



Comisión Nacional del Mercado de Valores

A los efectos de dar cumplimiento al artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, "Befesa Medio Ambiente, S.A." ("Befesa" o la "Sociedad") pone en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del público el siguiente

Hecho Relevante

De conformidad con lo dispuesto en el hecho relevante remitido por esta Sociedad con fecha 17 de marzo de 2011 (número de registro oficial 140338) por el que se comunicaba el acuerdo del Consejo de Administración de Befesa de someter a la consideración de la Junta General de accionistas de la Sociedad, entre otras cuestiones, la exclusión de negociación en las Bolsas de Valores de las acciones representativas del capital social de la Sociedad, mediante la realización de una oferta de exclusión de la totalidad de sus acciones, y como complemento al hecho relevante publicado en el día de hoy (número de registro oficial 140608) con ocasión de la publicación de la convocatoria de la referida Junta General de accionistas, se pone a disposición de los accionistas los siguientes documentos:

- Informe sobre la propuesta de exclusión y el precio ofrecido, que ha sido objeto de aprobación por el Consejo de Administración de Befesa en el día 17 de marzo de 2011, a efectos de lo dispuesto en el artículo 34.5 de la Ley del Mercado de Valores.
- Informe de valoración emitido el 17 de marzo de 2011 por KPMG Asesores, S.L. que ha actuado como asesor financiero designado por la Sociedad.

Madrid, 24 de marzo de 2011

Antonio Marín Hita
Secretario General y del Consejo de Administración



**Informe que formula el Consejo de Administración
de Befesa Medio Ambiente, S.A.
en relación con la Solicitud de Exclusión de Negociación en Bolsas de
las Acciones y Formulación de una Oferta Pública de Adquisición de
Acciones.**

El Consejo de Administración de Befesa Medio Ambiente, S.A. (la "Sociedad" o "Befesa"), en su reunión de 17 de marzo de 2011, ha acordado someter a la consideración y aprobación, en su caso, de la Junta General de Accionistas de la Sociedad, convocada para los días 25 y 26 de abril de 2011, en primera y segunda convocatoria, respectivamente, entre otros acuerdos, la exclusión de negociación en Bolsa de Valores de las acciones de la Sociedad, así como la formulación a tal efecto de una oferta pública de adquisición de acciones, en los términos previstos en el artículo 34 de la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores (la "Ley del Mercado de Valores") y en el artículo 10 y concordantes del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el "Real Decreto 1066/2007").

De conformidad con lo previsto en el artículo 34.5 de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, el Consejo de Administración de la Sociedad ha acordado formular el presente informe, justificando detalladamente la propuesta de exclusión de negociación y el precio y demás términos y condiciones de la referida oferta pública de adquisición de acciones.

1. Justificación de la Propuesta de Exclusión de Negociación

A. Solicitud de exclusión de negociación oficial.

El Consejo de Administración de la Sociedad propone someter a la Junta General Ordinaria de Accionistas la exclusión de la contratación pública y negociación oficial en las Bolsas de Valores de Madrid y Bilbao de la totalidad de las acciones representativas del capital social de la Sociedad, así como la solicitud de dicha exclusión, por entender que concurren circunstancias y razones que aconsejan llevar a cabo dicha exclusión tal y como se desarrolla a continuación.

B. Justificación de la exclusión de negociación oficial.

El capital social actual de la Sociedad asciende a 81.611.571,79 euros, representado por 27.113.479 acciones de 3,01 euros de valor nominal cada una, pertenecientes a una única clase y serie, representadas en anotaciones

BEFESA

en cuenta, las cuales se encuentran admitidas a negociación en las Bolsas de Valores de Madrid y Bilbao e integradas en el Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE).

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

Abengoa, S.A. ("Abengoa") es titular del 100 % de las entidades Asa Environment & Energy Holding, AG y Sociedad Inversora en Energía y Medio Ambiente, S.A., quienes, a su vez, controlan conjuntamente el 100 % de Proyectos de Inversiones Medioambientales, S.L (PIM), y, en consecuencia y a través de ésta, Abengoa es titular indirecto de 22.597.338 acciones de la Sociedad, representativas del 83,344 % de su capital social; asimismo, Abengoa es titular directo de 3.805.639 acciones de la Sociedad, representativas del 14,036 % de su capital social. Conforme a lo anterior, el porcentaje del denominado "capital flotante" (free float) que se encuentra en la actualidad distribuido entre el público es del 2,62 %.

Este reducido porcentaje de "capital flotante" impide que se alcance niveles de difusión accionarial adecuados para la negociación de las acciones en las Bolsas de Valores. De hecho, la negociación de las acciones en Bolsa presenta unos niveles mínimos en cuanto a frecuencia y volumen de contratación, representando las operaciones realizadas en el mercado en los últimos 12 meses un porcentaje inferior al 1,7 % del capital social.

Esta falta de liquidez y los consiguientes bajos niveles de frecuencia y volumen de negociación hacen que el precio de cotización de la acción de Befesa no refleje el verdadero valor de la Sociedad lo que supone un perjuicio para la Sociedad y sus accionistas, habiéndose constatado que esta falta de liquidez ha provocado una reducción relevante del seguimiento de la acción por parte de analistas y de la comunidad financiera en general.

Finalmente, el Consejo de Administración entiende que, atendiendo a criterios de economía y eficacia en el desarrollo de la actividad y estructura de la Sociedad, la exclusión de negociación es aconsejable en la medida en que supone la simplificación de su funcionamiento y permitirá ahorrar los costes en que incurre la Sociedad por su condición de sociedad cotizada. En este sentido, como consecuencia de su cotización, la Sociedad incurre en una serie de costes directos que desaparecerían en el momento en que la Sociedad dejara de cotizar. Asimismo, mientras la Sociedad esté admitida a cotización, incurre en una serie de costes indirectos en sus áreas comerciales y de promoción que, si bien son difícilmente cuantificables, no dejan de ser relevantes.

A la vista de la situación expuesta, el Consejo de Administración considera que no se dan las condiciones adecuadas para la permanencia de las acciones en Bolsa de Valores, estimando oportuno someter a la consideración de la Junta General de accionistas el correspondiente acuerdo de exclusión de negociación, mediante la formulación de una oferta de adquisición de acciones, en los términos y de conformidad con lo establecido en el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores.

C. Procedimiento de exclusión.

La exclusión de contratación pública y de negociación oficial en las Bolsas de Valores de Madrid y Bilbao de las acciones de Befesa se realiza mediante la formulación de una oferta pública de adquisición dirigida a todos los valores afectados por la exclusión (i.e., a través de una opa de exclusión).

De acuerdo con lo previsto en el párrafo 2º del artículo 10.4 del Real Decreto 1066/2007, la oferta de exclusión se formulará por PIM, principal accionista directo de Befesa y sociedad participada al 100 % (indirectamente) por Abengoa. A estos efectos, con fecha 17 de marzo de 2011, el Consejo de Administración de PIM ha aprobado la formulación de la referida opa de exclusión.

Así, en cumplimiento del artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, se somete a la consideración y, en su caso, aprobación de la Junta General ordinaria de accionistas: (i) la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones de la Sociedad en las Bolsas de Valores de Madrid y Bilbao, así como solicitar dicha exclusión; (ii) la formulación, a estos efectos, de una oferta pública de adquisición de conformidad con lo dispuesto en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007; (iii) el precio ofrecido en la referida oferta; (iv) que la oferta sea presentada por PIM en lugar de por la propia Sociedad; y (v) la delegación de las facultades de ejecución de estos acuerdos en favor del Consejo de Administración de la Sociedad, todo ello con arreglo a los términos y condiciones que se recogen en las propuestas de acuerdos que se someten a la consideración de la Junta General de accionistas convocada para los días 25 y 26 de abril de 2011, en primera y segunda convocatoria respectivamente.

Una vez adoptado el referido acuerdo de exclusión, PIM presentará ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su examen y, en su caso, autorización una solicitud de autorización para el lanzamiento de la opa.

2. Justificación del precio y demás términos y condiciones de la Oferta Pública de Adquisición

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

Los términos y condiciones de la referida oferta pública de adquisición de acciones que está sujeta a las previsiones establecidas en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, son los siguientes:

- Oferente: Proyectos de Inversiones Medioambientales, S.L. con domicilio en Erandio (Vizcaya), carretera Bilbao-Plencia Km. 21 y NIF B-95335634, inscrita en el Registro Mercantil de Vizcaya, al tomo 4479, sección 8, Hoja BI- 40822.

Como ha quedado indicado anteriormente, PIM es una entidad íntegramente controlada por Abengoa. Esta última es titular directo de 3.805.639 acciones de la Sociedad, representativas del 14,036 % de su capital social y PIM es titular directo de otras 22.597.338 acciones de la Sociedad, representativas del 83,344 % del capital social. En consecuencia, a los efectos del artículo 5 del Real Decreto 1066/2007, le son atribuidos a Abengoa el 97,38 % de los derechos de voto de la Sociedad.

- Valores a los que se extiende la oferta: La oferta pública de adquisición de acciones de la Sociedad para su exclusión se dirigirá a todos los titulares de las acciones de la Sociedad salvo a aquellos que hubieran votado a favor de la exclusión en la correspondiente Junta General de accionistas que decida sobre los acuerdos de exclusión de negociación y sobre la oferta pública de adquisición y que adicionalmente inmovilicen sus valores hasta que transcurra el plazo de aceptación de la oferta, al que se refiere el artículo 23 del Real Decreto 1066/2007. En este sentido, al menos la sociedad oferente, PIM, y su sociedad dominante, Abengoa, procederán a inmovilizar dichas acciones (representativas del 97,38 % de los derechos de voto de la Sociedad) hasta la conclusión del plazo de aceptación de la oferta.

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

BEFESA

- Contraprestación: La oferta pública de adquisición se formulará como compraventa consistiendo en dinero la totalidad de la contraprestación, que será satisfecha al contado en el momento de liquidarse la operación. El precio de la oferta se ha fijado en la cantidad de veintiséis euros (26 €) por acción (del que se deducirá, en su caso, el importe bruto de cualquier dividendo o distribución que Befesa pague con anterioridad a la liquidación de la oferta).
- Finalidad: La oferta pública se formula con ocasión de la exclusión de negociación en Bolsa de Valores de las acciones de la Sociedad, la cual tendrá lugar en la fecha de liquidación de la oferta.
- Condiciones: La efectividad de la oferta no se sujetará a condición alguna. No obstante, PIM ha condicionado la formulación de la oferta a la aprobación por la Junta General de Accionistas de Befesa del acuerdo de exclusión y de los acuerdos relativos a la oferta de exclusión y al precio ofrecido en los términos propuestos por el Consejo de Administración de la Sociedad.
- Compraventa forzosa: Es intención del oferente ejercitar el derecho de compraventa forzosa en el supuesto de que, como consecuencia de la oferta, se cumplan las condiciones previstas en el artículo 47 y siguientes del Real Decreto 1066/2007.

El precio de la oferta, veintiséis euros (26 €) por acción, ha sido fijado conforme a lo previsto en el artículo 10.6 del Real Decreto 1066/2007. En este sentido, dicho precio no es inferior al mayor que resulta entre el precio equitativo al que se refiere el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007 y el que resulta de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007.

Asimismo, se hace constar que ni la sociedad oferente, ni Abengoa, ni las sociedades de su grupo (incluida Befesa), ni los administradores de todas las anteriores, han efectuado ninguna operación de compra de las acciones de la Sociedad en los 12 meses anteriores al 25 de febrero de 2011 (esto es, la fecha de publicación del hecho relevante por el que Befesa anunció que estaba analizando la posibilidad de excluir de cotización sus acciones), por encima del mencionado precio de veintiséis euros (26 €) por acción.

Se hace constar igualmente que la Sociedad ha designado a la entidad KPMG Asesores, S.L. para la elaboración de un informe de valoración de las acciones de la Sociedad, atendiendo para ello a los criterios y los métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007. Con fecha de hoy, KPMG Asesores, S.L. ha emitido el correspondiente informe de valoración, el cual se pondrá a disposición de los accionistas al tiempo de la convocatoria de la Junta General Ordinaria de Accionistas.

BEFESA

Basándose en el contenido y en las conclusiones del informe de KPMG Asesores, S.L. los valores determinados por el Consejo de Administración, según los distintos métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, junto con la justificación de su respectiva relevancia, son los que se exponen a continuación:

- a) Valor teórico contable de la Sociedad: De acuerdo con este método de valoración, el valor de las acciones de la Sociedad sería de 13,10 euros por acción en base a las últimas cuentas anuales consolidadas auditadas, cerradas a 31 de diciembre de 2010.

El Consejo de Administración considera que esta metodología de valoración no es una referencia como tal dado que no considera a la Sociedad como un negocio en funcionamiento sino que aplica un método estático basado en la situación patrimonial que se desprende de sus estados financieros en un momento determinado sin tener en consideración la capacidad de generar beneficio y flujos de caja futuros.

- b) Valor liquidativo de la Sociedad: De la aplicación de este método resultarían valores significativamente inferiores a los obtenidos mediante la aplicación del resto de metodologías descritas en el Real Decreto 1066/2007, por lo que no se ha considerado preciso el cálculo del valor liquidativo a efectos de la determinación del valor de mercado de Befesa.

Su procedimiento de cálculo se basa, fundamentalmente, en la estimación de los activos de la Sociedad ante un proceso de venta así como la liquidación de todos sus activos, considerando las plusvalías y minusvalías latentes asociadas al proceso de liquidación ordenada, así como las posibles contingencias; por ello el Consejo considera que no es un método aplicable a la Sociedad en cuanto que ésta es una empresa en funcionamiento.

- c) Cotización media durante el semestre inmediatamente anterior: La cotización media de las acciones de la Sociedad correspondiente al semestre inmediato anterior a la fecha de publicación del hecho relevante por el que Befesa anunció que estaba analizando la posibilidad de excluir de cotización sus acciones, esto es por el período comprendido entre el día 26 de agosto de 2010 y el día 25 de febrero de 2011, determina un valor de 17,20 euros por acción, tomando como referencia la media aritmética simple de los precios medios diarios ponderados por volumen de las sesiones en que ha habido negociación.

Como consecuencia de la reducida capitalización bursátil de la Sociedad, el escaso "capital flotante" y el bajo volumen diario de

BEFESA

negociación de las acciones de la Sociedad en Bolsa, conforme a lo expresado en el apartado 1 del presente informe, se podría entender que su cotización no representa el valor de mercado de la Sociedad.

En el caso de Befesa, además, su valor de mercado presenta las siguientes particularidades: (i) la inestabilidad bursátil general que tuvo lugar durante los últimos seis meses podría estar afectando negativamente al precio de la acción en el mercado, y (ii) su vinculación con determinados sectores de actividad que en los últimos meses parece que empiezan a reactivar su cartera de pedidos, tales como el sector del acero y aluminio (en especial, el aluminio secundario).

- d) Valor de la contraprestación ofrecida en una oferta pública de adquisición el año precedente: Este método no es de aplicación por la inexistencia de este tipo de referencias durante el último año.
- e) Otros métodos de valoración aplicables al caso: Adicionalmente a los criterios anteriormente referidos y de conformidad con lo establecido en el artículo 10.5.e) del Real Decreto 1066/2007, el Consejo de Administración ha procedido a efectuar una valoración de la Sociedad aplicando otros métodos valorativos comúnmente aceptados por la comunidad financiera internacional, tales como la metodología de la suma de partes y del descuento de flujos de caja y las metodologías de múltiplos de mercado de compañías cotizadas y transacciones comparables. Los resultados de la aplicación de estos métodos y su respectiva relevancia, se comentan a continuación:

e.1) Suma de partes y del descuento de flujos libres de caja: De acuerdo con este método de valoración, el valor de las acciones de la Sociedad estaría comprendido en un rango de entre 24,50 y 26,80 euros por acción, siendo el valor medio resultante de 25,70 euros por acción.

Este valor se ha determinado valorando cada uno de los cuatro segmentos representativos de las líneas de negocios de Befesa (con la aplicación de la metodología de descuentos de flujos libres de caja a los segmentos de reciclaje de residuos industriales y al de operación y mantenimiento, el coste de inversión al segmento de concesiones y el valor del negocio (EV) al segmento de EPC de acuerdo con el contrato de promesa de compraventa de fecha 30 de diciembre de 2010) minorado por la posición financiera neta y el valor atribuible a los accionistas minoritarios (no se deducen otros activos y pasivos no operativos por no ser relevantes en el caso de Befesa).

El Consejo de Administración considera que ésta es la metodología de valoración más aplicable y que recoge el valor intrínseco de la Sociedad, por incorporar de una forma eficaz al resultado de la valoración todos

BEFESA

los factores que afectan al valor de un negocio, considerando la empresa objeto de valoración como un auténtico proyecto de inversión.

e.2) Suma de partes y múltiplos de mercado de compañías cotizadas comparables: Este método consiste en la estimación del valor de las líneas de negocios de Befesa en las que se ha aplicado la metodología del descuento de flujos libres de caja a partir de unos factores multiplicadores obtenidos de empresas comparables cotizadas en Bolsas de Valores.

Las muestras de las compañías que se han tomado como referencia para la estimación del valor de las líneas de negocio de la Sociedad se han basado en un estudio global de las principales compañías cotizadas que operan en cada uno de los sectores de actividad de las líneas de negocio en las que está presente la Sociedad. No obstante, las compañías identificadas mantienen diferencias importantes con respecto a las líneas de negocio de Befesa.

A la vista de lo anterior, el Consejo de Administración considera que, debido a que hay importantes limitaciones de comparabilidad entre las compañías cotizadas de las muestras utilizadas y las líneas de negocio de la Sociedad, los resultados de este método sólo sean utilizados como contraste.

Mediante la aplicación de este método, el valor de las acciones de la Sociedad podría situarse en un rango comprendido entre 19,90 euros por acción y 22,00 euros por acción, con un valor medio de 21,00 euros por acción.

e.3) Suma de partes y múltiplos de mercado de transacciones comparables: Este método consiste en la estimación del valor de las líneas de negocio de la Sociedad en las que se ha aplicado la metodología del descuento de flujos libres de caja a partir de unos factores multiplicadores obtenidos de los precios pagados en transacciones de sociedades comparables.

