proceso de liquidación</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>♦ Se han estimado, entre otros, los siguientes:             <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Honorarios de asesores, abogados y liquidadores (1,5% del valor liquidativo)</li> <li>2. El número de empleados a 31 de diciembre de 2005 y la indemnización media calculada son los siguientes:                 <ul style="list-style-type: none"> <li>♦ <i>Península Ibérica: 1.467 empleados e indemnización media de 30.000 €</i></li> <li>♦ <i>Francia: 864 empleados e indemnización media de 55.000 €</i></li> <li>♦ <i>Alemania y Benelux: 1.216 empleados e indemnización media de 36.000 €</i></li> <li>♦ <i>No se consideran indemnizaciones para Canadá, Reino Unido, Brasil y Sudáfrica. Debido a la legislación laboral de los citados países y a la específica de las filiales de Tafisa, la compañía estima que los gastos por indemnizaciones serán prácticamente nulos</i></li> </ul> </li> </ol> </li> </ul>

## Criterios mínimos contemplados por el R.D. 1.197/1991

### Valor liquidativo: Cálculo

Según el criterio del valor liquidativo el valor por acción de Tafisa es de 0,02 €/acción

Cifras en miles € (salvo indicación en contra)

<b>Fondos Propios</b>	<b>43.809</b>
<b>Plusvalías:</b>	<b>62.993</b>
• Inmovilizaciones materiales	22.283
<i>Pontevedra</i>	15.948 <sup>(1)</sup>
<i>Sudáfrica</i>	6.335 <sup>(1)</sup>
• Existencias	12.646 <sup>(1)</sup>
• Derivados	11.149 <sup>(1)</sup>
• Provisiones	16.915 <sup>(2)</sup>
<b>Minusvalías</b>	<b>-8.333</b>
• Fondo de comercio	-8.333 <sup>(3)</sup>
<b>Costes de cierre</b>	<b>-88.051</b>
• Pasivo laboral	-87.949 <sup>(4)</sup>
• Asesores y otros costes de liquidación	-103 <sup>(5)</sup>
<b>Valor Liquidativo</b>	<b>10.418</b>
• N° acciones	<b>447.420.036</b>
• €/acción	<b>0,02</b>

- (1) Incluye las plusvalías corregidas por el efecto impositivo  
 (2) Incluye las provisiones de pasivos corrientes (17.421 miles €) y no corrientes (8.602 miles €) corregidas por el efecto impositivo  
 (3) Incluye el fondo de comercio a 31/12/2005 (12.820 miles €) corregido por el efecto impositivo  
 (4) Corresponde a la estimación del importe de las indemnizaciones por despidos corregido por el efecto impositivo  
 (5) Estimación de Santander Investment corregida por el efecto impositivo

## Criterios mínimos contemplados por el R.D. 1.197/1991

### Cotización media durante el semestre anterior: Introducción

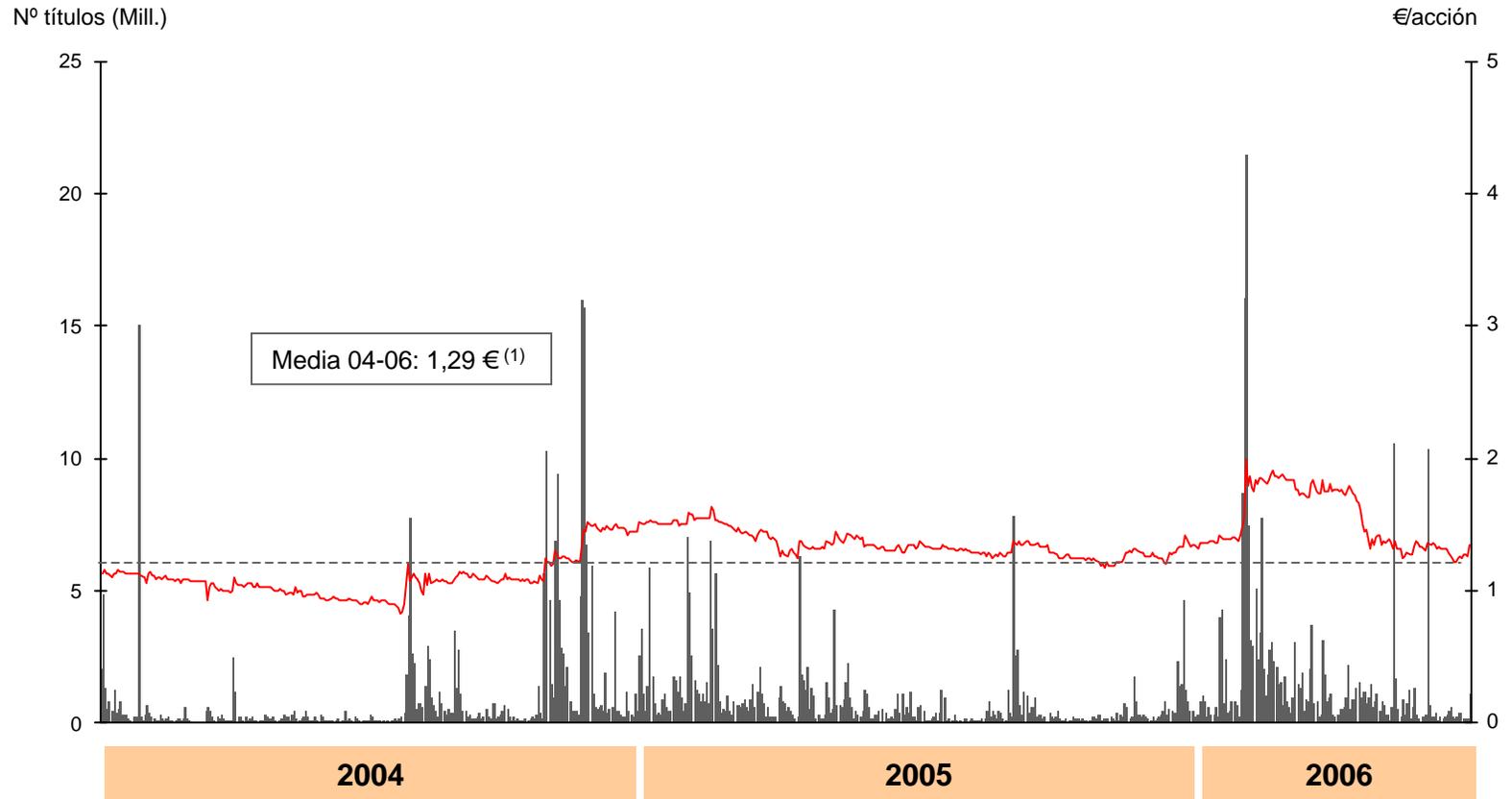
- ♦ El valor de cotización media de las acciones de Tafisa durante el semestre inmediatamente anterior al acuerdo de solicitud de exclusión de cotización es otro de los criterios establecidos en el artículo 7.3 del R.D. 1.197/1991
- ♦ En el presente documento, realizamos esta valoración con fecha de corte de **27 de julio de 2006**, día anterior al anuncio de la convocatoria por parte del Consejo de Administración de Tafisa de la Junta General Extraordinaria para decidir sobre la exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad de las Bolsas de Valores de Madrid y Valencia, en el marco de la intención del accionista mayoritario de la Sociedad de lanzar una OPA sobre la totalidad de las acciones de Tafisa que no posee de modo directo o indirecto a un precio de 1,54 €/acción
- ♦ De la aplicación de dicho método resulta la siguiente valoración del precio por acción de la Sociedad: 1,54 €/acción<sup>(1)</sup>
- ♦ **Sonae Indústria SGPS, S.A. es titular de 398.270.212 acciones de Tafisa, lo que representa el 89,015% del total de acciones y Sonae Indústria Revestimentos es titular de 9.603.650 acciones que representan el 2,146% del total. El 8,839% restante es el free float de la Sociedad**
- ♦ Como se puede observar en el gráfico de la siguiente página, la acción de Tafisa mostró una gran estabilidad en el pasado hasta febrero de 2006. En ese momento apareció una noticia<sup>(2)</sup> sobre la posible OPA de exclusión. Parece que esta noticia, de origen desconocido, puede haber sido la responsable del impulso al alza de forma coyuntural del precio de la acción de Tafisa, puesto que a partir de mediados de mayo de 2006 la acción ha vuelto a recuperar los niveles de cotización anteriores a la aparición de este rumor

**(1) Media aritmética de los precios de cierre durante los 6 meses finalizados el 27 de julio de 2006**

**(2) Los expertos barajan una posible OPA de exclusión por parte de Sonae, el grupo que la controla. Fuente: Gaceta de los Negocios (23/02/06)**

# Crucios mínimos contemplados por el R.D. 1.197/1991

## Cotización media durante el semestre anterior: Evolución de la cotización de Tafisa desde 1 de enero de 2004



Fuente: Bloomberg

## Criterios mínimos contemplados por el R.D. 1.197/1991

Cotización media durante el semestre anterior: Cotización media de Tafisa

Según este criterio, el valor por acción de Tafisa es de **1,54** €/acción

Precios medios	
Período considerado	€ <sup>(a)</sup>
	<b><u>Media</u></b>
Último mes	<b><u>1,29</u></b>
Últimos tres meses	<b><u>1,41</u></b>
<b>Últimos seis meses</b>	<b><u>1,54</u></b>
Últimos doce meses	<b><u>1,41</u></b>
Últimos veinticuatro meses	<b><u>1,36</u></b>

**1,54 €/acción**

(a) Media aritmética de los precios diarios de cierre calculados hasta el **27 de julio de 2006**  
Fuente: Bloomberg

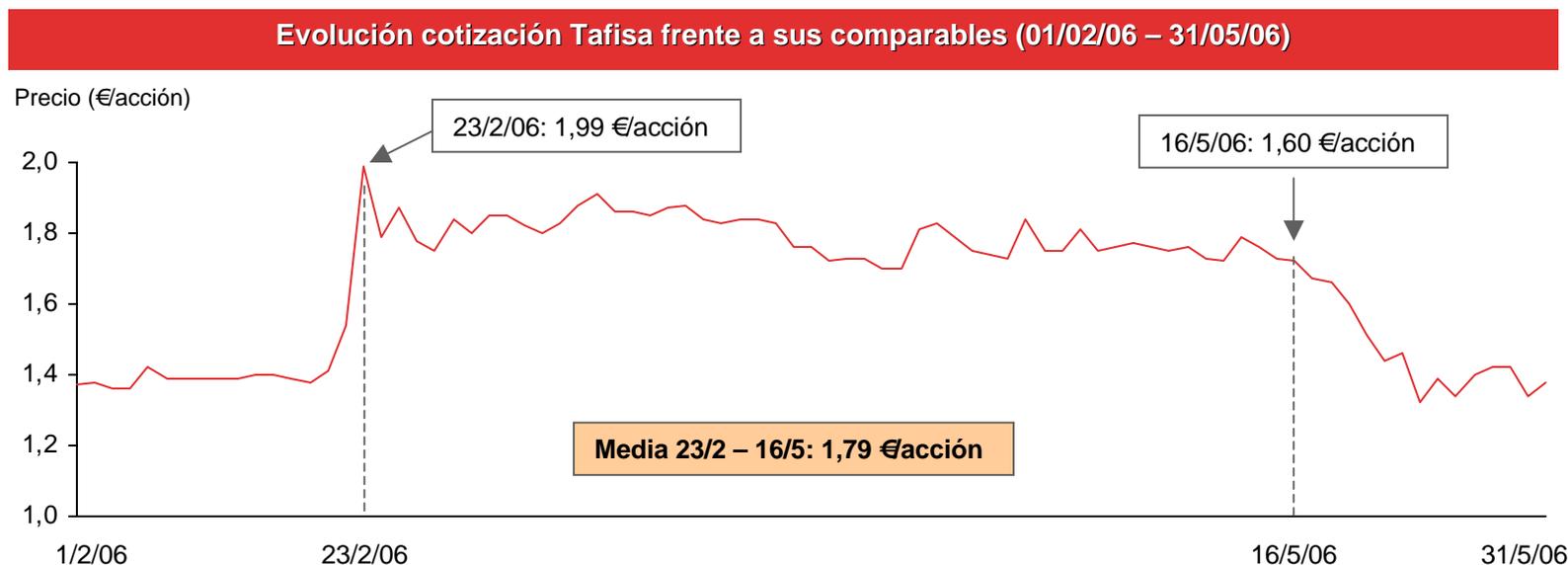
## Crucios mínimos contemplados por el R.D. 1.197/1991

### Evolución de la cotización de Tafisa frente a sus comparables

La noticia aparecida en prensa el día 23 de febrero de 2006 relativa a la posible OPA de exclusión de Tafisa puede haber sido la responsable del impulso de la cotización de forma coyuntural

Un análisis del periodo 23/2 – 16/5 permite comprobar cómo la cotización de Tafisa ha sido extraordinaria y la variación en el citado periodo con respecto al día 22/2 es muy superior a la de sus comparables

En el caso de Sonae Industria, accionista mayoritario de Tafisa, la evolución ha sido paralela a la de la propia Tafisa. Esto se debe a que la capitalización bursátil de Tafisa representa más de un 50% de la capitalización de Sonae Industria

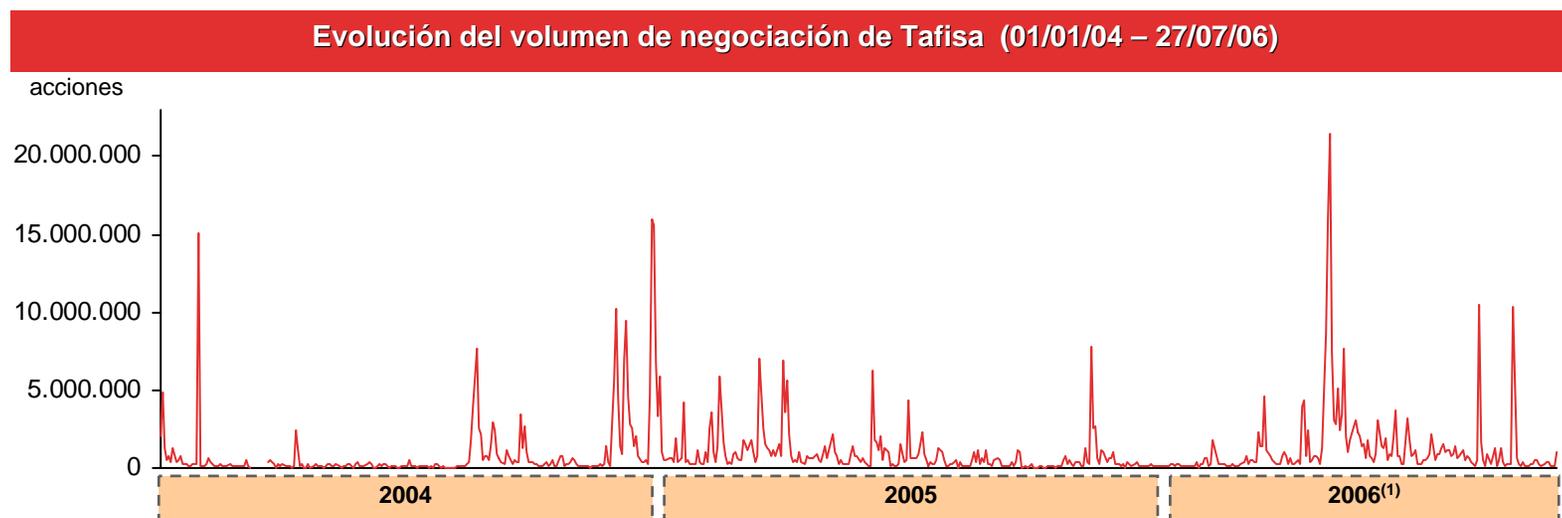


	Tafisa	Ibex 35	Sonae Industria	Pfleiderer	Norbord	West Fraser Timber	Weyerhaeuser	Steinhoff	Masisa
Variación 23/2 frente 22/2 (%)	29,2%	-0,1%	5,9%	-0,7%	1,2%	0,1%	0,5%	-0,4%	0,1%
Variación media 23/2 – 16/5 frente 22/2 (%)	16,1%	0,6%	16,7%	7,5%	-3,5%	-1,0%	4,1%	4,8%	-7,2%

## Criterios mínimos contemplados por el R.D. 1.197/1991

### Evolución del volumen de negociación de Tafisa

Se aprecia claramente que en el periodo 23/2 - 16/5 el volumen de negociación ha sido muy superior al de los últimos años



	Volumen medio diario (acciones)	Precio medio cierre (€)	PMP <sup>(2)</sup> medio diario (€)	Volumen medio diario (€)
2004	927.916	1,09	1,09	1.013.561
2005	742.457	1,35	1,36	1.008.368
1/1/06 – 22/2/06	1.214.651	1,36	1,36	1.655.168
1/1/04 – 22/2/06	859.259	1,23	1,24	1.063.476
1/1/05 – 22/2/06	802.085	1,35	1,36	1.089.811
<b>23/2/06 – 16/5/06</b>	<b>2.311.189</b>	<b>1,79</b>	<b>1,80</b>	<b>4.154.007</b>
17/5/06 – 27/7/06	898.292	1,33	1,33	1.195.038

(1) Fecha de corte: 27/07/2006

(2) PMP: precio medio ponderado

Fuente: Bloomberg

## **Criterios mínimos contemplados por el RD. 1.197/1991**

### **Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año**

- ♦ En este caso no es de aplicación, por la inexistencia de este tipo de referencias

# Índice

- I. Introducción
  - II. Valoración de Tafisa
    - A. Criterios **mínimos** contemplados por el R.D. 1.197/1991
      - Valor teórico contable
      - Valor liquidativo
      - Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
      - Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año
    - B. Otros métodos de valoración**
      - Múltiplos de compañías cotizadas comparables
      - Múltiplos de transacciones comparables
      - Descuento de flujos de caja
  - III. Resumen y conclusiones
- Anexo
- A. Detalle de las proyecciones financieras
  - B. Breve descripción de las compañías comparables
  - C. Capacidad productiva

# Otros métodos de valoración

## Introducción

- ♦ Adicionalmente a los métodos de valoración establecidos en el Artículo 7.3 del Real Decreto 1.197/1991 sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores, hemos llevado a cabo una valoración de la Sociedad sobre la base de otros criterios y métodos de valoración generalmente aceptados y utilizados en el mercado, enumerados a continuación:

**1** Múltiplos de compañías cotizadas comparables

**2** Múltiplos de transacciones similares

**3** Descuento de flujos de caja

- ♦ A continuación desarrollamos la valoración de la Sociedad mediante la aplicación de estas tres metodologías

# Índice

## I. Introducción

## II. Valoración de Tafisa

### A. Criterios mínimos contemplados por el R.D. 1.197/1991

- Valor teórico contable
- Valor liquidativo
- Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
- Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año

### B. Otros métodos de valoración

- **Múltiplos de compañías cotizadas comparables**
- Múltiplos de transacciones comparables
- Descuento de flujos de caja

## III. Resumen y conclusiones

### Anexo

#### A. Detalle de las proyecciones financieras

#### B. Breve descripción de las compañías comparables

#### C. Capacidad productiva

# Múltiplos de compañías cotizadas comparables

## Metodología (I)

*El método de compañías cotizadas comparables proporciona un contraste con la situación actual de los mercados bursátiles, por lo que consideramos que se trata de una metodología de gran utilidad*

Este método permite obtener el valor que el mercado teóricamente asignaría a la Sociedad si ésta cotizara en Bolsa en relación a los múltiplos medios actuales de las empresas del sector comparables a la misma

### Fundamento del método

- El método se basa en la comprobación de que los precios en Bolsa de acciones de compañías semejantes entre sí guardan similar relación numérica ("múltiplo") con sus respectivas magnitudes de resultados
- En la práctica, si las compañías son realmente comparables, los múltiplos implícitos en sus cotizaciones serán muy semejantes. Las diferencias entre los múltiplos de las diversas compañías suelen venir dadas por distintas estructuras de márgenes, negocio, expectativas de crecimiento futuro o situación del mercado de valores de referencia

### Fases de aplicación del método de valoración por compañías cotizadas comparables

#### Selección de compañías cotizadas comparables

- ♦ Selección de compañías
- ♦ Análisis de rendimiento financiero pasado y futuro
- ♦ Análisis de las causas por las cuales existen diferentes niveles de valoración entre compañías del sector

#### Puntos de referencia de valoración en el mercado público

- ♦ Análisis de valoración de estas compañías en el mercado
- ♦ La situación y resultados de la compañía son comparados con otras compañías similares
- ♦ Selección y análisis de los múltiplos apropiados

#### Conclusiones

- ♦ Se considera un rango apropiado de múltiplos
- ♦ Múltiplo de resultados operacionales
- ♦ Valoración en Bolsa no incluye prima de control

# Múltiplos de compañías cotizadas comparables

## Metodología (II)

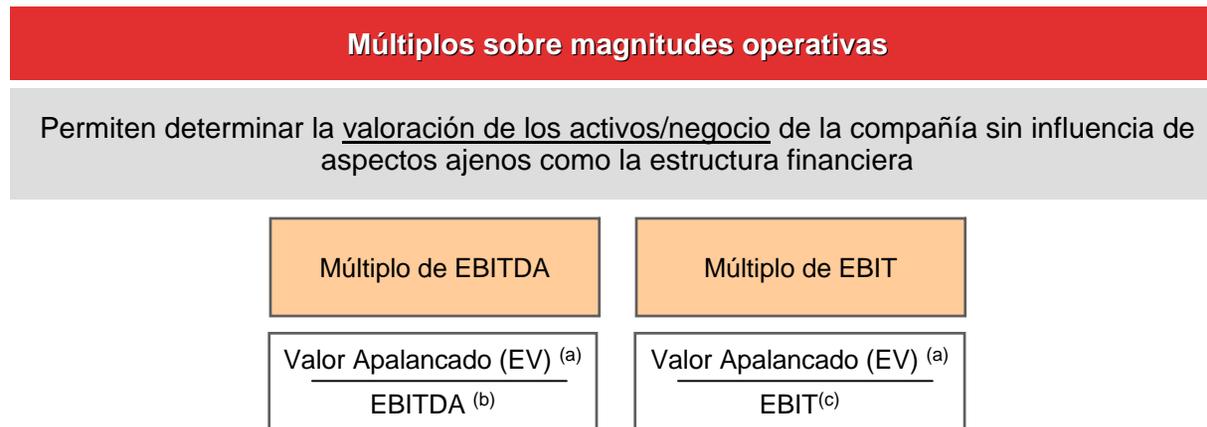
*Esta metodología emplea múltiplos sobre distintas magnitudes de resultados y con un enfoque predominantemente a futuro*

*Consideramos que los múltiplos más representativos son:*

*-EV/EBITDA*

*-EV/EBIT*

- ♦ Las relaciones entre precio de la acción y resultados de las compañías (múltiplos) pueden referirse a diferentes medidas del resultado, dependiendo de cuáles resulten más significativas para cada tipo de compañía
- ♦ Los múltiplos que consideramos más relevantes debido a su utilización por la comunidad financiera son los siguientes:



- ♦ En la formación de los precios de las acciones, los mercados bursátiles tienden a ponderar más las expectativas futuras que el pasado. Por esta razón, los múltiplos deben calcularse con las proyecciones futuras, en la medida de lo posible, o, al menos, con los resultados históricos más recientes (lo último conocido por el mercado)
- ♦ Consideramos los múltiplos EV/EBITDA y EV/EBIT como más relevantes de cara a la valoración de la Sociedad
- ♦ La utilización del múltiplo EV/EBITDA se emplea ya que tiene en cuenta la rentabilidad del negocio, aísla el efecto de las diferentes políticas contables de las compañías en cuanto a amortizaciones y el efecto de la diferente estructura financiera de cada compañía
- ♦ La utilización del múltiplo EV/EBIT nos parece adecuada porque tiene en cuenta la rentabilidad operativa del negocio
- ♦ Por lo que se refiere al múltiplo EV/Ventas, no ha sido utilizado porque no considera la rentabilidad del negocio
- ♦ En cuanto al múltiplo PER no se ha utilizado debido a la diferente estructura financiera de las compañías y muy acusadamente en el caso de Tasisa

(a) Valor Apalancado = Capitalización bursátil + Deuda financiera neta de excedentes de tesorería + Minoritarios

(b) Beneficio Antes de Amortizaciones, Intereses e Impuestos

(c) Beneficio Antes de Intereses e Impuestos

# Múltiplos de compañías cotizadas comparables

## Criterios de selección

La selección de compañías comparables se ha realizado en base a criterios tales como actividad o negocio principal, mercado en el que actúan y en los que cotizan

Santander Investment considera que las compañías seleccionadas son las más comparables a Tafisa

1	Actividad/ negocio	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hemos seleccionado compañías cotizadas cuya actividad principal se realiza en el sector de tableros de fibras</li> </ul>
2	Mercado	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hemos centrado nuestro análisis en compañías que operan globalmente, debido a la globalidad del negocio de Tafisa o en aquellos mercados en los que preferentemente opera</li> </ul>
3	Comparabilidad	<ul style="list-style-type: none"> <li>Las dinámicas de los mercados de capitales varían mucho entre sí, por lo que se han seleccionado compañías que cotizan en mercados comparables al español y con suficiente liquidez</li> <li>Hemos seleccionado 2 grupos de compañías comparables: TIER I, compañías con mayor grado de comparabilidad con Tafisa y TIER II, compañías con menor grado de comparabilidad</li> </ul>

### Clasificación de compañías cotizadas comparables seleccionadas

TIER I	TIER II
<ul style="list-style-type: none"> <li>Norbord</li> <li>Sonae Industria</li> <li>Pfleiderer</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Weyerhaeuser</li> <li>Steinhoff</li> <li>West Fraser Timber</li> <li>Masisa</li> </ul>

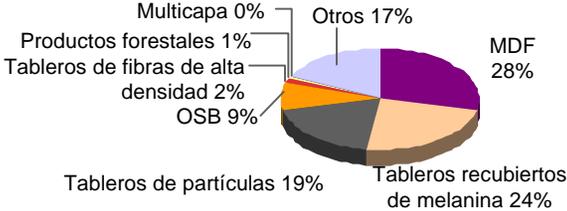
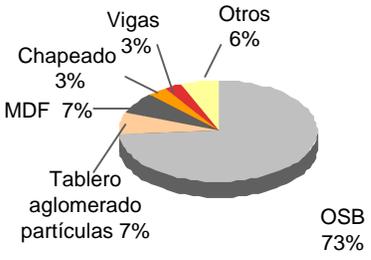
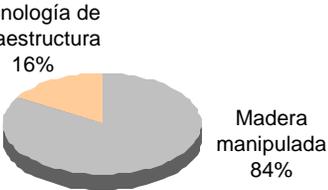
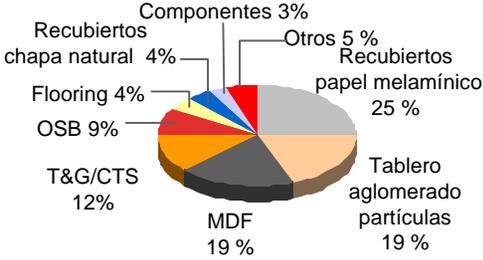
# Múltiplos de compañías cotizadas comparables

