

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

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

Tres Cantos, 1 de agosto de 2006

Muy Sres. nuestros:

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

Sin otro particular, atentamente

Angel Luis Robledano Ortega
Secretario del Consejo de Administración

Tafisa

Resumen de valoración

27 de julio de 2006



Santander Investment

Consideraciones previas

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

Consideraciones previas (Cont.)

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

Santander Investment, S.A.

Índice

- I. Enfoque de la valoración
- II. Criterios **mínimos** contemplados por el R.D. 1.197/1991
- III. Otros métodos de valoración
- IV. Resumen de valoración

Índice

I. Enfoque de la valoración

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

III. Otros métodos de valoración

IV. Resumen de valoración

Enfoque de la valoración

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

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

Métodos contemplados por el R.D. 1.197/1991 para OPAs de exclusión

- 1 Valor teórico contable
- 2 Valor liquidativo
- 3 Cotización media durante el semestre anterior
- 4 Precio ofrecido en una OPA sobre la Sociedad formulada durante el último año

Otros métodos de valoración

- 1 Múltiplos de compañías cotizadas comparables
- 2 Múltiplos de transacciones comparables
- 3 Descuento de flujos de caja

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

Índice

I. Enfoque de la valoración

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

III. Otros métodos de valoración

IV. Resumen de valoración

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

Valor teórico contable

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

Cifras en miles €

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

Cifras en miles €

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

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

Valor liquidativo

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

Cifras en miles € (salvo indicación en contra)

Fondos Propios (31/12/2005)	43.809
Plusvalías:	62.993
• Inmovilizaciones materiales	22.283
<i>Pontevedra</i>	15.948 ⁽¹⁾
<i>Sudáfrica</i>	6.335 ⁽¹⁾
• Existencias	12.646 ⁽¹⁾
• Derivados	11.149 ⁽¹⁾
• Provisiones	16.915 ⁽²⁾
Minusvalías	-8.333
• Fondo de comercio	-8.333 ⁽³⁾
Costes de cierre	-88.051
• Pasivo laboral	-87.949 ⁽⁴⁾
• Asesores y otros costes de liquidación	-103 ⁽⁵⁾
Valor Liquidativo	10.418
• N° acciones	447.420.036
• €/acción	0,02

(1) Incluye las plusvalías corregidas por el efecto impositivo

(2) Incluye las provisiones de pasivos corrientes (17.421 miles €) y no corrientes (8.602 miles €) corregidas por el efecto impositivo

(3) Incluye el fondo de comercio a 31/12/2005 (12.820 miles €) corregido por el efecto impositivo

(4) Corresponde a la estimación del importe de las indemnizaciones por despidos corregido por el efecto impositivo

(5) Estimación de Santander Investment corregida por el efecto impositivo

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

Cotización media durante el semestre anterior

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

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

1,54 €/acción

(a) Media aritmética de los precios diarios de cierre calculados hasta el **27 de julio de 2006**, día anterior al anuncio de la convocatoria por parte del Consejo de Administración de Tafisa de la Junta General Extraordinaria para decidir sobre la exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad de las Bolsas de Valores de Madrid y Valencia, en el marco de la intención del accionista mayoritario de la Sociedad de lanzar una OPA sobre la totalidad de las acciones de Tafisa que no posee de modo directo o indirecto a un precio de 1,54 €/acción

Fuente: Bloomberg

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

Evolución de la cotización de Tafisa frente a sus comparables

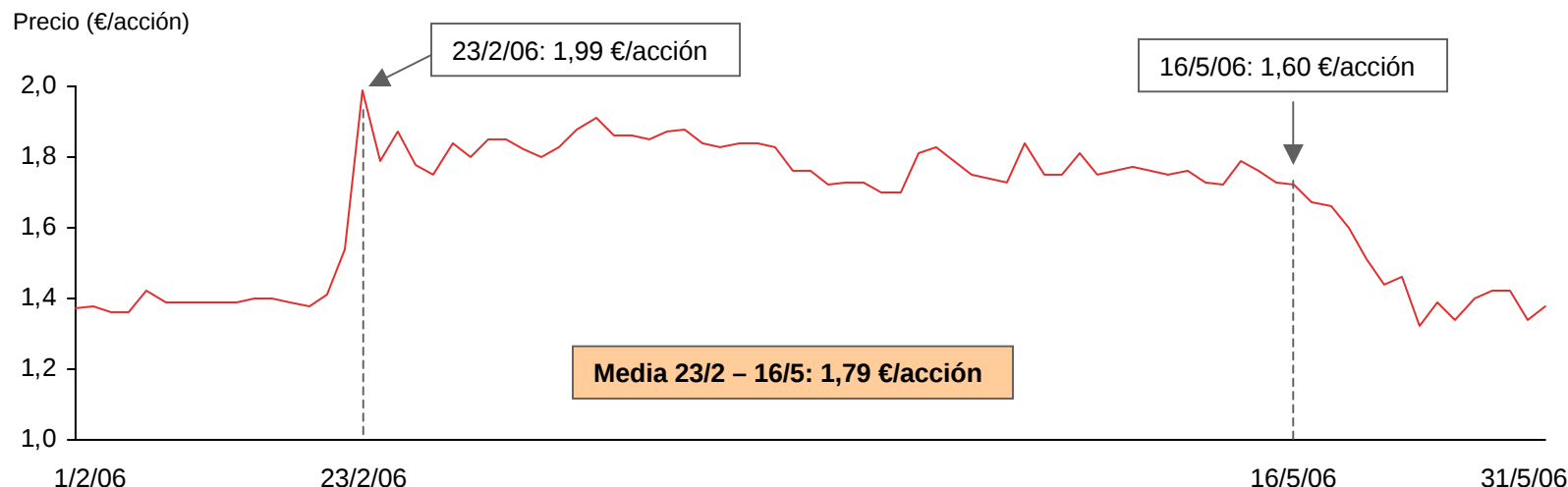
La noticia aparecida en prensa el día 23 de febrero de 2006 relativa a la posible OPA de exclusión de Tafisa puede haber sido la responsable del impulso de la cotización de forma coyuntural