La aplicación de este método requiere que los multiplicadores obtenidos de la muestra de compañías comparables se apliquen sobre las magnitudes financieras de las diferentes líneas de negocio de Befesa objeto de valoración, siempre y cuando las líneas de negocio no presenten circunstancias que puedan considerarse anormales o atípicas en su rentabilidad.

El Consejo de Administración considera que debido a las importantes limitaciones de comparabilidad de las compañías incluidas en la muestra de transacciones comparables con las líneas de negocio de la

BEFESA

Sociedad, así como que dichas transacciones pueden incluir determinados factores, tales como posibles primas de control, diferentes niveles de rentabilidad, sinergias y otros factores estratégicos, los resultados de este método se use sólo como contraste.

Mediante la aplicación de este método, el valor de las acciones de la Sociedad podría situarse en un rango comprendido entre 22,60 euros por acción y 24,80 euros por acción, con un valor medio de 23,70 euros por acción.

En resumen, las valoraciones que resultan de los distintos métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, con arreglo al informe de KPMG Asesores, S.L. al que se ha hecho referencia, son las que se exponen en el siguiente cuadro:

Método de Valoración	Rango de Valoración (€/acción)	Precio Medio (€/acción)
Valor teórico contable	13,10	13,10
Valor liquidativo de la Sociedad	De la aplicación de este método resultarían valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, por lo que no es preciso su cálculo	
Cotización media del último semestre	17,20	17,20
Valor de la contraprestación ofrecida en el caso de opas formuladas en el año precedente	Este método no es de aplicación por la inexistencia de este tipo de referencias durante el último año	
Descuentos de flujo de caja	24,50-26,80	25,70
Múltiplos de compañías cotizadas comparables	19,90 – 22,00	21,00

BEFESA

Múltiplos de transacciones comparables	22,60 - 24,80	23,70
--	---------------	-------

De los anteriores métodos se considera que la metodología de la suma de partes y del descuento de flujos libres de caja es el único método apropiado a los efectos de determinar el valor de la Sociedad, por las razones antes indicadas.

Teniendo en cuenta lo anterior y según lo señalado, el Consejo de Administración estima que el precio propuesto para la opa de exclusión de veintiséis euros (26 €) por acción (del que se deducirá, en su caso, el importe bruto de cualquier dividendo o distribución que Befesa pague con anterioridad a la liquidación de la oferta) cumple con lo establecido en el artículo 10.6 del Real Decreto 1066/2007, ya que no es inferior al mayor que resulta entre el precio equitativo al que se refiere el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007 y el que resulta de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007.

Y para que así conste, se emite este informe por el Consejo de Administración de Befesa Medio Ambiente, S.A., en Madrid, a 17 de marzo de 2011.



Proyecto Bisonte Befesa Medio Ambiente, S.A.

Informe de valoración en el entorno de OPA de exclusión

17 de marzo de 2011



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

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

PRIVADO Y CONFIDENCIAL

Privado & Confidencial

Befesa Medio Ambiente, S.A.
Att. Consejo de Administración
Carretera Bilbao-Plencia (Km 21)
48950 Erandio, Vizcaya

Proyectos de Inversiones Medioambientales, S.L.
Att. Consejo de Administración
Carretera Bilbao-Plencia (Km 21)
48950 Erandio, Vizcaya

17 de marzo de 2011

Estimados señores:

Nos complace adjuntarles nuestro informe de valoración de la totalidad de las acciones de Befesa Medio Ambiente S.A. (en adelante “Befesa” o el “Grupo”) que se prepara en el marco de una posible oferta pública de adquisición por exclusión de las acciones de la misma.

Este informe ha sido preparado, para beneficio y uso exclusivo de Befesa, sus accionistas, siendo sus accionistas de referencia Proyectos de Inversiones Medioambientales, S.L. y Abengoa, S.A., sus asesores legales “Uría Menéndez” y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante “CNMV”), cuando sea requerido para cumplir con requerimientos legales o regulatorios vigentes, de acuerdo con los términos y condiciones de nuestra propuesta de servicios profesionales de fecha 28 de enero de 2011.

Atentamente,

Antonio Marquez González
Socio
KPMG Asesores, S.L.

Aspectos a considerar

Este documento ha sido preparado basado en determinada información, tanto pública como privada, que nos ha sido proporcionada por la Dirección de la Sociedad en el transcurso de nuestro trabajo, o que hemos obtenido de fuentes de información públicas disponibles, no habiendo llevado a cabo ninguna verificación independiente de determinada información. KPMG no asume o garantiza, expresa o implícitamente, la veracidad, exactitud e integridad de la información contenida en este documento y suministrada por la mencionada Dirección para la realización de nuestro trabajo. No aceptamos ninguna responsabilidad sobre dicha información, la cual es responsabilidad de las mencionada Dirección.

Es importante resaltar que, dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de las hipótesis podrían no materializarse tal y como han sido definidas y podrían ocurrir acontecimientos no previstos, por lo que la evolución financiera futura de la Sociedad podría resultar distinta a la estimada en las proyecciones presentadas, afectando al rango de valores estimado de Befesa.

KPMG se exime expresamente de cualquier responsabilidad por la información contenida u omitida en este documento, expresa o tácitamente. Asimismo, KPMG rechaza expresamente cualesquiera responsabilidades por representaciones o garantías, explícitas o implícitas, contenidas u omitidas en este documento.

Resumen ejecutivo

Antecedentes	<p>Befesa es una compañía internacional especializada en la gestión integral de residuos industriales, y en la gestión y generación del agua. Befesa tiene diferentes líneas de negocio: la línea de reciclaje de residuos industriales, que engloba las actividades de reciclaje de residuos de aluminio y escorias salinas, reciclaje de residuos de acero y galvanización, así como la gestión de residuos industriales. Por otro lado, el segmento dedicado a la gestión del ciclo del agua, donde están las actividades de Ingeniería y Construcción (EPC) (a 30 de diciembre de 2010 se firmó un contrato de promesa de compraventa de esta rama de actividad) y Concesiones</p> <p>Debido al bajo volumen de negociación de sus títulos, la Dirección de la Sociedad está analizando la posibilidad de excluir de cotización a la misma, por lo que ha solicitado nuestros servicios profesionales para la estimación del posible rango de valores de la totalidad de sus acciones como referencia ante una posible oferta pública de adquisición por exclusión de las acciones de la misma de acuerdo con la legislación mercantil de ofertas públicas de adquisición de valores</p>
Objetivo de nuestro trabajo	<p>El objetivo de nuestra colaboración profesional ha consistido en la determinación de un rango de valores de la totalidad de las acciones de Befesa a la fecha del informe de acuerdo con las metodologías de valoración establecidas en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores</p>
Metodologías de valoración empleadas	<p>De conformidad con la citada legislación, las principales metodologías a aplicar son:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Valor teórico contable de la Sociedad, calculado con base en las últimas cuentas anuales auditadas o sobre la base de los últimos estados financieros no auditados ■ Valor liquidativo de la Sociedad ■ Cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante ■ Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión ■ Otras metodologías de valoración de general aceptación tales como descuento de flujos libres de caja así como metodología de múltiplos de mercado de compañías y transacciones comparables
Aspectos relevantes a considerar	<p>Para un adecuado entendimiento de nuestro trabajo véase el epígrafe denominado "Aspectos relevantes a considerar en la interpretación de los resultados de nuestro trabajo"</p>
Resultados de nuestro trabajo a la fecha de valoración	<p>De acuerdo con las bases de información y los procedimientos empleados en la realización de nuestro trabajo, así como con las metodologías de valoración establecidas en el R.D. 1066/2007, y considerando los aspectos relevantes descritos en este informe, el rango de valor por acción de Befesa se sitúa entre 24,5 y 26,8 euros por acción</p>

Contenido

	Página
Antecedentes	5
Objetivo de nuestro trabajo	10
Bases de información y procedimientos utilizados	12
Metodologías de valoración de acuerdo con el R.D. 1066/2007	15
■ Valor teórico contable o neto patrimonial	17
■ Valor liquidativo	19
■ Cotización media ponderada del último semestre	21
■ Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad	24
■ Metodología de suma de partes y del descuento de flujos libres de caja	25
■ Metodología de múltiplos de mercado	39
Aspectos relevantes a considerar en la interpretación de los resultados de nuestro trabajo	49
Resultados y conclusiones de nuestro trabajo	51
Condiciones de uso del informe	53
Anexo	
■ Anexo 1: Organigrama societario	55
■ Anexo 2: Glosario de Términos	57
■ Anexo 3: Certificado de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid	60

Antecedentes

Descripción de los segmentos y líneas de negocios de la compañía

Befesa es un grupo industrial a nivel europeo cuya actividad es la gestión de residuos industriales, así como a nivel global la gestión y generación de agua

Las actividades desarrolladas por Befesa se dividen en dos segmentos:

- Reciclaje de residuos industriales: donde presta servicios integrales de recogida, tratamiento y reciclaje de residuos de acero. Asimismo, desarrolla la actividad de reciclaje de residuos de aluminio y de escorias salinas, así como servicios de gestión de otros residuos industriales
- Agua: diseño, construcción, operación y mantenimiento, y gestión y explotación en régimen concesional de todo tipo de infraestructuras e instalaciones hidráulicas, en especial, plantas de desalación, tratamiento, y depuración de agua, así como infraestructuras de transporte y distribución de agua

De acuerdo con la información recibida, su cartera de clientes está diversificada, entre la que se incluyen tanto grandes empresas de sectores como el acero, la automoción o la industria química, así como administraciones públicas (tanto a nivel regional como nacional)

La tipología de contratos bajo los que Befesa habitualmente trabaja es distinta en función del segmento:

- Segmento de reciclaje de residuos industriales: suele operar, por una parte, a través de contratos de prestación de servicios y contratos de compraventa o suministro de productos y subproductos. Por otra parte, y en menor medida, contratos de diseño, construcción y venta de tecnología
- En el segmento del agua: Befesa normalmente opera a través de contratos de EPC (en inglés engineering, procurement and construction), contratos públicos y concesiones administrativas

Es importante mencionar que, de acuerdo con la información publicada en la CNMV así como la información recibida, el 30 de diciembre de 2010 Befesa suscribió con Abeinsa, Ingeniería y Construcción Industrial, S.A. (en adelante "Abeinsa"), sociedad íntegramente participada por Abengoa, S.A., un contrato de promesa de compraventa para la venta por parte de Befesa a Abeinsa de la actividad de EPC (diseño y construcción) desarrollada dentro del segmento del agua (en adelante "Befesa Agua EPC"), estando actualmente sujeta a la formalización previa de la escisión de la actividad que no será transmitida a Abeinsa

Durante el año 2010 gestionó, en el segmento de reciclaje, en torno a 1,8 millones de toneladas de residuos, lo que se tradujo en más de un millón de toneladas de producción de nuevos materiales, evitando la emisión de más de 0,6 millones de toneladas de CO2 durante ese ejercicio

En el segmento del agua, ha desarrollado la capacidad para desalar más de 1,2 millones de metros cúbicos de agua diarios, equivalente al abastecimiento diario de ocho millones de personas aproximadamente

La siguiente tabla muestra la distribución de la cifra de negocios por cada uno de los dos segmentos en los que opera la Sociedad:

Cifra de negocios				
Segmentos	2010H	2009H	2008H	2007H
Importes en miles de euros				
Reciclaje de Residuos industriales	574.700	423.345	642.804	594.183
% sobre el total	69,0%	58,6%	73,6%	77,2%
Agua	285.745	298.474	230.644	175.488
% sobre el total	34,3%	41,4%	26,4%	22,8%
Corporativo	(27.709)	n.a.	n.a.	n.a.
% sobre el total	(3,3)%	n.a.	n.a.	n.a.
Total	832.736	721.819	873.448	769.671

Nota: El segmento de Agua incluye la actividad de Befesa Agua EPC sobre la que existe un contrato de promesa de compraventa

Fuente: Informes anuales de Befesa al cierre de cada ejercicio e información facilitada por la Dirección de la Sociedad

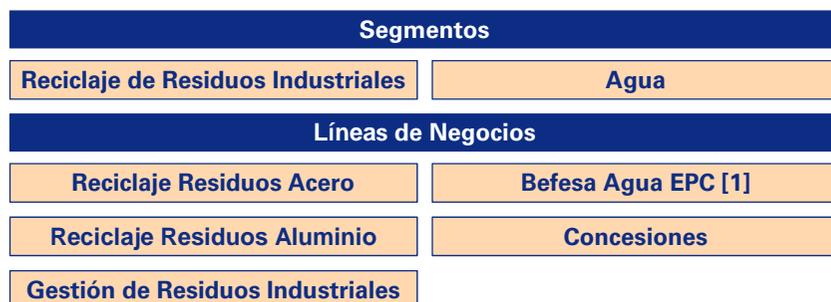
La siguiente tabla muestra el Ebitda generado por la compañía, en cada segmento:

EBITDA				
Segmentos	2010H	2009H	2008H	2007H
Importes en miles de euros				
Reciclaje de Residuos industriales	107.109	71.431	100.731	114.171
% sobre el total	83,4%	74,5%	94,3%	92,2%
Agua	24.204	26.478	1.854	13.014
% sobre el total	18,8%	27,6%	1,7%	10,5%
Corporativo y otros	(2.837)	(2.066)	4.261	(3.395)
% sobre el total	(2,2%)	(2,2%)	4,0%	(2,7%)
Total	128.476	95.843	106.846	123.790

Nota: El segmento de Agua incluye la actividad de Befesa Agua EPC sobre la que existe un contrato de promesa de compraventa

Fuente: Informes anuales de Befesa al cierre de cada ejercicio e información facilitada por la Dirección de la Sociedad

El segmento de reciclaje de residuos industriales se divide a su vez en tres líneas de negocios, y el segmento de agua en dos líneas de negocios, tal como se recoge en el siguiente gráfico:



Nota: [1] Existe un contrato de promesa de compraventa de esta rama de actividad

Principales características de las Líneas de Negocios

Reciclaje de Residuos Industriales: este segmento, cuenta con tres líneas:

- **Reciclaje de Residuos de Acero:** desarrolla la actividad de gestión integral (tratamiento, recuperación, valorización y reciclaje) de residuos provenientes de la producción de acero y del proceso de galvanización. Sus ventas representan el 27% de las ventas de la compañía aproximadamente. Su mercado tiene una competencia muy concentrada, siendo su cuota de mercado en Europa en torno al 60%. Sus principales proveedores son sus clientes (aceristas y fundiciones) ya que son los que proporcionan la materia prima para el proceso de tratamiento y valorización
- **Reciclaje de Residuos de Aluminio:** desarrolla las actividades de recuperación del aluminio contenido en residuos y chatarras para la producción de aluminio secundario y su comercialización (70% de la actividad), así como el reciclaje de los residuos generados en la producción del escorias salinas y su comercialización (18% de la actividad) y, finalmente, el diseño, construcción y puesta en marcha de instalaciones “llave en mano” para la industria del aluminio. Sus ventas representan aproximadamente el 18% de las ventas de la compañía. Su mercado tiene una competencia muy concentrada, siendo Befesa un operador del sector a nivel europeo. Sus principales clientes son clientes globales, principalmente del negocio de la automoción, la construcción y la industria primaria del aluminio
- **Gestión de Residuos Industriales:** especializada en proveer soluciones medioambientales a la industria con el objetivo de reciclar, valorizar y reutilizar residuos industriales. Sus principales actividades son la gestión de residuos y las limpiezas industriales. Sus ventas representan el 13% de las ventas de la compañía aproximadamente, siendo un mercado amplio y fragmentado, y sus clientes son muy variados, aunque principalmente del sector privado

Agua: tal como se ha mencionado anteriormente, en este segmento existe un contrato de promesa de compraventa de la línea de negocios de ingeniería y construcción incluida en este segmento. Por lo tanto, hasta el 30 de diciembre de 2010, este segmento se componía de tres líneas de negocios:

- Ingeniería y Construcción: desarrollan plantas de desalación, instalaciones para el tratamiento y reutilización de aguas y otras infraestructuras hidráulicas. Según se ha mencionado anteriormente, se ha firmado un contrato de promesa de compraventa para la venta de esta rama de actividad
- Concesiones: desarrolla la actividad de gestión y explotación de infraestructuras e instalaciones hidráulicas en régimen concesional y, en particular, de plantas de desalación y tratamiento de aguas, así como infraestructuras de transporte y distribución de agua
- O&M: desarrolla la actividad de operación y mantenimiento, principalmente, de plantas de desalación, tanto a empresas del grupo como a terceros

A partir del ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2010, este segmento cambiará su composición, siendo:

- Concesiones: se mantendrá el mismo modelo de negocio realizado anteriormente
- O&M: se mantendrá el mismo modelo de negocio realizado anteriormente. Asimismo, sus ingresos incluirán un ingreso procedente del canon tecnológico como consecuencia de la tecnología e ingeniería de las plantas de tratamiento de agua (desalación por ósmosis inversa) que construirá Abeinsa una vez transmitida la rama de actividad de ingeniería y construcción

Un detalle de la cifra de negocios por cada una de las unidades de negocios descritas es como sigue:

Ventas						
Unidades de Negocio	2010H	2009H	2008H	2007H	2006H	2005H
Importes en miles de euros						
Reciclaje de residuos de acero	221.557	195.819	253.570	251.849	76.252	54.502
% variación	13,1%	(22,8)%	0,7%	230,3%	39,9%	n.a.
% sobre cifra de negocio	26,61%	27,13%	29,03%	32,72%	13,73%	13,54%
Reciclaje de residuos de aluminio	247.287	131.992	252.360	218.068	229.383	164.524
% variación	87,3%	(47,7)%	15,7%	(4,9)%	39,4%	n.a.
% sobre cifra de negocio	29,7%	18,3%	28,9%	28,3%	41,3%	40,9%
Gestión de residuos industriales	105.856	95.534	136.874	124.266	110.211	79.921
% variación	10,8%	(30,2)%	10,1%	12,8%	37,9%	n.a.
% sobre cifra de negocio	12,7%	13,2%	15,7%	16,1%	19,8%	19,9%
Ingeniería y construcción (EPC)	254.168	288.568	226.759	175.488	139.439	103.456
% variación	(11,9)%	27,3%	29,2%	25,9%	34,8%	n.a.
% sobre cifra de negocio	30,5%	40,0%	26,0%	22,8%	25,1%	25,7%
Concesiones	31.577	9.906	3.885	4.742	n.a.	n.a.
% variación	218,8%	155,0%	(18,1)%	n.a.	n.a.	n.a.
% sobre cifra de negocio	3,8%	1,4%	0,4%	0,6%	n.a.	n.a.
Corporativo	(27.709)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
% variación	n.d.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
% sobre cifra de negocio	(3,3)%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Importe neto de la cifra de negocio	832.736	721.819	873.448	769.671	555.285	402.403
% variación	15,4%	(17,4)%	13,5%	38,6%	38,0%	n.a.