## Identificación (I)

Hemos seleccionado como compañías más comparables a Tafisa aquellas compañías cotizadas con alta exposición al sector de los tableros de fibras

Por tamaño, Tafisa se encontraría entre las compañías de menor capitalización bursátil

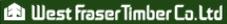
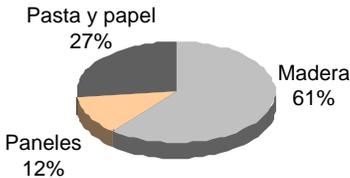
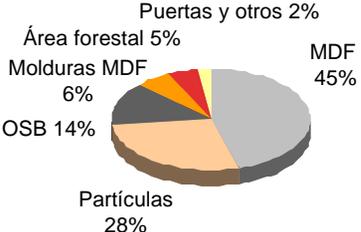
TIER I

Compañía	País	Moneda Local	Cap. bursátil (Mill. ML) <sup>(1)</sup>	Cap. bursátil (Mill. €) <sup>(1)</sup>	Desglose del mix de productos y de negocio
	España	EUR	600	600	
	Canadá	USD	1.112	883	
	Alemania	EUR	1.002	1.002	
	Portugal	EUR	865	865	

Fuente: Bloomberg a 27/07/2006 y memorias compañías  
 (1) Capitalización bursátil y tipo de cambio a fecha 27/07/2006  
 ML: Moneda local

# Múltiplos de compañías cotizadas comparables

## Identificación (II)

	Compañía	País	Moneda Local	Cap. bursátil (Mill. ML) <sup>(1)</sup>	Cap. bursátil (Mill. €) <sup>(1)</sup>	Desglose del mix de productos y de negocio
TIER II	 Weyerhaeuser	EE.UU.	USD	14.616	11.601	 <p>Derivados de la madera 41%</p> <p>Envases, empaquetado y reciclaje 20%</p> <p>Fibra celulosa y papel blanco 19%</p> <p>Inmobiliario y forestales relacionados 13%</p> <p>Parcelas Corporativa 5%</p>
	 Steinhoff International Holdings Ltd	Sudáfrica <sup>(2)</sup>	ZAR	24.128	2.732	 <p>Venta al por mayor, al por menor y distribución 51%</p> <p>Fabricación 49%</p>
	 West Fraser Timber Co. Ltd	Canadá	CAD	1.794	1.250	 <p>Madera 61%</p> <p>Pasta y papel 27%</p> <p>Paneles 12%</p>
	 MASISA	Chile	USD	821	652	 <p>MDF 45%</p> <p>Partículas 28%</p> <p>OSB 14%</p> <p>Área forestal 5%</p> <p>Puertas y otros 2%</p> <p>Molduras MDF 6%</p>

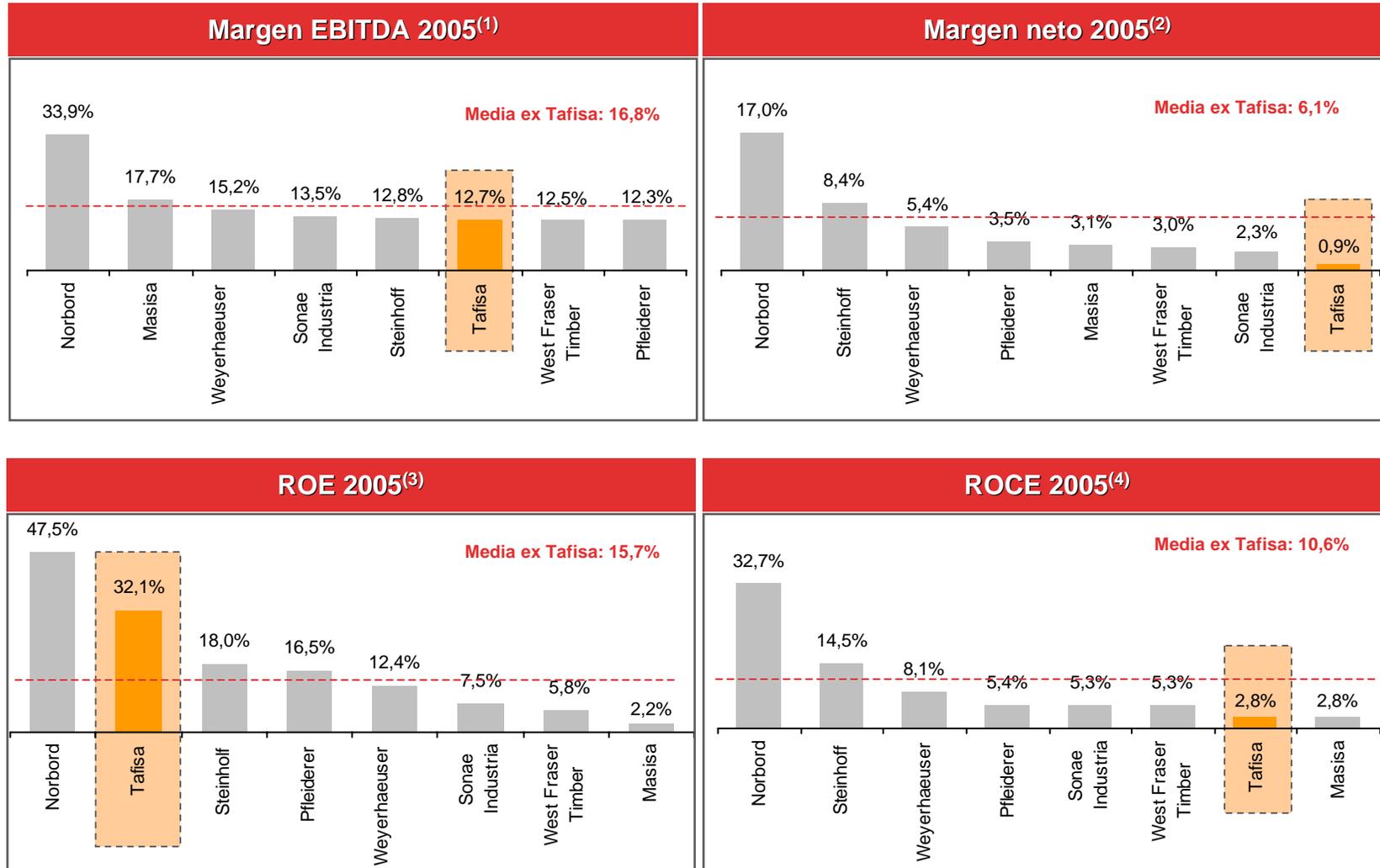
Fuente: Bloomberg a 27/07/2006 y memorias compañías  
 (1) Capitalización bursátil y tipo de cambio a fecha 27/07/2006  
 ML: Moneda local

# Múltiplos de compañías cotizadas comparables

## Análisis de comparables (I)

En términos de márgenes operativos Tafisa se encuentra en la parte media/baja del sector

Su elevado apalancamiento penaliza el margen neto



(1) Margen EBITDA = EBITDA/Ventas

(2) Margen neto = Beneficio neto/Ventas

(3) ROE = Beneficio neto / Fondos propios

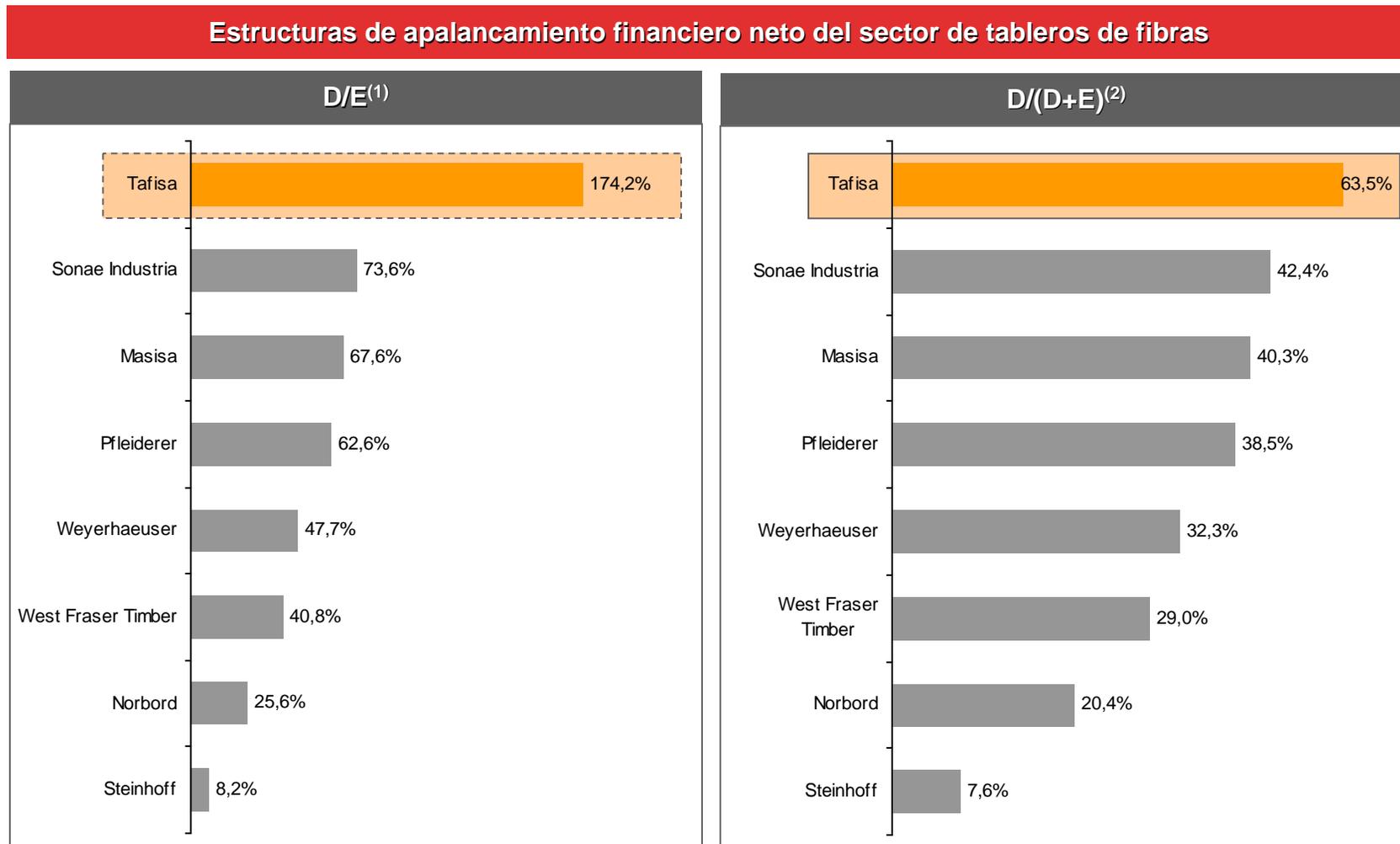
(4) ROCE = EBIT·(1-t)/(Fondos propios + Minoritarios + Deuda financiera neta) (t= tasa efectiva de cada caso)

Fuente: Estados financieros de las compañías correspondientes al ejercicio 2005

## Múltiplos de compañías cotizadas comparables

### Análisis de comparables (II)

El apalancamiento actual de Tafisa es superior al de sus comparables



Nota: Deuda financiera neta de Tafisa proporcional a 31/03/06 excluyendo la parte correspondiente a participaciones no detentadas por Tafisa

(1) Deuda financiera neta / Capitalización bursátil

(2) Deuda financiera neta / (Capitalización bursátil + Deuda financiera neta)

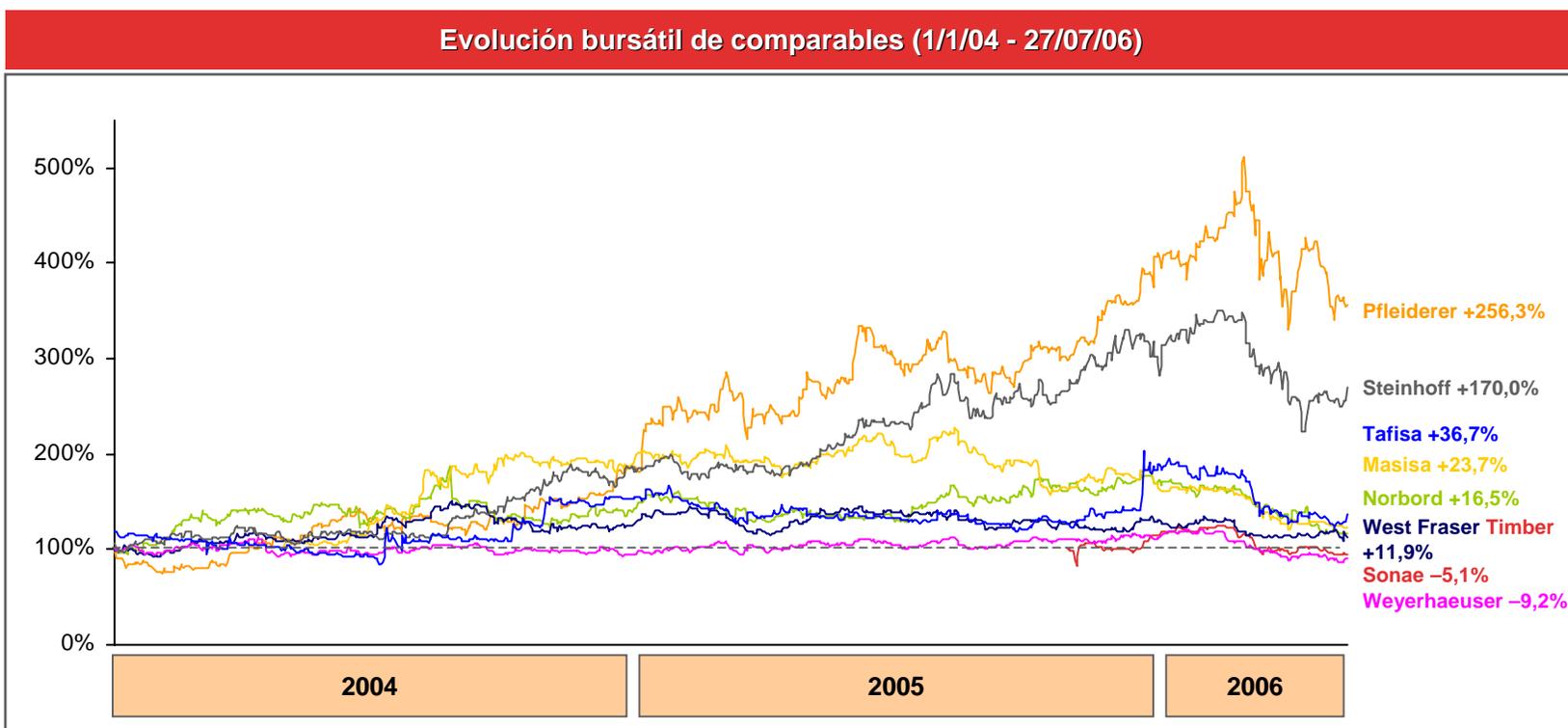
Fuente: Bloomberg a 27/07/2006 y estados financieros 2005 de las compañías

## Múltiplos de compañías cotizadas comparables

### Evolución bursátil de comparables

En general, desde el 1 de enero de 2004 el sector ha manifestado una tendencia alcista

No obstante, durante el último año la tendencia se ha invertido y la mayoría de las compañías han experimentado una evolución negativa



Evolución	Sonae Industria	Pfleiderer	Norbord	Masisa	West Fraser Timber	Weyerhaeuser	Steinhoff	Tafisa
U12M	n.a.	11,7%	-14,4%	-43,1%	-19,2%	-17,7%	14,8%	1,5%
U6M	-5,5%	-1,2%	-29,9%	-33,0%	-8,2%	-18,1%	-11,8%	-1,5%
U3M	-22,8%	-20,9%	-27,0%	-23,8%	-13,9%	-17,9%	-20,5%	-24,3%
U1M	-6,6%	-14,7%	-19,4%	-2,2%	-3,5%	-3,2%	11,7%	1,5%

Fuente: Bloomberg a 27/07/2006  
n.a.: no aplica

## Múltiplos de compañías cotizadas comparables

### Múltiplos apalancados

Compañía	País	Capitalización bursátil (Mill. €)	EV/EBITDA				EV/EBIT			
			2005	2006E	2007E	2008E	2005	2006E	2007E	2008E
Sonae Industria	Portugal	865	7,36x	7,34x	6,59x	5,93x	14,27x	14,63x	12,33x	10,11x
Pfleiderer	Alemania	1.002	16,87x	8,42x	7,25x	6,64x	32,14x	13,77x	11,31x	10,49x
Norbord	Canadá	883	2,82x	4,25x	5,80x	4,97x	3,44x	4,86x	7,52x	6,83x
Masisa	Chile	652	10,89x	8,39x	n.d.	n.d.	17,54x	13,83x	n.d.	n.d.
West Fraser Timber	Canadá	1.250	5,65x	6,52x	6,65x	6,56x	13,19x	15,86x	14,14x	21,91x
Weyerhaeuser	EE.UU.	11.601	6,27x	6,80x	6,77x	6,67x	10,25x	11,06x	11,18x	8,46x
Steinhoff	Sudáfrica	2.732	11,20x	8,29x	7,64x	6,91x	13,63x	9,64x	8,35x	7,42x

#### Tier I

Máximo	16,87x	8,42x	7,25x	6,64x	32,14x	14,63x	12,33x	10,49x
Mínimo	2,82x	4,25x	5,80x	4,97x	3,44x	4,86x	7,52x	6,83x
<b>Media</b>	<b>9,02x</b>	<b>6,67x</b>	<b>6,55x</b>	<b>5,85x</b>	<b>16,62x</b>	<b>11,09x</b>	<b>10,38x</b>	<b>9,14x</b>

#### Tier II

Máximo	11,20x	8,39x	7,64x	6,91x	17,54x	15,86x	14,14x	21,91x
Mínimo	5,65x	6,52x	6,65x	6,56x	10,25x	9,64x	8,35x	7,42x
<b>Media</b>	<b>8,50x</b>	<b>7,50x</b>	<b>7,02x</b>	<b>6,71x</b>	<b>13,65x</b>	<b>12,60x</b>	<b>11,22x</b>	<b>12,60x</b>

#### Ponderación<sup>(1)</sup>

<b>Media</b>	<b>8,91x</b>	<b>6,84x</b>	<b>6,64x</b>	<b>6,02x</b>	<b>16,03x</b>	<b>11,39x</b>	<b>10,55x</b>	<b>9,83x</b>
--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	---------------	---------------	---------------	--------------

(1) Ponderación 80% Tier I y 20% Tier II. La citada ponderación se ha realizado sobre la media de cada uno de los grupos  
Fuente: Bloomberg, estimaciones I/B/E/S Consensus a 27/07/2006  
n.d.: no disponible

## Múltiplos de compañías cotizadas comparables

### Valoración de Tafisa

Para construir el rango de valoración se han utilizado los múltiplos 2005 y 2006E puesto que las magnitudes de las compañías comparables a partir de 2007E se pueden considerar poco fiables al no ser objeto de estimación por un número razonable de analistas bursátiles

El valor obtenido por esta metodología se sitúa entre 0,86 € y 1,05 € por acción

Cifras en Mill. €, salvo múltiplos	Múltiplos de Valor Apalancado							
	EV/EBITDA				EV/EBIT			
	2005	2006E	2007E	2008E	2005	2006E	2007E	2008E
Múltiplos aplicables (ponderación)	8,91x	6,84x	6,64x	6,02x	16,03x	11,39x	10,55x	9,83x
Magnitudes Tafisa <sup>(1)</sup>	183,3	212,6	190,8	195,1	89,8	118,8	93,7	98,6
Valor compañía	1.634	1.453	1.267	1.175	1.438	1.353	988	970
Valor Fondos Propios <sup>(2)</sup>	589	409	223	131	394	309	n.s.	n.s.
Rango de valoración	409 - 589				309 - 394			
	1,12 €/acción				0,79 €/acción			
Rango de valoración (€/acción) <sup>(4)</sup>	0,86		0,95 <sup>(3)</sup>		1,05			

(1) Magnitudes proporcionales excluyendo la parte correspondiente a participaciones no detentadas por Tafisa

(2) Considerando la deuda financiera neta proporcional a 31/3/06: 1.044,2 Mill. €

(3) Pondera al 50% la media correspondiente al EBITDA y EBIT

(4) Los extremos del rango se han construido como variaciones de ± 10% sobre el valor central

n.s.: no significativo

## Múltiplos de compañías cotizadas comparables

### Conciliación EBITDA consolidado – EBITDA proporcional

Cifras en Mill. €	%	2005	2006E	2007E	2008E
Iberia	99,95%	70,2	75,0	49,7	49,0
Francia	99,99%	8,4	16,9	11,1	11,9
Alemania + Luxemburgo	99,10%	29,5	40,4	50,7	54,9
Reino Unido	99,96%	2,1	9,6	7,7	6,3
Sudáfrica	99,96%	34,3	32,7	34,8	34,2
Brasil	53,99%	17,6	19,3	17,4	17,9
Canadá	100,00%	29,6	28,0	27,9	29,7
<b>EBITDA consolidado</b>		<b>191,7</b>	<b>221,9</b>	<b>199,3</b>	<b>203,9</b>
<b>EBITDA proporcional</b>		<b>183,3</b>	<b>212,6</b>	<b>190,8</b>	<b>195,1</b>
Iberia	99,95%	41,2	45,5	19,5	18,7
Francia	99,99%	-6,8	3,3	-2,7	-2,2
Alemania + Luxemburgo	99,10%	8,4	19,5	28,3	32,3
Reino Unido	99,96%	-5,3	2,2	0,3	-0,7
Sudáfrica	99,96%	30,4	28,7	30,2	29,8
Brasil	53,99%	7,4	8,7	7,5	8,9
Canadá	100,00%	18,0	15,1	14,2	16,2
<b>EBIT consolidado</b>		<b>93,3</b>	<b>123,0</b>	<b>97,4</b>	<b>103,0</b>
<b>EBIT proporcional</b>		<b>89,8</b>	<b>118,8</b>	<b>93,7</b>	<b>98,6</b>

# Índice

- I. Introducción
  - II. Valoración de Tafisa
    - A. Criterios **mínimos** contemplados por el R.D. 1.197/1991
      - Valor teórico contable
      - Valor liquidativo
      - Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
      - Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año
    - B. Otros métodos de valoración
      - Múltiplos de compañías cotizadas comparables
      - **Múltiplos de transacciones comparables**
      - Descuento de flujos de caja
  - III. Resumen y conclusiones
- Anexo
- A. Detalle de las proyecciones financieras
  - B. Breve descripción de las compañías comparables
  - C. Capacidad productiva

# Múltiplos de transacciones comparables

## Metodología (I)

*La metodología de transacciones comparables se basa en la utilización de los múltiplos implícitos pagados en operaciones similares que ya han sido realizadas*

- ♦ La metodología de transacciones comparables consiste en la aplicación a la compañía que se pretende valorar de los múltiplos pagados por empresas comparables en transacciones similares a la que se está analizando
- ♦ Una de las particularidades de este método es que en la mayoría de los casos implica la consideración de una prima de control pagada por las compañías adquirentes, situación que no se da en la operación planteada ya que no se produce cambio en el control de Tafisa
- ♦ Los pasos a seguir para realizar una valoración por transacciones comparables son los siguientes:

1

- ♦ Análisis y selección de las principales transacciones que se han producido en el sector de la compañía analizada

2

- ♦ Selección de las transacciones que sean más relevantes

3

- ♦ Cálculo y selección de los múltiplos aplicables

4

- ♦ Valoración de la compañía que se está analizando aplicando los múltiplos calculados

- ♦ La valoración realizada en base al método de transacciones comparables nos permite tener otro punto de vista sobre el valor de la empresa, no ya en función del mercado bursátil, sino en función de cómo han sido las operaciones similares realizadas en el sector en los últimos ejercicios

# Múltiplos de transacciones comparables

## Metodología (II)

*Este método valora la compañía comparándola con operaciones de compraventa de empresas similares mediante la aplicación de sus múltiplos*

- ♦ Una correcta utilización de este método exige el examen exhaustivo de las transacciones realizadas en el sector en los últimos años, obteniendo la información de distintas fuentes, hasta llegar a identificar las transacciones más significativas por su similitud con las compañías analizadas
- ♦ Este método valora la compañía por comparación con operaciones similares identificadas, mediante la aplicación de los siguientes múltiplos:

<b>Múltiplo de EBITDA</b>	Valor Apalancado (EV) <sup>(1)</sup> / EBITDA <sup>(2)</sup>
<b>Múltiplo de EBIT</b>	Valor Apalancado (EV) <sup>(1)</sup> / EBIT <sup>(3)</sup>

- ♦ Los valores de los múltiplos resultantes por este método pueden ser diferentes a los obtenidos por el método de “compañías cotizadas comparables” por varias razones principales:
  - incluyen la “prima de control” que los compradores están dispuestos a pagar
  - algunas transacciones se producen sobre compañías en situaciones excepcionales

(1) Valor Apalancado: Valor implícito 100% Fondos Propios + Deuda financiera neta de excedentes de tesorería + Minoritarios

(2) EBITDA: Beneficio antes de amortizaciones, intereses e impuestos

(3) EBIT: Beneficio antes de intereses e impuestos

## Múltiplos de transacciones comparables

### Criterios de selección de las transacciones comparables

*Hemos procedido a la identificación de transacciones comparables en base a la aplicación de una serie de criterios discriminantes*

*Santander Investment considera que las transacciones elegidas son las más comparables a Tafisa*

*Los múltiplos se calculan en esta metodología en base a la información pública disponible, que en algunos casos puede no ser totalmente coincidente con los términos reales de la operación, por lo que constituyen una orientación y no un valor exacto*

1	Fecha	<ul style="list-style-type: none"><li>♦ Se han seleccionado operaciones anunciadas desde enero de 2000 hasta la fecha actual</li></ul>
2	Actividad	<ul style="list-style-type: none"><li>♦ La búsqueda se ha centrado en compañías cuyo sector de actividad principal es el de los tableros de fibras con el fin de que los múltiplos implícitos obtenidos no se vean contaminados por otros negocios</li></ul>
3	Tamaño	<ul style="list-style-type: none"><li>♦ Se ha establecido un tamaño implícito del 100% de los Fondos Propios a partir de 50 Mill. US\$</li></ul>
4	Información disponible	<ul style="list-style-type: none"><li>♦ Hemos seleccionado aquellas operaciones en las que se hizo público el montante de la transacción y existe información pública sobre sus cuentas, con objeto de poder calcular los múltiplos implícitos</li></ul>
5	Situación financiera	<ul style="list-style-type: none"><li>♦ Finalmente se ha tenido en cuenta la situación financiera de la compañía en el momento concreto de la transacción, tratando de filtrar adquisiciones de compañías con situaciones financieras delicadas</li></ul>

## Múltiplos de transacciones comparables

### Identificación de transacciones

Como primer paso para aplicar esta metodología hemos analizado las transacciones más relevantes ocurridas desde el año 2000 sobre compañías de tableros de fibras, con las limitaciones expuestas anteriormente

La muestra de múltiplos refleja una homogeneidad suficiente para este tipo de ejercicios