Fuente: Informes anuales de Befesa al cierre de cada ejercicio e información facilitada por la Dirección de la Sociedad

Antecedentes

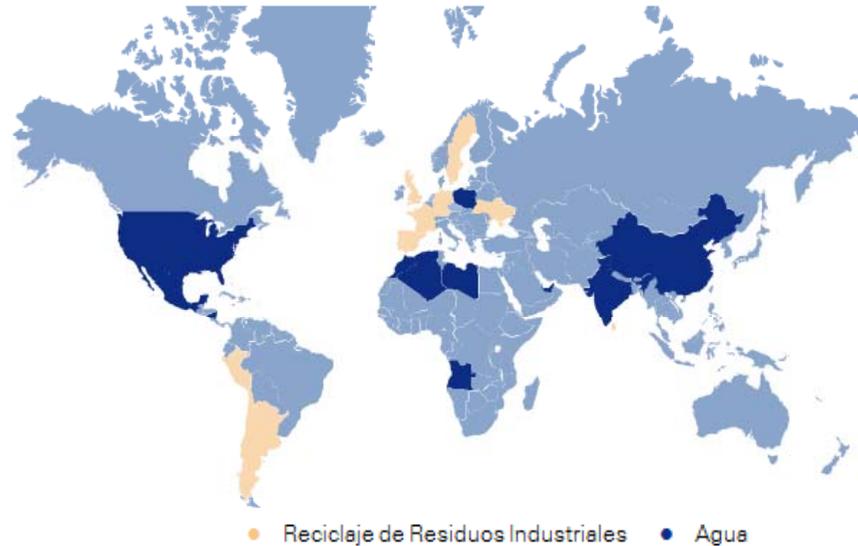
Presencia geográfica

Operación corporativa propuesta

Mercados geográficos en los que opera la compañía

A 31 de diciembre de 2010, Befesa empleaba a más de 2.800 personas, estaba presente en 22 países y en cuatro de los cinco continentes, a través de sus diversas oficinas comerciales, plantas de reciclaje, centros de gestión de residuos, proyectos EPC y concesiones de agua

En el mapa a continuación se puede observar la presencia internacional de la Compañía y su división de operaciones por segmentos de negocio:



Operación corporativa propuesta

Según hemos sido informados, Befesa cotiza en las Bolsas de Valores de Madrid y Bilbao, así como en el Sistema de Interconexión Bursátil (Mercado Continuo) desde junio de 1998, siendo su capital flotante o porcentaje del total de acciones susceptible de ser negociado (su acrónimo en inglés free-float) inferior al 3,0%

De acuerdo con las conversaciones mantenidas con la Dirección de la Sociedad, dado el bajo volumen de negociación de sus títulos, entre otras razones, se quiere llevar a cabo una posible exclusión de cotización de la misma, para lo cual Befesa ha solicitado a KPMG asistencia en la estimación de un posible rango de valores de la totalidad de las acciones de la Sociedad a los efectos de su utilización en la oferta pública de adquisición por exclusión, atención que les agradecemos muy sinceramente

Objetivo de nuestro trabajo

Objetivos de nuestro trabajo

**Objetivo de nuestro trabajo:
estimación de un rango de
valores de Befesa en el
entorno de una posible OPA
de exclusión**

De acuerdo con nuestra propuesta de servicios profesionales de fecha 28 de enero de 2011, el objetivo de nuestra colaboración profesional ha consistido en la determinación de un rango de valores a la fecha de este informe de la totalidad de las acciones de Befesa Medio Ambiente, S.A. de acuerdo con las metodologías de valoración establecidas en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

A este respecto, debemos señalar que todo ejercicio de valoración lleva implícitos, además de factores objetivos, otros factores subjetivos que implican juicio y que, por lo tanto, el “valor” obtenido constituye únicamente una estimación a utilizar como un punto de referencia para las partes interesadas en llevar a cabo una transacción, por lo que no es posible asegurar que terceras partes estén necesariamente de acuerdo con las conclusiones de nuestro trabajo

Asimismo, debe tenerse en consideración que en el contexto de un mercado abierto, pueden existir precios diferentes para un negocio en particular debido a factores subjetivos como el poder de negociación entre las partes o a distintas percepciones de las perspectivas futuras del negocio

Finalmente, es importante mencionar que nuestro trabajo constituye una valoración independiente y no supone ninguna recomendación a Befesa, ni a sus sus accionistas de referencia Proyectos de Inversiones Medioambientales, S.L. y Abengoa, S.A., ni a cualquier tercero, en particular, los propios accionistas de Befesa sobre qué posición deberían tomar ante la operación de exclusión propuesta sobre la totalidad de las acciones de Befesa o sobre la conveniencia u oportunidad que podría suponer, en su caso, participar en ésta

**Bases de
información y
procedimientos
utilizados**

Bases de información y procedimientos utilizados

Detalle de la información y procedimientos realizados

Las principales bases de información y procedimientos utilizados han sido los siguientes:

- Obtención y análisis de la siguiente información considerada necesaria para la realización de nuestro trabajo:
 - Balance y cuenta de resultados consolidado auditados de Befesa a 31 de diciembre de 2010
 - Cuentas anuales individuales y consolidadas de Befesa, junto con su informe de auditoría, para el ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2009
 - Información de gestión consolidada (sábanas de consolidación) por segmento a 31 de diciembre de 2010
 - Información de gestión a nivel de cifra de negocios y márgenes Ebitda históricos para cada segmento
 - Plan estratégico, incluyendo proyecciones financieras consolidadas a nivel de cada segmento (reciclaje de residuos industriales y concesiones; incluyendo la actividad de O&M y cada concesión operada por Befesa), así como las principales hipótesis empleadas en su preparación y justificación de las mismas por línea de negocios, que serán sometidos a la aprobación del Consejo de Administración a la fecha de este informe
 - Ventas de Befesa por líneas de negocios así como por áreas geográficas a 31 de diciembre de 2010
 - Presentación corporativa de Befesa denominada “V Analyst & Investor day - Day 2 July 13th & 14th 2010, Sevilla”
 - Información relativa al préstamo sindicado contratado por Befesa en la adquisición de BUS Group AB
 - Capital invertido a 31 de diciembre de 2010 en cada concesión operada por Befesa
 - Organigrama societario de Befesa así como línea de negocios o segmento en las que se incluye cada una
 - Cartera de pedidos y oportunidades de negocios de Befesa Agua EPC
 - Contrato de promesa de compraventa de fecha 30 de diciembre de 2010 suscrito por Befesa y Abeinsa, sociedad íntegramente participada por Abengoa, S.A., en relación con la venta por parte de Befesa a Abeinsa de Befesa Agua EPC
 - Informes de mercado relativos, principalmente, a la evolución de la actividad relacionada con el zinc y con el aluminio
 - Otra información sobre otros aspectos relativos a la gestión, organización, mercado, trayectoria del negocio, etc., que han sido de interés para la realización de nuestro trabajo
- Mantenimiento de diversas conversaciones o reuniones con la Dirección de Befesa, con el fin de recabar otra información necesaria que se ha considerado de utilidad para la realización de nuestro trabajo
- Revisión de la razonabilidad global, desde un punto de vista financiero, de las proyecciones financieras consolidadas a nivel de cada segmento (reciclaje de residuos industriales y concesiones), así como las principales hipótesis empleadas en su preparación
- Determinación de los principales parámetros de la metodología de valoración seleccionada y aplicación de la misma

Bases de información y procedimientos utilizados

Detalle de la información y procedimientos realizados

- Obtención de una carta firmada por un representante con facultades suficientes para representar a Befesa Medio Ambiente, S.A. en las gestiones relacionadas con el proceso de valoración de Befesa descrito, en la que nos confirman, entre otros aspectos, que las proyecciones financieras, incluidas en los planes estratégicos de cada línea de negocios que nos han facilitado y las hipótesis empleadas en su preparación representan su opinión más fundamentada considerando las presentes circunstancias y su esperada evolución a futuro, que se nos ha facilitado toda la información que a su juicio es relevante para la preparación de este informe, así como todo aquella que hayamos podido requerir para la elaboración de nuestro informe, y que no hay ningún aspecto que no haya sido puesto en nuestro conocimiento que pudiera tener un efecto significativo sobre los resultados de nuestro trabajo
- Análisis y conclusiones de acuerdo con los resultados obtenidos

En este sentido es importante mencionar que no hemos realizado ninguna verificación independiente, auditoría, due diligence, revisión o evaluación de la situación contable, fiscal, legal, laboral o medioambiental de Befesa. Por lo tanto, el alcance de nuestro trabajo no constituye una opinión de auditoría ni cualquier otro tipo de opinión o confirmación en lo que se refiere a los estados financieros de Befesa. Asimismo hemos asumido la integridad y exactitud de dicha información, aspectos que nos han sido confirmados por escrito por un representante con facultades suficientes de representación de dichas sociedades, tal y como se ha mencionado anteriormente

Se ha asumido que las proyecciones financieras facilitadas por la Dirección de la Sociedad se corresponden con las magnitudes financieras atribuibles a cada línea de negocios, no habiéndose llevado a cabo verificación del proceso de consolidación, aunque sí se ha realizado un análisis global de las mismas, sin que nada haya llamado nuestra atención desde un punto de vista financiero sobre la falta de razonabilidad de éstas

Nuestro trabajo se ha basado en información auditada y/o no auditada proporcionada por la Dirección de Befesa. En la realización de nuestro trabajo hemos asumido que dicha información es completa y precisa, así como que refleja las mejores estimaciones de la Dirección de las mismas acerca de las perspectivas del negocio de éstas desde el punto de vista operativo y financiero. En este sentido, el alcance de nuestro trabajo no ha consistido en comprobar la veracidad de la información recibida, no constituyendo el mismo una auditoría de dicha información

En relación con la información obtenida de fuentes públicas, no ha constituido parte de nuestro trabajo el contraste de dicha información con evidencias externas a Befesa, sin perjuicio de que, en la medida de lo posible, hemos comprobado que la información presentada es consistente con otros datos obtenidos durante el curso de nuestro trabajo

**Metodologías de
valoración de
acuerdo con el
R.D. 1066/2007**

Metodologías de valoración de acuerdo con el R.D. 1066/2007

Metodologías de valoración

De acuerdo con el art. 10.5 del R.D. 1066/2007

De acuerdo con el objetivo de nuestro trabajo, las metodologías de valoración consideradas en la realización de nuestro trabajo se han desarrollado de conformidad con el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, donde se establecen las metodologías de valoración a aplicar en el caso de una oferta pública de adquisición por exclusión

Por lo tanto, un detalle de las metodologías de valoración empleadas es como sigue:

- Valor teórico contable o neto patrimonial de la sociedad y, en su caso, del grupo consolidado, calculado de acuerdo con los últimos estados financieros auditados a 31 de diciembre de 2010
- Valor liquidativo de la sociedad y en su caso, del grupo consolidado
- Cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado
- Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del presente informe
- Metodología de suma de partes y del descuento de flujos libres de caja aplicada a cada segmento
- Metodología de múltiplos de mercado

Metodologías de valoración de acuerdo con el R.D. 1066/2007

Valor teórico contable o neto patrimonial

Valor teórico contable o neto patrimonial por acción

El valor neto patrimonial consolidado es de 13,1 euros por acción

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

Se ha considerado el valor neto patrimonial de las acciones de la Sociedad a 31 de diciembre de 2010, fecha de los últimos estados financieros consolidados auditados de la Sociedad

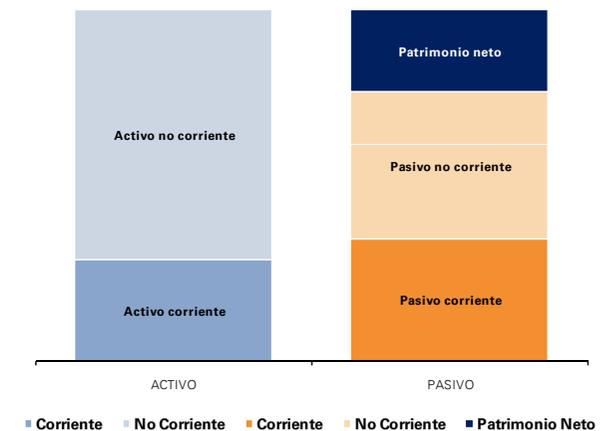
De acuerdo con las cuentas anuales consolidadas de 31 de diciembre de 2010, la Sociedad no disponía de títulos correspondientes a acciones de la sociedad dominante (acciones en autocartera)

Un detalle del cálculo y el valor resultante de la aplicación del método del valor neto patrimonial consolidado es como sigue:

Valor neto patrimonial o teórico contable consolidado		
Concepto	31-dic-10	31-dic-09
Importes en miles de euros		
Patrimonio neto	430.197	375.825
Intereses minoritarios	(74.133)	(64.209)
Patrimonio neto atribuible accionistas sociedad dominante	356.064	311.616
Número de acciones		
Número total de acciones	27.113.479	27.113.479
Acciones en autocartera	-	-
Número total de acciones netas de autocartera	27.113.479	27.113.479
Valor Neto Patrimonial (Euros por acción)		
Patrimonio neto	15,9	13,9
Intereses minoritarios	(2,7)	(2,4)
Patrimonio neto consolidado por acción	13,1	11,5

Fuente: Balance de situación consolidado de Befesa para el ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2010

Composición balance consolidado a 31 de diciembre de 2010



Metodologías de valoración de acuerdo con el R.D. 1066/2007

Valor teórico contable o neto patrimonial

Valor teórico contable o neto patrimonial por acción

El valor neto patrimonial consolidado es de 13,1 euros por acción

En relación con el análisis efectuado sobre la adecuación de este método a efectos de este análisis debemos señalar que, en términos generales, la alternativa de valoración más adecuada es la que considera a la Sociedad como un negocio en funcionamiento, motivo por el cuál no es recomendable la aplicación de un método estático, como es el caso del valor neto patrimonial, basado en la situación patrimonial que se desprende de sus estados financieros en un momento determinado, sino la aplicación de un método dinámico que tenga en consideración la capacidad de generación de beneficios y flujos de caja futuros

Metodologías de valoración de acuerdo con el R.D. 1066/2007

Valor liquidativo

Valor liquidativo

No se ha considerado preciso su cálculo

Descripción del valor liquidativo

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

Su procedimiento de cálculo se basa, fundamentalmente, en la estimación del valor de sus activos ante un proceso de venta de los mismos así como la liquidación de todos sus pasivos, considerando las plusvalías y/o minusvalías latentes asociadas al proceso de liquidación ordenada, así como las posibles contingencias asociadas

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

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

Aspectos a considerar en la aplicación del valor liquidativo de Befesa

De acuerdo con la información recibida, el principal activo de Befesa se compone de activo no corriente, y dentro del mismo el inmovilizado intangible (incluyendo el fondo de comercio) y el inmovilizado material neto. Dadas sus características, ante un eventual proceso de liquidación se podrían obtener minusvalías en su valor, tal como se ha mencionado anteriormente. Asimismo, ante esta situación podría ser difícil que se recuperase el valor contable asignado al fondo de comercio

Adicionalmente, se deberían considerar los diferentes pasivos o posibles contingencias asociadas con los costes laborales derivados de los despidos de la plantilla actual de Befesa

Finalmente, las cuentas anuales de Befesa se han desarrollado de acuerdo con el principio contable de empresa en funcionamiento. Siendo manifiesta voluntad de los administradores así como de su principal accionista la asunción de continuidad de los negocios

Metodologías de valoración de acuerdo con el R.D. 1066/2007

Valor liquidativo

Valor liquidativo

No se ha considerado preciso su cálculo

Resultados de su aplicación

Considerando los aspectos a considerar en la aplicación del valor liquidativo de Befesa, de su aplicación se obtendrían valores significativamente inferiores a los obtenidos mediante la aplicación del resto de metodologías descritas en el Real Decreto 1066/2007

Por lo tanto, no se ha considerado preciso el cálculo del valor liquidativo a efectos de la determinación del valor de mercado de Befesa

Metodologías de valoración de acuerdo con el R.D. 1066/2007

Cotización media ponderada del último semestre

Cotización media ponderada del último semestre

La cotización media ponderada de los últimos seis meses es de 17,2 euros por acción

De acuerdo con la información recibida, Befesa cotiza en las Bolsas de Valores de Madrid y Bilbao, así como en el Sistema de Interconexión Bursátil (Mercado Continuo) desde junio de 1998

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

Un detalle del análisis efectuado sobre la cotización media ponderada de Befesa es como sigue:

Cotizaciones medias ponderadas de las acciones de Befesa Medio Ambiente, S.A.					
Periodo	Fechas		Cotización media ponderada	Capitalización bursátil	Volumen medio negociado
	De	A			
2 últimos años	26/02/2009	25/02/2011	16,4	445,4	3.679,8
Último año	26/02/2010	25/02/2011	17,8	483,9	1.764,6
Último semestre	26/08/2010	25/02/2011	17,2	465,3	1.635,5
Último trimestre	26/11/2010	25/02/2011	17,0	460,8	2.514,8
Último mes	26/01/2011	25/02/2011	18,6	503,5	4.992,9
Último día	25/02/2011		23,5	637,6	37.661,0

Nota : A efectos de determinar el valor de la totalidad de las acciones de la Sociedad, se ha considerado el número de acciones totales existentes en cada fecha, siendo 27.113.479 acciones