#### Transacciones de compañías de tableros de fibras seleccionadas

Fecha efectiva	Compañía adquirida	País	Compañía adquirente	País	% adquirido	Valor Fondos Propios (Mill. US\$)	Múltiplos U12M <sup>(2)</sup>	
							EV/EBITDA	EV/EBIT
30-sep-04	Agglo NV panelboard assets	Bélgica	Norbord	Canadá	100,0%	50,0	5,3x	n.a.
22-sep-04	Potlatch (OSB assets)	EE.UU.	Ainsworth Lumber	Canadá	100,0%	592,0	5,9x	11,2x
26-ago-04	Masisa (Forestal Terranova)	Chile	Forestal Terranova	Chile	47,6%	1.170,6	10,2x	15,4x
21-jul-04	Welwood of Canada	Canadá	West Fraser Timber	Canadá	100,0%	3.719,1	5,8x	12,7x
8-jul-02	Masisa (Inver. Pathfinder)	Chile	Forestal Terranova	Chile	43,2%	730,6	9,2x	17,0x
13-nov-00	Willamette Industries	EE.UU.	Weyerhaeuser	EE.UU.	100,0%	6.157,3	8,9x	12,4x
11-sep-98	Glunz	Alemania	Tafisa	España	100,0%	287,1	4,7x	n.a.
29-dic-95	Tafisa	España	Sonae Industria	Portugal	5,9%	113,6	2,7x	4,1x
20-dic-94	Tafisa	España	Sonae Industria	Portugal	14,1%	87,4	3,0x	5,4x

Máximo<sup>(1)</sup>

10,2x 17,0x

Mínimo<sup>(1)</sup>

5,3x 11,2x

Media<sup>(1)</sup>

7,5x 13,7x

Fuente: Thomson Financial

Nota: operaciones ordenadas por fecha

n.a.: no aplica

(1) De cara al cálculo se han tenido en cuenta únicamente las transacciones a partir de 2000. El resto se muestran porque son transacciones en las que intervino Tafisa. Sin embargo, son muy antiguas y por tanto no resultan aplicables

(2) Últimos 12 meses cerrados por las compañías

## Múltiplos de transacciones comparables

### Valoración de Tafisa

El valor obtenido por esta metodología establece un precio por acción de Tafisa entre 0,53 € y 0,65 € por acción

Cifras en Mill. €, salvo múltiplos	Múltiplos de Valor Apalancado	
	EV/EBITDA	EV/EBIT
Múltiplos aplicables	7,5x	13,7x
Magnitudes Tafisa <sup>(1)</sup>	183,3	89,8
Valor Compañía	1.384	1.234
Valor Fondos Propios <sup>(2)</sup>	339	190
€/acción	0,76	0,42

Rango de valoración <sup>(4)</sup> (€/acción)	0,53	0,59 <sup>(3)</sup>	0,65
--	------	---------------------	------

(1) Magnitudes 2005 proporcionales excluyendo la parte correspondiente a participaciones no detentadas por Tafisa

(2) Considerando la deuda financiera neta proporcional a 31/3/06: 1.044,2 Mill. €

(3) Pondera al 50% la media correspondiente al EBITDA y EBIT

(4) Los extremos del rango se han construido como variaciones de ± 10% sobre el valor central

# Índice

- I. Introducción
  - II. Valoración de Tafisa
    - A. Criterios **mínimos** contemplados por el R.D. 1.197/1991
      - Valor teórico contable
      - Valor liquidativo
      - Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
      - Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año
    - B. Otros métodos de valoración
      - Múltiplos de compañías cotizadas comparables
      - Múltiplos de transacciones comparables
      - **Descuento de flujos de caja**
  - III. Resumen y conclusiones
- Anexo
- A. Detalle de las proyecciones financieras
  - B. Breve descripción de las compañías comparables
  - C. Capacidad productiva

## Descuento de flujos de caja

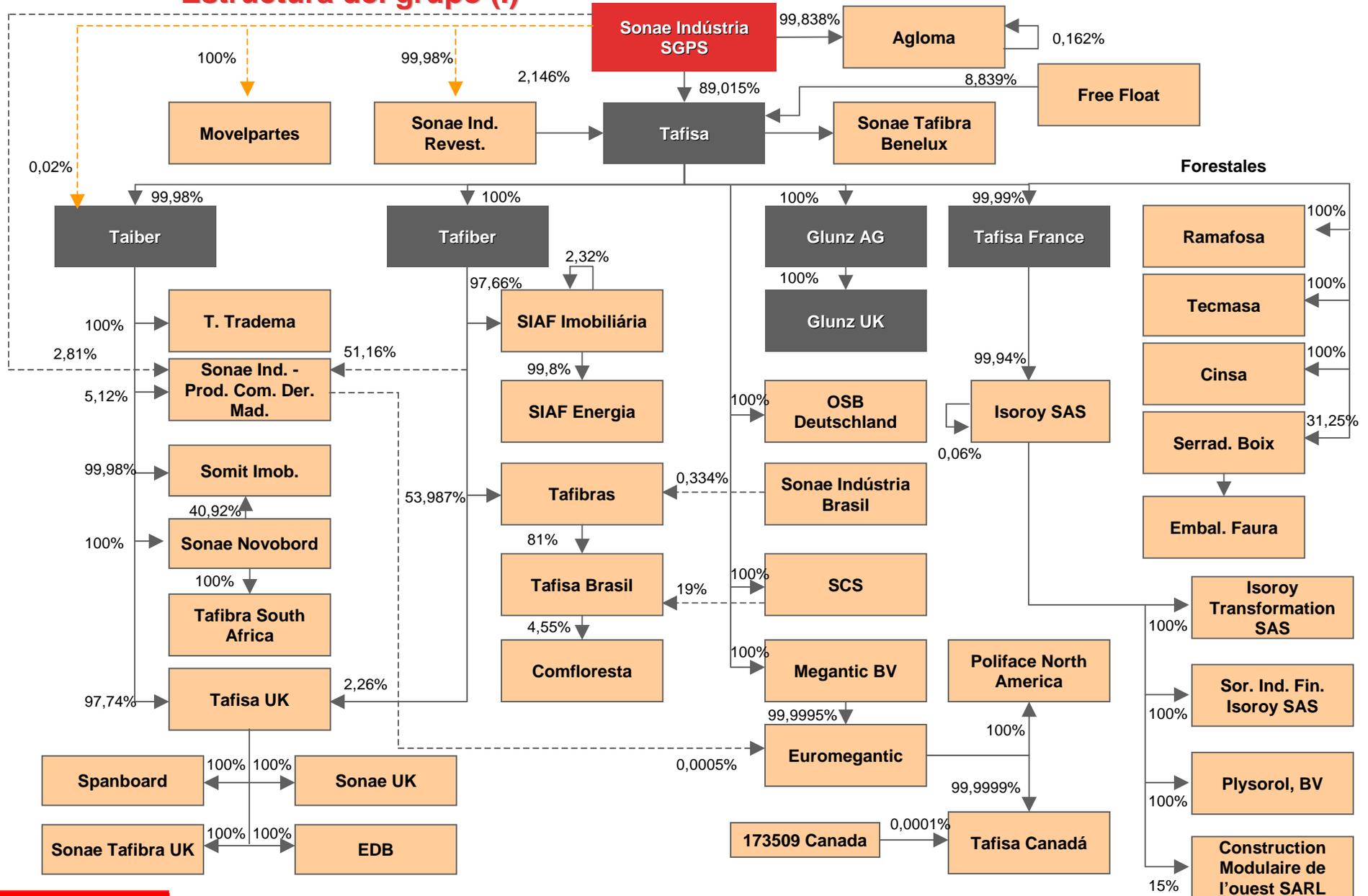
### Metodología y bases de información

*Para la aplicación de la metodología del descuento de flujos de caja nos hemos basado en información entregada por la Sociedad y en otra información de las compañías y del sector de índole pública*

- ♦ Este método pretende determinar el valor de Tafisa sobre la base de su capacidad de generación de flujos de caja libres futuros. El valor de la Sociedad es, siguiendo esta metodología, el valor actual de los flujos de caja libres futuros después de impuestos, descontados al coste medio ponderado de sus recursos propios y ajenos, detrayendo, por último, el valor de la deuda financiera neta. Todas las magnitudes se han ajustado en proporción a la participación efectiva de Tafisa en cada sociedad del grupo
- ♦ La información en la que se ha basado nuestro trabajo ha sido facilitada por la Sociedad y ha consistido en información pública e información elaborada por la propia Tafisa. Dicha información ha sido la siguiente:
  - 1 Cuentas anuales consolidadas auditadas de la Sociedad correspondientes a los ejercicios 2001, 2002, 2003 y 2004 de acuerdo con el Plan General Contable Español (PGC) y 2004 y 2005 de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (IRFS)
  - 2 Información de gestión de los ejercicios 2001, 2002, 2003, 2004 y 2005
  - 3 Detalle de Deuda Financiera Neta a 31 de marzo de 2006 proporcionada por Tafisa
  - 4 Presupuesto de gestión de cada una de las sociedades del Grupo para el año 2006 elaborado por Tafisa
  - 5 Plan de negocio de cada una de las sociedades del Grupo 2007E – 2012E
  - 6 Otra información pública (informes de análisis bursátil y otras comunicaciones e informaciones públicas)

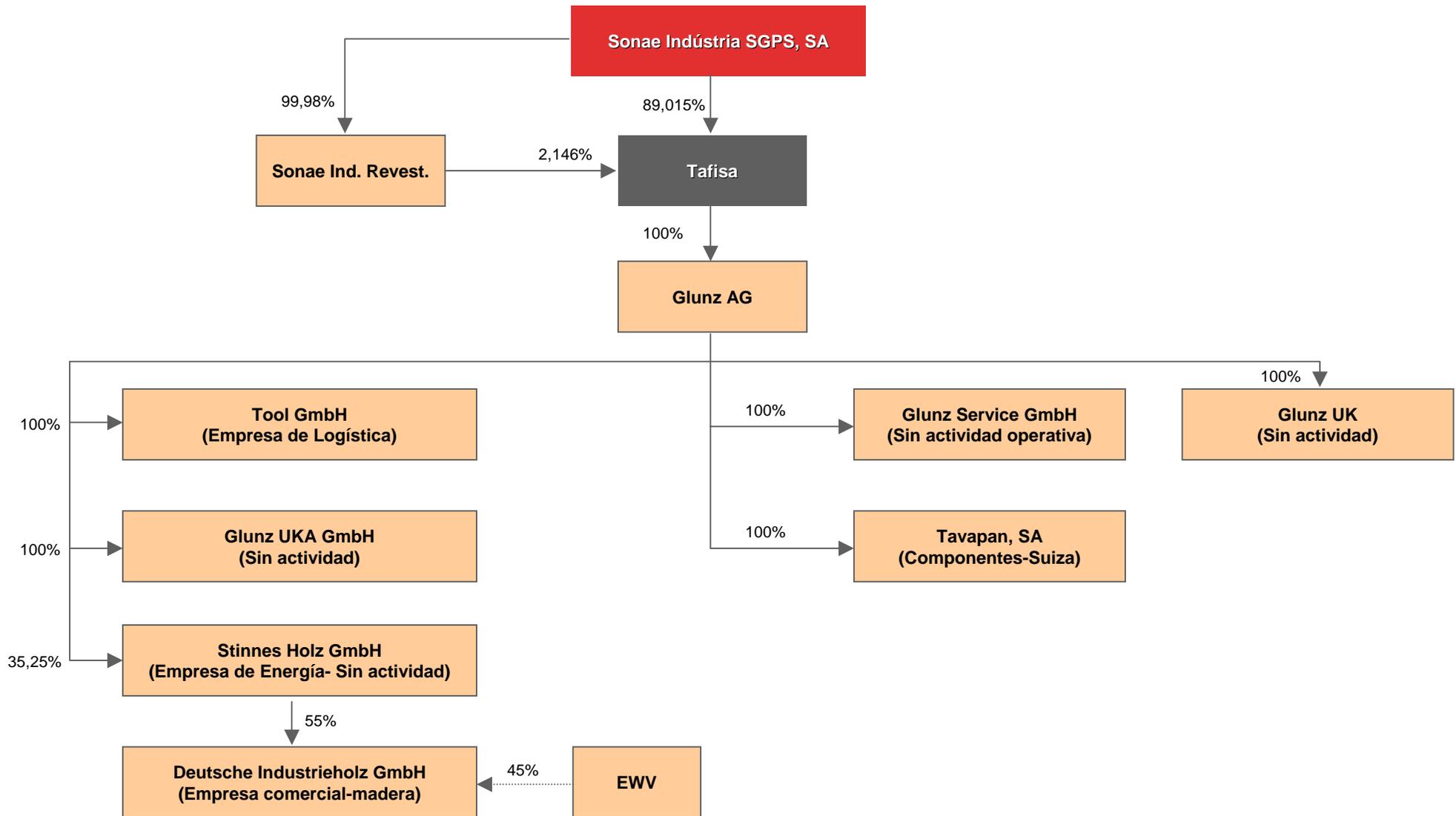
# Descuento de flujos de caja

## Estructura del grupo (I)



## Descuento de flujos de caja

### Estructura del grupo (II)



## Descuento de flujos de caja

### Estimación de los flujos libres de caja futuros

- ♦ Para la preparación de los flujos libres de caja futuros, Santander Investment, en base a las hipótesis, opiniones y estimaciones proporcionadas por la Dirección de Tafisa y/o sus asesores, salvo las hipótesis relativas a la evolución prevista de la inflación y en base a la información pública, ha preparado una proyección de los flujos de caja libres para el periodo 2006E – 2012E
- ♦ La proyección de los flujos de caja libres se ha realizado a partir de las cuentas de explotación de cada uno de los países en los que opera Tafisa, puesto que se ha considerado relevante tener en cuenta las especificidades de cada uno de dichos mercados, las cuales no se verían reflejadas en una proyección consolidada de la cuenta de Pérdidas y Ganancias de Tafisa
- ♦ Dichas proyecciones se han establecido de acuerdo a unas hipótesis generales y específicas, que no pretenden reflejar la evolución exacta de las diferentes partidas sino proporcionar un escenario razonable de proyección, así como a estimaciones determinadas por la Dirección de Tafisa que reflejan su mejor estimación y juicio actual sobre las condiciones previsibles esperadas
- ♦ Se ha partido del presupuesto de gestión 2006 elaborado por la Sociedad y se han proyectado los ejercicios 2007E-2012E. Dichas proyecciones, una vez preparadas, han sido revisadas y contrastadas con la Dirección de Tafisa
- ♦ Las estimaciones de Tafisa prevén un crecimiento anual acumulado de la cifra de negocio consolidada de un 3,4% para el periodo 2005-2012E y un mantenimiento de los márgenes EBITDA y EBIT en torno al 12% y el 6%, respectivamente

*La valoración por descuento de flujos de caja se ha realizado a 30/06/06*

*Por tanto, todos los flujos de caja futuros se han descontado a esta fecha, y en 2006 sólo se ha considerado la mitad del flujo generado en todo el año*

Cifras en Mill. €	Principales magnitudes consolidadas							
	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Cifra de negocio <sup>(1)</sup>	1.505,4	1.650,8	1.673,0	1.714,7	1.758,0	1.796,6	1.847,5	1.899,2
EBITDA	191,7	221,9	199,3	203,9	207,7	213,6	220,2	226,2
Margen EBITDA (%)	12,7%	13,4%	11,9%	11,9%	11,8%	11,9%	11,9%	11,9%
EBIT	93,3	123,0	97,4	103,0	107,3	112,7	119,1	124,3
Margen EBIT (%)	6,2%	7,5%	5,8%	6,0%	6,1%	6,3%	6,4%	6,5%
Flujo de caja libre (FCF)	n.a.	113,1	139,8	139,5	120,2	149,2	149,5	151,5

- ♦ En base a la información pública y la proporcionada por la Dirección de Tafisa, Santander Investment considera que estas estimaciones pueden reflejar un escenario razonable de la evolución futura de la Sociedad que considera:
  - La madurez de algunos mercados en los que opera Tafisa
  - Una mejora operativa razonable

(1) Las magnitudes consolidadas no coinciden con las ventas agregadas de todos los países debido a la existencia de transacciones entre compañías del Grupo Tafisa  
n.a.: no aplica

# Descuento de flujos de caja

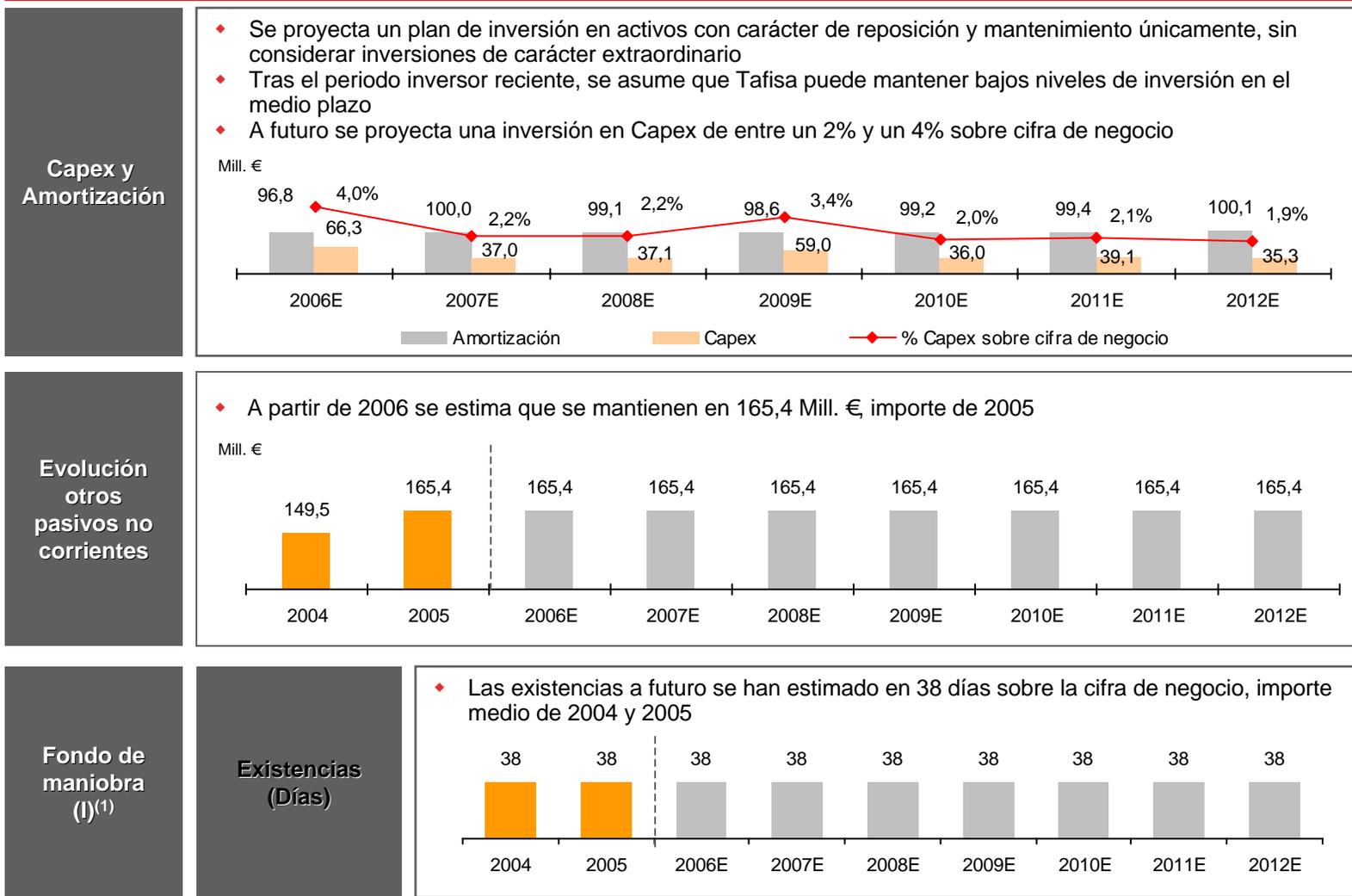
## Principales hipótesis de proyección (I)

Hipótesis de Pérdidas y Ganancias																					
<b>Producción</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>El plan de negocio recoge las ampliaciones de capacidad/joint-ventures previstas por Tafisa, salvo aquellas, como el caso de Sudáfrica, cuyo impacto en la valoración no deberá ser significativo, dado que después del anuncio del aumento de capacidad el principal competidor ha anunciado también un aumento de capacidad similar</li> <li>Por lo que se refiere a la adquisición del Grupo Hornitex en Alemania, el plan de negocio incluye el efecto en precio derivado de la mayor cuota de mercado obtenida por Tafisa como consecuencia de la citada adquisición</li> <li>No obstante, en el plan de negocio no se han incluido los flujos de caja estimados de Hornitex ni la salida de caja derivada de la adquisición de esta compañía ni las inversiones previstas a futuro, puesto que ambos efectos unidos tendrían un impacto neto reducido en la valoración</li> <li>El 29 de junio de 2006 se comunicó a la CNMV mediante Hecho Relevante que la Comisión Europea había notificado la aprobación de esta operación, produciéndose el día 3 de julio la adquisición de Hornitex</li> <li>El día 13 de julio de 2006 se comunicó mediante Hecho Relevante a la CNMV que el Grupo Tafisa había alcanzado un acuerdo para la adquisición al Grupo FINSA de la compañía francesa Darbo, SAS. No obstante, no se ha incluido esta compañía en el plan de negocio puesto que la operación está condicionada a su aprobación previa por parte de las autoridades de la competencia y el impacto adicional en cuota de mercado no se prevé que tenga un efecto significativo en la valoración</li> <li>Ver detalle de capacidades productivas por país y planta en el anexo C posterior</li> <li>Tafisa actúa en gran parte en mercados maduros con bajo crecimiento esperado</li> </ul>																				
<b>Mix de productos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>En base al plan de negocio de la Compañía se ha asumido que el mix de producto no varía a lo largo del periodo de proyección</li> </ul>																				
<b>Precios de venta</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>En general, se proyecta un incremento de los precios unitarios ligados a la inflación de cada país donde opera Tafisa</li> <li>Se han tomado las estimaciones futuras de inflación de Santander Investment Bolsa</li> </ul>																				
<b>Gastos de personal</b>	<p>Mill. €</p> <table border="1"> <caption>Gastos de personal (Mill. €)</caption> <thead> <tr> <th>Año</th> <th>2004</th> <th>2005</th> <th>2006E</th> <th>2007E</th> <th>2008E</th> <th>2009E</th> <th>2010E</th> <th>2011E</th> <th>2012E</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Total</td> <td>194,0</td> <td>193,2</td> <td>206,8</td> <td>211,8</td> <td>215,1</td> <td>219,3</td> <td>223,3</td> <td>228,7</td> <td>234,3</td> </tr> </tbody> </table>	Año	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	Total	194,0	193,2	206,8	211,8	215,1	219,3	223,3	228,7	234,3
Año	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E												
Total	194,0	193,2	206,8	211,8	215,1	219,3	223,3	228,7	234,3												
<b>Otros gastos de explotación</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Se aplica el criterio de proyección al mismo ritmo de la inflación de cada país para los costes fijos</li> <li>En cuanto a las materias primas, se asume un ciclo en línea con tendencias históricas en el sector</li> <li>Decalaje en traslado de cambios de precio de materias primas al cliente</li> </ul>																				

# Descuento de flujos de caja

## Principales hipótesis de proyección (II)

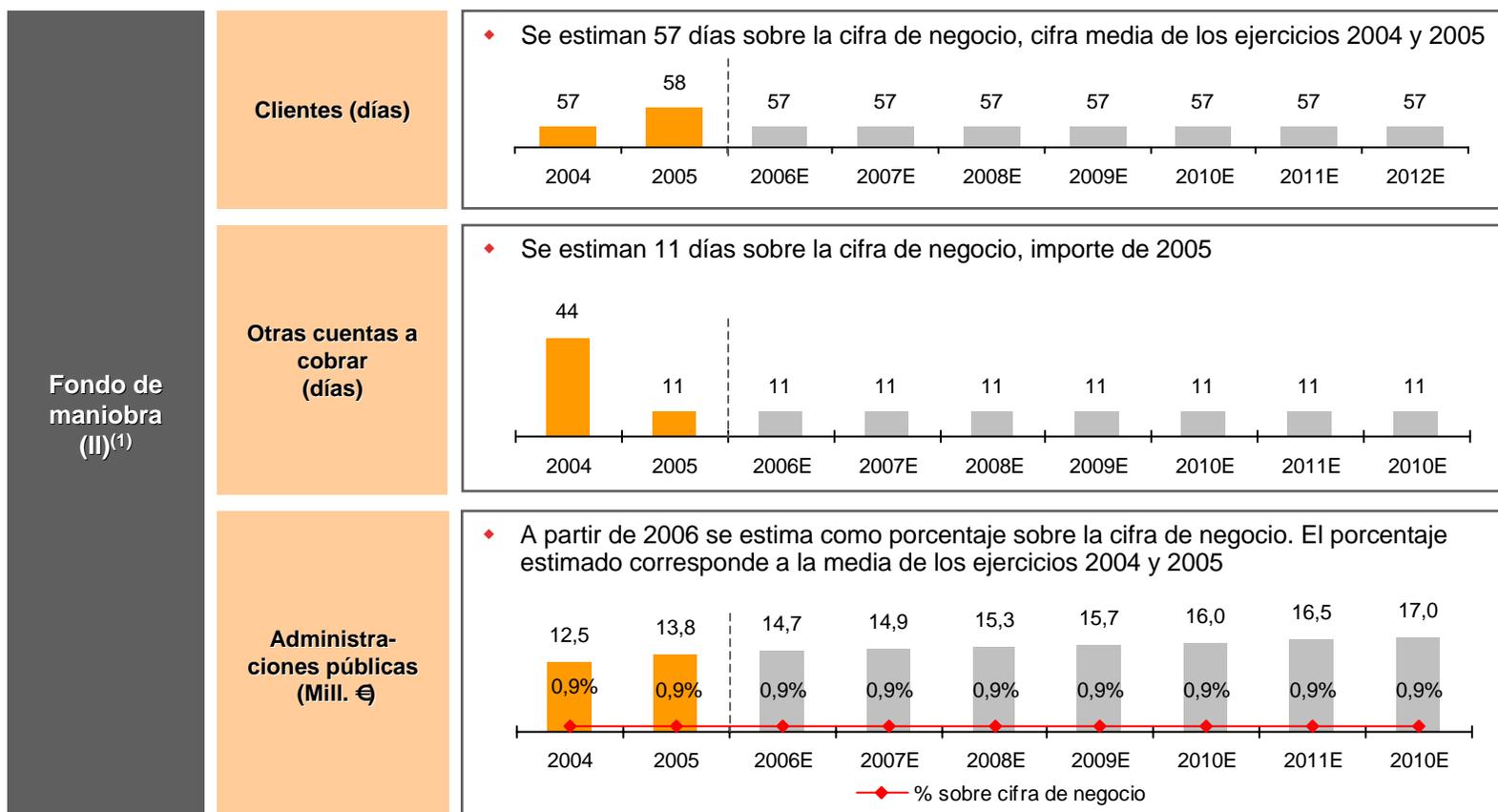
### Hipótesis de Balance de Situación



# Descuento de flujos de caja

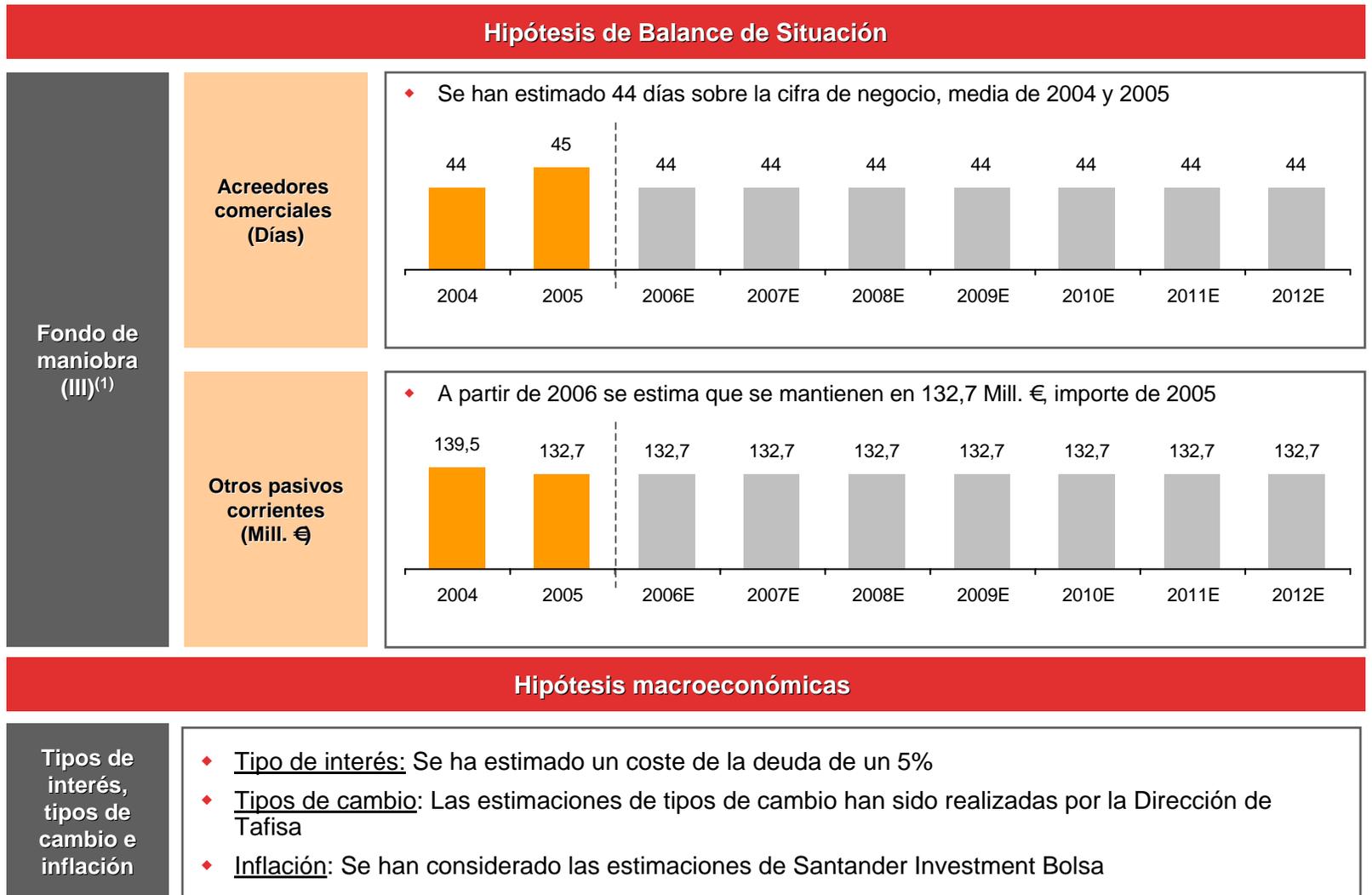
## Principales hipótesis de proyección (III)