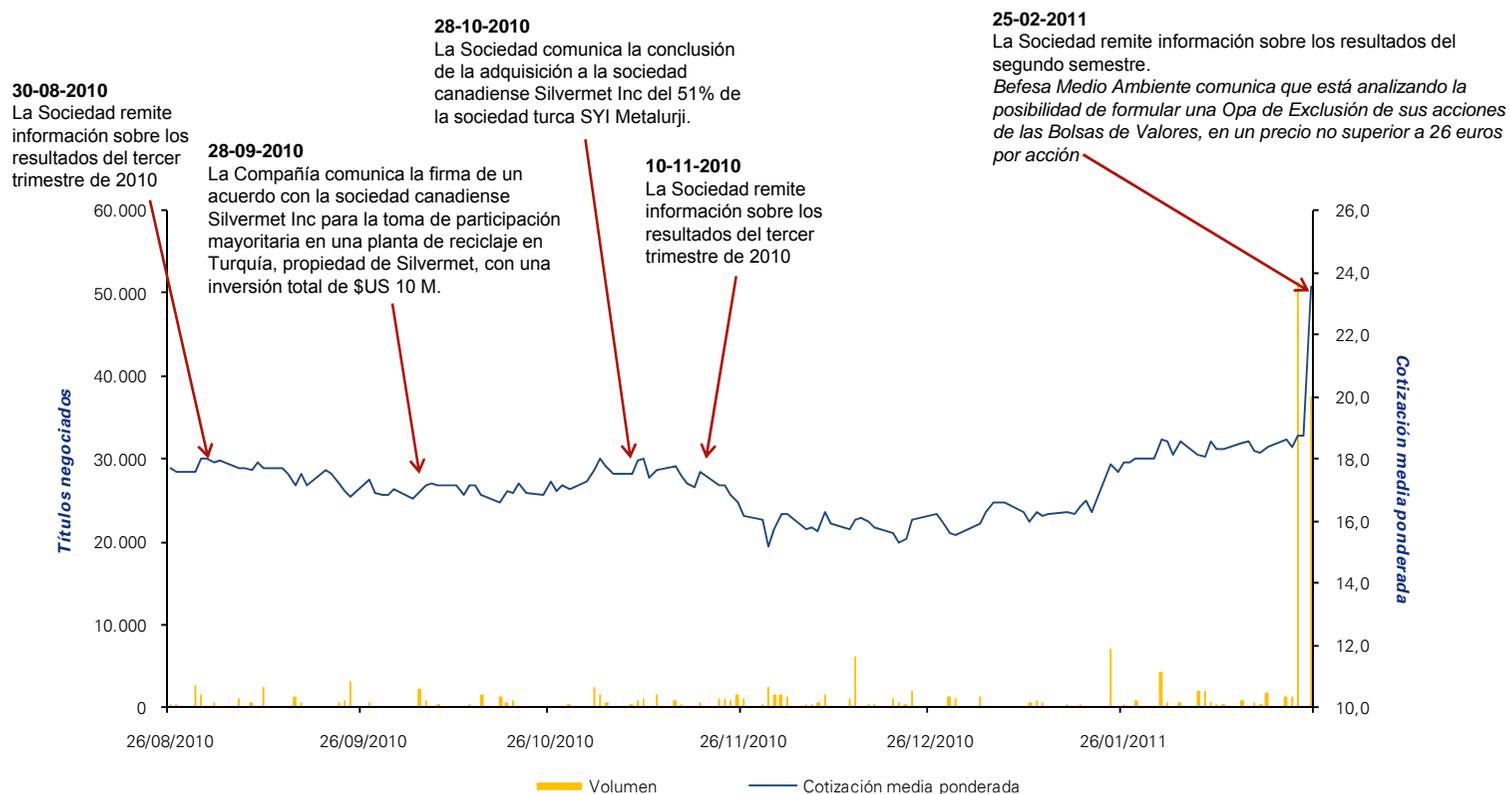
Fuente: Bloomberg y Bolsa de Madrid

Metodologías de valoración de acuerdo con el R.D. 1066/2007

Cotización media ponderada del último semestre

Evolución de la cotización

A continuación se presenta un gráfico con la evolución de la cotización de la acción de Befesa en el que se muestra la evolución del precio de cotización de la acción durante el último semestre anterior a la comunicación, analizando de forma conjunta el volumen de negociación de la acción así como los principales hechos relevantes acontecidos durante dicho periodo:



Fuente: Bloomberg, Bolsa de Madrid y CNMV

Metodologías de valoración de acuerdo con el R.D. 1066/2007

Cotización media ponderada del último semestre

Evolución de la cotización

En relación con el análisis de la relevancia de este método a efectos de nuestro trabajo se han tenido en consideración los siguientes aspectos:

- En el caso de una sociedad cotizada, el valor razonable se entiende como el valor de mercado y éste se presume, salvo que se justifique lo contrario, referido a su cotización bursátil. Dado que el capital flotante o porcentaje del total de acciones susceptible de ser negociado (acrónimo en inglés free-float) de Befesa es inferior al 3,0%, se ha considerado que su cotización no representa el valor de mercado de la misma

Metodologías de valoración de acuerdo con el R.D. 1066/2007

Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad

Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad

No se han producido

Descripción del valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad

De acuerdo con el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, se establece como metodología de valoración a aplicar en el caso de una oferta pública de adquisición por exclusión el valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión

Resultados de su aplicación

Según hemos sido informados por la Dirección de Befesa, no se ha producido ninguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha de la aprobación por el Consejo de Administración de Befesa de la propuesta de solicitud de exclusión

Suma de partes de las líneas de negocios de Befesa valoradas aplicando el DCF

Befesa Reciclaje de Residuos Industriales

Befesa Concesiones

Befesa Agua EPC [1]

Otros ajustes al valor

Descripción de la metodología de suma de partes y descuento de flujos libres de caja

De acuerdo con la información de que hemos dispuesto y nuestro entendimiento de las características y actividades que realiza Befesa consideramos que el método de valoración más adecuado para la estimación de un posible valor de las acciones de la misma es la suma de partes de los segmentos desarrollados por Befesa

Se ha considerado los siguientes segmentos:

- Befesa Reciclaje de Residuos Industriales, que incluye tanto las líneas de negocios de acero, aluminio y gestión de residuos industriales en general, así como las sociedades de Befesa que operan en Centroamérica y Latinoamérica

A efectos de nuestra valoración se ha aplicado la metodología del descuento de flujos libres de caja futuros

- Befesa Concesiones: que a su vez se compone de la línea de negocios de concesiones de agua y la línea de negocios de servicios de O&M (operación y mantenimiento) en el sector del agua

A efectos de nuestra valoración se ha aplicado las siguientes metodologías:

- Línea de negocios de concesiones: se ha considerado como metodología de valoración el capital invertido así como su contraste con la metodología del descuento de flujos de caja disponibles para el accionista a nivel de cada concesión
- Línea de negocios de O&M: se ha aplicado la metodología del descuento de flujos libres de caja futuros

- Befesa Agua EPC: línea de ingeniería y construcción de proyectos de agua

A efectos de nuestra valoración se ha considerado el valor de los negocios (EV) de acuerdo con el contrato de promesa de compraventa de esta rama de actividad mencionado anteriormente

- Finalmente, se ha considerado "otros ajustes al valor", que principalmente se compone de los costes de estructura de Befesa, así como de otros activos y pasivos operativos por impuestos, instrumentos derivados de cobertura y el efecto de la posible salida de caja asociada a las provisiones y contingencias

Estos métodos son aceptados de forma general por los expertos en valoración, tanto desde un punto de vista teórico como práctico, como los que incorporan de una forma más eficaz al resultado de la valoración todos los factores que afectan al valor de un negocio, considerando la empresa objeto de valoración como un auténtico proyecto de inversión

[1] Existe un contrato de promesa de compraventa de esta rama de actividad

Suma de partes de las líneas de negocios de Befesa valoradas aplicando el DCF

Befesa Concesiones

Befesa Agua EPC

Aspectos a considerar en la aplicación de la metodología de suma de partes a los segmentos de Befesa

■ Befesa Concesiones

Teniendo en cuenta aspectos como el mercado donde opera cada concesión, la fase de desarrollo de cada proyecto, el ejercicio de la inversión (en todas las concesiones, principalmente, se ha realizado la inversión durante los dos últimos ejercicios), u otros factores de riesgo específico de cada concesión se ha considerado el capital invertido como la metodología de valoración aplicable a las mismas

Asimismo, se ha realizado un contraste del capital invertido en cada concesión con el valor obtenido mediante la aplicación de la metodología del descuento de flujos libres de caja disponibles para el accionistas (DCF) de cada concesión y adicionalmente, se ha comparado la tasa interna de retorno (TIR) del capital invertido con el coste de los recursos propios aplicable al área geográfica donde opera cada una de las concesiones y no se han obtenido ni diferencias ni creaciones de valor significativas. Por lo tanto, a efectos de nuestra valoración se ha considerado razonable la aplicación de la metodología de valoración del capital invertido en cada concesión

■ Befesa Agua EPC

De acuerdo con la información recibida, el 30 de diciembre de 2010 Befesa suscribió con Abeinsa, sociedad íntegramente participada por Abengoa, S.A., un contrato de promesa de compraventa para la venta por parte de Befesa a Abeinsa de Befesa Agua EPC, estando actualmente sujeta a la formalización previa de la escisión de la rama de actividad de Befesa Agua que no será transmitida a Abeinsa

Según hecho relevante publicado en la CNMV, el precio de dicha transacción, a nivel valor de los negocios (EV), ascendió a €159M. Por lo tanto, se ha considerado que el valor atribuible a esta línea de negocios se corresponde con el alcanzado en dicha transacción y se ha considerado el efecto fiscal atribuible a la plusvalía implícita atribuible a la mencionada transacción dentro de Otros ajustes al valor

Con fecha 23 de diciembre de 2010, KPMG Asesores, S.L. emitió un informe de valoración independiente en relación con la mencionada transacción y el precio de la transacción mencionado anteriormente se encuentra dentro de los resultados y conclusiones de nuestro trabajo

Finalmente, la Dirección de la Sociedad nos ha manifestado que la transacción continúa su proceso y que se materializará durante los próximos meses

Metodología de valoración**DCF**

Factores a considerar en la selección de los métodos de valoración

Método de valoración principal: método de descuento de flujos libres de caja futuros

Método de descuento de flujos libres de caja futuros

+ Valor presente de los flujos libres de caja futuros estimados

+ Valor residual

+/- Valor de realización de otros activos y pasivos

Introducción

La complejidad de la realización de un trabajo de estas características requiere que, entre otros, deban analizarse cuidadosamente factores tales como:

- La situación general de la economía, la situación específica del sector y la posición de la Sociedad en su sector
- La naturaleza de los negocios de la Sociedad, los riesgos que la afectan, su evolución histórica y situación financiera
- Las expectativas de la Dirección de la Sociedad en relación con sus posibilidades de desarrollo futuro
- La existencia de otros activos y pasivos no afectos a los negocios de la Sociedad

De acuerdo con la información de que hemos dispuesto y nuestro entendimiento de las características y actividades que realiza Befesa consideramos que el método de valoración más adecuado para la estimación de un posible valor de los negocios de la misma es el del descuento de flujos libres de caja futuros

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

El rango de valores obtenido de la aplicación del método de descuento de flujos libres de caja ha sido contrastado utilizando una metodología que implica la aplicación de unos ratios obtenidos del valor de cotización o del precio pagado en transacciones de mercado de compañías similares

Metodología de descuento de flujos libres de caja futuros

De acuerdo con el método del descuento de flujos libres de caja, un posible valor aplicando esta metodología de valoración se basa en la suma algebraica de los siguientes componentes:

+ Valor presente a la fecha de valoración de los flujos libres de caja futuros estimados

+ Valor residual estimado

+/- Valor de realización de otros activos y pasivos afectos a la actividad operativa

Método de determinación de flujos libres de caja futuros

EBIT

x (1 – T)

NOPLAT

+ Amortización

Flujo de Caja Bruto

+/- Variación FM

-CAPEX

Flujo Libre de Caja

Estimación de flujos libres de caja futuros

La estimación de los flujos libres de caja futuros se ha basado en las proyecciones financieras facilitadas por la Dirección de la Sociedad para cada línea de negocios para el periodo comprendido entre la fecha de valoración y el 31 de diciembre de 2019

En el caso de Befesa Reciclaje de Residuos Industriales, dadas las fuertes inversiones de expansión previstas en entre los ejercicios 2011 a 2013 y con el objetivo de normalizar el flujo libre de caja a efectos de la estimación del valor terminal, se ha alargado el período de proyección para el período comprendido entre el 1 de enero de 2020 y el 31 de diciembre de 2030

La estimación de los flujos libres de caja de la Sociedad se ha determinado como sigue:

EBIT

(1 – Impuesto de Sociedades Operativo)

NOPLAT

+ Amortización

Flujo de Caja Bruto

+/- Variación Fondo de Maniobra

- CAPEX

Flujo Libre de Caja

Metodologías de valoración de acuerdo con el R.D. 1066/2007

Metodología de suma de partes y del descuento de flujos libres de caja
Proyecciones financieras

Un detalle de las proyecciones financieras agregadas, se corresponde con la agregación de Befesa Residuos Industriales y O&M facilitadas por la Dirección de la Sociedad es como sigue:

Flujo de caja de Befesa							
Concepto	Histórico				Estimado		
	2007 H	2008 H	2009 H	2010 H	2011 E	2012 E	2013 E
Importes en miles de euros							
Importe neto cifra de negocios	594.183	646.689	431.502	605.978	609.015	649.278	763.280
% variación		8,1%	(49,9)%	28,8%	0,5%	6,2%	14,9%
EBITDA	67.688	100.777	75.624	116.516	111.934	137.327	173.687
% sobre cifra de negocios	11,4%	15,6%	17,5%	19,2%	18,4%	21,2%	22,8%
EBIT	69.871	92.608	36.785	86.758	81.480	99.655	132.538
Impuestos operativos (s/EBIT)	(22.495)	(32.320)	(11.257)	(24.435)	(24.392)	(29.831)	(39.670)
NOPLAT	47.376	60.288	25.528	62.323	57.088	69.824	92.868
+ Amortizaciones	25.091	41.376	31.691	29.758	30.454	37.671	41.149
- Inversiones netas en activo fijo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	(136.359)	(101.397)	(54.548)
- Variación en fondo de maniobra	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1.231	1.963	(2.233)
Flujo libre de caja	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	(47.586)	8.062	77.236

Flujo de caja de Befesa						
Concepto	Estimado					
	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E
Importes en miles de euros						
Importe neto cifra de negocios	842.609	880.663	907.078	915.626	916.121	924.583
% variación	9,4%	4,3%	2,9%	0,9%	0,1%	0,9%
EBITDA	189.202	196.022	197.517	198.029	195.892	195.824
% sobre cifra de negocios	22,5%	22,3%	21,8%	21,6%	21,4%	21,2%
EBIT	145.602	151.212	151.240	150.277	147.205	146.206
Impuestos operativos (s/EBIT)	(43.590)	(45.252)	(45.240)	(44.949)	(44.022)	(43.718)
NOPLAT	102.012	105.960	106.000	105.329	103.183	102.487
+ Amortizaciones	43.600	44.810	46.277	47.752	48.687	49.618
- Inversiones netas en activo fijo	(42.170)	(23.397)	(26.039)	(26.128)	(20.687)	(20.645)
- Variación en fondo de maniobra	(2.997)	(3.156)	(1.175)	(636)	462	(918)
Flujo libre de caja	100.445	124.217	125.064	126.317	131.644	130.542

Notas: A efectos de comparación los ejercicios históricos comprendidos entre 2008 y 2010 incluyen las magnitudes financieras correspondientes con la actividad de concesiones. Debido a que se ha estimado como criterio de valoración de estas concesiones el capital invertido (equity) en las mismas a la fecha de valoración, las proyecciones financieras no incluyen las magnitudes financieras de las citadas concesiones

Proyecciones financieras

Un detalle de las principales hipótesis utilizadas en las proyecciones financieras agregadas detalladas en la página anterior es como sigue:

<p>Cifra de negocios</p>	<ul style="list-style-type: none"> La cifra de negocios de Befesa se ha obtenido a partir de las proyecciones facilitadas por la Dirección de la Sociedad para el período comprendido entre el 1 de enero de 2011 y el 31 de diciembre de 2019. Tal como se ha mencionado anteriormente, Befesa tiene previsto llevar a cabo fuertes inversiones en activo fijo durante los ejercicios 2011 a 2013, por lo que se ha alargado el período de proyección hasta el ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2030 con el objetivo de recoger el efecto de la amortización de dichos activos fijos en el flujo libre de caja, considerando a partir del ejercicio 2020 una variación de la cifra de negocios equivalente al crecimiento a perpetuidad (g) tal como se describe más adelante
<p>Margen Ebitda</p>	<ul style="list-style-type: none"> Durante el período de proyección comprendido entre 2011 y 2019, se ha estimado un margen Ebitda promedio de las líneas de negocios que compone Befesa, comprendido en el rango de 18,4% y 22,8%, de acuerdo con las proyecciones financieras facilitadas por la Dirección de Befesa. A partir del ejercicio 2020 se ha estimado un margen Ebitda promedio de las líneas de negocios del 19,2% de acuerdo con dicho margen medio obtenido de las compañías cotizadas comparables que operan en el sector de reciclaje de residuos industriales y de servicios de O&M
<p>Fondo de maniobra operativo</p>	<ul style="list-style-type: none"> Debido a que la Dirección de la Sociedad utiliza una política de financiación del circulante, vía factoring sin recurso, y atendiendo a su criterio de contabilización (el importe factorizado se elimina del saldo de clientes y no se contabiliza un pasivo con la entidad financiera), se ha considerado un cociente entre el fondo de maniobra operativo (incluyendo dicha política de financiación) sobre cifra de negocios De acuerdo con la información facilitada por la Dirección de la Sociedad no se han considerado mejoras en los períodos medios de rotación, de cobro y de pago durante el período de proyección
<p>Inversiones en activo fijo y amortización</p>	<ul style="list-style-type: none"> Las inversiones en activo fijo incluyen dos tipologías de inversiones (i) de mantenimiento y (ii) de expansión. Las inversiones de expansión, se corresponden con las inversiones en activo fijo necesarias para la puesta en funcionamiento de las nuevas instalaciones de Befesa Acero y Befesa Residuos Industriales, cuya inversión se estima que se llevará a cabo durante los ejercicios 2011 a 2013 A partir del ejercicio 2020, se han considerado unas inversiones de reposición o de mantenimiento como un porcentaje de la cifra de negocios de cada ejercicio Se ha considerado su amortización, tanto del activo fijo inicial como de las inversiones en activo fijo, de acuerdo con la vida útil de los activos fijos. Se ha considerado un período medio de vida útil entre 15 y 20 años
<p>Impuesto sobre beneficios</p>	<ul style="list-style-type: none"> Tipo impositivo: se ha proyectado de acuerdo a una media ponderada de los tipos impositivos de diferentes países, en función de la cifra de negocios en cada área geográfica correspondiente al ejercicio 2010. Los tipos impositivos se han obtenido de KPMG's Corporate and Indirect Tax Rate Survey 2010 realizado por KPMG En su estimación no se ha considerado, tanto las bases imponibles negativas así como las deducciones pendientes de aplicación con los límites establecidos en la legislación española, debido a que su estimación se ha calculado a nivel consolidado dentro de "Otros ajustes al valor"

Valor residual

Criterio de estimación

Crecimiento a perpetuidad

Estimación del Valor Residual

El valor residual se ha calculado como el valor presente a la fecha de valoración de los flujos libres de caja que se estima generará cada línea de negocios a partir del último período explícito de proyección. Dichos flujos libres de caja han sido obtenidos a partir del flujo libre de caja estimado para el último período explícito de proyección, considerando un crecimiento a perpetuidad aplicable a cada línea de negocios

El flujo libre de caja normalizado ha sido calculado a partir de los siguientes componentes:

$$[\text{Cifra de negocios normalizada} \times (\text{Margen Ebitda normalizado} - \text{Amortizaciones})] \times (1 - t) + \text{Amortizaciones} - \text{CAPEX} - [g \times \text{FM}]$$

En donde:

- Cifra de negocios normalizada = se ha considerado las mismas hipótesis aplicables a la cifra de negocios del último período explícito de proyección de cada línea de negocios
- Margen Ebitda normalizado = Margen de beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones normalizado, de acuerdo con el margen promedio del consenso de analistas de compañías cotizadas comparables de cada línea de negocios
- t = Tasa impositiva a perpetuidad: equivalente a la ponderación de los tipos impositivos obtenidos de KPMG's Corporate and Indirect Tax Rate Survey 2010 aplicable en cada área geográfica en la que se obtiene la cifra de negocios de cada línea de negocios
- CAPEX = Capital Expenditure (Inversiones en activos operativos) equivalente con las inversiones de activo fijo de mantenimiento estimado a perpetuidad
- Amortizaciones = Amortizaciones a partir del último período explícito de proyección. Se ha considerado que el gasto por amortización a perpetuidad es equivalente a las inversiones en activo fijo estimadas en el valor residual
- g = Tasa de crecimiento a perpetuidad: equivalente a la ponderación del crecimiento a perpetuidad aplicable en cada área geográfica en la que se obtiene la cifra de negocios de cada línea de negocios. Se ha considerado que el crecimiento a perpetuidad se corresponde con el deflactor del Producto Interior Bruto (PIB) de las estimaciones de The Economist Intelligence Unit
- FM = Fondo de maniobra operativo estimado al final del último período explícito de proyección. Se ha estimado que el fondo de maniobra varía a perpetuidad con el crecimiento a perpetuidad

Detalle del cálculo de la tasa de descuento

$$WACC = K_e \times E/(D+E) + K_d \times D/(D+E)$$

$$K_e = R_f + [(R_m - r_f) \times \beta] + \alpha$$

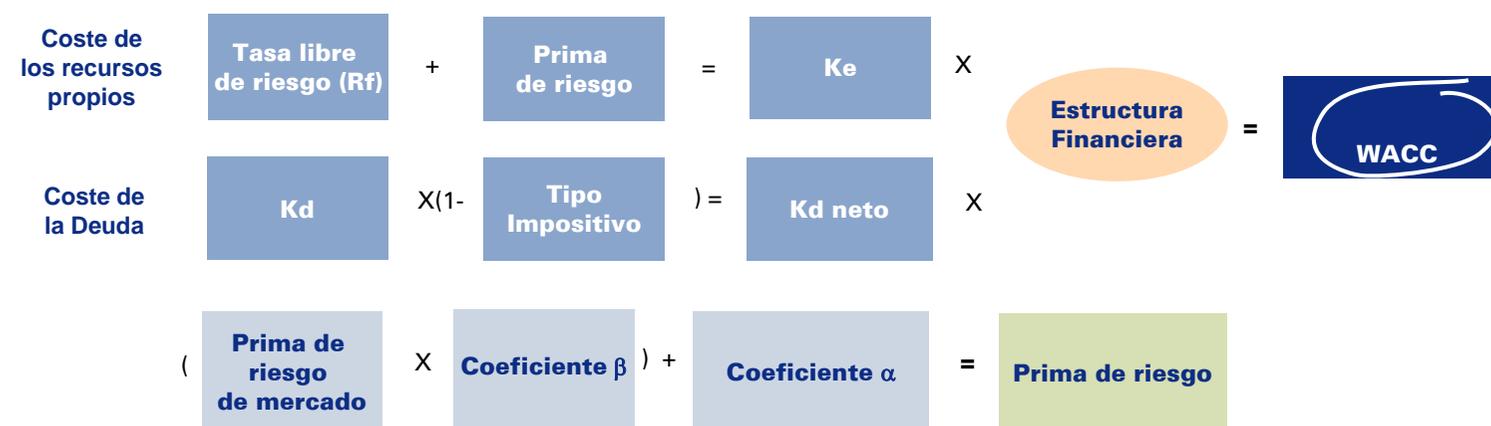
$$K_d \text{ neto} = K_d \times (1-t)$$

$$\text{Coeficiente } \beta = \beta \text{ desap.} \times (1+(1-t) \times D/E)$$

$$K_d = R_f \times 10 \text{ yrs} + \text{diferencial}$$

Determinación de la tasa de descuento

La tasa de descuento aplicada para calcular los valores presentes de los flujos libres de caja ha sido determinada de acuerdo con el coste medio ponderado del capital (WACC), que ha considerado tanto el coste de los recursos propios como el coste de la deuda después de impuestos, ponderando el peso de cada una de estas fuentes de financiación



La tasa de descuento utilizada en la valoración ha sido obtenida como la ponderación de la tasa de descuento aplicable en cada área geográfica en la que opera o tiene previsto operar cada línea de negocios. En el caso de Befesa Residuos Industriales su ponderación se ha realizado de acuerdo con la cifra de negocios por áreas geográficas correspondientes al ejercicio 2010 según la información facilitada por la Dirección de la Sociedad y en el caso de Befesa O&M de acuerdo con la cartera de pedidos y oportunidades de negocios previsto para cada área geográfica según la información facilitada por la Dirección de la Sociedad

Detalle del cálculo de la tasa de descuento**Determinación de la tasa de descuento (cont.)**

Las principales áreas geográficas donde opera esta línea de negocios son las siguientes:

- África Subsahariana que incluye únicamente Angola y Ghana
- China
- España
- Estados Unidos
- India
- Latinoamérica que incluye Perú, Chile y Panamá
- Mena (Middle East and North Africa) que incluye Libia, Marruecos, Túnez, Argelia, Región del Golfo (Jordania) y Egipto
- Otros países europeos, entre los cuales destacan Alemania, Bélgica, Francia e Italia
- Resto de Asia, principalmente Sri Lanka

Parámetros utilizados en la estimación de la tasa de descuento

Un detalle de los parámetros utilizados en la estimación de la tasa de descuento es como sigue:

- La tasa libre de riesgo (Rf) se ha calculado como la rentabilidad de los Bonos del Estado a 10 años emitidos en moneda dura (ya sea en dólares o euros) en cada área geográfica
- La prima de riesgo del mercado (Rm-Rf) se ha definido conforme al análisis efectuado basado en estudios empíricos en series largas que analizan la diferencia entre la rentabilidad histórica media de la Bolsa y la Deuda del Estado a largo plazo
- El coeficiente β representa el diferencial de riesgo de cada línea de negocios de Befesa respecto al riesgo promedio del mercado (Rm). El coeficiente β se ha calculado tomando como referencia el coeficiente β de ciertas compañías cotizadas cuyos negocios resultan relacionados con cada línea de negocios desarrollada por Befesa
- El coeficiente α representa, fundamentalmente, una prima de riesgo adicional, teniendo en cuenta aspectos como tamaño, iliquidez, mercado en el que se desenvuelve, fases de desarrollo de cada línea de negocio, u otros factores de riesgo específico de. Se ha considerado un coeficiente α del 2,49% de acuerdo con Ibbotson Associates, se ha considerado el coeficiente aplicable a Befesa Medio Ambiente, S.A.
- El coste de la deuda aplicado (Kd) ha sido determinado de acuerdo con la tasa libre de riesgo en cada área geográfica (Rf) más un diferencial de 2,48%, de acuerdo con las condiciones de financiación actuales de los bonos admitidos a cotización en el mercado de Abengoa, S.A., neto del escudo fiscal de la deuda

Metodología de valoración

A continuación se muestra un resumen de las metodologías aplicadas, los análisis de sensibilidad realizados y los principales parámetros utilizados en la valoración de las principales líneas de negocios:

Befesa Reciclaje de Residuos Industriales	
Metodología de valoración	DCF
Principales parámetros de valoración	
<i>Tasa de descuento (WACC)</i>	9,8% - 10,8%
<i>Crecimiento a perpetuidad (g)</i>	1,3% - 2,3%
Otra información sobre los cálculos realizados	
<ul style="list-style-type: none"> • Aplicación de la metodología de valoración sobre las proyecciones financieras de la línea de negocios (Caso base) • Sensibilidades del valor a la variación de la tasa de descuento (WACC), al crecimiento residual (g), al margen Ebitda 2020 en adelante y al fondo de maniobra operativo sobre la cifra de negocios • Otras sensibilidades del valor, principalmente a cifra de negocios y márgenes Ebitda 	
Resultados de nuestro trabajo	
Rango del valor de los negocios de Befesa Reciclaje de Residuos Industriales de acuerdo con el valor medio del Caso base así como las sensibilidades del valor	

Befesa Concesiones	
Metodología de valoración	Capital invertido y DCF
Principales parámetros de valoración	
<i>Tasa de descuento (WACC)</i>	11,8% - 12,8%
<i>Crecimiento a perpetuidad (g)</i>	2,6% - 3,6%
Otra información sobre los cálculos realizados	
Línea de negocios de concesiones	
<ul style="list-style-type: none"> • Capital invertido así como su contraste con la metodología del descuento de flujos de caja disponibles para el accionista a nivel de cada concesión 	
Línea de negocios de O&M	
<ul style="list-style-type: none"> • Aplicación de la metodología de valoración sobre las proyecciones financieras de la línea de negocios (Caso base) • Sensibilidades del valor a la variación de la tasa de descuento (WACC), al crecimiento residual (g) y al margen Ebitda a perpetuidad 	
Resultados de nuestro trabajo	
Rango del valor de los negocios de Befesa Concesiones de acuerdo con la suma del valor atribuible a las concesiones así como a la actividad de O&M	

Metodología de valoración

Befesa Agua EPC

Resultados de nuestro trabajo

Valor de los negocios (EV) de acuerdo con el contrato de promesa de compraventa de esta rama de actividad mencionado anteriormente
Véase página 26 de este documento

Otros ajustes al valor

Principales ajustes al valor

Un detalle de los otros activos y pasivos operativos no incluidos ni en el valor de los negocios ni en la posición financiera neta es como sigue:

Otros ajustes al valor	2010 H
Importes en miles de euros	
Ajustes positivos	
Activos y pasivos por impuesto diferido	52.851
Otras inversiones financieras	2.498
Cartera de valores	6.633
Subtotal ajustes positivos	61.982
Ajustes negativos	
Instrumentos derivados a valor razonable	(33.203)
Gastos de estructura	(27.618)
Provisiones	(11.833)
Subtotal ajustes negativos	(72.654)
Total otros activos y pasivos	(10.672)

Activos y pasivos por impuesto diferido, principalmente, se corresponde con el valor neto atribuible a las BINS, deducciones pendientes de aplicación, ahorro fiscal atribuible a la amortización del fondo de comercio, otros impuestos diferidos de activo y de pasivo así como efecto fiscal atribuible a la compraventa de Befesa Agua EPC

Otras inversiones financieras, se corresponde con el valor atribuible a la cuenta a cobrar por los importes relacionados con la construcción de una planta de recuperación y compostaje de residuos sólidos urbanos

Cartera de valores, otras participaciones no incluidas en la valoración de las líneas de negocios mencionadas anteriormente

Instrumentos derivados a valor razonable, se corresponde con variaciones de tipos de cambio, los tipos de interés y cambios en los valores razonables de determinados materiales (zinc y aluminio, principalmente) no incluidos en las proyecciones financieras

Gastos de estructura, no incluidos en las proyecciones financieras

Provisiones, efecto estimado a futuro en la caja de Befesa de las provisiones registradas contablemente a 31 de diciembre de 2010

Resultados por líneas de negocios

Un detalle de los resultados obtenidos de la suma de partes correspondiente con la aplicación de la metodología de descuento de flujos libres de caja o el capital invertido (equity), en su caso, a cada línea de negocios es como sigue:

Befesa Reciclaje de Residuos Industriales			
Resultados de nuestro trabajo			
Concepto	Mínimo	Medio	Máximo
Importe en millones de euros			
Valor de los negocios (EV)	872,3	894,7	917,1
EV/EBITDA 2010 implícito	8,1 x	8,4 x	8,6 x

Befesa Concesiones			
Resultados de nuestro trabajo			
Concepto	Mínimo	Medio	Máximo
Importe en millones de euros			
Línea de negocios de concesiones (capital invertido)			
Valor de los negocios (EV)	306,3	314,2	322,0
EV/EBITDA 2010 implícito	n.a.	n.a.	n.a.
Línea de negocios de O&M (DCF)			
Valor de los negocios (EV) O&M	35,6	36,5	37,4
EV/EBITDA 2011 implícito	10,1 x	10,3 x	10,6 x
Befesa Concesiones (agregado)			
Valor de los negocios (EV)	341,9	350,7	359,4

Befesa Agua EPC			
Resultados de nuestro trabajo [1]			
Concepto	Mínimo	Medio	Máximo
Importe en millones de euros			
Valor de los negocios (EV)	159,0	159,0	159,0
EV/EBITDA 2010 implícito	8,3 x	8,3 x	8,3 x

Otros ajustes al valor			
Resultados de nuestro trabajo [1]			
Concepto	Mínimo	Medio	Máximo
Importe en millones de euros			
Valor presente de los ajustes	(10,4)	(10,7)	(10,9)

Suma de partes

Notas: [1] Véase página 35 de este documento

Suma de partes		
Valor de los negocios (EV)		
Mínimo	Medio	Máximo
Importe en millones de euros		
1.362,8	1.393,7	1.424,6
EV/EBITDA 2010		
Mínimo	Medio	Máximo
10,6 x	10,8 x	11,1 x

Posición financiera neta

Minoritarios

Otros activos y pasivos no afectos a los negocios

Posición financiera neta

La posición financiera neta de Befesa a la fecha de valoración ha sido calculada de acuerdo con el siguiente detalle:

Posición financiera neta (PFN)	2010H
Importes en miles de euros	
Financiación sin recurso	(534.367)
Deuda financiera	(20.902)
Deuda financiera con Grupo Abengoa	(155.798)
Acreedores por arrendamiento financiero	(2.883)
Efectivo y equivalentes al efectivo	91.188
Otros activos financieros corrientes	49.277
Subtotal PFN Befesa	(573.485)
Factoring sin recurso Acero	(15.173)
Factoring sin recurso Aluminio	(14.116)
Factoring sin recurso Agua	(13.790)
Factoring sin recurso Residuos Ind.	(22.620)
Subtotal Factoring sin recurso	(65.699)
Total Posición Financiera Neta (PFN)	(639.184)

Notas: La posición financiera neta atribuible a las concesiones operadas por Befesa asciende a (250.181) miles de euros

Fuente: Balance de situación consolidado de Befesa para el ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2010

En relación con el factoring sin recurso (fuera de balance), se ha incluido dicho importe factorizado a la fecha de valoración como deuda. Asimismo, se estima este importe factorizado como mayor saldo del fondo de maniobra sin tener en consideración esa política de financiación y los intereses asociados a dicha política de financiación se consideran no operativos (financieros)

Minoritarios

Para la línea de negocios denominada Befesa Reciclaje de Residuos Industriales, en la que se ha aplicado el DCF, se ha estimado el valor atribuible a los accionistas minoritarios. Principalmente, se debe a que el 40% del negocio de Befesa Reciclaje de Residuos de Aluminio, S.L. (BARRA) pertenece a Qualitas Venture Capital, SCR y a otros accionistas minoritarios

El valor atribuible a éstos se ha estimado de acuerdo con el valor presente del resultado atribuible a socios externos de la cuenta de resultados para Befesa Reciclaje de Residuos Industriales que su promedio durante el período comprendido entre los ejercicios 2009 a 2019 resulta equivalente al 6,3% del NOPLAT

Asimismo, debido a que el valor de las concesiones incluidas en la línea de negocios de Befesa Concesiones se han valorado aplicando el coste de la inversión de Befesa en cada concesión, no es necesario estimar el valor atribuible a los minoritarios de esta línea de negocios

Finalmente, este criterio ha sido contrastado con el porcentaje contable de minoritarios atribuible a Befesa Reciclaje de Residuos Industriales aplicado al posible valor de mercado de la misma, y no se han obtenido diferencias significativas