### Hipótesis de Balance de Situación



# Descuento de flujos de caja

## Principales hipótesis de proyección (IV)



(1) Se ha partido de los datos históricos correspondientes a los años 2004 y 2005, puesto que son los únicos disponibles bajo nueva normativa internacional de contabilidad (NIIF)

# Descuento de flujos de caja

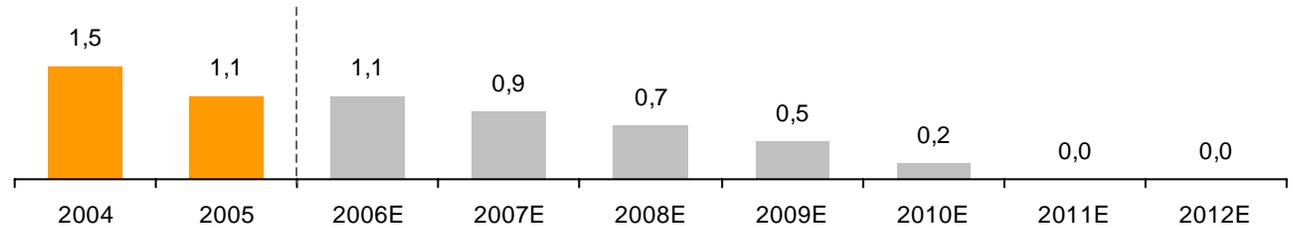
## Principales hipótesis de proyección (V)

### Detalle del Activo Inmovilizado

#### Inmovilizado Inmaterial Neto

- ♦ El saldo neto de Inmovilizado Inmaterial a 31/12/05 se amortiza en 5 años

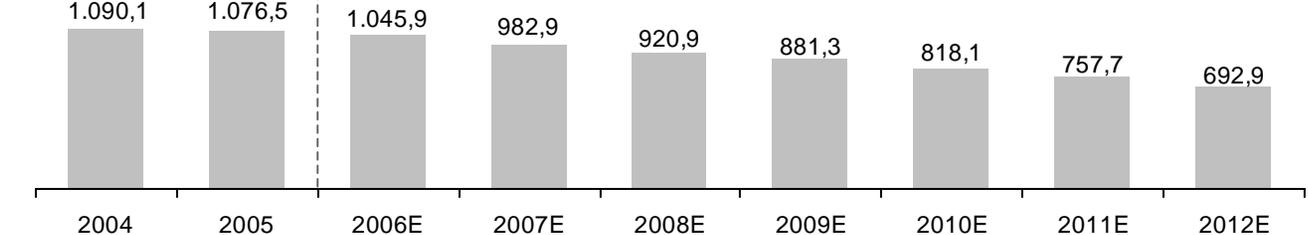
Mill. €



#### Inmovilizado Material Neto

- ♦ Se ha utilizado el calendario de amortizaciones e inversiones en inmovilizado proporcionando por la Sociedad

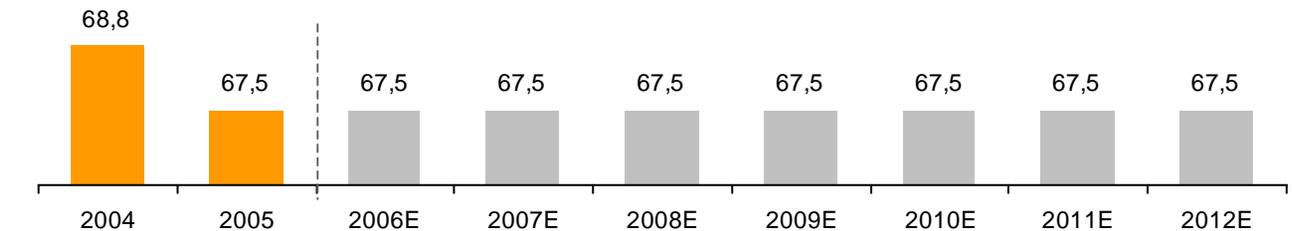
Mill. €



#### Inmovilizado Financiero

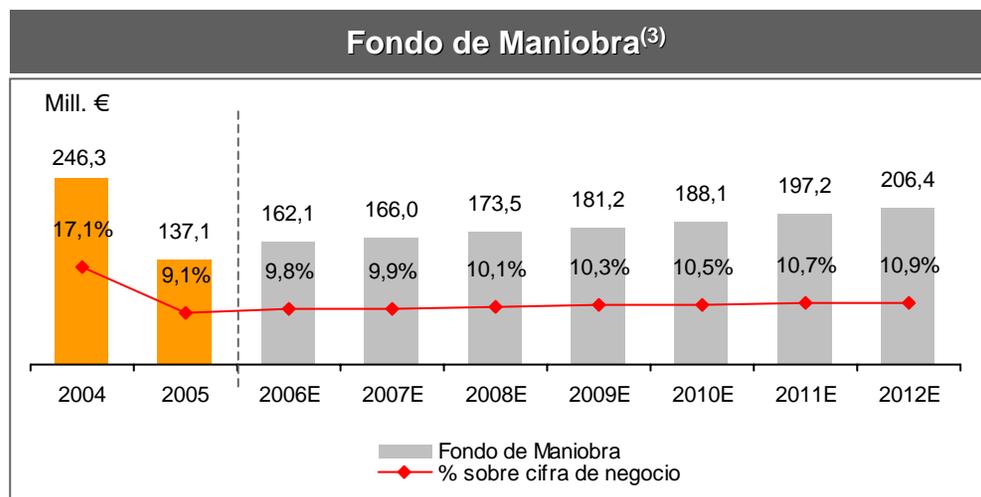
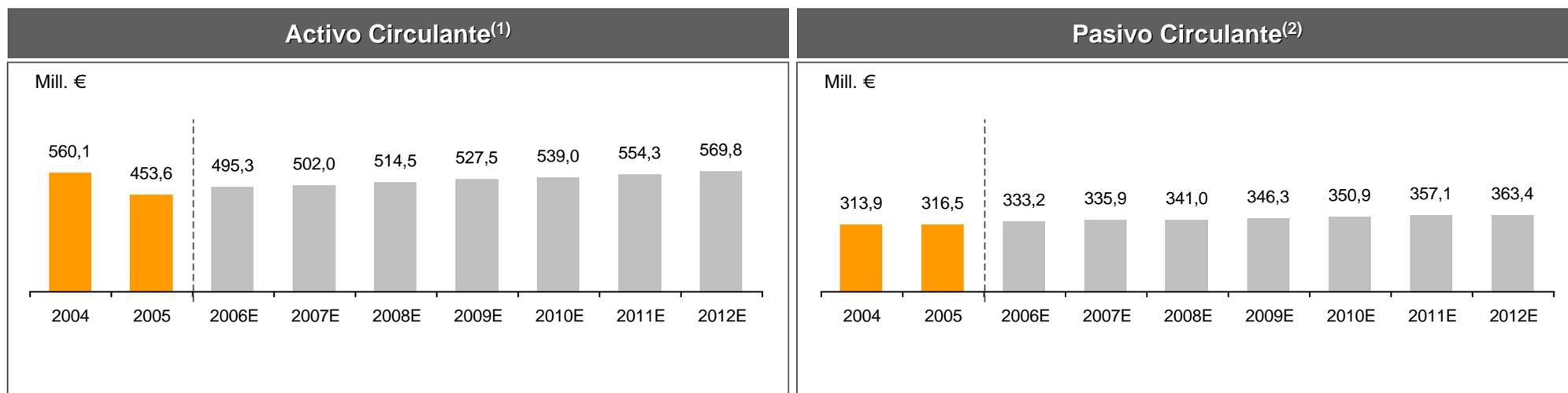
- ♦ A largo plazo, se estima al mismo nivel que en 2005

Mill. €



## Descuento de flujos de caja

### Principales hipótesis de proyección (VI)

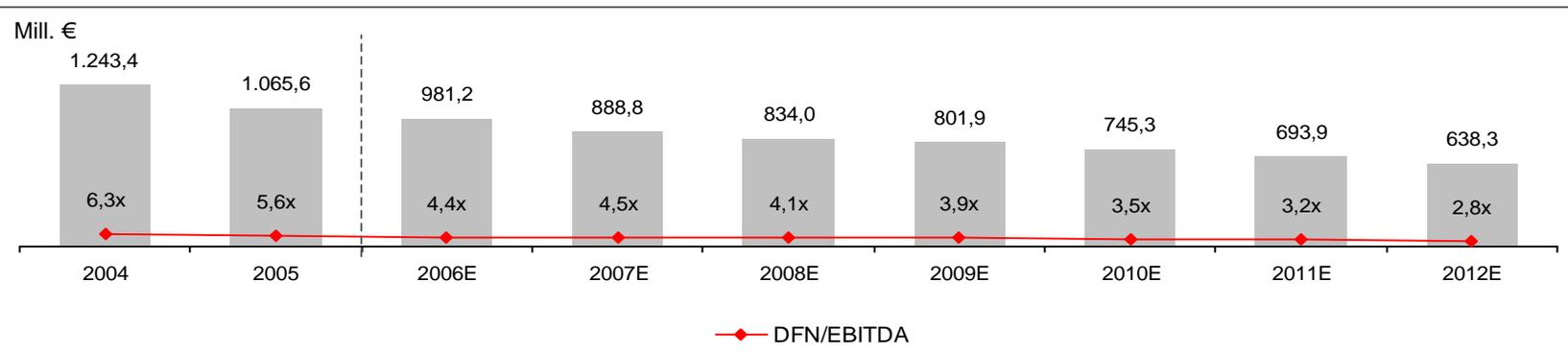


- (1) Incluye existencias, clientes, otras cuentas a cobrar y administraciones públicas  
 (2) Incluye acreedores comerciales y otros pasivos corrientes  
 (3) Activo circulante menos Pasivo circulante

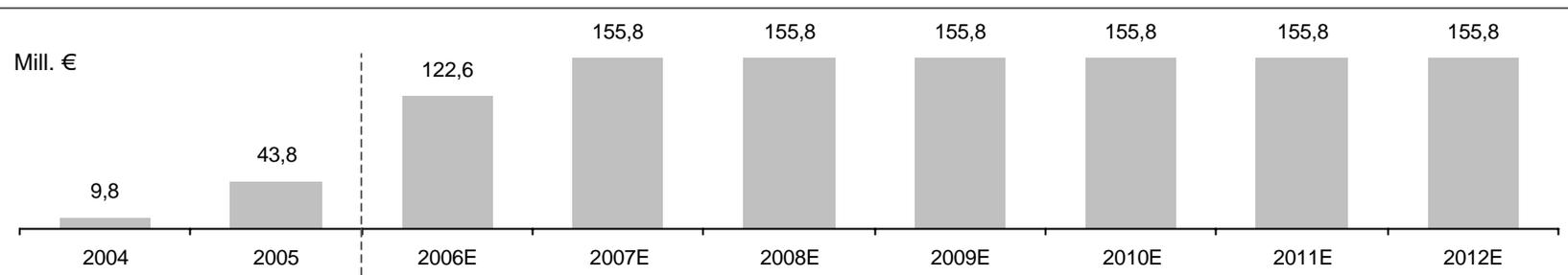
## Descuento de flujos de caja

### Principales hipótesis de proyección (VII)

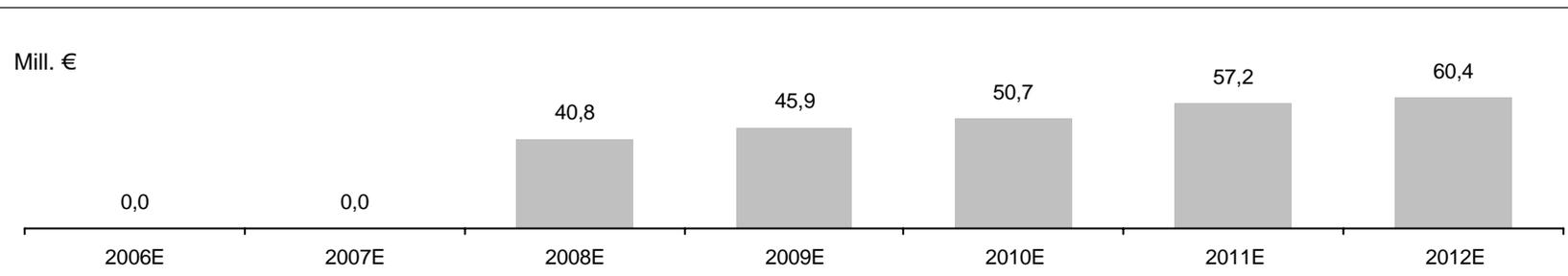
#### Evolución DFN<sup>(1)</sup>



#### Evolución Fondos Propios



#### Dividendos<sup>(2)</sup>



(1) Deuda Financiera Neta consolidada

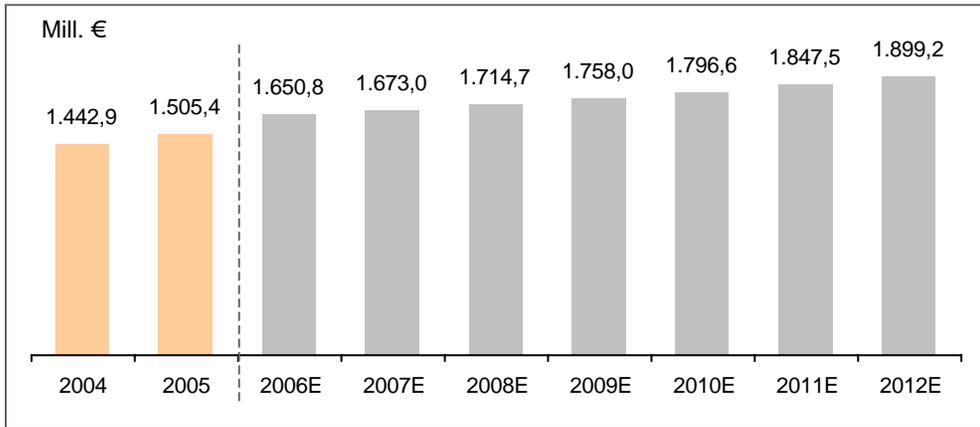
(2) Se ha asumido un pago de dividendos igual al Beneficio Neto generado a partir del año 2008

# Descuento de flujos de caja

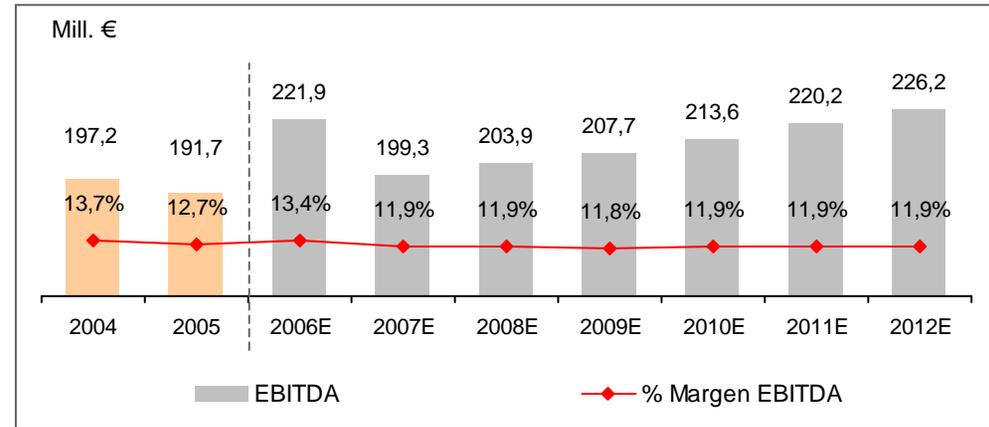
## Plan de negocio

### Evolución de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

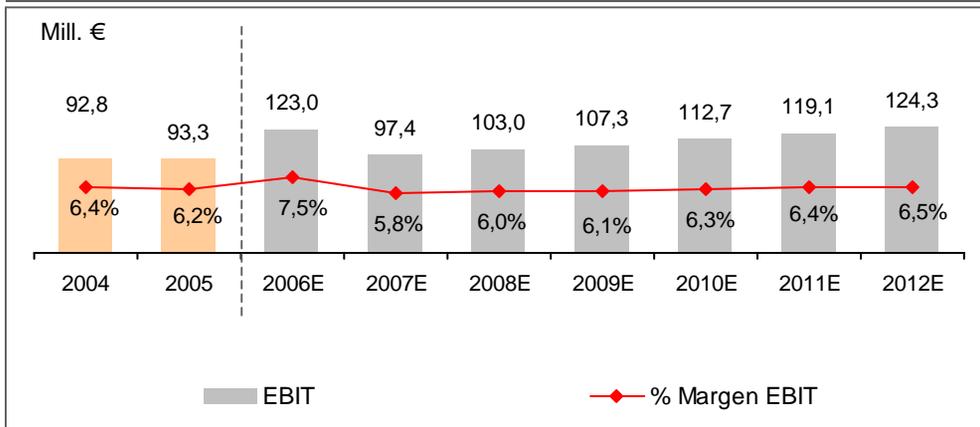
#### Cifra de Negocio



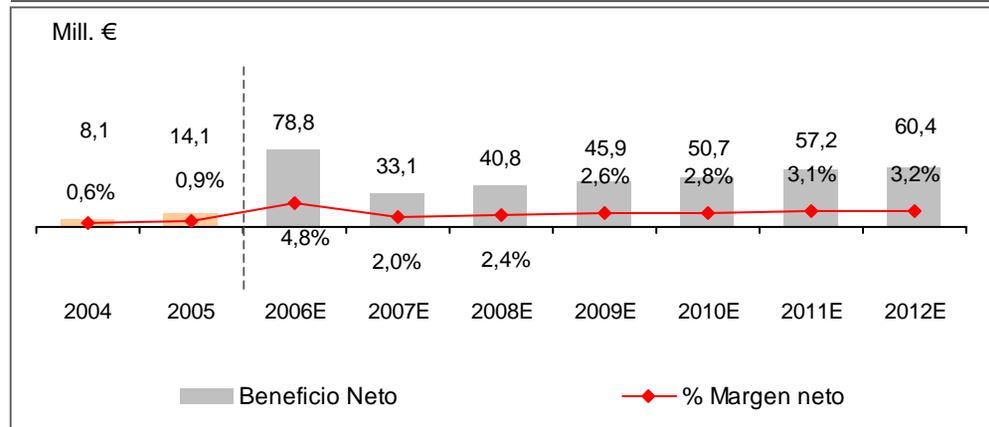
#### EBITDA



#### EBIT



#### Beneficio neto



# Descuento de flujos de caja

## Parámetros técnicos

Se calculan tasas de descuento para cada país, al valorarse de forma separada

Los gestores han proporcionado su visión sobre el coste de la deuda a nivel global que se emplea para calcular los WACCs por país

El WACC implícito obtenido en la valoración es de un 8,06%

Se ha utilizado una tasa de crecimiento a perpetuidad ("g") en el escenario central de un 2,0% en todos los países en los que Tafisa opera

Cálculo del valor de la Compañía (Enterprise Value)

- El cálculo del Enterprise Value se ha realizado en base a la capacidad de generación de flujos de caja libres futuros:
  - Valor Coyuntural** como valor presente de los flujos de caja libres generados en el periodo 2006E-2012E
  - Valor Residual** como valor presente de los flujos de caja libres a partir de 2012E considerando un crecimiento a perpetuidad en el escenario central del 2,0% en todos los países en los que Tafisa opera
- Se calcula el valor de cada uno de los países por separado, puesto que se ha considerado relevante tener en cuenta las especificidades en cada uno de dichos mercados y así poder evaluar el impacto de las participaciones no detentadas por Tafisa. Asimismo, de este modo se ha calculado la tasa impositiva efectiva en cada uno de los países, partiendo de las bases imponibles negativas existentes en cada uno de ellos a 31/12/2005

Fecha valoración

- La valoración se ha efectuado a 30 de junio de 2006, fecha más próxima al presente informe de valoración
- Por tanto, todos los flujos de caja futuros se han descontado a esta fecha, y en 2006 sólo se ha considerado la mitad del flujo generado en todo el año

Cálculo del coste de los recursos (WACC)

- Estructura financiera objetivo:** 50% de los recursos ajenos sobre el total de recursos (ambos a valor del mercado)<sup>(1)</sup>
- Beta utilizada:** 1,24 (reapalancada) en base a la media de las betas históricas desapalancadas de las compañías cotizadas comparables (0,75)<sup>(2)</sup>
- Coste de recursos propios:** Se trata de un coste medio ponderado de los países en los que opera Tafisa
- Coste de recursos ajenos:** Se ha estimado en un 5,0% a futuro (tipo sin riesgo más un margen)

		Iberia	Reino Unido	Francia	Alemania + Lux	Canadá	Brasil	Sudáfrica	
Coste del equity (%)	Tasa libre de riesgo <sup>(3)</sup>	3,92%	4,59%	3,93%	3,92%	4,36%	14,68%	8,57%	
	Prima riesgo mercado	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	7,00%	6,00%	
	Beta apalancada	1,24							
	Coste recursos propios	10,11%	10,78%	10,12%	10,11%	10,55%	23,34%	16,00%	
Coste de deuda (%)	Coste pre impuesto	5,00%							Tipo sin riesgo <b>3,9%</b>
	Tasa impositiva	32,0%	0,0% <sup>(4)</sup>	0,0% <sup>(4)</sup>	30,5%	32,0%	34,0%	29,0%	Margen <b>1,1%</b>
	Coste de deuda	3,4%	5,0%	5,0%	3,5%	3,4%	3,3%	3,6%	
	WACC (%)	<b>6,75%</b>	<b>7,89%</b>	<b>7,56%</b>	<b>6,79%</b>	<b>6,97%</b>	<b>13,32%</b>	<b>9,77%</b>	

(1) Se ha calculado como la media del apalancamiento actual de Tafisa (aprox. 64%) y la media acotada de las compañías cotizadas comparables (aprox. 32%). Ver capítulo II.B apartado relativo a compañías cotizadas comparables

(2) Incluye mediciones semanales durante un periodo de 2 años (104 observaciones) de las betas desapalancadas de las siguientes compañías: Sonae Industria (0,80), Pfeleiderer (0,56), Norbord (0,63), Masisa (0,99), West Fraser Timber (0,43), Weyerhaeuser (1,02), Steinhoff (0,72)

(3) Fuente: Bloomberg a 27/07/06

(4) En Francia y Reino Unido no se estima la generación de beneficios positivos a futuro, por lo que no se prevé el pago de impuestos

## Descuento de flujos de caja

### Deuda Financiera Neta y Valor Terminal

#### Deuda Financiera Neta (DFN)

- Se ha partido de la posición financiera neta consolidada a 31 de marzo de 2006 y se ha ajustado por participaciones minoritarias, que asciende a 1.044 Mill. €

Mill. €	Concepto	31/03/06	31/12/05
<b>Deuda financiera</b>	Deuda Entidades Crédito	224,9	225,3
	Empresas del Grupo	832,6	799,9
	Otros pasivos financieros	113,9	113,8
	Planes de pensiones	23,4	23,4
<b>Tesorería + IFTs</b>	Efectivo y otros medios líquidos equivalentes	115,8	96,7
	Venta terrenos Pontevedra	13,4 <sup>(1)</sup>	13,4 <sup>(1)</sup>
	<b>DFN consolidada</b>	<b>1.065,7</b>	<b>1.052,2</b>
	-DFN Brasil (no atribuible)	21,5	20,8
	<b>DFN proporcional</b>	<b>1.044,2</b>	<b>1.031,4</b>