Otros activos y pasivos no afectos a los negocios

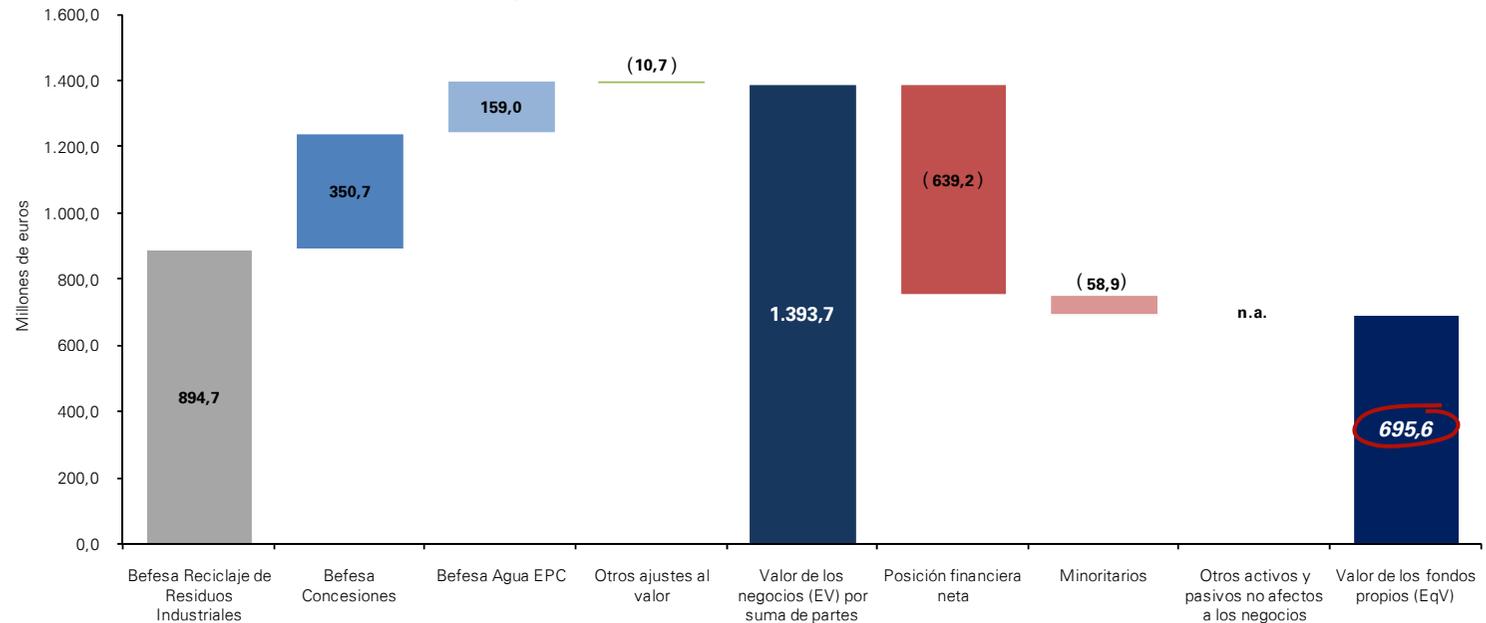
De acuerdo con las conversaciones mantenidas con la Dirección de la Sociedad, nos ha manifestado que no existe ningún activo no operativo o no afecto al negocio

Resultados de su aplicación

Resultados de su aplicación

Un detalle de los resultados de la valoración de Befesa es como sigue:

Valor de los negocios (EV) por suma de partes y valor de los fondos propios (EqV)



Un detalle del valor por acción de Befesa

Concepto	Mínimo	Medio	Máximo
Importe en millones de euros salvo otra indicación			
Valor de los negocios (EV)	1.362,8	1.393,7	1.424,6
Posición financiera neta (PFN)	(639,2)	(639,2)	(639,2)
Minoritarios	(58,9)	(58,9)	(58,9)
Otros activos y pasivos no afectos a los negocios	n.a.	n.a.	n.a.
Valor de los fondos propios (EqV)	664,7	695,6	726,5
Número de acciones	27.113.479		
Valor por acción	24,5	25,7	26,8

Metodología de múltiplos de mercado:

Compañías cotizadas comparables

Introducción

De acuerdo con la información de que hemos dispuesto y nuestro entendimiento de las características y actividades que realiza Befesa consideramos que el método de valoración más adecuado para la estimación de un posible valor de las acciones de la misma es la suma de partes de las líneas de negocios desarrolladas por Befesa, mencionadas en el apartado anterior, habiéndose llevado a cabo una comparación de los resultados obtenidos a partir de la aplicación de la metodología de múltiplos de compañías cotizadas comparables

Metodología de múltiplos de mercado: compañías cotizadas comparables

El método de múltiplos de compañías cotizadas comparables consiste en la estimación del valor de cada una de las líneas de negocio de Befesa en las que se ha aplicado la metodología del descuento de flujos libres de caja, en particular Befesa Residuos Industriales y Befesa O&M (en adelante "líneas de negocio de Befesa objeto de valoración"), a partir de unos factores multiplicadores obtenidos de empresas comparables cotizadas en las Bolsas de Valores. Los factores multiplicadores se obtienen relacionando la cotización de dichas empresas comparables con sus principales magnitudes financieras, tales como Ventas, Ebitda y Ebit. Dichos factores multiplicadores implícitos en otras compañías se aplican, a su vez, a las principales magnitudes de cada una de las líneas de negocio de Befesa objeto de valoración, considerando la historia y la evolución esperada de su negocio para los ejercicios futuros. Obviamente, la aplicación de este método requiere de la existencia de un número representativo de compañías comparables con las líneas de negocios objeto de valoración, tanto en términos de negocio como financieros

Asimismo, la aplicación de este método requiere que los multiplicadores obtenidos de la muestra de compañías comparables se apliquen sobre las magnitudes financieras de las diferentes líneas de negocio de Befesa objeto de valoración, siempre y cuando las líneas de negocio no presenten circunstancias que puedan considerarse anormales o atípicas en su rentabilidad. Es también habitual que en circunstancias en las que las magnitudes financieras de una línea de negocio no sean las que puedan considerarse normales del mismo, en caso de producirse una transacción, los múltiplos resultantes de la división del valor de la línea de negocio por dichas magnitudes financieras atípicas no resulten en un multiplicador que refleje adecuadamente lo que pagaría el mercado por las magnitudes financieras respectivas de una empresa o línea de negocio comparable con una situación estable en términos de actividad y resultados

Metodología de múltiplos de mercado:

Compañías cotizadas comparables

Las muestras de las compañías que se han tomado como referencia para la estimación del valor de las líneas de negocios de la Sociedad, se han basado en un estudio global de las principales compañías cotizadas que operan en cada uno de los sectores de actividad de las líneas de negocio de Befesa objeto de valoración. No obstante, como suele ser habitual en este tipo de análisis, las compañías identificadas mantienen diferencias lógicas con respecto a las líneas de negocio de Befesa objeto de valoración en los aspectos analizados en cuanto a la actividad desarrollada, tamaño, estructura de costes y márgenes, ámbito geográfico de actuación y nivel de rentabilidad

El múltiplo de ventas no refleja necesariamente las distintas estructuras de costes y rentabilidad que puedan tener compañías aparentemente comparables ni en consecuencia las distintas rentabilidades que un negocio puede generar. El múltiplo más comúnmente utilizado en transacciones de compañías, aunque también presenta limitaciones, es el múltiplo de Ebitda por ser una magnitud de rentabilidad no necesariamente afectada por políticas de amortización y fiscales diferentes, si bien este método debe aplicarse en condiciones normales de rentabilidad de un negocio

Hemos estimado los múltiplos de ventas, Ebitda y Ebit utilizados para los ejercicios 2009 a 2011, a partir de la cotización en las Bolsas de Valores y las estimaciones realizadas de acuerdo con el consenso de los analistas de cada compañía cotizada comparable, como la media ajustada de la muestra disponible

Asimismo, los múltiplos obtenidos han sido aplicados respectivamente sobre las magnitudes correspondientes a los ejercicios 2009 a 2011 de acuerdo con los resultados obtenidos y las proyecciones financieras de los planes de negocios de cada una de las líneas de negocio de Befesa objeto de valoración. Únicamente a efectos de nuestra presentación se ha considerado los resultados obtenidos de la aplicación del múltiplo Ebitda

Debido a que hay lógicas limitaciones de comparabilidad entre las compañías cotizadas de las muestras utilizadas, las líneas de negocio de Befesa objeto de valoración, los resultados de este método se han utilizados como contraste de los resultados de la aplicación de la metodología de descuento de flujos libres de caja, descrita en el apartado anterior

Metodologías de valoración de acuerdo con el R.D. 1066/2007

Metodología de múltiplos de mercado: compañías cotizadas comparables

Compañías cotizadas comparables

Befesa Reciclaje de Residuos Industriales

EV/Ebitda : múltiplo utilizado como metodología de contraste

Un detalle de los múltiplos implícitos obtenidos de la muestra de compañías cotizadas comparables a la actividad desarrollada por Befesa Reciclaje de Residuos Industriales es como sigue:

Compañía	País	Moneda	EV/Ventas						EV/EBITDA					
			2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
Importes en millones de cada moneda local														
SHANKS GROUP PLC	UNITED KINGDOM	GBP	0,81x	1,08x	1,38x	1,33x	1,28x	1,23x	5,16x	7,11x	8,89x	8,93x	8,24x	7,59x
INTERSEROH SE	GERMANY	EUR	0,24x	0,48x	0,25x	0,24x	0,23x	N.A.	8,67x	12,86x	5,87x	6,78x	6,41x	N.A.
LASSILA & TIKAN	FINLAND	EUR	0,90x	1,27x	1,16x	1,12x	1,06x	1,01x	6,54x	8,01x	8,13x	7,54x	7,01x	6,53x
SECHE ENVIRONNEM	FRANCE	EUR	1,71x	2,09x	1,89x	1,77x	1,71x	1,59x	6,27x	7,59x	7,40x	6,85x	6,54x	6,09x
WASTE MANAGEMENT	UNITED STATES	USD	1,82x	2,09x	2,09x	2,02x	1,94x	1,89x	7,08x	7,72x	7,92x	7,42x	6,99x	6,68x
WCA WASTE CORP	UNITED STATES	USD	1,16x	1,48x	1,37x	1,30x	1,26x	N.A.	4,50x	5,72x	5,84x	5,26x	4,96x	N.A.
ALCOA INC	UNITED STATES	USD	0,80x	1,48x	1,31x	1,15x	1,09x	1,02x	6,48x	75,88x	10,05x	6,48x	6,04x	5,17x
PRESS METAL BHD	MALAYSIA	MYR	1,03x	1,55x	1,34x	1,15x	1,09x	N.A.	7,46x	11,62x	10,78x	7,74x	7,19x	N.A.
AHRESTY CORP	JAPAN	JPY	0,31x	0,22x	N.A.	0,41x	0,39x	N.A.	2,48x	2,68x	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
MYTILINEOS HLDGS	GREECE	EUR	0,90x	1,64x	1,15x	0,90x	0,79x	0,80x	8,42x	N.A.	6,79x	5,79x	4,77x	3,94x
EURASIAN NATURAL	UNITED KINGDOM	GBP	0,66x	4,94x	2,03x	1,69x	1,56x	1,41x	1,08x	9,98x	4,25x	3,31x	3,10x	2,89x
HORSEHEAD HOLING	UNITED STATES	USD	0,10x	2,11x	1,24x	1,03x	0,91x	N.A.	0,57x	N.A.	12,76x	5,20x	3,63x	N.A.
DOWA HOLDINGS CO	JAPAN	JPY	0,64x	0,71x	1,01x	0,81x	0,77x	0,75x	5,16x	23,60x	9,27x	7,02x	6,65x	6,16x
HARSCO CORP	UNITED STATES	USD	0,81x	1,18x	0,53x	1,02x	0,97x	0,90x	4,31x	6,63x	6,73x	6,15x	5,38x	4,70x
Media			0,85x	1,59x	1,29x	1,14x	1,08x	1,18x	5,30x	14,95x	8,05x	6,50x	5,92x	5,53x
Media Ajustada *			0,83x	1,43x	1,31x	1,14x	1,07x	1,14x	5,41x	10,09x	7,97x	6,57x	5,96x	5,61x
Mediana			0,81x	1,48x	1,31x	1,13x	1,08x	1,02x	5,72x	7,86x	7,92x	6,78x	6,41x	6,09x

Compañía	País	Moneda	EV/EBIT					
			2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
Importes en millones de cada moneda local								
SHANKS GROUP PLC	UNITED KINGDOM	GBP	9,64x	15,43x	18,90x	18,47x	16,49x	14,79x
INTERSEROH SE	GERMANY	EUR	13,90x	26,45x	7,98x	9,78x	9,15x	N.A.
LASSILA & TIKAN	FINLAND	EUR	11,94x	14,26x	16,03x	13,84x	12,04x	9,97x
SECHE ENVIRONNEM	FRANCE	EUR	9,87x	12,05x	11,50x	10,60x	10,09x	9,52x
WASTE MANAGEMENT	UNITED STATES	USD	11,05x	12,18x	12,65x	11,50x	10,81x	10,52x
WCA WASTE CORP	UNITED STATES	USD	9,13x	12,00x	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
ALCOA INC	UNITED STATES	USD	10,33x	N.A.	20,45x	10,13x	9,28x	7,55x
PRESS METAL BHD	MALAYSIA	MYR	12,01x	25,68x	17,89x	11,03x	10,06x	N.A.
AHRESTY CORP	JAPAN	JPY	6,80x	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
MYTILINEOS HLDGS	GREECE	EUR	10,92x	N.A.	8,06x	6,83x	5,57x	4,96x
EURASIAN NATURAL	UNITED KINGDOM	GBP	1,17x	11,85x	4,91x	3,78x	3,64x	4,03x
HORSEHEAD HOLING	UNITED STATES	USD	0,70x	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
DOWA HOLDINGS CO	JAPAN	JPY	N.A.	5,58x	22,37x	12,40x	12,15x	10,34x
HARSCO CORP	UNITED STATES	USD	14,79x	8,53x	19,65x	15,26x	10,61x	N.A.
Media			9,40x	14,40x	14,58x	11,24x	9,99x	8,96x
Media Ajustada *			9,70x	14,00x	14,79x	11,26x	9,97x	8,81x
Mediana			10,33x	12,11x	16,03x	11,03x	10,09x	9,75x

Fuente: Información obtenida de Bloomberg a 31 de diciembre de 2010

Notas: (*) La media ajustada elimina el valor máximo y el valor mínimo de la muestra

Metodologías de valoración de acuerdo con el R.D. 1066/2007

Metodología de múltiplos de mercado: compañías cotizadas comparables

Compañías cotizadas comparables

Befesa O&M

EV/Ebitda : múltiplo utilizado como metodología de contraste

Un detalle de los múltiplos implícitos obtenidos de la muestra de compañías cotizadas comparables a la actividad desarrollada por Befesa O&M es como sigue:

Compañía	País	Moneda	EV/Ventas						EV/EBITDA					
			2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
Importes en millones de cada moneda local														
JACOBS ENGIN GRP	UNITED STATES	USD	5,68x	5,51x	0,49x	0,48x	0,44x	0,42x	89,21x	89,46x	9,13x	8,12x	7,11x	6,90x
TRANSFIELD SERVI	AUSTRALIA	AUD	0,69x	0,39x	0,61x	0,61x	0,55x	0,52x	16,08x	8,75x	10,50x	8,87x	7,05x	6,68x
GVK POWER & INFR	INDIA	INR	1,03x	0,85x	4,94x	4,60x	4,35x	3,20x	2,56x	2,45x	16,27x	15,89x	12,68x	7,59x
MOYA DAYEN LTD	SINGAPORE	SGD	0,34x	0,35x	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	
PETRA ENERGY BHD	MALAYSIA	MYR	0,26x	0,80x	0,78x	0,70x	0,60x	N.A.	1,83x	8,05x	7,95x	5,90x	4,59x	
PETROVIETNAM TEC	VIETNAM	VND	0,75x	0,78x	0,54x	0,46x	0,39x	N.A.	8,52x	8,62x	N.A.	N.A.	N.A.	
BRISA	PORTUGAL	EUR	10,93x	11,92x	9,77x	9,53x	9,17x	8,72x	14,38x	16,68x	13,68x	13,22x	12,59x	
Media			2,81x	2,94x	2,86x	2,73x	2,58x	3,21x	22,10x	22,33x	11,51x	10,40x	8,81x	
Media Ajustada *			1,70x	1,67x	1,72x	1,60x	1,49x	1,86x	10,39x	10,52x	11,10x	10,07x	8,92x	
Mediana			0,75x	0,80x	0,70x	0,65x	0,58x	1,86x	11,45x	8,69x	10,50x	8,87x	7,11x	

Compañía	País	Moneda	EV/EBIT					
			2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
Importes en millones de cada moneda local								
JACOBS ENGIN GRP	UNITED STATES	USD	99,35x	101,90x	10,63x	9,59x	8,31x	7,82x
TRANSFIELD SERVI	AUSTRALIA	AUD	31,11x	17,44x	16,31x	13,99x	10,59x	9,86x
GVK POWER & INFR	INDIA	INR	4,33x	4,35x	24,92x	23,84x	17,61x	9,95x
MOYA DAYEN LTD	SINGAPORE	SGD	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
PETRA ENERGY BHD	MALAYSIA	MYR	2,28x	12,42x	10,86x	6,49x	6,09x	N.A.
PETROVIETNAM TEC	VIETNAM	VND	13,93x	13,09x	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
BRISA	PORTUGAL	EUR	25,08x	34,47x	24,59x	23,25x	21,60x	20,10x
Media			29,35x	30,61x	17,46x	15,43x	12,84x	11,93x
Media Ajustada *			18,61x	19,36x	17,25x	15,61x	12,17x	9,90x
Mediana			19,50x	15,27x	16,31x	13,99x	10,59x	9,90x

Fuente: Información obtenida de Bloomberg a 31 de diciembre de 2010

Notas: (*) La media ajustada elimina el valor máximo y el valor mínimo de la muestra

Resultados por líneas de negocios

Un detalle de los resultados obtenidos de la suma de partes correspondiente con la aplicación de la metodología de múltiplos de mercado de compañías cotizadas comparables a cada línea de negocios es como sigue:

Befesa Reciclaje de Residuos Industriales			
Resultados de nuestro trabajo			
Concepto	Mínimo	Medio	Máximo
Importe en millones de euros			
Valor de los negocios (EV)	749,1	768,3	787,5
EV/EBITDA 2010 implícito	7,0 x	7,2 x	7,4 x

Befesa Concesiones			
Resultados de nuestro trabajo			
Concepto	Mínimo	Medio	Máximo
Importe en millones de euros			
Línea de negocios de concesiones (capital invertido)			
Valor de los negocios (EV)	306,3	314,2	322,0
EV/EBITDA 2010 implícito	n.a.	n.a.	n.a.
Línea de negocios de O&M (DCF)			
Valor de los negocios (EV) O&M	34,8	35,6	36,5
EV/EBITDA 2011 implícito	9,8 x	10,1 x	10,3 x
Befesa Concesiones (agregado)			
Valor de los negocios (EV)	341,1	349,8	358,5

Befesa Agua EPC			
Resultados de nuestro trabajo [1]			
Concepto	Mínimo	Medio	Máximo
Importe en millones de euros			
Valor de los negocios (EV)	159,0	159,0	159,0
EV/EBITDA 2010 implícito	8,3 x	8,3 x	8,3 x

Otros ajustes al valor			
Resultados de nuestro trabajo [1]			
Concepto	Mínimo	Medio	Máximo
Importe en millones de euros			
Valor presente de los ajustes	(10,4)	(10,7)	(10,9)

Notas: [1] Véase página 35 de este documento

Suma de partes

Suma de partes		
Mínimo	Medio	Máximo
Valor de los negocios (EV)		
1.238,7	1.266,4	1.294,1
Importe en millones de euros		
EV/EBITDA 2010		
9,6 x	9,9 x	10,1 x

Concepto	Mínimo	Medio	Máximo
Importe en millones de euros salvo otra indicación			
Valor de los negocios (EV)	1.238,7	1.266,4	1.294,1
Posición financiera neta (PFN)	(639,2)	(639,2)	(639,2)
Minoritarios	(58,9)	(58,9)	(58,9)
Otros activos y pasivos no afectos a los negocios	n.a.	n.a.	n.a.
Valor de los fondos propios (EqV)	540,7	568,3	596,0
Número de acciones	27.113.479		
Valor por acción	19,9	21,0	22,0

Debido a que hay lógicas limitaciones de comparabilidad entre compañías cotizadas de las muestras utilizadas, y las líneas de negocio de la Sociedad, al igual que los resultados con respecto a las principales magnitudes financieras de la Sociedad se han visto afectados por diversos factores económicos actuales y no son representativos de la actividad normalizada de Befesa, los resultados obtenidos con la aplicación de la metodología de múltiplos de compañías cotizadas comparables, se ha utilizado únicamente como metodología de contraste

Metodología de múltiplos de mercado:

Transacciones comparables

Introducción

De acuerdo con la información de que hemos dispuesto y nuestro entendimiento de las características y actividades que realiza Befesa consideramos que el método de valoración más adecuado para la estimación de un posible valor de las acciones de la misma es la suma de partes de las líneas de negocios desarrolladas por Befesa, mencionadas en el apartados anteriores, habiéndose llevado a cabo una comparación de los resultados obtenidos a partir de la aplicación de la metodología de múltiplos de transacciones comparables

Metodología de múltiplos de mercado: transacciones comparables

El método de múltiplos de transacciones comparables consiste en la estimación del valor de cada una de las líneas de negocio de Befesa objeto de valoración a partir de unos factores multiplicadores obtenidos de los precios pagados en transacciones de sociedades comparables. Los factores multiplicadores se obtienen relacionando los precios pagados en transacciones comparables con sus principales magnitudes financieras, tales como Ventas, Ebitda y Ebit. Dichos factores multiplicadores implícitos en otras compañías se aplican, a su vez, a las principales magnitudes de cada una de las líneas de negocio de Befesa objeto de valoración, considerando la historia y la evolución esperada de su negocio para los ejercicios futuros. Obviamente, la aplicación de este método requiere la existencia de un número representativo de transacciones de compañías comparables con las líneas de negocio de la Sociedad objeto de valoración, tanto en términos de negocio como financieros

Asimismo, la aplicación de este método requiere que los multiplicadores obtenidos de la muestra de transacciones comparables se apliquen sobre las magnitudes financieras de las diferentes líneas de negocio de Befesa objeto de valoración, siempre y cuando las líneas de negocio no presenten circunstancias que puedan considerarse anormales o atípicas en su rentabilidad. Es habitual que en circunstancias en las que las magnitudes financieras de una línea de negocio o sociedad no sean las que puedan considerarse normales del negocio, en caso de producirse una transacción, los múltiplos resultantes de la división del valor de la línea de negocio o empresa por dichas magnitudes financieras atípicas no resulten en un multiplicador que refleje adecuadamente lo que pagaría el mercado por las magnitudes financieras respectivas de una empresa o línea de negocio comparable con una situación estable en términos de actividad y resultados

La muestra de las transacciones comparables analizadas se ha basado en transacciones con desglose público del precio de la transacción producidas durante los ejercicios 2006 a 2010 para el mercado europeo o mundial, dependiendo de la línea de negocios

Metodología de múltiplos de mercado:

Transacciones comparables

El múltiplo de ventas no refleja necesariamente las distintas estructuras de costes y rentabilidad que puedan tener compañías aparentemente comparables ni en consecuencia las distintas rentabilidades que un negocio puede generar. El múltiplo más comúnmente utilizado en transacciones de compañías, aunque también presenta limitaciones, es el múltiplo de Ebitda por ser una magnitud de rentabilidad no necesariamente afectada por políticas de amortización y fiscales diferentes, si bien este método debe aplicarse en condiciones normales de rentabilidad de un negocio

Hemos estimado los múltiplos de ventas, Ebitda y Ebit a partir del precio de la transacción producida y las magnitudes financieras públicas de la transacción, como la media ajustada de la muestra disponible

Asimismo, los múltiplos obtenidos han sido aplicados respectivamente sobre las magnitudes correspondientes a los ejercicios 2009 a 2011 de acuerdo con los resultados obtenidos y las proyecciones financieras de los planes de negocios de cada una de las líneas de negocio facilitados por la Dirección de la Sociedad. Únicamente a efectos de nuestra presentación se ha considerado los resultados obtenidos de la aplicación del múltiplo Ebitda

Es importante mencionar que debido a las lógicas limitaciones de comparabilidad de las compañías incluidas en la muestra de transacciones comparables con las líneas de negocio de la Sociedad, así como que dichas transacciones pueden incluir determinados factores, tales como posibles primas de control, diferentes niveles de rentabilidad, sinergias y otros factores estratégicos, los resultados de este método han sido utilizados como contraste de los resultados de la aplicación de las metodologías de descuento de flujos libres de caja

Metodologías de valoración de acuerdo con el R.D. 1066/2007

Metodología de múltiplos de mercado: compañías cotizadas comparables
Transacciones comparables

Befesa Reciclaje de Residuos Industriales

EV/Ebitda : múltiplo utilizado como metodología de contraste

Un detalle de los múltiplos implícitos obtenidos de la muestra de transacciones comparables a la actividad desarrollada por Befesa Reciclaje de Residuos Industriales es como sigue:

Empresa Objetivo	Actividad	País	Adquirente	Fecha	% Adquirido	EV como múltiplo de			
						EV (€M)	Ventas	EBITDA	EBIT
Pearsons Group Holdings Limited	Reciclaje de residuos	Reino Unido	Viridor Waste Management Ltd.	nov-10	100%	19	2,0x	8,4x	17,2x
Resta AB	Gestión de residuos	Noruega	RenoNorden AS	sep-10	100%	10	0,5x	5,1x	6,5x
Greenstar Environmental Limited	Gestión de residuos	Reino Unido	Biffa Limited	jun-10	100%	164	1,0x	17,8x	N.A.
Simpro Limited	Gestión de residuos	Reino Unido	TEG Group Plc	jun-10	100%	6	1,6x	5,8x	9,5x
Kommunekemi a/s	Gestión de residuos peligrosos	Dinamarca	EOT Infrastructure Fund	jun-10	100%	35	0,8x	4,3x	7,9x
Veolia Environnement SA (5% Stake)	Gestión de residuos y otros servicios medioambientales	Francia	Qatari Diar Real Estate Investment Company	abr-10	5%	28.403	0,8x	7,5x	14,1x
Manutencoop Servizi Ambientali SpA	Gestión de residuos	Italia	Aimeri Ambiente Srl	sep-09	100%	48	0,4x	4,2x	13,3x
Metal Management Inc	Reciclaje residuos metálicos	EEUU	Sims Metal Management Limited	sep-09	100%	1.124	0,7x	8,1x	9,6x
Miljøtransport AS	Gestión de residuos	Noruega	Franzefoss Bruk AS	ago-09	100%	13	0,8x	3,8x	6,8x
London Recycling Limited	Gestión de residuos	Reino Unido	Viridor Waste Management Ltd.	jun-09	100%	14	1,4x	11,6x	15,9x
Manutencoop Facility Management SpA	Gestión y tratamiento de residuos	Italia	Inversores financieros	dic-08	29%	1.010	1,7x	13,8x	20,4x
Grupo ETSA	Gestión de residuos de animales	Portugal	Verdeoculto Investimentos, SGPS, S.A	oct-08	100%	60	2,6x	15,4x	N.A.
Eurasian Natural Resources Corporation Plc	Recursos Naturales	Reino Unido	Kazakhmys Plc	ago-08	3%	18.163	6,5x	12,9x	13,9x
Interseroh SE	Sector Aluminio	Alemania	Praetorium 61 VV GmbH	ago-08	74%	275	0,3x	6,2x	8,4x
Eurasian Natural Resources Corporation Plc	Recursos Naturales	Reino Unido	Kazakhmys Plc	jul-08	8%	20.531	7,3x	14,6x	15,7x
Foronex	Reciclaje de madera y otros servicios de madera	Bélgica	Shanks Group plc	abr-08	100%	23	0,4x	5,0x	N.A.
Rio Tinto Plc	Sector Aluminio	Estados Unidos	Alcoa Inc; Aluminum Corporation of China	feb-08	12%	107.793	5,3x	8,3x	10,2x
Biffa Plc	Gestión de residuos	Reino Unido	WasteAcquisitionco Limited	feb-08	100%	2.107	1,9x	9,4x	15,8x
Grosvenor Waste Management Ltd	Gestión de residuos y reciclaje	Reino Unido	Viridor Waste Management Ltd	dic-07	100%	113	2,3x	17,3x	22,5x
Baotou Aluminum Co. Ltd.	Sector Aluminio	China	Aluminum Corporation Of China Limited	dic-07	45%	3.362	7,1x	8,7x	10,5x
Tokai Aluminum Foil Co., Ltd.	Sector Aluminio	Japón	Nippon Light Metal Company Ltd	oct-07	47%	46	0,4x	13,1x	18,3x
Eurasian Natural Resources Corporation Plc	Recursos Naturales	Reino Unido	Vladimir Kim (private investor)	oct-07	19%	2.357	1,0x	3,9x	4,7x
Horsehead Holding Corp (38.2% Stake)	Reciclaje residuos metálicos	EEUU	FBR Capital Markets Corporation	may-07	38%	106	0,7x	4,3x	4,6x
Ecodeco SRL	Gestión y tratamiento de residuos	Italia	AEM SPA	may-07	64%	349	2,1x	5,9x	N.A.
Sulo Umwelttechnik GmbH	Gestión de residuos	Alemania	Veolia Environnement SA	abr-07	100%	1.450	1,1x	8,0x	N.A.
Biffa Plc	Gestión de residuos	Reino Unido	Severn Trent plc (Shareholders)	sep-06	100%	1.886	1,8x	9,1x	15,3x
WRG Holdings Ltd	Gestión de residuos y reciclaje	Reino Unido	FCC	jul-06	100%	2.727	3,5x	9,5x	55,3x
Cleanaway Ltd	Gestión de residuos y reciclaje	Reino Unido	Veolia Environmental Services	jun-06	100%	863	1,2x	9,1x	25,4x
Credential Hazardous Waste Ltd	Gestión de residuos industriales peligrosos	Reino Unido	Augean plc	may-06	100%	12	2,1x	10,4x	N.A.
William Tracey Ltd	Gestión de residuos	Reino Unido	DCC plc	may-06	50%	41	1,1x	5,4x	7,9x
Media							2,0x	8,9x	14,6x
Media Ajustada *							1,9x	8,8x	13,2x
Mediana							1,3x	8,3x	13,6x

Fuente: Información obtenida de Mergermarket. Magnitudes financieras obtenidas Amadeus y Onesource
 Notas: (*) La media ajustada elimina el valor máximo y el valor mínimo de la muestra

Media ajustada	EV como múltiplo de		
	Ventas	EBITDA	EBIT
2006-2009	2,09x	8,95x	13,80x
2006-2010	1,89x	8,75x	13,17x

Transacciones comparables

Befesa O&M

EV/Ebitda : múltiplo utilizado como metodología de contraste

Un detalle de los múltiplos implícitos obtenidos de la muestra de transacciones comparables a la actividad desarrollada por Befesa O&M es como sigue:

Empresa Objetivo	Actividad	País	Adquirente	Fecha	% Adquirido	EV (\$M)	Ventas	EV como múltiplo de	
								EBITDA	EBIT
Eletra Tlc Spa	Instalación y mantenimiento de sistemas de telecomunicaciones	Italia	France Telecom SA	30/09/2010	100%	27	0,5x	3,0x	n.a.
Abertis Infraestructuras SA	Construcción y O&M de autopistas, aeropuertos, etc	España	Trebol Holdings Sarl	31/08/2010	26%	31.700	6,6x	10,9x	18,6x
Societe des Autoroutes Paris-Rhin-Rhone SA	Construcción y O&M de autopistas	Francia	Eiffarie SAS	24/06/2010	14%	18.588	5,9x	10,4x	15,1x
James Construction Group LLC	Construcción y mantenimiento de carreteras, puentes, aeropuertos, plantas industriales, etc.	Estados Unidos	Primoris Services Corp	21/12/2009	100%	135	0,5x	5,5x	7,1x
Terna Participacoes S.A.	Operación y mantenimiento de infraestructuras eléctricas	Brasil	Cemig Geracao e Transmissao S.A	03/11/2009	66%	2.157	8,1x	9,5x	12,5x
United Power Company SAOG	Generación, distribución y O&M de electricidad	Oman	MENA Infrastructure Fund	29/06/2009	33%	96	2,7x	4,4x	14,1x
Itinere Infraestructuras SA	Construcción, operación y mantenimiento de autopistas	España	Pear Acquisition Corp SL	26/06/2009	37%	7.130	10,3x	14,8x	23,9x
Media							4,9x	8,4x	15,2x
Media Ajustada *							4,8x	8,2x	15,0x
Mediana							5,9x	9,5x	14,6x

Fuente: Información obtenida de Mergermarket. Magnitudes financieras obtenidas Amadeus y Onesource

Notas: (*) La media ajustada elimina el valor máximo y el valor mínimo de la muestra

Resultados por líneas de negocios

Un detalle de los resultados obtenidos de la suma de partes correspondiente con la aplicación de la metodología de múltiplos de transacciones comparables a cada línea de negocios es como sigue:

Befesa Reciclaje de Residuos Industriales			
Resultados de nuestro trabajo			
Concepto	Mínimo	Medio	Máximo
Importe en millones de euros			
Valor de los negocios (EV)	827,7	848,9	870,1
EV/EBITDA 2010 implícito	7,7 x	7,9 x	8,1 x

Befesa Agua EPC			
Resultados de nuestro trabajo [1]			
Concepto	Mínimo	Medio	Máximo
Importe en millones de euros			
Valor de los negocios (EV)	159,0	159,0	159,0
EV/EBITDA 2010 implícito	8,3 x	8,3 x	8,3 x

Befesa Concesiones			
Resultados de nuestro trabajo			
Concepto	Mínimo	Medio	Máximo
Importe en millones de euros			
Línea de negocios de concesiones (capital invertido)			
Valor de los negocios (EV)	306,3	314,2	322,0
EV/EBITDA 2010 implícito	n.a.	n.a.	n.a.
Línea de negocios de O&M (DCF)			
Valor de los negocios (EV) O&M	28,3	29,0	29,7
EV/EBITDA 2011 implícito	8,0 x	8,2 x	8,4 x
Befesa Concesiones (agregado)			
Valor de los negocios (EV)	334,6	343,2	351,8

Otros ajustes al valor			
Resultados de nuestro trabajo [1]			
Concepto	Mínimo	Medio	Máximo
Importe en millones de euros			
Valor presente de los ajustes	(10,4)	(10,7)	(10,9)

Suma de partes

Suma de partes		
Valor de los negocios (EV)		
Mínimo	Medio	Máximo
1.310,9	1.340,4	1.369,9
Importe en millones de euros		
EV/EBITDA 2010		
Mínimo	Medio	Máximo
10,2 x	10,4 x	10,7 x

Concepto	Mínimo	Medio	Máximo
Importe en millones de euros salvo otra indicación			
Valor de los negocios (EV)	1.310,9	1.340,4	1.369,9
Posición financiera neta (PFN)	(639,2)	(639,2)	(639,2)
Minoritarios	(58,9)	(58,9)	(58,9)
Otros activos y pasivos no afectos a los negocios	n.a.	n.a.	n.a.
Valor de los fondos propios (EqV)	612,8	642,3	671,8
Número de acciones	27.113.479		
Valor por acción	22,6	23,7	24,8

Debido a que hay lógicas limitaciones de comparabilidad entre las transacciones de las muestras utilizadas, y las líneas de negocio de la Sociedad, al igual que los resultados con respecto a las principales magnitudes financieras de la Sociedad se han visto afectados por diversos factores económicos actuales y no son representativos de la actividad normalizada de Befesa, los resultados obtenidos con la aplicación de la metodología de múltiplos de transacciones comparables, se ha utilizado únicamente como metodología de contraste

**Aspectos relevantes
a considerar en la
interpretación de los
resultados de
nuestro trabajo**

Aspectos relevantes a considerar en la interpretación de los resultados de nuestro trabajo

Aspectos relevantes a considerar

En relación con el trabajo realizado y la información incluida en este informe, consideramos importante, para un adecuado entendimiento del mismo y de su alcance, poner de manifiesto los siguientes aspectos:

- Una parte sustancial de nuestro trabajo y, por lo tanto, de los resultados del mismo, se ha basado en las proyecciones financieras de Befesa. Hemos asumido que dichas proyecciones financieras preparadas reflejan los esfuerzos de buena fe de la Dirección de la Sociedad para describir el estado y perspectivas de la misma desde un punto de vista operativo y financiero. Además, generalmente habrá discrepancias entre el resultado potencial y el actual debido a que los acontecimientos y circunstancias no suelen suceder tal y como estaban previstos y tales diferencias pueden ser materiales
- La cifra de negocios utilizada en las proyecciones financieras de Befesa Reciclaje de Residuos Industriales, han sido facilitadas en la moneda euro, aunque el plan de negocios de estas líneas de negocios de acuerdo con los países en los que operan se podrían llevar a cabo transacciones en moneda extranjera diferente al euro. Por lo tanto, nuestro trabajo no ha incluido el impacto de las posibles variaciones por tipo de cambio que dichas monedas extranjeras pudieran tener sobre el margen Ebitda de este segmento de actividad
- Las proyecciones financieras de Befesa se han preparado con un criterio de caja, y en consecuencia las cuentas de resultados proyectadas así como el flujo libre de caja, no necesariamente han sido definidos conforme a lo establecido por la normativa contable vigente