#### Otros ajustes

- Al valor de Compañía (Enterprise Value) obtenido como suma de partes, se le ha deducido el valor correspondiente a las participaciones de las compañías filiales de Tafisa que no son de su propiedad
- No existen subvenciones solicitadas ni pendientes de recibir a futuro que sean de carácter relevante y que pudieran afectar en consecuencia a la valoración y a las conclusiones de este informe
- Salvo los terrenos de Pontevedra (ya considerados en Tesorería + IFTs), no existen otros activos no afectos que sean de carácter relevante y que pudieran afectar en consecuencia a la valoración y a las conclusiones de este informe
- No se ha considerado como mayor valor los inmuebles de inversión (destinados a alquiler) incluidos en el activo consolidado a 31/12/2005 por un importe aproximado de 9 Mill. €, puesto que en el plan de negocio futuro ya se incluyen los ingresos derivados del alquiler de dichos inmuebles

#### Valor Terminal

- EBIT terminal igual al EBIT 2012
- Tipo impositivo: Iberia: 32,0%, Reino Unido: 0,0%<sup>(2)</sup>, Francia: 0,0%<sup>(2)</sup>, Alemania: 30,5%, Canadá: 32,0%, Brasil: 34,0%, Sudáfrica: 29,0%
- Amortización terminal igual a amortización 2012
- CAPEX terminal igual a 90% amortización 2012<sup>(3)</sup>
- Inversión en fondo de maniobra terminal igual al año 2012
- Cálculo del Valor Terminal: Flujo de Caja Libre (FCF) terminal x (1+g) / (WACC-g)

(1) La compañía ha acordado la venta de los terrenos sobre los que se asentaba la fábrica de Pontevedra por un importe total de 26 Mill. € que se materializará en 2006 y de la que se han cobrado 12,6 Mill. € a 31 de diciembre de 2005

(2) En Francia y Reino Unido no se estima la generación de beneficios positivos a futuro, por lo que no se prevé el pago de impuestos

(3) En los ejercicios recientes, la Compañía ha realizado importantes inversiones en inmovilizado y, por tanto, es de esperar que a largo plazo el nivel de inversión se encuentre ligeramente por debajo de la amortización histórica

## Descuento de flujos de caja

### Cálculo de los tipos impositivos efectivos (I)

- ♦ Se ha calculado el tipo impositivo efectivo durante el periodo 2006E – 2012E en cada uno de los países en los que Tafisa opera, como consecuencia de la existencia de bases imponibles negativas derivadas de las pérdidas generadas en años anteriores y la no existencia de consolidación fiscal en el Grupo respecto a las sociedades que operan en el extranjero
- ♦ A 31 de diciembre de 2005 en las cuentas anuales consolidadas auditadas de Tafisa se incluye un crédito fiscal en el activo por importe de 47,7 Mill. € correspondiente a unas bases imponibles negativas de 134,6 Mill. €. Asimismo, existen bases imponibles negativas no reconocidas en el activo por un valor adicional de 1.024,7 Mill.€
- ♦ En los importes anteriores se incluyen 318,1 Mill. € correspondientes a bases imponibles negativas generadas en España, de los cuales 233,5 Mill. € se refieren a las provisiones fiscales dotadas por las sociedades Tableros de Fibras, S.A., Tafiber, Tableros de Fibras Ibéricas, S.L. y Taiber, Tableros Aglomerados de Fibras, S.L. para corregir el valor de sus participaciones en sus filiales extranjeras como consecuencia de las pérdidas generadas por las mismas
- ♦ Por tanto, en el caso de España sólo se han tenido en cuenta 84,6 Mill. € de bases imponibles negativas, puesto que el importe restante comentado (233,5 Mill. €) ya está recogido en las bases imponibles negativas de las filiales extranjeras correspondientes y sólo podría ser recuperado con los beneficios generados por dichas filiales
- ♦ Se ha partido de la estimación de los beneficios antes de impuestos de cada uno de los países y se han ido utilizando las bases imponibles negativas existentes, teniendo en cuenta que en España el límite temporal de utilización es de 15 años desde la fecha de la generación, que en el resto de los países no existe límite temporal y que en Alemania existe un límite anual de utilización de un 60% y en Brasil de un 30%

## Descuento de flujos de caja

### Cálculo de los tipos impositivos efectivos (II)

- Los tipos impositivos efectivos obtenidos y aplicados en el descuento de flujos de caja libre han sido:

	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	Tipo impositivo Valor Terminal
Iberia	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	29,5%	32,0%
Francia	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Alemania + Luxemburgo	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	30,5%
Reino Unido	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sudáfrica <sup>(1)</sup>	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Brasil	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	34,0%
Canadá <sup>(1)</sup>	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%

(1) No existen bases imponibles negativas a 31/12/05

- De este modo, en el año 2012 se consumen las bases imponibles negativas existentes en España, quedando pendientes de compensar bases imponibles negativas en Francia, Alemania + Luxemburgo, Reino Unido y Brasil. No obstante, en Francia y Reino Unido la estimación futura de no generación de beneficios implica la imposibilidad de recuperar las bases imponibles negativas existentes
- Por lo que se refiere a Alemania + Luxemburgo y Brasil, y puesto que en 2012E todavía existen bases imponibles negativas pendientes de compensar, se ha prolongado la proyección del beneficio antes de impuestos hasta el año en el cual las bases imponibles negativas se compensen en su totalidad (2027E en el caso de Alemania + Luxemburgo y 2023E en el caso de Brasil). Se ha calculado el valor presente a la fecha de valoración (30 de junio de 2006) de los créditos fiscales generados a partir de 2013E teniendo en cuenta la tasa WACC en estos países, y el impacto en valoración es el siguiente:
  - Alemania + Luxemburgo: 31,7 – 35,9 Mill. € (0,07 – 0,08 € por acción)<sup>(2)</sup>
  - Brasil: 2,2 – 2,5 Mill. € (0,00 – 0,01 € por acción)<sup>(2)</sup>
- Finalmente, para el cálculo del valor terminal se han tenido en cuenta los tipos impositivos generales de cada uno de los países en los que Tafisa tiene actividad, salvo en el caso de Francia y Reino Unido, donde el tipo impositivo aplicado ha sido de un 0% debido a la no previsión de pago de impuestos a futuro

(2) Teniendo en cuenta una variación de  $\pm 0,5\%$  en la tasa WACC

## Descuento de flujos de caja

### Detalle de valoración (I)

País	% participación	WACC	Detalle de flujos de caja libres (Mill. €)							Valor Terminal (Mill. €)	Valor Compañía 100% (Mill. €) <sup>(2)</sup>
			2006E <sup>(1)</sup>	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E		
Iberia	99,95%	6,75%	22,6	32,2	35,2	24,3	38,3	38,2	33,6	311,5	381,2
Francia	99,99%	7,56%	1,6	2,6	1,4	-2,2	7,6	6,8	8,8	36,3	41,4
Alemania + Luxemburgo	99,10%	6,79%	12,7	45,9	40,9	39,5	41,8	42,5	42,4	533,4	556,5
Reino Unido	99,96%	7,89%	0,9	5,1	4,4	1,4	3,7	2,8	4,7	4,2	20,0
Sudáfrica	99,96%	9,77%	6,4	20,6	22,9	21,9	23,0	24,0	25,1	304,1	267,1
Brasil	53,99%	13,32%	5,7	13,4	13,2	13,2	12,4	13,0	13,3	64,3	82,7
Canadá	100,00%	6,97%	6,6	20,0	21,5	22,0	22,4	22,2	23,6	308,7	306,2

## Descuento de flujos de caja

### Detalle de valoración (II)

	Iberia	Francia	Alemania + Luxemburgo	Reino Unido	Sudáfrica	Brasil	Canadá
<b>Participación</b>	99,95%	99,99%	99,10%	99,96%	99,96%	53,99%	100,00%
<b>Valor Compañía 100% (Mill.€)</b>	381,2	41,4	556,5	20,0	267,1	82,7	306,2

**Valor Compañía Total (Mill. €)**

**1.655,1**

	Iberia	Francia	Alemania + Luxemburgo	Reino Unido	Sudáfrica	Brasil	Canadá
<b>Valor Compañía no atribuible (Mill. €)</b>	0,2	0,0	5,0	0,0	0,1	38,1	0,0

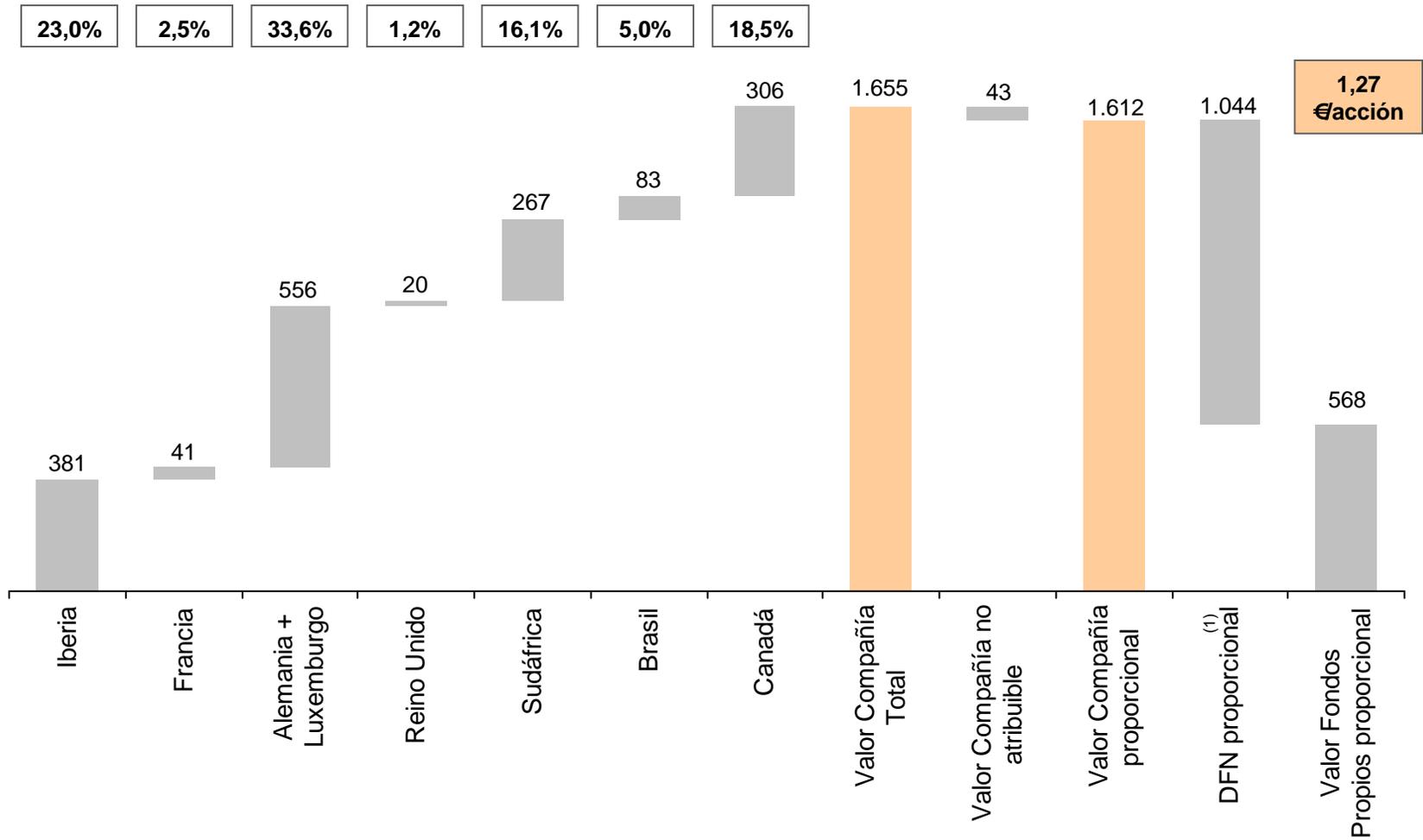
**Valor Compañía proporcional (Mill. €)**

**1.611,8**

<b>DFN (Mill. €)<sup>(1)</sup></b>	<b>Consolidada</b>	<b>1.065,7</b>
	<b>No atribuible</b>	<b>21,5</b>
<b>Valor Fondos Propios proporcional (Mill. €)</b>	<b>Proporcional</b>	<b>1.044,2</b>
	<b>Total</b>	<b>567,6</b>
	<b>€/acción</b>	<b>1,27</b>

## Descuento de flujos de caja Detalle de valoración (III)

Mill. €



## Descuento de flujos de caja

### Rango de valoración y análisis de sensibilidades

Realizando un análisis de sensibilidad sobre los parámetros técnicos (WACC de cada país y g) y teniendo en cuenta el impacto del crédito fiscal existente en Alemania + Luxemburgo y Brasil a partir del 2013E obtenemos un rango de valoración para Tafisa de 1,16 a 1,62 €/acción

Este rango de valoración ha sido obtenido a partir del descuento de los flujos de caja libre de cada uno de los países en los que Tafisa tiene actividad

Cifras en Mill. €		Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)			
		1,5%	2,0%	2,5%	
WACC	WACCs centrales por país -0,5%	€acción	1,35	1,59	1,89
	WACCs centrales por país	€acción	1,07	1,27	1,51
	WACCs centrales por país +0,5%	€acción	0,84	1,00	1,19
		<b>Rango de valoración (€/acción)<sup>(1)</sup></b>	1,09 - 1,53		
		<b>Impacto crédito fiscal post-2013E (€/acción)</b>	0,08 - 0,09		
		<b>Rango total (€/acción)</b>	<b>1,16 - 1,62</b>		

(1) En la formación del rango se han tomado los valores medios para cada tasa de crecimiento a perpetuidad (g)

# Descuento de flujos de caja

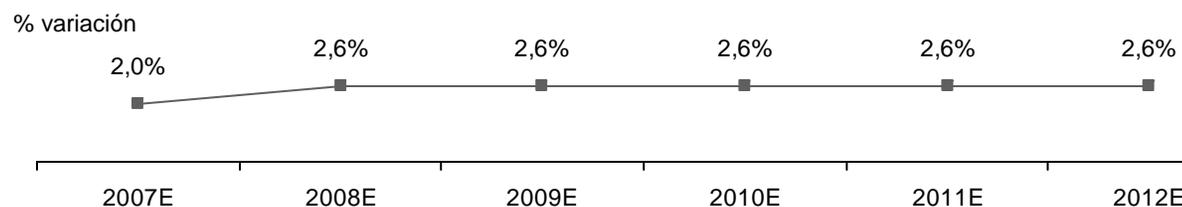
## Detalle por país: Iberia (I)

### Visión general

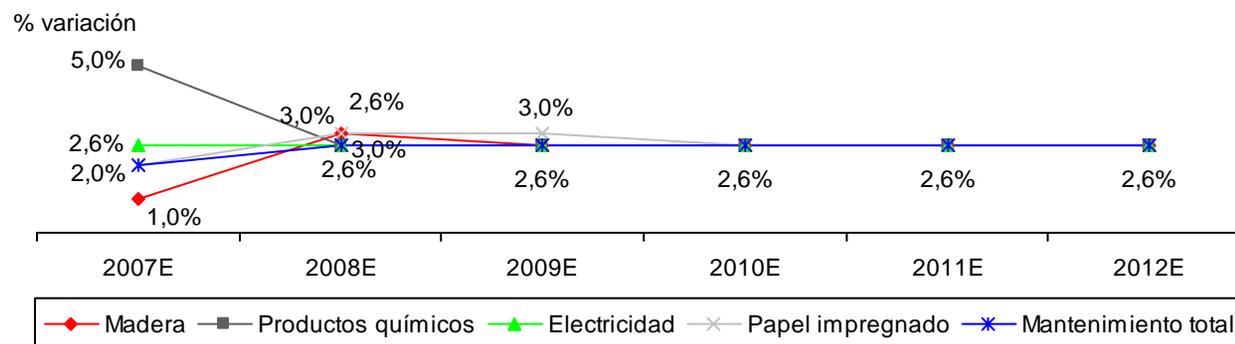
- ♦ El mercado español es uno de los mercados más rentables en los que opera la Sociedad
- ♦ Las ventas están estrechamente ligadas a la evolución del negocio de la construcción y una ralentización del citado sector afectaría a la evolución de las ventas de la Sociedad
- ♦ Se proyecta un estrechamiento de márgenes hacia el futuro por la dificultad de acceso a las materias primas por escasez de la madera, incremento de los precios del petróleo y productos químicos y aumentos del precio de transporte
- ♦ No está prevista la construcción de nuevas plantas

### Principales hipótesis

- ♦ Inflación: Se toma en cuenta la inflación esperada para España que se estima en 2,6% en el largo plazo
- ♦ Evolución de precios: la evolución de precios es la misma para PB, MDF y HB



- ♦ Costes variables<sup>(1)</sup>:



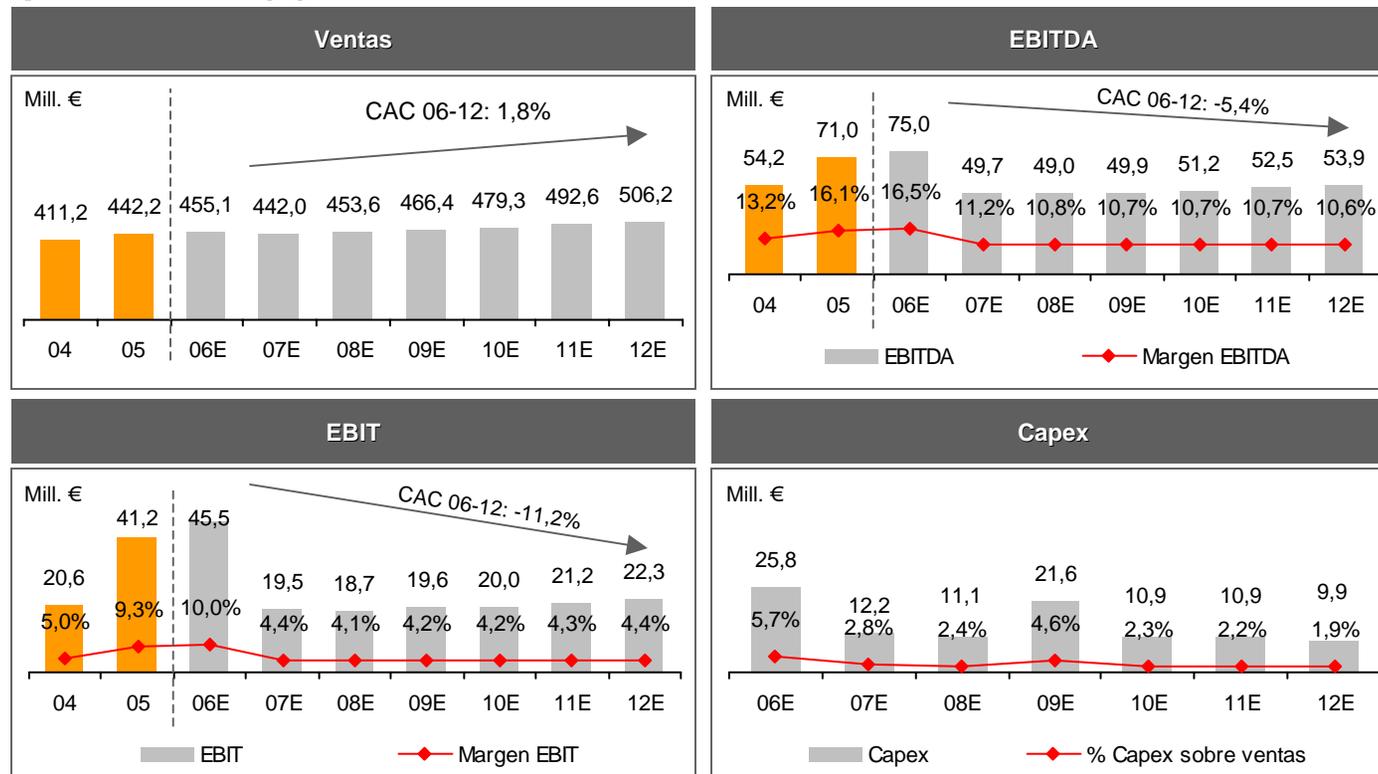
(1) Evolución del coste unitario sobre el periodo de referencia

Nota: PB (Tableros de aglomerado), MDF (Tableros de fibras de media densidad) y HB (Tableros de densidad alta)

# Descuento de flujos de caja

## Detalle por país: Iberia (II)

Principales magnitudes



### Cálculo del flujo de caja libre (FCF)

Magnitudes en Mill. €	2006E <sup>(1)</sup>	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	Valor Terminal
Ventas	455,1	442,0	453,6	466,4	479,3	492,6	506,2	506,2
Costes operativos	409,6	422,5	434,9	446,9	459,3	471,4	483,9	483,9
EBIT	45,5	19,5	18,7	19,6	20,0	21,2	22,3	22,3
Efecto impositivo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,6	-7,1
<b>NOPLAT</b>	<b>45,5</b>	<b>19,5</b>	<b>18,7</b>	<b>19,6</b>	<b>20,0</b>	<b>21,2</b>	<b>15,7</b>	<b>15,2</b>
Amortizaciones y Provisiones	29,5	30,2	30,2	30,3	31,2	31,3	31,6	31,6
CAPEX	-25,8	-12,2	-11,1	-21,6	-10,9	-10,9	-9,9	-28,4
Inversión Fondo de Maniobra	-3,9	-5,2	-2,7	-3,9	-2,1	-3,5	-3,8	-3,8
<b>Flujo de caja libre (FCF)</b>	<b>22,6</b>	<b>32,2</b>	<b>35,2</b>	<b>24,3</b>	<b>38,3</b>	<b>38,2</b>	<b>33,6</b>	<b>14,5</b>

(1) Incluye la mitad del flujo, puesto que la valoración se ha realizado a 30 de junio de 2006  
CAC: Crecimiento anual compuesto

# Descuento de flujos de caja

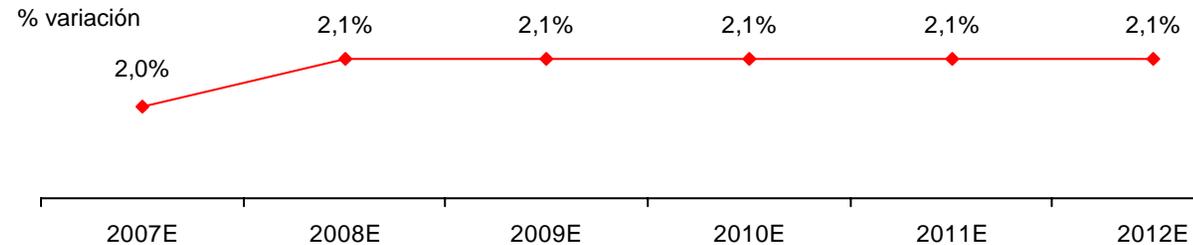
## Detalle por país: Francia (I)

### Visión general

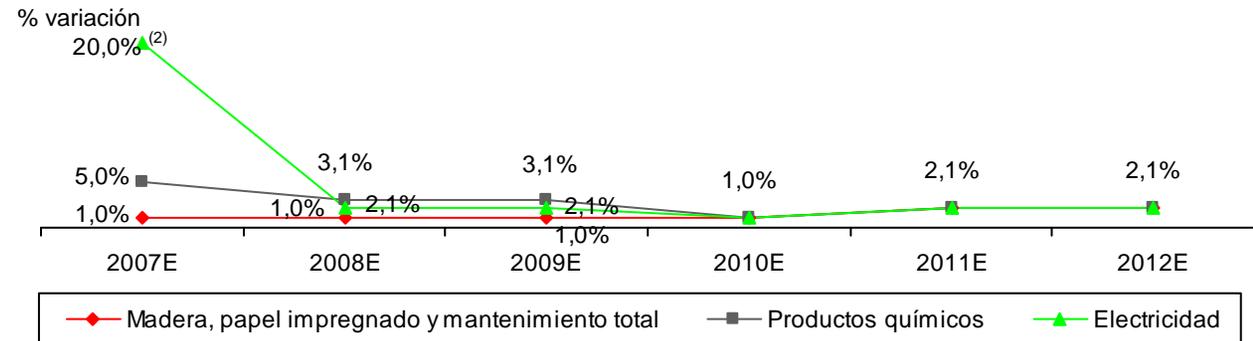
- ◆ En Francia, al igual que en Alemania, se estiman incrementos de volúmenes ligados a la evolución del PIB, por lo que la mala evolución económica impacta en los resultados
- ◆ En lo relativo a la estructura de costes, los costes de madera resultan más bajos que en otros países debido a la buena localización de las plantas
- ◆ Precios similares a la inflación
- ◆ No está prevista la construcción de nuevas plantas

### Principales hipótesis

- ◆ Inflación: 2,1% a largo plazo
- ◆ Evolución de precios: La evolución de precios es la misma para PB, MDF y OSB



- ◆ Costes variables<sup>(1)</sup>:



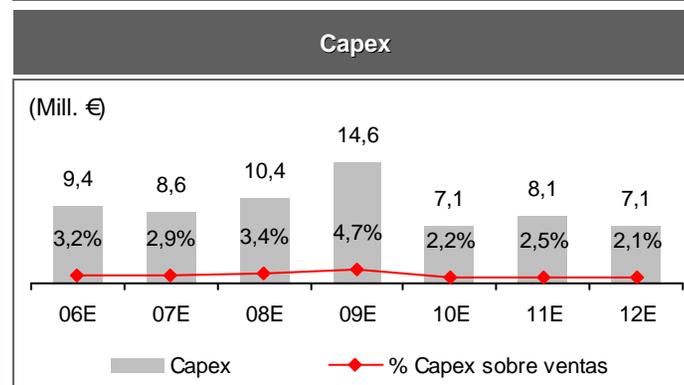
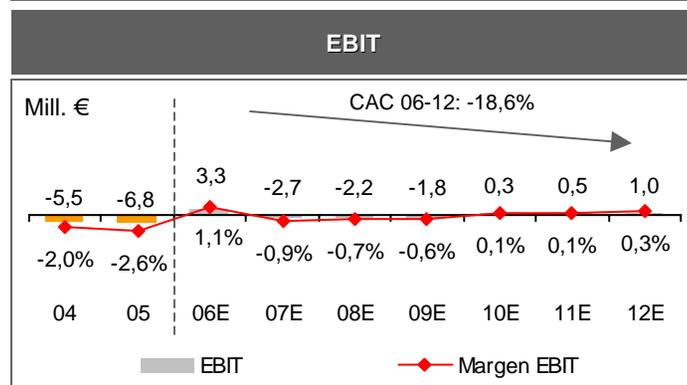
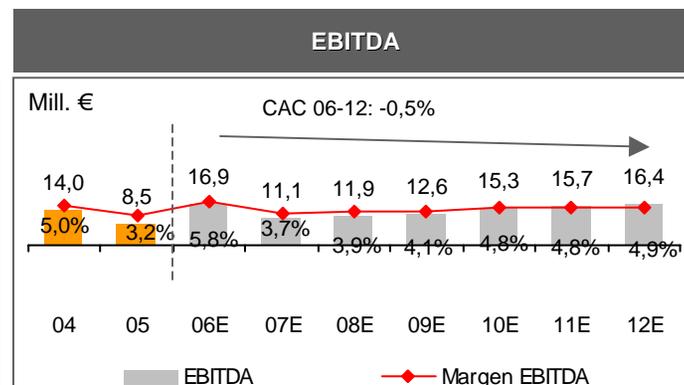
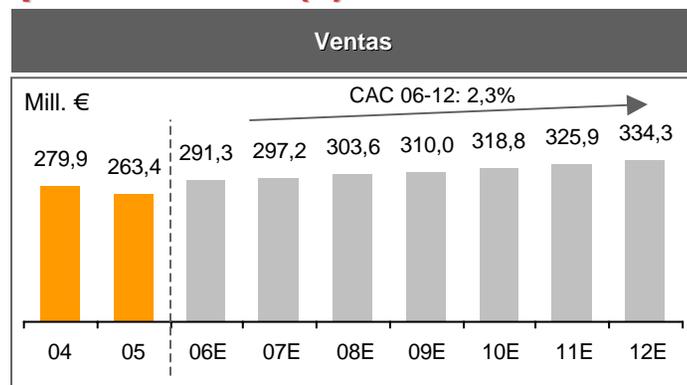
(1) Evolución del coste unitario sobre el periodo de referencia

(2) La Sociedad estima elevados incrementos del coste de electricidad para 2007 principalmente en países del centro de Europa

# Descuento de flujos de caja

## Detalle por país: Francia (II)

Principales magnitudes



### Cálculo del flujo de caja libre (FCF)

Magnitudes en Mill. €	2006E <sup>(1)</sup>	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	Valor Terminal
Ventas	291,3	297,2	303,6	310,0	318,8	325,9	334,3	334,3
Costes operativos	288,0	299,9	305,8	311,8	318,5	325,4	333,4	333,4
EBIT	3,3	-2,7	-2,2	-1,8	0,3	0,5	1,0	1,0
Efecto impositivo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>NOPLAT</b>	<b>3,3</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>
Amortizaciones y Provisiones	13,6	13,9	14,1	14,4	15,1	15,2	15,4	15,4
CAPEX	-9,4	-8,6	-10,4	-14,6	-7,1	-8,1	-7,1	-13,9
Inversión Fondo de Maniobra	-4,4	0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,7	-0,5	-0,5
<b>Flujo de caja libre (FCF)</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>	<b>1,4</b>	<b>-2,2</b>	<b>7,6</b>	<b>6,8</b>	<b>8,8</b>	<b>2,0</b>

(1) Incluye la mitad del flujo, puesto que la valoración se ha realizado a 30 de junio de 2006  
CAC: Crecimiento anual compuesto

# Descuento de flujos de caja

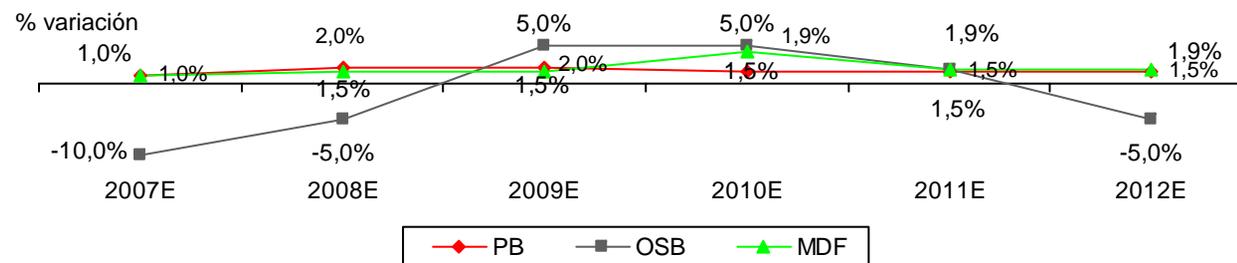
## Detalle por país: Alemania + Luxemburgo (I)

### Visión general

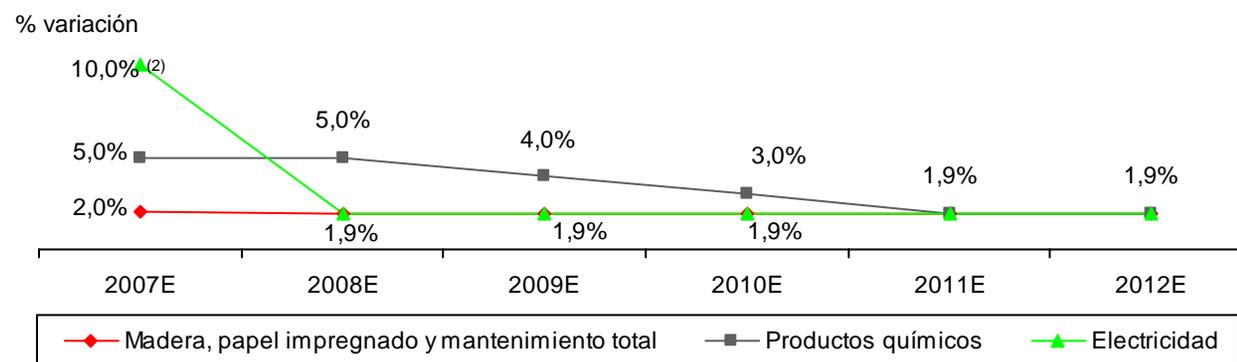
- ◆ Se prevé una recuperación económica tras los recientes años de recesión, lo que se espera repercuta positivamente en márgenes
- ◆ Existe exceso de capacidad y riesgo de deslocalización hacia Europa del Este
- ◆ Se estiman incrementos de precios ligados a la evolución de la inflación
- ◆ Fuerte descenso de los precios del OSB tras los incrementos derivados de la demanda del mercado norteamericano para reparaciones
- ◆ No está prevista la construcción de nuevas plantas

### Principales hipótesis

- ◆ Inflación: 1,9% en el largo plazo
- ◆ Evolución de precios:



- ◆ Costes variables<sup>(1)</sup>:



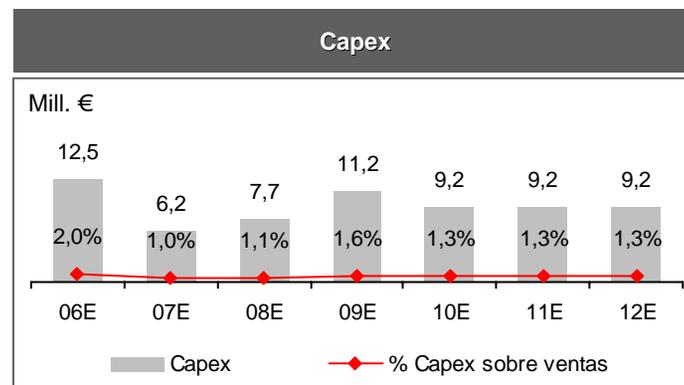
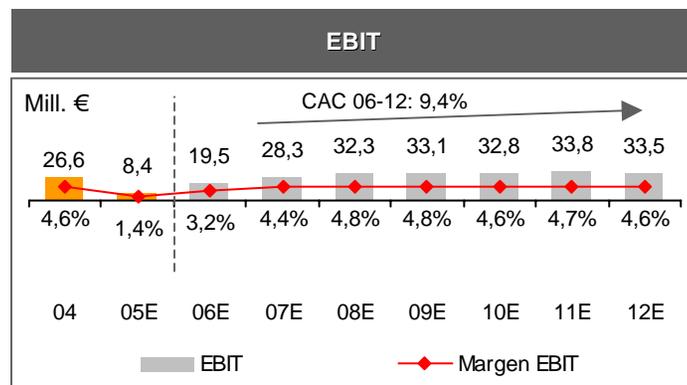
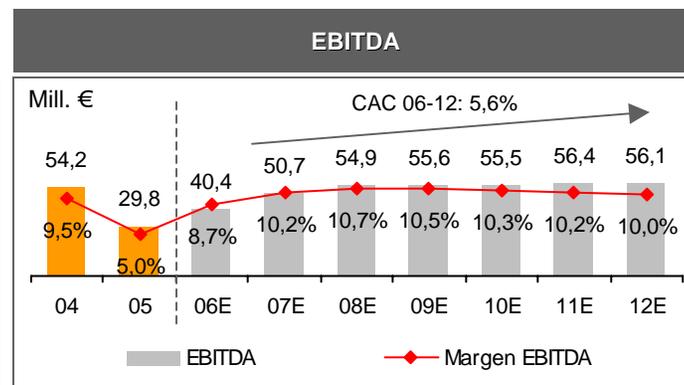
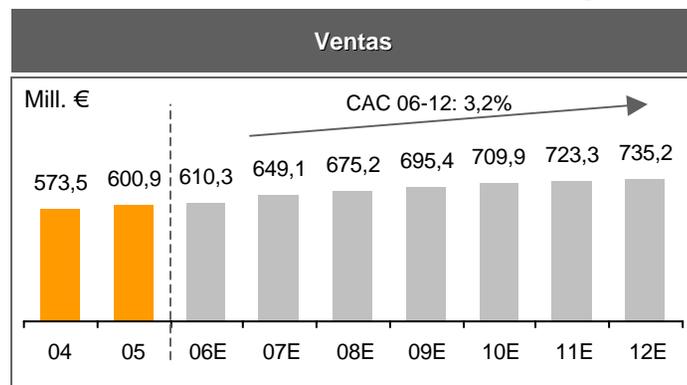
(1) Evolución del coste unitario sobre el periodo de referencia

(2) La Sociedad estima elevados incrementos del coste de electricidad para 2007 principalmente en países del centro de Europa

# Descuento de flujos de caja

## Detalle por país: Alemania + Luxemburgo (II)

Principales magnitudes



### Cálculo del flujo de caja libre (FCF)

Magnitudes en Mill. €	2006E <sup>(1)</sup>	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	Valor Terminal
Ventas	610,3	649,1	675,2	695,4	709,9	723,3	735,2	735,2
Costes operativos	590,8	620,8	643,0	662,3	677,1	689,5	701,8	701,8
EBIT	19,5	28,3	32,3	33,1	32,8	33,8	33,5	33,5
Efecto impositivo	-2,4	-3,5	-3,9	-4,0	-4,0	-4,1	-4,1	-10,2
<b>NOPLAT</b>	<b>17,1</b>	<b>24,9</b>	<b>28,3</b>	<b>29,0</b>	<b>28,8</b>	<b>29,7</b>	<b>29,4</b>	<b>23,2</b>
Amortizaciones y Provisiones	20,9	22,4	22,6	22,6	22,7	22,7	22,7	22,7
CAPEX	-12,5	-6,2	-7,7	-11,2	-9,2	-9,2	-9,2	-20,4
Inversión Fondo de Maniobra	-0,1	4,9	-2,3	-0,9	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5
<b>Flujo de caja libre (FCF)</b>	<b>12,7</b>	<b>45,9</b>	<b>40,9</b>	<b>39,5</b>	<b>41,8</b>	<b>42,5</b>	<b>42,4</b>	<b>25,1</b>

(1) Incluye la mitad del flujo, puesto que la valoración se ha realizado a 30 de junio de 2006  
CAC: Crecimiento anual compuesto

# Descuento de flujos de caja

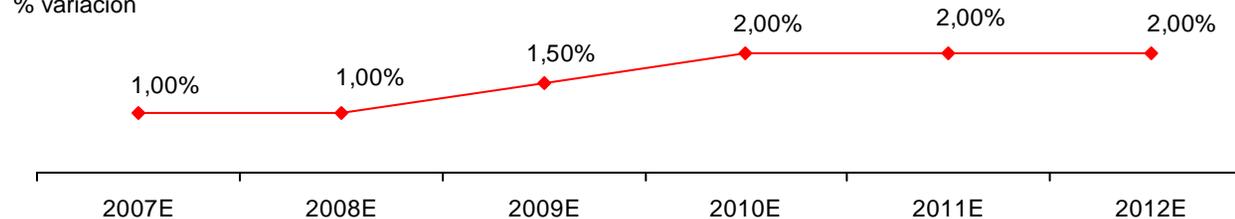
## Detalle por país: Reino Unido (I)

### Visión general

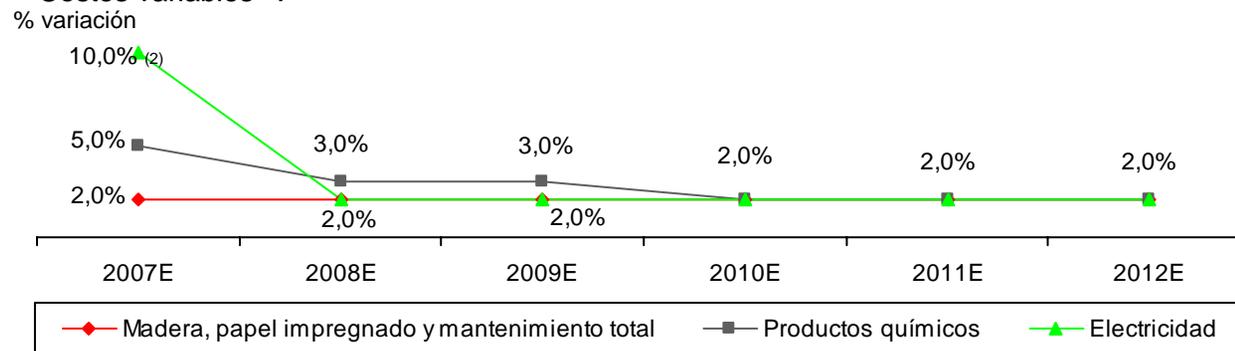
- ◆ Tafisa es uno de los productores locales más eficientes
- ◆ La mayor parte de la madera empleada en el proceso de producción es reciclada
- ◆ Se trata de un mercado con rentabilidades muy ajustadas derivadas de las exportaciones a margen de contribución, con costes de mantenimiento muy altos
- ◆ No está prevista la construcción de nuevas plantas

### Principales hipótesis

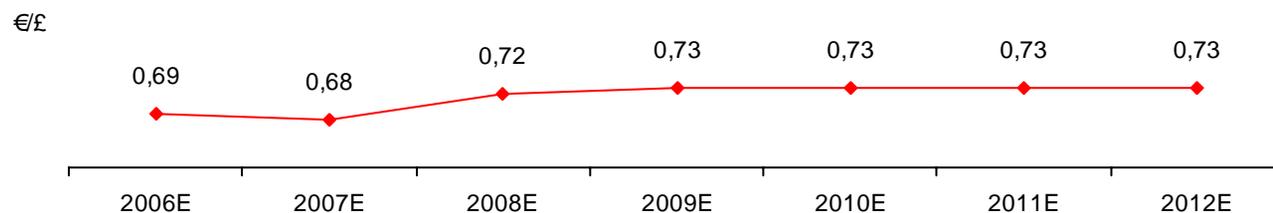
- ◆ Inflación: 2,0% en el largo plazo
- ◆ Evolución de precios: Corresponde a la evolución del precio del PB



- ◆ Costes variables<sup>(1)</sup>:



- ◆ Tipo de cambio<sup>(3)</sup>:



(1) Evolución del coste unitario sobre el periodo de referencia

(2) La Sociedad estima elevados incrementos del coste de electricidad para 2007 principalmente en países del centro de Europa

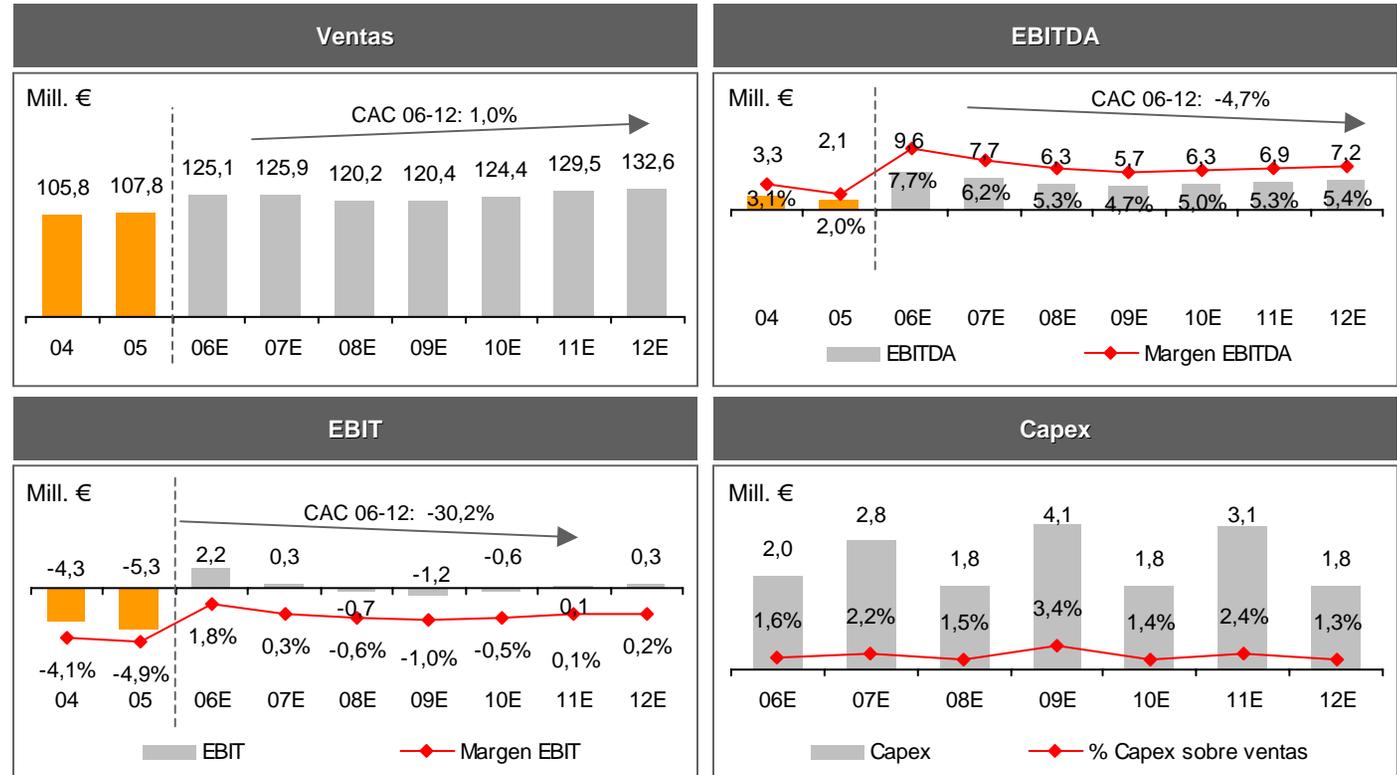
(3) Estimación de Tafisa

Las estimaciones de tipo de cambio han sido realizadas por la Dirección de Tafisa

# Descuento de flujos de caja

## Detalle por país: Reino Unido (II)

Principales magnitudes



### Cálculo del flujo de caja libre (FCF)

Magnitudes en Mill. €	2006E <sup>(1)</sup>	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	Valor Terminal
Ventas	125,1	125,9	120,2	120,4	124,4	129,5	132,6	132,6
Costes operativos	122,9	125,5	120,9	121,6	125,0	129,4	132,4	132,4
EBIT	2,2	0,3	-0,7	-1,2	-0,6	0,1	0,3	0,3
Efecto impositivo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>NOPLAT</b>	<b>2,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
Amortizaciones y Provisiones	7,4	7,4	7,0	6,9	6,9	6,8	6,9	6,9
CAPEX	-2,0	-2,8	-1,8	-4,1	-1,8	-3,1	-1,8	-6,2
Inversión Fondo de Maniobra	-5,7	0,1	-0,1	-0,2	-0,9	-1,0	-0,7	-0,7
<b>Flujo de caja libre (FCF)</b>	<b>0,9</b>	<b>5,1</b>	<b>4,4</b>	<b>1,4</b>	<b>3,7</b>	<b>2,8</b>	<b>4,7</b>	<b>0,2</b>

(1) Incluye la mitad del flujo, puesto que la valoración se ha realizado a 30 de junio de 2006  
CAC: Crecimiento anual compuesto

# Descuento de flujos de caja

## Detalle por país: Sudáfrica (I)

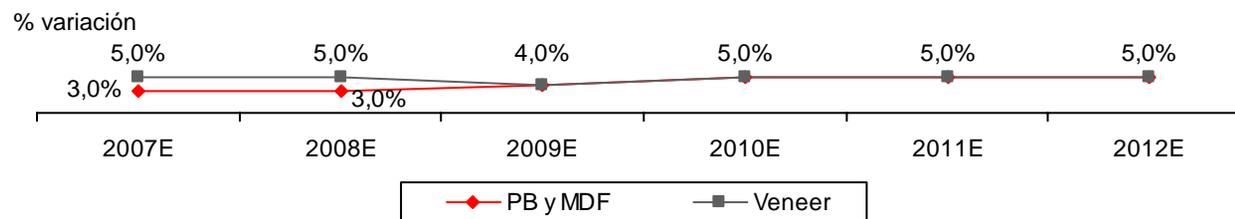
Las estimaciones de tipo de cambio han sido realizadas por la Dirección de Tafisa

### Visión general

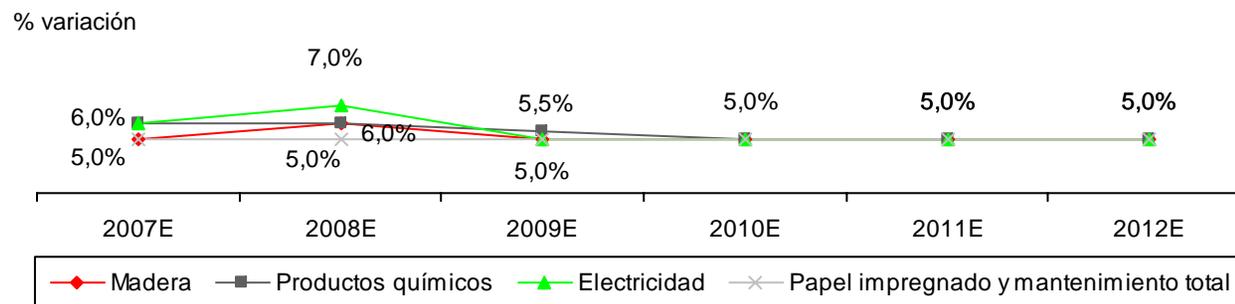
- ♦ La producción de Sudáfrica se destina exclusivamente al mercado doméstico
- ♦ Se trata de un mercado que ha crecido mucho debido a la evolución del mercado inmobiliario y la mejora del estilo de vida
- ♦ Tanto los precios como los costes incrementan a un ritmo elevado
- ♦ Mercado muy concentrado en el que operan sólo dos competidores
- ♦ No está prevista la construcción de nuevas plantas

### Principales hipótesis

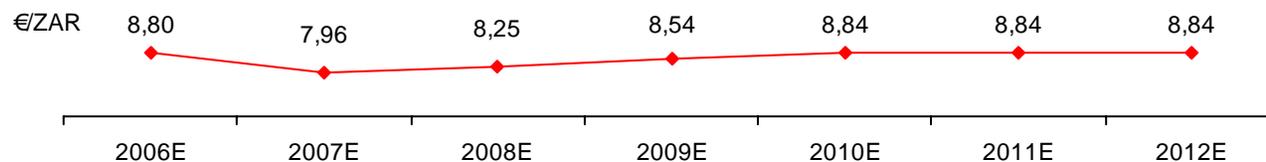
- ♦ Inflación: 5,0% en el largo plazo
- ♦ Evolución de precios:



- ♦ Costes variables<sup>(1)</sup>:



- ♦ Tipo de cambio<sup>(2)</sup>:



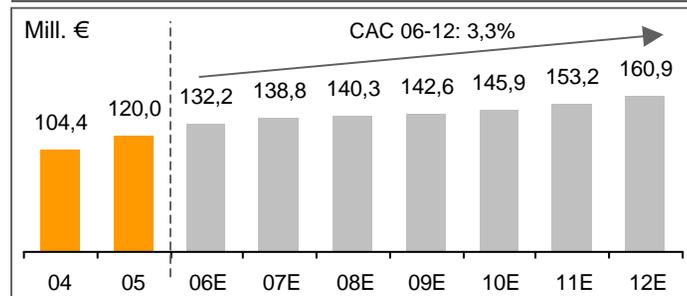
(1) Evolución del coste unitario sobre el periodo de referencia  
 (2) Estimación de Tafisa

## Descuento de flujos de caja

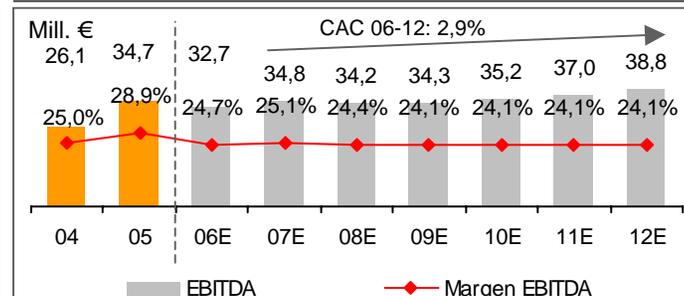
### Detalle por país: Sudáfrica (II)

Principales magnitudes

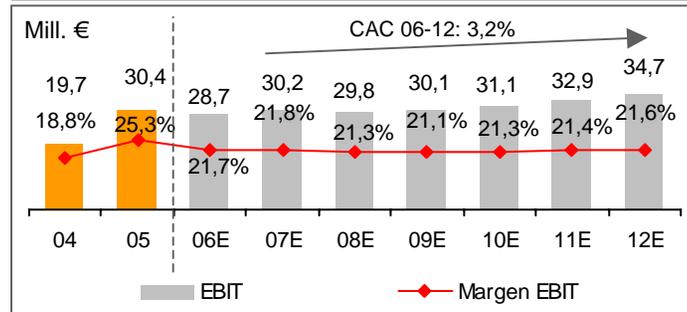
Ventas



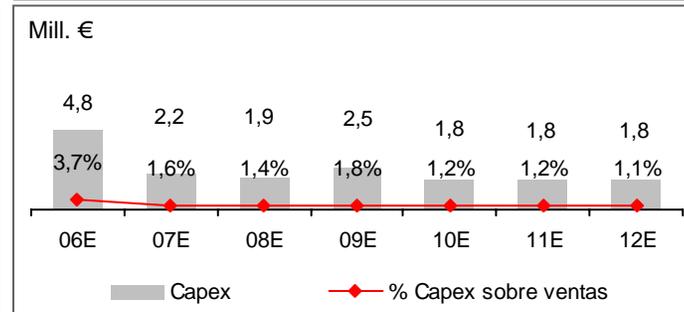
EBITDA



EBIT



Capex



### Cálculo del flujo de caja libre (FCF)

Magnitudes en Mill. €	2006E <sup>(1)</sup>	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	Valor Terminal
Ventas	132,2	138,8	140,3	142,6	145,9	153,2	160,9	160,9
Costes operativos	103,5	108,6	110,5	112,5	114,8	120,4	126,2	126,2
EBIT	28,7	30,2	29,8	30,1	31,1	32,9	34,7	34,7
Efecto impositivo	-8,3	-8,8	-8,7	-8,7	-9,0	-9,5	-10,1	-10,1
<b>NOPLAT</b>	<b>20,4</b>	<b>21,4</b>	<b>21,2</b>	<b>21,4</b>	<b>22,1</b>	<b>23,3</b>	<b>24,6</b>	<b>24,6</b>
Amortizaciones y Provisiones	4,0	4,6	4,4	4,2	4,1	4,1	4,1	4,1
CAPEX	-4,8	-2,2	-1,9	-2,5	-1,8	-1,8	-1,8	-3,7
Inversión Fondo de Maniobra	-6,8	-3,2	-0,7	-1,1	-1,4	-1,7	-1,9	-1,9
<b>Flujo de caja libre (FCF)</b>	<b>6,4</b>	<b>20,6</b>	<b>22,9</b>	<b>21,9</b>	<b>23,0</b>	<b>24,0</b>	<b>25,1</b>	<b>23,2</b>