Resultados y conclusiones de nuestro trabajo

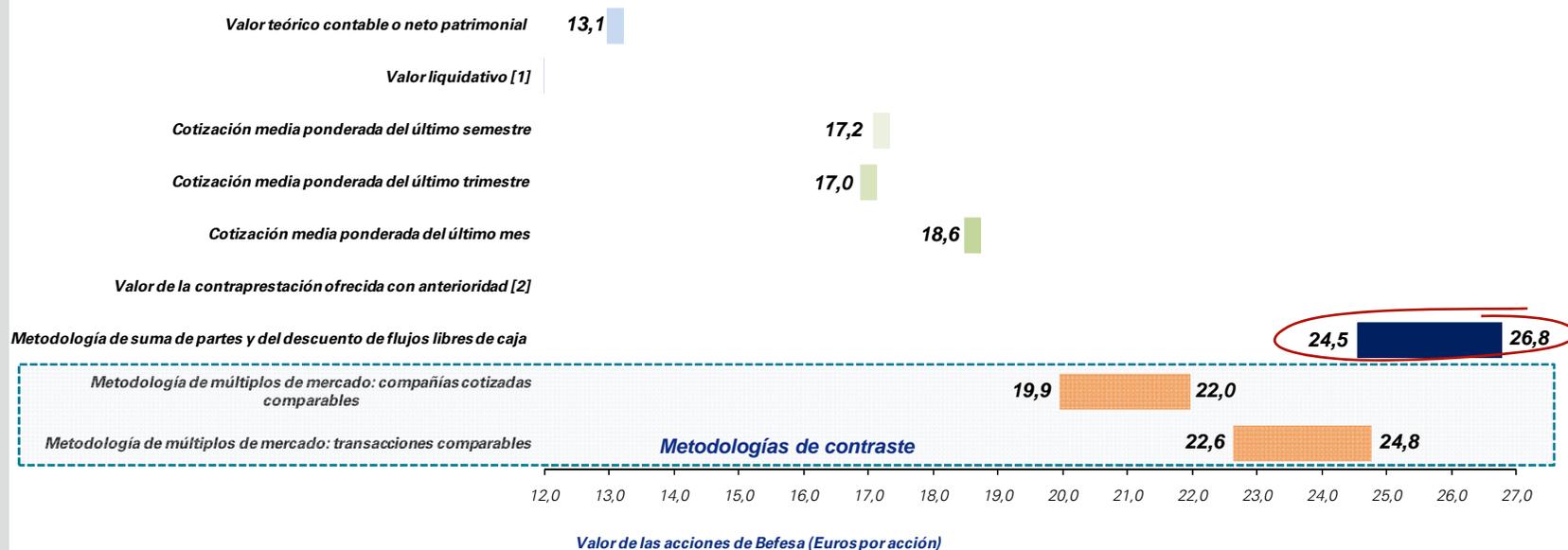
Resultados de nuestro trabajo

Resultados de nuestro trabajo

Valor por acción entre 24,5 y 26,8 euros por acción

Resultados de nuestro trabajo – Befesa

Un resumen del valor por acción de los fondos propios (EqV) de Befesa, obtenido de la aplicación de las metodologías de valoración de acuerdo con el R.D. 1066/2007 es como sigue:



Notas: [1] No se ha considerado preciso el cálculo del valor liquidativo a efectos de la determinación del valor de mercado de Befesa
 [2] No se ha producido ninguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha de acuerdo de solicitud de exclusión

De acuerdo con las bases de información y los procedimientos empleados en la realización de nuestro trabajo, así como con las metodologías de valoración establecidas en el R.D. 1066/2007, y considerando los aspectos relevantes descritos en el apartado anterior, el rango de valor por acción de Befesa se sitúa entre 24,5 y 26,8 euros por acción

Condiciones de uso de este informe

Condiciones de uso de este informe

Aceptación. La aceptación y/o el uso de este informe constituyen la aceptación de todas las condiciones y compromisos restrictivos de uso que se recogen en el mismo, en la carta de encargo, el Pliego de Condiciones Generales o en cualquier otro documento o anexo que regule su uso

Este informe en su totalidad, así como todas las opiniones formuladas o conclusiones recogidas en el mismo están sujetas a las condiciones de uso establecidas en este documento incluidas en el informe y en el Pliego de Condiciones Generales junto con la carta de encargo, las cuales resultan de aplicación al presente documento. Este informe contiene un resumen de las condiciones más destacables

Distribución de informe. Este informe, así como la información en él contenida, sólo podrán ser utilizados para el propósito descrito en el apartado "Antecedentes" anterior, y por lo tanto dicho informe es para su beneficio y uso exclusivo de Befesa, sus accionistas, siendo sus accionistas de referencia Proyectos de Inversiones Medioambientales, S.L. y Abengoa, S.A., sus asesores legales "Uría Menéndez" y la CNMV, cuando sea requerido para cumplir con requerimientos legales o regulatorios vigentes, autorizando, su publicación a los efectos de su distribución de los accionistas con ocasión de la convocatoria de la Junta General de Accionistas y/o adjuntarlo al folleto de la oferta pública de exclusión. Este informe ha sido realizado únicamente para el objetivo indicado en el mismo y en la carta de encargo, y no debería ser usado para ninguna otra finalidad. Además, en relación a lo manifestado en nuestro informe, nuestro análisis y la presentación del informe no son admitidos para su general circulación, reproducción, publicación, distribución o comunicación a terceros en cualquier forma o soporte sin nuestra previa autorización por escrito. El Cliente compensará a KPMG por las pérdidas, gastos o daños de cualquier reclamación que podría surgir de un tercero por el contenido de este informe. De la misma manera, KPMG no aceptará ninguna responsabilidad en el caso de que este documento haya sido distribuido a terceros sin nuestra autorización expresa

Alcance de nuestro análisis. La valoración de cualquier instrumento financiero o negocio requiere hacer juicios de valor. La valoración aquí preparada ha sido realizada bajo hipótesis, bases y asunciones proporcionadas por la Dirección de la Sociedad

Naturaleza de la opinión. nuestro trabajo constituye una valoración independiente y no supone ninguna recomendación a Befesa, ni a sus accionistas de referencia Proyectos de Inversiones Medioambientales, S.L. y Abengoa, S.A., ni a cualquier tercero, en particular, los propios accionistas de Befesa sobre qué posición deberían tomar ante la operación de exclusión propuesta sobre la totalidad de las acciones de Befesa o sobre la conveniencia u oportunidad que podría suponer, en su caso, participar en ésta. Debido a varias razones, el precio al que el objeto valorado pudiera ser vendido en una transacción entre dos partes determinadas en una fecha concreta podría ser significativamente diferente del valor razonable expresado en nuestro informe

Asunción de continuidad. Nuestro análisis: (i) asume que en la fecha de valoración la Sociedad y sus activos continuarán operando como hasta entonces; (ii) está basado en las condiciones financieras pasadas y presentes de la Sociedad y sus activos en la fecha de valoración; y (iii) asume que la Sociedad no posee activos o pasivos no desglosados reales o contingentes, ni obligaciones no usuales o compromisos sustanciales, que no sean los normales del desarrollo de su actividad, y que no tiene litigios pendientes o amenazados que pudieran tener un efecto material en nuestros análisis

Eventos posteriores. Los términos de nuestro compromiso no nos obligan a actualizar este informe o a revisar la valoración debido a acontecimientos o transacciones posteriores a la fecha de valoración

Aspectos legales. Teniendo en cuenta el alcance y finalidad de este informe, KPMG no asume responsabilidad alguna que pueda surgir por cuestiones de orden legal, fiscal, contable, financiero, operativo o de cualquier otro, distintas de las que constituyen la finalidad y alcance del informe. Asumimos que todas las licencias, autorizaciones, concesiones, permisos, etc. requeridos son válidos y están en vigor, y no realizamos un estudio independiente para identificar la presencia de potenciales riesgos medioambientales, o de cualquier incumplimiento de normativa administrativa que puedan afectar a la validez de dichos títulos. Tampoco se han realizado investigaciones o comprobaciones de tipo legal, por lo que la información facilitada relativa a la titularidad de bienes y derechos, así como las cargas y gravámenes sobre éstos o aquéllos, se ha considerado como veraz y completa, sin que existan otras circunstancias que limiten o modifiquen la titularidad de tales bienes y derechos. No asumimos responsabilidad alguna sobre la idoneidad del contenido total o parcial, y en especial, de las propuestas de valoración empleadas en nuestro informe como evidencia legal ante un tribunal o en un procedimiento arbitral. La conformidad de nuestro informe y su uso con la finalidad de sustentar determinada posición jurídica deberá ser determinada por el cliente y sus asesores legales



Proyecto Bisonte Befesa Medio Ambiente, S.A.

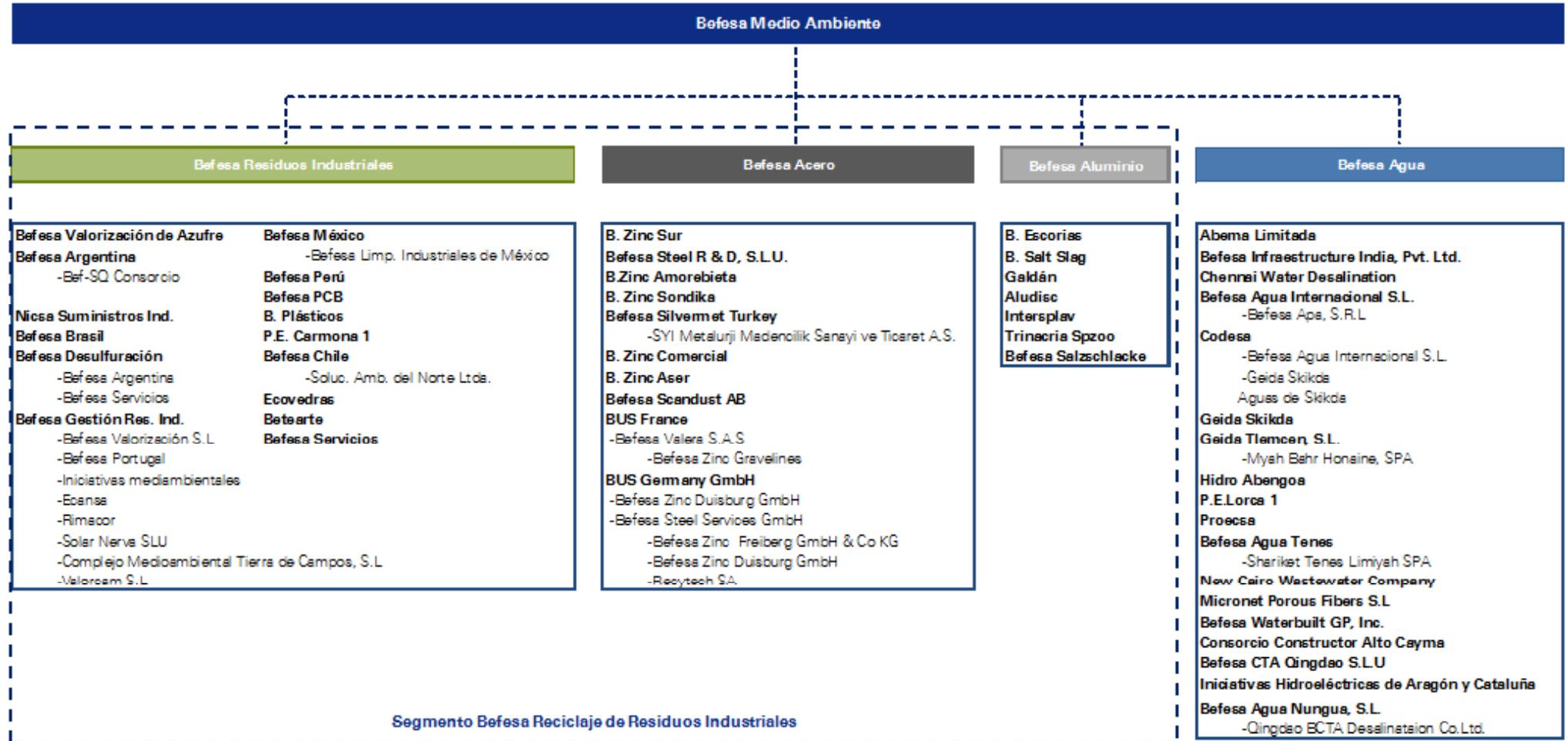
Anexo 1: Organigrama societario

17 de marzo de 2011

Organigrama de la Sociedad

Organigrama de la Sociedad

De acuerdo con la información recibida, el detalle de las empresas comprendidas dentro de cada una de las cuatro líneas de negocio de la Sociedad es como sigue:



Fuente: Información facilitada por la Dirección de Befesa



Proyecto Bisonte Befesa Medio Ambiente, S.A.

Anexo 2: Glosario de términos

17 de marzo de 2011

€M	Millones de euros	D	Deuda
€m	Miles de euros	E	Equity
Art.	Artículo	Ebit	“Earnings before interest and taxes” (Resultados antes de intereses e impuestos)
Befesa	Befesa Medio Ambiente, S.A. y sus sociedades dependientes	Ebitda	“Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization” (Resultados antes de intereses, impuestos y amortizaciones)
Befesa Agua EPC	Línea de negocio de ingeniería (EPC) de Befesa Agua, S.A.U., una vez realizado el oportuno proceso de escisión	EEUU	Estados Unidos
Befesa Residuos Industriales	Unidad de negocio “Gestión de residuos industriales”	EIU	The Economist Intelligence Unit
BINS	Bases imponibles negativas	EPC	Engineering, Procurement & Construction Ingeniería y construcción
CAGR	“Compound Annual Growth Rate” (Tasa Compuesta de Crecimiento Anual)	EqV	“Equity Value” (Valor de los Fondos Propios)
CAPEX	Capital Expenditure (Inversiones en activos operativos)	EV	“Enterprise Value” (Valor del Negocio)
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	FCF	Flujo libre de caja
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	Fecha de valoración	31 de diciembre de 2010
Cocos	Compañías cotizadas comparables	FM	Fondo de Maniobra
Compañía	Befesa	g	Crecimiento a perpetuidad
Concesiones	Unidad de negocio “Concesiones de Agua”	GWI	Global Water Intelligence
Cotrans	Transacciones comparables	Grupo	Befesa Medio Ambiente, S.A. y sus sociedades dependientes
CRP	“Country Risk Premium” (Prima de riesgo país)	IPC	Índice de Precios de Consumo
DCF	Descuento de flujos libres de caja		

IPI	Índice de Producción Industrial	R.D.	Real Decreto
IS	Impuesto sobre Sociedades	Rf	Risk free (tasa libre de riesgo)
Kd	Coste de la Deuda	Sociedad	Befesa Medio Ambiente, S.A.
Ke	Coste de los recursos propios	SAN	Soluciones Ambientales del Norte
KPMG	KPMG Asesores, S.L.	SCR	Sociedad de Capital Riesgo
La Dirección de la Sociedad	La Dirección de Befesa	SPV	Special Purpose Vehicle – Vehículo especial de inversión
LIS	Ley de Impuesto sobre Sociedades aprobada por el Real Decreto Legislativo 4/2004	T	Tasa impositiva
n.a.	No aplica	Ton	Toneladas
n.d.	No disponible	UTE	Unión Temporal de Empresas
NOPLAT	“Net Operating Profit Less Adjusted Taxes” (Resultado Operativo después de Impuestos)	VWAP	Volume Weighted Average Price – Cotización media ponderada
OPA	Oferta Pública de Adquisición de acciones	WACC	Weighted Average Cost of Capital (Coste Medio Ponderado del Capital)
O&M	Operations & Maintenance – actividad de operación y mantenimiento		
PCB	Poloricloruros de bifenilos		
PIB	Producto Interno Bruto		
PIM	Proyectos de Inversiones Medioambientales, S.L.		
PFN	Posición Financiera Neta		
p.p.	Puntos porcentuales		



Proyecto Bisonte Befesa Medio Ambiente, S.A.

Anexo 3: Certificado de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid

17 de marzo de 2011

Certificado de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid

Certificado de Bolsa

Período comprendido entre el 26 de agosto de 2010 y el 25 de febrero de 2011



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

CERTIFICA que, de los antecedentes que existen en esta Secretaría a su cargo y de los correspondientes a las restantes Bolsas, resulta que, durante el período comprendido entre el día 26 de agosto de 2010 y el día 25 de febrero de 2011, ambos inclusive, el cambio medio simple de los cambios medios ponderados diarios de la contratación bursátil de las ACCS. BEFESA MEDIO AMBIENTE, S.A., fue de 17,1545 Euros.

Asimismo, durante el periodo de tiempo anteriormente mencionado se celebraron en esta Bolsa 130 sesiones bursátiles, negociándose las ACCS. BEFESA MEDIO AMBIENTE, S.A., en 123 de todas las sesiones y ascendiendo su contratación total a 204.053 acciones y 3.799.435 Euros importe efectivo, resultado de agregar los importes diarios

El día 25 de febrero de 2011, el cambio medio ponderado de la contratación Bursátil de las mencionadas ACCIONES, fué 23,531 Euros con un total contratado de 37.661 acciones y 886.201 Euros importe efectivo

Lo que, a petición de KPMG Auditores, S.L., y para que surta los efectos oportunos, hace constar con el visto bueno del Sr. PRESIDENTE, en Madrid, a dos de marzo de dos mil once-

Vº Bº
EL PRESIDENTE

EL SECRETARIO

Palacio de la Bolsa
Plaza de la Lealtad, 1
28014 Madrid
Tel: +34 91 709 54100





© 2011 KPMG Asesores S.L., sociedad española de responsabilidad limitada, es una filial de KPMG Europe LLP y firma miembro de la red KPMG de firmas independientes afiliadas a KPMG International Cooperative (“KPMG International”), sociedad suiza. Todos los derechos reservados.

The KPMG name, logo and ‘cutting through complexity’ are registered trademarks or trademarks of KPMG International Cooperative (KPMG International).