(1) Incluye la mitad del flujo, puesto que la valoración se ha realizado a 30 de junio de 2006  
CAC: Crecimiento anual compuesto

# Descuento de flujos de caja

## Detalle por país: Brasil (I)

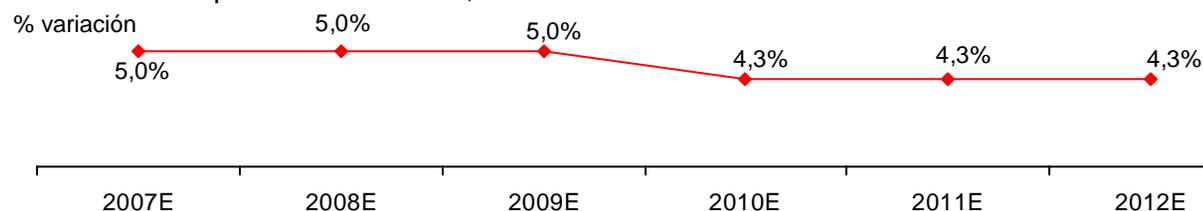
Las estimaciones de tipo de cambio han sido realizadas por la Dirección de Tafisa

### Visión general

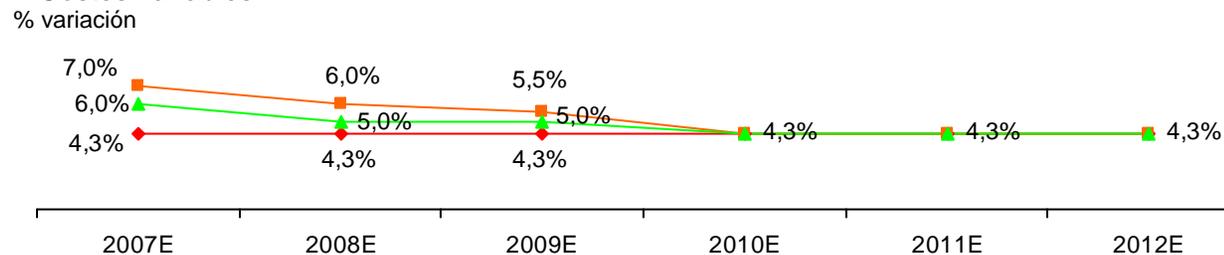
- ♦ Se trata de un mercado con exceso de capacidad, con muchos productores locales y regionales
- ♦ Limitada capacidad exportadora por el tipo de cambio
- ♦ Por tanto, la utilización de la capacidad instalada es baja aunque existen márgenes saludables por el coste de la mano de obra y ciertas materias primas
- ♦ No está prevista la construcción de nuevas plantas

### Principales hipótesis

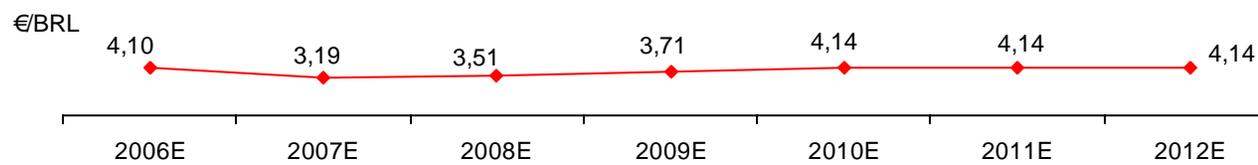
- ♦ Inflación: 4,3% en el largo plazo
- ♦ Evolución de precios: tanto el PB, MDF como el finish foil tienen la misma evolución



- ♦ Costes variables<sup>(1)</sup>:



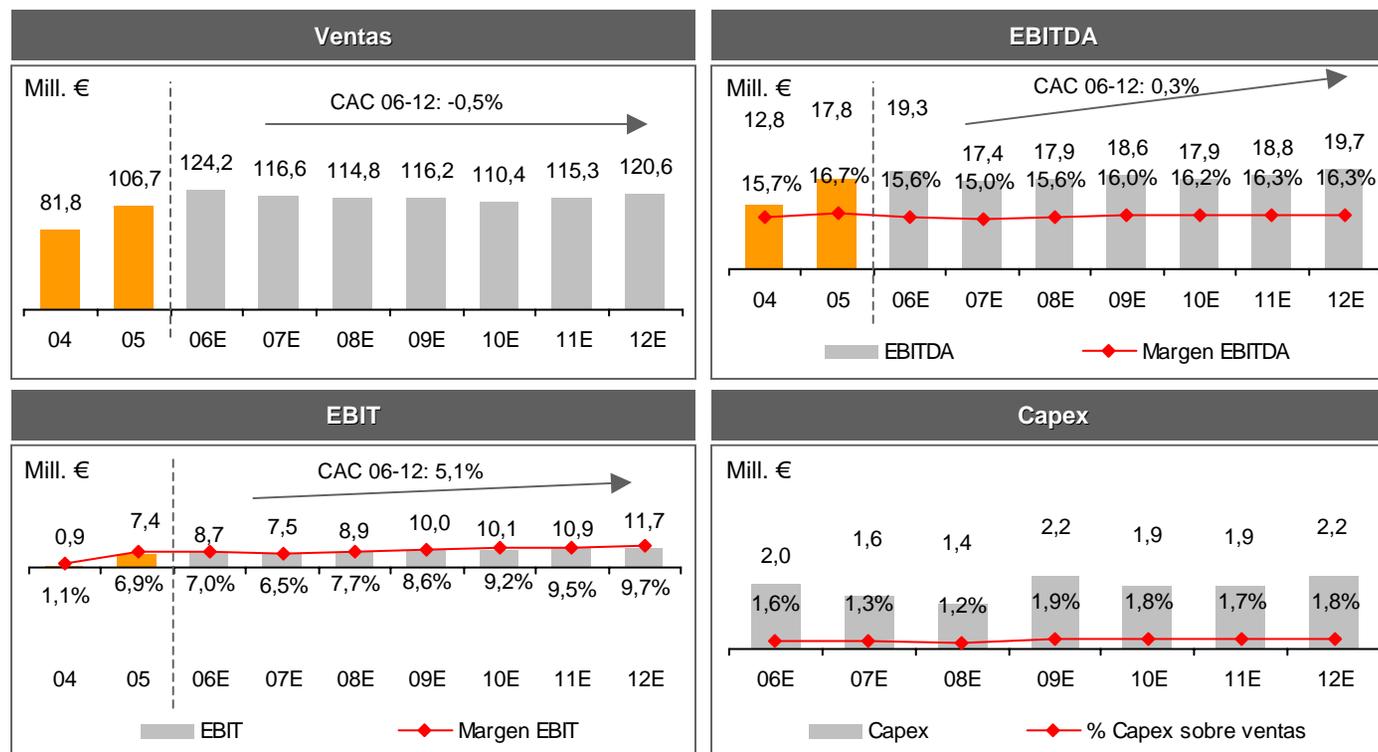
- ♦ Tipo de cambio<sup>(2)</sup>:



# Descuento de flujos de caja

## Detalle por país: Brasil (II)

Principales magnitudes



### Cálculo del flujo de caja libre (FCF)

Magnitudes en Mill. €	2006E <sup>(1)</sup>	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	Valor Terminal
Ventas	124,2	116,6	114,8	116,2	110,4	115,3	120,6	120,6
Costes operativos	115,5	109,1	105,9	106,2	100,2	104,4	108,8	108,8
EBIT	8,7	7,5	8,9	10,0	10,1	10,9	11,7	11,7
Efecto impositivo	-2,1	-1,8	-2,1	-2,4	-2,4	-2,6	-2,8	-4,0
<b>NOPLAT</b>	<b>6,6</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>7,6</b>	<b>7,7</b>	<b>8,3</b>	<b>8,9</b>	<b>7,7</b>
Amortizaciones y Provisiones	10,6	9,9	9,0	8,6	7,8	7,9	8,0	8,0
CAPEX	-2,0	-1,6	-1,4	-2,2	-1,9	-1,9	-2,2	-7,2
Inversión Fondo de Maniobra	-3,8	-0,6	-1,2	-0,9	-1,1	-1,2	-1,4	-1,4
<b>Flujo de caja libre (FCF)</b>	<b>5,7</b>	<b>13,4</b>	<b>13,2</b>	<b>13,2</b>	<b>12,4</b>	<b>13,0</b>	<b>13,3</b>	<b>7,1</b>

(1) Incluye la mitad del flujo, puesto que la valoración se ha realizado a 30 de junio de 2006  
CAC: Crecimiento anual compuesto

# Descuento de flujos de caja

## Detalle por país: Canadá (I)

Las estimaciones de tipo de cambio han sido realizadas por la Dirección de Tafisa

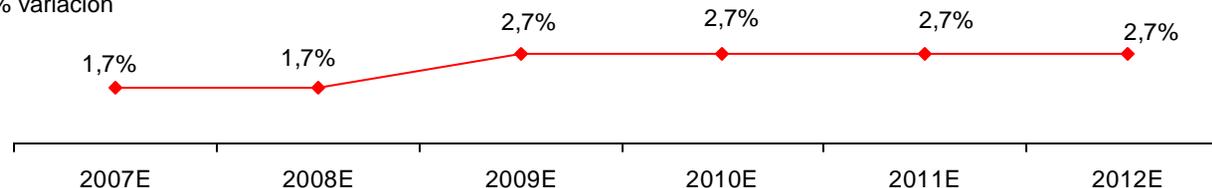
### Visión general

- Las ventas se verán incrementadas porque se está invirtiendo en una fábrica de producción de revestimientos
- Mercado rentable en el que no se prevé una desaceleración (alta proporción de ventas en EE.UU.)
- No está prevista la construcción de nuevas plantas

### Principales hipótesis

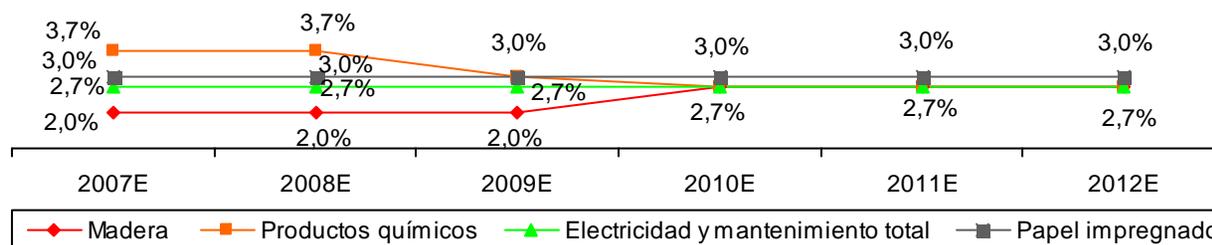
- Inflación: Se toma como referencia la inflación estimada de EE.UU que es del 2,5% en un horizonte a largo plazo
- Evolución de precios: corresponde a la evolución del precio de PB

% variación



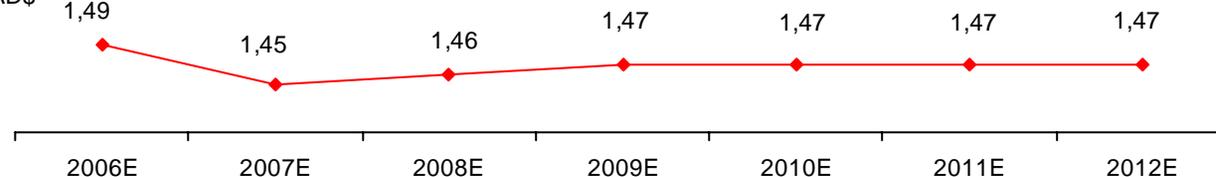
- Costes variables<sup>(1)</sup>:

% variación



- Tipo de cambio<sup>(2)</sup>:

€/CAD\$

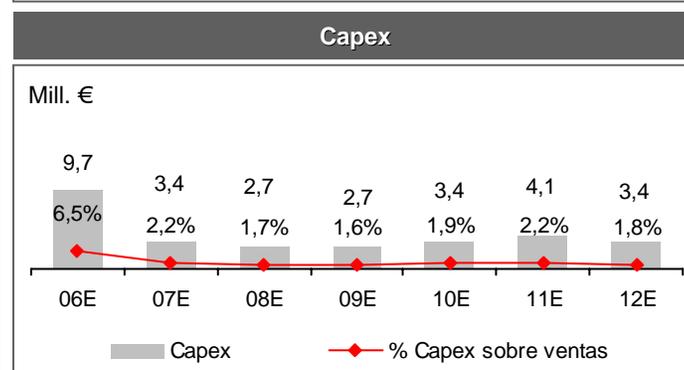
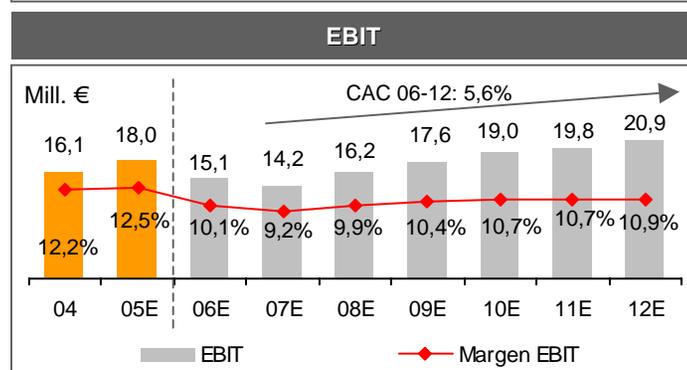
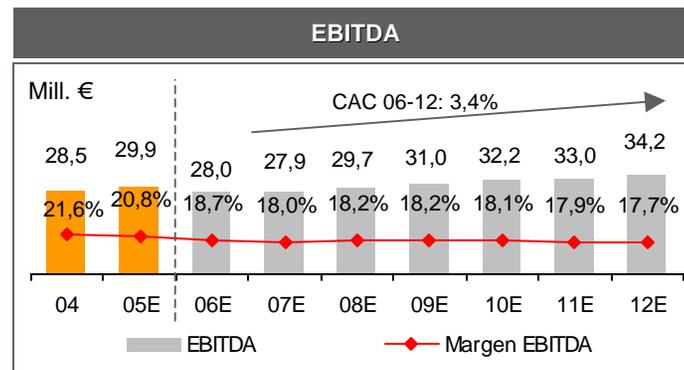
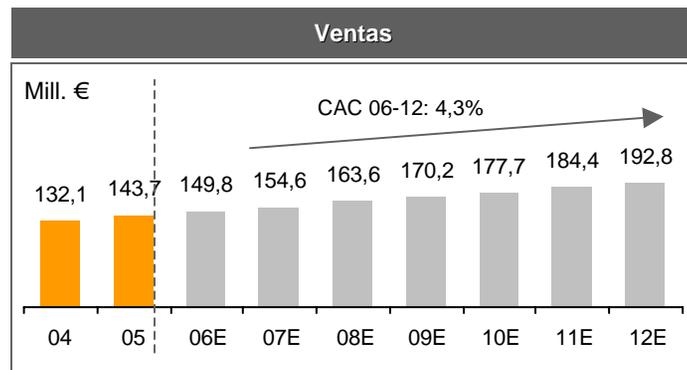


(1) Evolución del coste unitario sobre el periodo de referencia  
 (2) Estimación de Tafisa

# Descuento de flujo de caja

## Detalle por país: Canadá (II)

Principales magnitudes



### Cálculo del flujo de caja libre (FCF)

Magnitudes en Mill. €	2006E <sup>(1)</sup>	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	Valor Terminal
Ventas	149,8	154,6	163,6	170,2	177,7	184,4	192,8	192,8
Costes operativos	134,8	140,4	147,4	152,6	158,7	164,6	171,9	171,9
EBIT	15,1	14,2	16,2	17,6	19,0	19,8	20,9	20,9
Efecto impositivo	-4,8	-4,6	-5,2	-5,6	-6,1	-6,3	-6,7	-6,7
<b>NOPLAT</b>	<b>10,3</b>	<b>9,7</b>	<b>11,0</b>	<b>12,0</b>	<b>12,9</b>	<b>13,5</b>	<b>14,2</b>	<b>14,2</b>
Amortizaciones y Provisiones	12,9	13,6	13,5	13,3	13,2	13,2	13,2	13,2
CAPEX	-9,7	-3,4	-2,7	-2,7	-3,4	-4,1	-3,4	-11,9
Inversión Fondo de Maniobra	-0,3	0,1	-0,3	-0,6	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5
<b>Flujo de caja libre (FCF)</b>	<b>6,6</b>	<b>20,0</b>	<b>21,5</b>	<b>22,0</b>	<b>22,4</b>	<b>22,2</b>	<b>23,6</b>	<b>15,1</b>

(1) Incluye la mitad del flujo, puesto que la valoración se ha realizado a 30 de junio de 2006  
CAC: Crecimiento anual compuesto

# Índice

- I. Introducción
- II. Valoración de Tafisa
  - A. Criterios **mínimos** contemplados por el R.D. 1.197/1991
    - Valor teórico contable
    - Valor liquidativo
    - Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
    - Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año
  - B. Otros métodos de valoración
    - Múltiplos de compañías cotizadas comparables
    - Múltiplos de transacciones comparables
    - Descuento de flujos de caja

## III. Resumen y conclusiones

### Anexo

- A. Detalle de las proyecciones financieras
- B. Breve descripción de las compañías comparables
- C. Capacidad productiva

## Resumen y conclusiones

### Cuadro resumen de metodologías de valoración

Nuestro ejercicio de valoración proporciona un rango de entre 1,29 y 1,54 €/acción de Tafisa

Se consideran la cotización media del último semestre, los múltiplos de compañías cotizadas comparables y el descuento de flujos de caja como los métodos aplicables a efectos de fijar el rango de valoración de Tafisa

	Metodología	Rango de Valoración (€/acción)	Aplicabilidad
Criterios Real Decreto 1.197/1991	Valor teórico contable	0,10	✘
	Valor liquidativo	0,02	✘
	Cotización media último semestre	1,54	✓
	OPA reciente	n.a.	✘
Otros métodos	Compañías cotizadas comparables	0,86 - 1,05	✓
	Transacciones comparables	0,53 – 0,65	✘
	Descuento de flujos de caja	1,16 – 1,62	✓

♦ El análisis de valoración efectuado arroja como conclusión que el valor razonable por acción de Tafisa se sitúa entre 1,29<sup>(1)</sup> y 1,54<sup>(2)</sup> €/acción

n.a.: no aplica

(1) Obtenido como la media de la cotización media del último semestre, el valor central del rango de los múltiplos de compañías cotizadas comparables y el valor central del rango del descuento de flujo de caja

(2) Obtenido como la cotización media del último semestre

# Índice

- I. Introducción
- II. Valoración de Tafisa
  - A. Criterios **mínimos** contemplados por el R.D. 1.197/1991
    - Valor teórico contable
    - Valor liquidativo
    - Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
    - Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año
  - B. Otros métodos de valoración
    - Múltiplos de compañías cotizadas comparables
    - Múltiplos de transacciones comparables
    - Descuento de flujos de caja
- III. Resumen y conclusiones

## Anexo

- A. Detalle de las proyecciones financieras**
- B. Breve descripción de las compañías comparables
- C. Capacidad productiva

# Detalle de las proyecciones financieras

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

Importes en Mill. €	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
<b>IMPORTE NETO CIFRA DE NEGOCIO</b>	<b>1.442,9</b>	<b>1.505,4</b>	<b>1.650,8</b>	<b>1.673,0</b>	<b>1.714,7</b>	<b>1.758,0</b>	<b>1.796,6</b>	<b>1.847,5</b>	<b>1.899,2</b>
% Crecimiento			9,7%	1,3%	2,5%	2,5%	2,2%	2,8%	2,8%
Variación de existencias	6,5	-4,7	0,4	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
% Crecimiento		-172,1%	-107,7%	-223,9%	-91,7%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Aprovisionamientos	672,5	721,7	838,7	856,2	882,2	907,8	928,2	955,5	984,1
% Crecimiento		7,3%	16,2%	2,1%	3,0%	2,9%	2,2%	2,9%	3,0%
% cifra negocio	46,6%	47,9%	50,8%	51,2%	51,4%	51,6%	51,7%	51,7%	51,8%
Gastos de personal	194,0	193,2	206,8	211,8	215,1	219,3	223,3	228,7	234,3
% Crecimiento		-0,4%	7,0%	2,4%	1,6%	1,9%	1,8%	2,4%	2,4%
Otros gastos de explotación	372,8	403,4	383,1	406,2	413,6	423,3	431,5	443,1	454,7
% Crecimiento		8,2%	-5,1%	6,0%	1,8%	2,3%	2,0%	2,7%	2,6%
<b>EBITDA</b>	<b>197,2</b>	<b>191,7</b>	<b>221,9</b>	<b>199,3</b>	<b>203,9</b>	<b>207,7</b>	<b>213,6</b>	<b>220,2</b>	<b>226,2</b>
Margen EBITDA (%)	13,7%	12,7%	13,4%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
Dotaciones amortización de inmovilizado	95,3	97,6	96,8	100,0	99,1	98,6	99,2	99,4	100,1
Variación de provisiones	9,0	0,8	2,1	1,9	1,8	1,8	1,7	1,8	1,8
<b>EBIT</b>	<b>92,8</b>	<b>93,3</b>	<b>123,0</b>	<b>97,4</b>	<b>103,0</b>	<b>107,3</b>	<b>112,7</b>	<b>119,1</b>	<b>124,3</b>
Margen EBIT (%)	6,4%	6,2%	7,5%	5,8%	6,0%	6,1%	6,3%	6,4%	6,5%
% Crecimiento		0,5%	31,9%	-20,8%	5,8%	4,2%	5,0%	5,7%	4,4%
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>-73,1</b>	<b>-56,2</b>	<b>-60,0</b>	<b>-55,8</b>	<b>-51,2</b>	<b>-48,5</b>	<b>-46,8</b>	<b>-44,0</b>	<b>-41,4</b>
% Crecimiento		-23,1%	6,7%	-7,0%	-8,3%	-5,3%	-3,3%	-6,0%	-5,8%
Beneficios y pérdidas en empresas asociadas e inversiones	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>RESULTADO EXTRAORDINARIO</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>24,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>20,1</b>	<b>37,2</b>	<b>87,7</b>	<b>41,8</b>	<b>52,0</b>	<b>59,1</b>	<b>66,1</b>	<b>75,3</b>	<b>83,1</b>
% Crecimiento		85,6%	135,6%	-52,3%	24,4%	13,5%	11,8%	14,0%	10,4%
Impuestos de sociedades	13,0	24,3	10,6	9,1	11,2	12,6	14,1	15,8	20,2
Tasa efectiva	64,9%	65,4%	12,1%	21,8%	21,6%	21,3%	21,3%	21,0%	24,3%
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>7,0</b>	<b>12,9</b>	<b>77,1</b>	<b>32,7</b>	<b>40,8</b>	<b>46,5</b>	<b>52,0</b>	<b>59,4</b>	<b>62,9</b>
% Crecimiento		82,9%	497,8%	-57,5%	24,8%	13,9%	11,8%	14,3%	5,8%
Intereses minoritarios	1,1	1,2	1,8	0,4	0,0	-0,6	-1,3	-2,3	-2,5
<b>RESULTADO ATRIBUIBLE</b>	<b>8,1</b>	<b>14,1</b>	<b>78,8</b>	<b>33,1</b>	<b>40,8</b>	<b>45,9</b>	<b>50,7</b>	<b>57,2</b>	<b>60,4</b>
% Crecimiento		73,4%	460,5%	-58,0%	23,2%	12,4%	10,4%	12,9%	5,6%
Margen Neto (%)	0,6%	0,9%	4,8%	2,0%	2,4%	2,6%	2,8%	3,1%	3,2%

## Detalle de las proyecciones financieras

### Balance de Situación Consolidado (Activo)

Importes en Mill. €	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
<b>ACTIVO</b>									
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>1.172,7</b>	<b>1.158,0</b>	<b>1.127,4</b>	<b>1.064,2</b>	<b>1.001,9</b>	<b>962,1</b>	<b>898,6</b>	<b>838,1</b>	<b>773,3</b>
Gastos de establecimiento	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizaciones inmateriales	1,5	1,1	1,1	0,9	0,7	0,5	0,2	0,0	0,0
Inmovilizaciones materiales	1.090,1	1.076,5	1.045,9	982,9	920,9	881,3	818,1	757,7	692,9
Otros activos no corrientes	68,8	67,5	67,5	67,5	67,5	67,5	67,5	67,5	67,5
Fondo de comercio	12,4	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>619,6</b>	<b>554,5</b>	<b>596,2</b>	<b>602,9</b>	<b>574,6</b>	<b>541,6</b>	<b>553,2</b>	<b>568,5</b>	<b>584,0</b>
Existencias	151,5	155,9	172,1	174,4	178,8	183,3	187,3	192,6	198,0
<b>Deudores</b>	<b>408,7</b>	<b>297,7</b>	<b>323,2</b>	<b>327,5</b>	<b>335,7</b>	<b>344,2</b>	<b>351,7</b>	<b>361,7</b>	<b>371,8</b>
Deudores comerciales	223,8	238,8	259,0	262,5	269,0	275,8	281,9	289,8	298,0
Otras cuentas a cobrar	172,3	45,1	49,5	50,1	51,4	52,7	53,8	55,4	56,9
Administraciones públicas	12,5	13,8	14,7	14,9	15,3	15,7	16,0	16,5	17,0
Inversiones	2,4	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Efectivo y equivalentes al efecto	51,7	93,7	93,7	93,7	52,8	6,9	6,9	6,9	6,9
Otros activos corrientes	5,3	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>1.792,3</b>	<b>1.712,4</b>	<b>1.723,6</b>	<b>1.667,0</b>	<b>1.576,5</b>	<b>1.503,7</b>	<b>1.451,8</b>	<b>1.406,6</b>	<b>1.357,3</b>

## Detalle de las proyecciones financieras

### Balance de Situación Consolidado (Pasivo)

Importes en Mill. €	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
<b>PASIVO</b>									
<b>FONDOS PROPIOS</b>	<b>9,8</b>	<b>43,8</b>	<b>122,6</b>	<b>155,8</b>	<b>155,8</b>	<b>155,8</b>	<b>155,8</b>	<b>155,8</b>	<b>155,8</b>
Capital social	223,7	223,7	43,8	43,8	43,8	43,8	43,8	43,8	43,8
Reservas	-222,1	-194,0	0,0	78,8	71,1	66,1	61,3	54,8	51,6
Resultado del ejercicio	8,1	14,1	78,8	33,1	40,8	45,9	50,7	57,2	60,4
<b>INTERESES MINORITARIOS</b>	<b>21,7</b>	<b>24,4</b>							
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>1.306,3</b>	<b>1.210,0</b>	<b>1.125,6</b>	<b>1.033,2</b>	<b>937,6</b>	<b>859,6</b>	<b>803,0</b>	<b>751,6</b>	<b>696,0</b>
Pasivos financieros	478,2	277,9	960,2	867,8	772,2	694,1	637,6	586,1	530,6
Deudas con empresas del grupo	678,6	766,7							
Otros pasivos no corrientes	149,5	165,4	165,4	165,4	165,4	165,4	165,4	165,4	165,4
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>454,5</b>	<b>434,2</b>	<b>450,9</b>	<b>453,6</b>	<b>458,7</b>	<b>464,0</b>	<b>468,7</b>	<b>474,8</b>	<b>481,1</b>
Pasivos financieros	118,5	84,5	84,5	84,5	84,5	84,5	84,5	84,5	84,5
Deudas con empresas del grupo	22,2	33,2	33,2	33,2	33,2	33,2	33,2	33,2	33,2
Acreedores comerciales	174,4	183,8	200,5	203,2	208,3	213,5	218,2	224,4	230,7
Otros pasivos corrientes	139,5	132,7	132,7	132,7	132,7	132,7	132,7	132,7	132,7
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1.792,3</b>	<b>1.712,4</b>	<b>1.723,6</b>	<b>1.667,0</b>	<b>1.576,5</b>	<b>1.503,7</b>	<b>1.451,8</b>	<b>1.406,6</b>	<b>1.357,3</b>

# Índice

- I. Introducción
  - II. Valoración de Tafisa
    - A. Criterios **mínimos** contemplados por el R.D. 1.197/1991
      - Valor teórico contable
      - Valor liquidativo
      - Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
      - Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año
    - B. Otros métodos de valoración
      - Múltiplos de compañías cotizadas comparables
      - Múltiplos de transacciones comparables
      - Descuento de flujos de caja
  - III. Resumen y conclusiones
- Anexo
- A. Detalle de las proyecciones financieras
  - B. Breve descripción de las compañías comparables**
  - C. Capacidad productiva

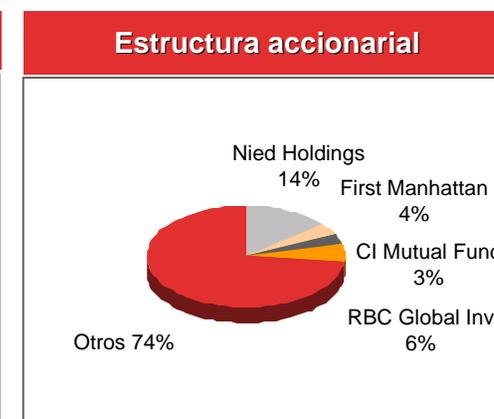
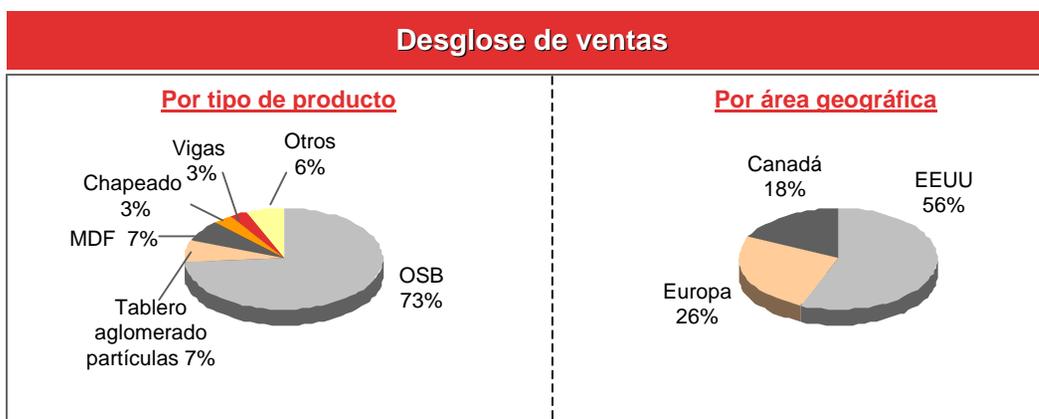
# Breve descripción de las compañías comparables

## Norbord



Descripción
<ul style="list-style-type: none"> <li>Compañía canadiense dedicada a la producción, a nivel internacional, de paneles derivados de la madera</li> <li>Una de las mayores productoras mundiales de OSB</li> <li>La gama de productos de Norbord incluye, además de OSB:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Tablero aglomerado partículas</li> <li>MDF</li> <li>Madera contrachapada</li> <li>Vigas</li> <li>Otros</li> </ul> </li> <li>La compañía emplea a 2.700 personas</li> <li>Dispone de 16 plantas distribuidas en EEUU, Europa y Canadá</li> </ul>

Principales magnitudes financieras			
Mill. USD	2004	2005	Var 04-05
Cifra de negocio	1.486,0	1.462,0	-1,6%
EBITDA	631,0	495,0	-21,6%
Margen EBITDA	42,5%	33,9%	
EBIT	549,0	406,0	-26,0%
Margen EBIT	36,9%	27,8%	
Beneficio Neto	326,0	248,0	-23,9%
Margen Neto	21,9%	17,0%	
<hr/>			
Total Activo	1.391,0	1.328,0	-4,5%
Total FFPP	548,0	522,0	-4,7%
DFN	236,0	285,0	20,8%
DFN / (DFN+FFPP)	30,1%	35,3%	



## Breve descripción de las compañías comparables

### Pfleiderer



#### Descripción

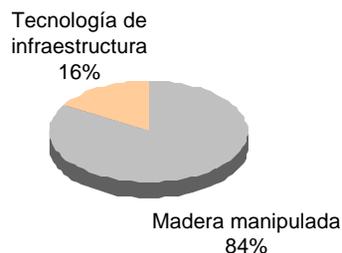
- ♦ Compañía alemana fundada en 1894 por Gustav Adolf Pfeleiderer
- ♦ La actividad principal de Pfeleiderer es la comercialización de madera manipulada, paneles y tecnología ferroviaria. También proporciona infraestructura para los sectores de comunicaciones y energía
- ♦ La compañía opera en 2 áreas de negocio:
  - ♦ Madera manipulada
  - ♦ Tecnología de infraestructura
- ♦ La compañía emplea a 4.400 trabajadores, de los cuales el 80% trabaja en Madera manipulada
- ♦ Dispone de 15 plantas productivas distribuidas en 5 países
- ♦ Las ventas en el extranjero representan aproximadamente el 50 % de las ventas totales

#### Principales magnitudes financieras

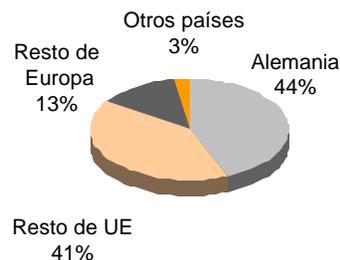
<i>Mill. EUR</i>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>Var 04-05</u>
Cifra de negocio	766,9	830,5	8,3%
EBITDA	77,8	102,5	31,9%
Margen EBITDA	10,1%	12,3%	
EBIT	39,0	53,8	37,9%
Margen EBIT	5,1%	6,5%	
Beneficio Neto	33,4	28,8	-13,7%
Margen Neto	4,4%	3,5%	
<hr/>			
Total Activo	784,9	1.442,3	83,8%
Total FFPP	138,4	175,1	26,5%
DFN	202,0	627,5	210,6%
DFN / (DFN+FFPP)	59,4%	78,2%	

#### Desglose de ventas

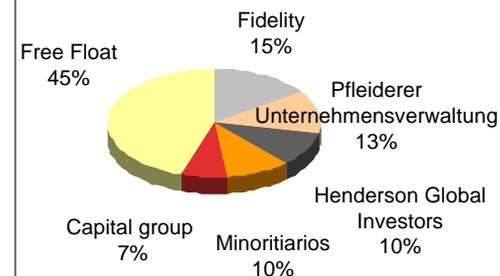
##### Por negocio



##### Por área geográfica<sup>(1)</sup>



#### Estructura accionarial



(1) Desglose de ventas por área geográfica en la división de Madera Manipulada  
Fuente: Web y memoria compañía

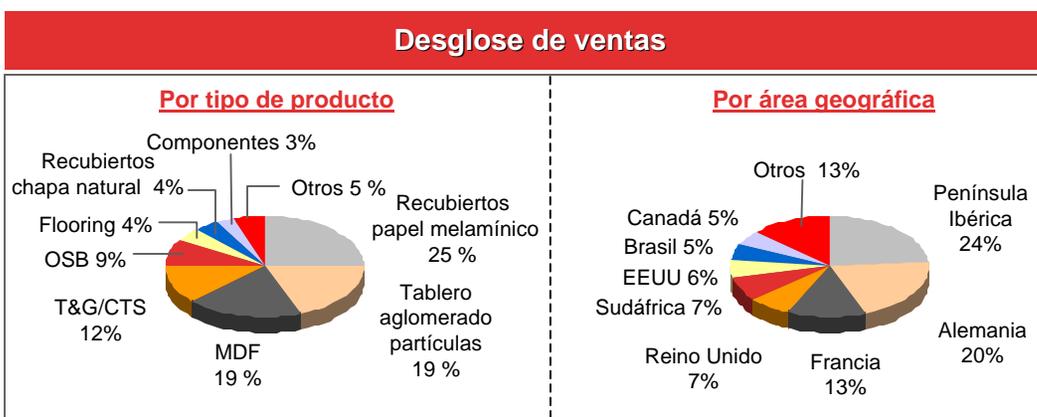
## Breve descripción de las compañías comparables

### Sonae Industria



Descripción
<ul style="list-style-type: none"> <li>♦ Sonae Industria es el Grupo portugués más importante del sector de los derivados de madera, y uno de las mayores productores de paneles en el mundo</li> <li>♦ Comenzó su actividad en 1959 como pequeño productor de laminados de alta presión</li> <li>♦ La gama de productos de la compañía abarca:               <ul style="list-style-type: none"> <li>♦ Aglomerado de partículas de madera</li> <li>♦ MDF (Medium Density Fibreboard)</li> <li>♦ Aglomerado de fibras duro</li> <li>♦ OSB (Oriented Strand Board)</li> <li>♦ Laminados decorativos de alta presión</li> <li>♦ Otros</li> </ul> </li> <li>♦ El Grupo emplea a más de 6.000 personas</li> <li>♦ Posee 33 plantas industriales distribuidas en 9 países</li> <li>♦ Presencia comercial en 11 países</li> </ul>

Principales magnitudes financieras			
Mill. EUR	2004	2005	Var 04-05
Cifra de negocio	1.580,1	1.558,3	-1,4%
EBITDA	219,9	210,2	-4,4%
Margen EBITDA	13,9%	13,5%	
EBIT	93,8	108,4	15,5%
Margen EBIT	5,9%	7,0%	
Beneficio Neto	28,3	36,4	28,5%
Margen Neto	1,8%	2,3%	
<hr/>			
Total Activo	1.787,2	1.802,5	0,9%
Total FFPP	431,3	483,5	12,1%
DFN	564,2	636,9	12,9%
DFN / (DFN+FFPP)	56,7%	56,8%	



## Breve descripción de las compañías comparables

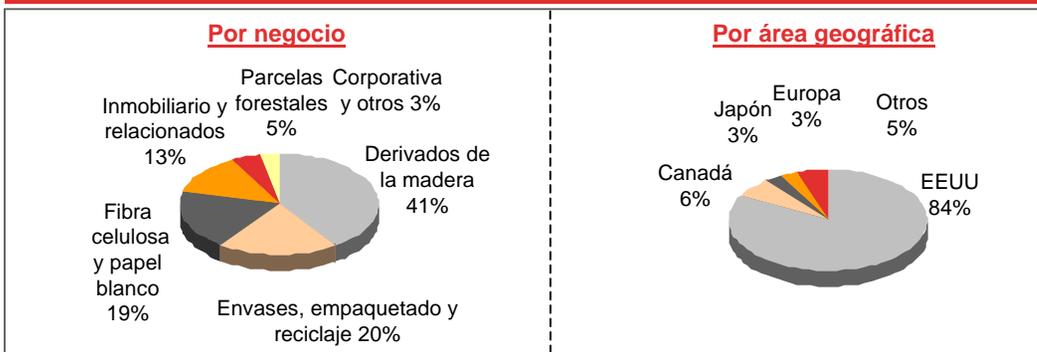
### Weyerhaeuser



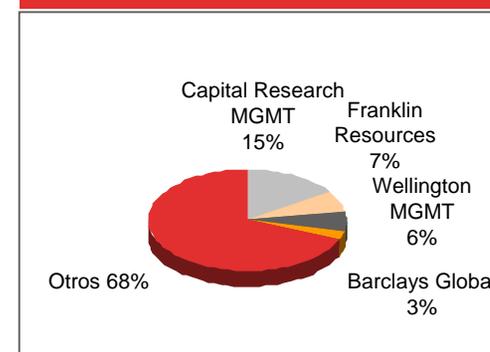
Descripción
<ul style="list-style-type: none"> <li>Compañía estadounidense fundada en 1900, dedicada a la fabricación de productos derivados de la madera</li> <li>Weyerhaeuser Company opera en 6 áreas de negocio:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Fibra celulosa y papel blanco</li> <li>Envases, empaquetado y reciclaje</li> <li>Negocio inmobiliario y relacionados</li> <li>Productos derivados de la madera</li> <li>Parcelas forestales</li> <li>Corporativa y Otros</li> </ul> </li> <li>Uno de los mayores productores de paneles estructurales y uno de los mayores distribuidores de productos derivados de la madera (en Norteamérica)</li> <li>Cuenta con 54.000 empleados en 19 países</li> <li>Opera en EEUU, Canadá, Japón y Europa</li> <li>En Febrero de 2006 adquirió Maracay Homes Arizona</li> </ul>

Principales magnitudes financieras			
Mill. USD	2004	2005	Var 04-05
Cifra de negocio	21.931,0	22.629,0	3,2%
EBITDA	3.968,0	3.443,0	-13,2%
Margen EBITDA	18,1%	15,2%	
EBIT	2.646,0	2.106,0	-20,4%
Margen EBIT	12,1%	9,3%	
Beneficio Neto	1.320,3	1.212,9	-8,1%
Margen Neto	6,0%	5,4%	
<hr/>			
Total Activo	29.954,0	28.229,0	-5,8%
Total FFPP	9.255,0	9.800,0	5,9%
DFN	8.722,0	6.975,0	-20,0%
DFN / (DFN+FFPP)	48,5%	41,6%	

### Desglose de ventas



### Estructura accionarial



## Breve descripción de las compañías comparables Steinhoff



Descripción		Principales magnitudes financieras																																		
<ul style="list-style-type: none"> <li>Compañía sudafricana fundada en 1964, dedicada a la fabricación, almacenaje y distribución de artículos para el hogar, así como de materias primas</li> <li>Uno de los 5 mayores vendedores de muebles en Europa, y el más grande en África</li> <li>Posee 98 fábricas distribuidas por todo el mundo</li> <li>Cuenta con 39.000 empleados, que se reparten prácticamente a partes iguales entre Europa (19.000) y Sudáfrica (20.000)</li> <li>Opera en África del Sur, la UE y el borde del Pacífico</li> <li>El Grupo dispone de un modelo de negocio diversificado, operando en las siguientes áreas de negocio:               <ul style="list-style-type: none"> <li>Materias primas</li> <li>Fabricación</li> <li>Logística, almacenaje, venta al por menor y distribución</li> </ul> </li> </ul>		<table border="1"> <thead> <tr> <th>Mill. ZAR</th> <th>2004<sup>(1)</sup></th> <th>2005<sup>(1)</sup></th> <th>Var 04-05</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Cifra de negocio</td> <td>10.572,1</td> <td>19.114,4</td> <td>80,8%</td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td>1.515,8</td> <td>2.444,1</td> <td>61,2%</td> </tr> <tr> <td>Margen EBITDA</td> <td>14,3%</td> <td>12,8%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>EBIT</td> <td>1.301,5</td> <td>2.008,5</td> <td>54,3%</td> </tr> <tr> <td>Margen EBIT</td> <td>12,3%</td> <td>10,5%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Beneficio Neto</td> <td>1.167,1</td> <td>1.604,4</td> <td>37,5%</td> </tr> <tr> <td>Margen Neto</td> <td>11,0%</td> <td>8,4%</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>			Mill. ZAR	2004 <sup>(1)</sup>	2005 <sup>(1)</sup>	Var 04-05	Cifra de negocio	10.572,1	19.114,4	80,8%	EBITDA	1.515,8	2.444,1	61,2%	Margen EBITDA	14,3%	12,8%		EBIT	1.301,5	2.008,5	54,3%	Margen EBIT	12,3%	10,5%		Beneficio Neto	1.167,1	1.604,4	37,5%	Margen Neto	11,0%	8,4%	
Mill. ZAR	2004 <sup>(1)</sup>	2005 <sup>(1)</sup>	Var 04-05																																	
Cifra de negocio	10.572,1	19.114,4	80,8%																																	
EBITDA	1.515,8	2.444,1	61,2%																																	
Margen EBITDA	14,3%	12,8%																																		
EBIT	1.301,5	2.008,5	54,3%																																	
Margen EBIT	12,3%	10,5%																																		
Beneficio Neto	1.167,1	1.604,4	37,5%																																	
Margen Neto	11,0%	8,4%																																		
<h3>Desglose de ventas</h3> <div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="width: 45%;"> <p><b>Por negocio</b></p> </div> <div style="width: 45%;"> <p><b>Por área geográfica</b></p> </div> </div>		<h3>Estructura accionarial</h3>																																		

Fuente: Web y memoria compañía  
(1) La compañía cierra el ejercicio a 30 de junio

## Breve descripción de las compañías comparables

### West Fraser Timber

West Fraser Timber Co. Ltd

#### Descripción

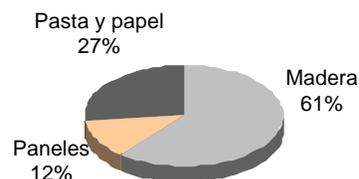
- ♦ Compañía canadiense fundada en 1955 por los hermanos Ketcham
- ♦ La actividad principal de West Fraser Timber es la fabricación de una amplia gama de productos derivados de la madera
- ♦ La gama de productos de la compañía abarca 3 grandes grupos:
  - ♦ Maderas
  - ♦ Paneles y contrachapados
  - ♦ Pasta y papel
- ♦ En diciembre de 2004 el Grupo adquirió Wieldwood of Canada Ltd, lo que le ha permitido convertirse en el tercer mayor productor de maderas en Norteamérica, el mayor productor de contrachapados en Canadá, y un fabricante significativo de pasta

#### Principales magnitudes financieras

<i>Mill. CAD</i>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>Var 04-05</u>
Cifra de negocio	2.400,0	3.576,7	49,0%
EBITDA	441,5	446,9	1,2%
Margen EBITDA	18,4%	12,5%	
EBIT	287,6	191,5	-33,4%
Margen EBIT	12,0%	5,4%	
Beneficio Neto	212,0	107,7	-49,2%
Margen Neto	8,8%	3,0%	
<hr/>			
Total Activo	3.927,4	3.633,7	-7,5%
Total FFPP	1.781,5	1.865,9	4,7%
DFN	602,1	731,3	21,5%
DFN / (DFN+FFPP)	25,3%	28,2%	

#### Desglose de ventas

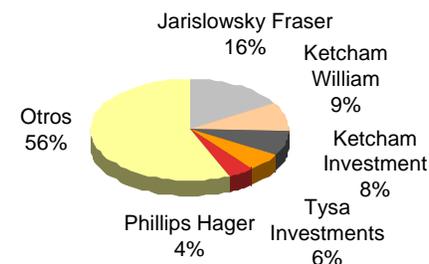
##### Por tipo de producto



##### Por área geográfica



#### Estructura accionarial



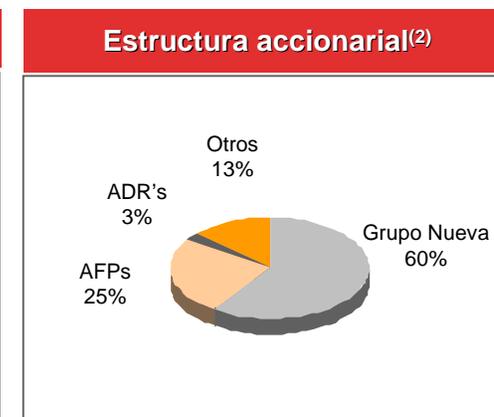
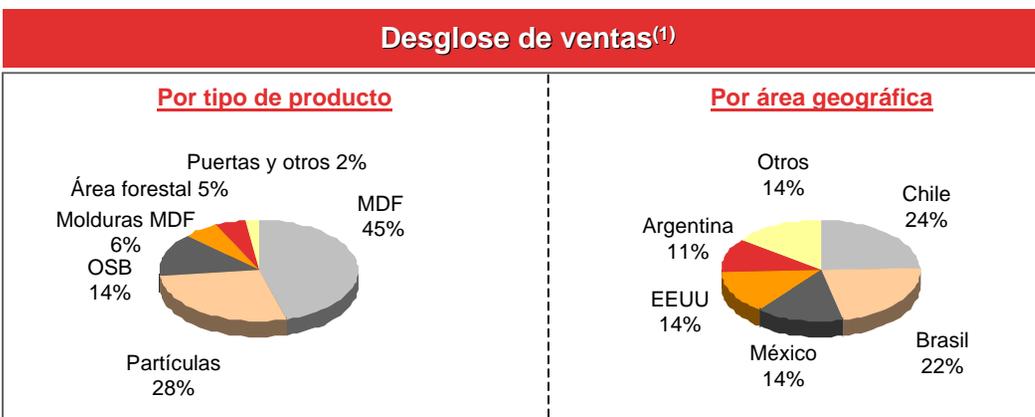
# Breve descripción de las compañías comparables

## Masisa



Descripción
<ul style="list-style-type: none"> <li>Compañía chilena fundada en 1960, dedicada a la fabricación de una amplia variedad de tableros y productos de madera, entre otros: tablero aglomerado partículas, MDF, OSB, vigas y puertas</li> <li>Es el mayor productor de tableros en Latinoamérica</li> <li>El Grupo realiza sus actividades en las siguientes áreas de negocio: <ul style="list-style-type: none"> <li>Silvicultura</li> <li>Madera sólida</li> <li>Tableros</li> </ul> </li> <li>Opera en Chile, EEUU, Venezuela, Brasil, México, Colombia y Panamá</li> <li>Presencia en 12 países de la región</li> <li>Vende tableros en más de 40 países en todo el mundo</li> <li>En abril de 2005 se aprobó la fusión de Masisa y Terranova</li> </ul>

Principales magnitudes financieras			
Mill. USD	2004	2005	Var 04-05
Cifra de negocio	651,0	744,0	14,3%
EBITDA	143,5	131,9	-8,1%
Margen EBITDA	22,0%	17,7%	
EBIT	95,1	81,9	-13,9%
Margen EBIT	14,6%	11,0%	
Beneficio Neto	53,5	23,0	-57,0%
Margen Neto	8,2%	3,1%	
-----			
Total Activo	1.854,4	1.846,3	-0,4%
Total FFPP	438,3	1.036,1	136,4%
DFN	564,1	555,0	-1,6%
DFN / (DFN+FFPP)	56,3%	34,9%	



# Índice

- I. Introducción
  - II. Valoración de Tafisa
    - A. Criterios **mínimos** contemplados por el R.D. 1.197/1991
      - Valor teórico contable
      - Valor liquidativo
      - Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión
      - Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año
    - B. Otros métodos de valoración
      - Múltiplos de compañías cotizadas comparables
      - Múltiplos de transacciones comparables
      - Descuento de flujos de caja
  - III. Resumen y conclusiones
- Anexo
- A. Detalle de las proyecciones financieras
  - B. Breve descripción de las compañías comparables
  - C. Capacidad productiva

# Capacidad productiva

## Detalle de capacidad por países y plantas

Iberia			
Plantas	Producto	Capacidad	Uds
Oliveira do Hospital	PB	457.392	m <sup>3</sup>
	MF	23.276.800	m <sup>2</sup>
Mangualde	MDF	365.198	m <sup>3</sup>
	Veneer m3	90.000	m <sup>3</sup>
	Wax ton	10.000	Tn
Linares	PB	435.608	m <sup>3</sup>
	MF	13.503.733	m <sup>2</sup>
Valladolid	PB	167.433	m <sup>3</sup>
	MDF	147.491	m <sup>3</sup>
	MF	6.275.809	m <sup>2</sup>
Solsona	PB	354.510	m <sup>3</sup>
	MF	20.769.590	m <sup>2</sup>
Betanzos	HB	75.000	m <sup>3</sup>
Pontevedra	MF	3.985.530	m <sup>2</sup>
Cuéllar	Sawmill	61.600	m <sup>3</sup>

Francia			
Plantas	Producto	Capacidad	Uds
Auxerre	PB	246.538	m <sup>3</sup>
	Melamina	6.464.685	m <sup>2</sup>
Lure	PB	465.843	m <sup>3</sup>
	Melamina	12.724.558	m <sup>2</sup>
S. Dizier	MDF	193.660	m <sup>3</sup>
Ussel	MDF	197.271	m <sup>3</sup>
	Melamina	12.724.558	m <sup>2</sup>
Le Creusot	MDF	164.595	m <sup>3</sup>
	Melamina	0	m <sup>2</sup>
Chatellerault	OSB	124.914	m <sup>3</sup>
	Melamina	0	m <sup>2</sup>

Alemania + Luxemburgo			
Plantas	Producto	Capacidad	Uds
Nettgau	PB	630.339	m <sup>3</sup>
	OSB	473.075	m <sup>3</sup>
	Melamina	16.518.372	m <sup>2</sup>
Kaisersesch	PB	350.068	m <sup>3</sup>
	Melamina	20.793.986	m <sup>2</sup>
Meppen	MDF	420.752	m <sup>3</sup>
	Melamina	6.195.692	m <sup>2</sup>
Eiweiler	MDF	213.928	m <sup>3</sup>
	Melamina	1.786.632	m <sup>2</sup>

Reino Unido			
Plantas	Producto	Capacidad	Uds
Knowsley	PB	504.169	m <sup>3</sup>
	Melamina	13.537.478	m <sup>2</sup>
Coleraine	PB	102.032	m <sup>3</sup>
	Melamina	7.809.503	m <sup>2</sup>

Sudáfrica			
Plantas	Producto	Capacidad	Uds
White River	PB	188.979	m <sup>3</sup>
	MDF	83.580	m <sup>3</sup>
	Melamina	2.956.556	m <sup>2</sup>
Panbult	PB	146.135	m <sup>3</sup>
	Veneer	20.000	m <sup>3</sup>
	Melamina	6.575.631	m <sup>2</sup>
George	PB	57.463	m <sup>3</sup>
	Veneer	16.500	m <sup>3</sup>
	Melamina	2.956.556	m <sup>2</sup>

Brasil			
Plantas	Producto	Capacidad	Uds
Tafisa Brasil	PB	221.828	m <sup>3</sup>
	MDF	386.928	m <sup>3</sup>
	Melamina	6.766.884	m <sup>2</sup>
	Finish Foil	12.000.000	m <sup>2</sup>

Canadá			
Plantas	Producto	Capacidad	Uds
Tafisa Canada	PB	907.708	m <sup>3</sup>
	Melamina	16.915.172	m <sup>2</sup>