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

En el caso de Sonae Industria, accionista mayoritario de Tafisa, la evolución ha sido paralela a la de la propia Tafisa

Esto se debe a que la capitalización bursátil de Tafisa representa más de un 50% de la capitalización de Sonae industria

Evolución cotización Tafisa frente a sus comparables (01/02/06 – 31/05/06)

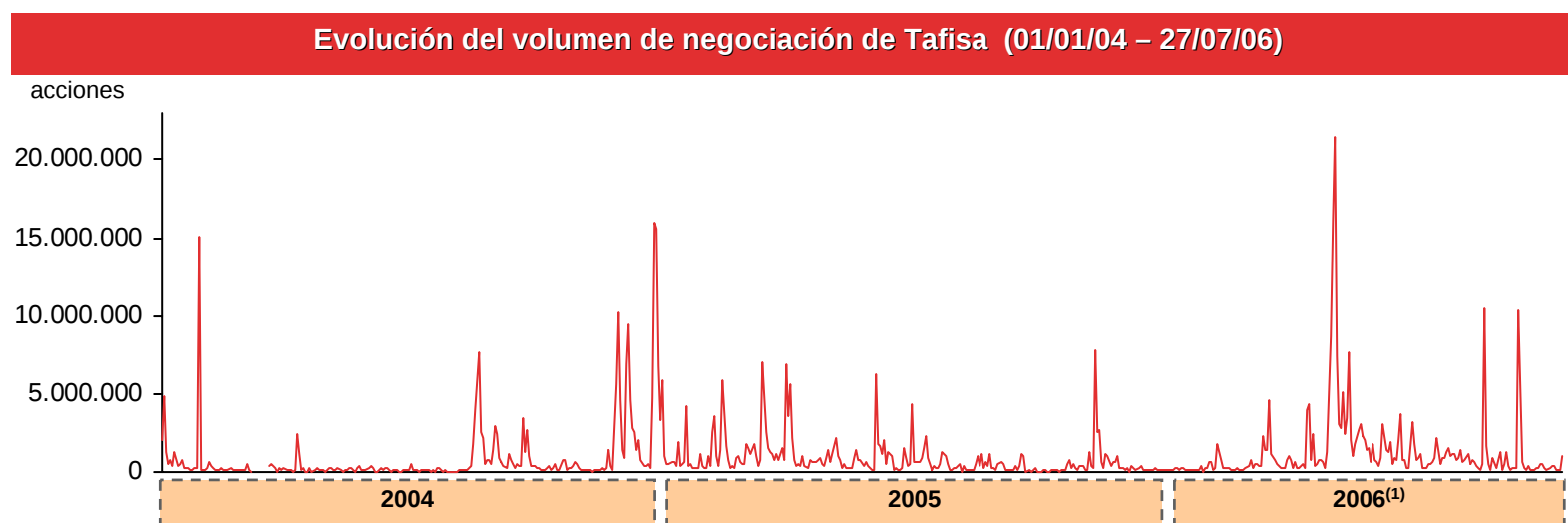


	Tafisa	Ibex 35	Sonae Industria	Pfleiderer	Norbord	West Fraser Timber	Weyerhaeuser	Steinhoff	Masisa
Variación 23/2 frente 22/2 (%)	29,2%	-0,1%	5,9%	-0,7%	1,2%	0,1%	0,5%	-0,4%	0,1%
Variación media 23/2 – 16/5 frente 22/2 (%)	16,1%	0,6%	16,7%	7,5%	-3,5%	-1,0%	4,1%	4,8%	-7,2%

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

Evolución del volumen de negociación de Tafisa

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



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

(1) Fecha de corte: 27/07/2006
 (2) PMP: precio medio ponderado
 Fuente: Bloomberg

Índice

- I. Enfoque de la valoración
- II. Criterios mínimos contemplados por el R.D. 1.197/1991
- III. Otros métodos de valoración
- IV. Resumen de valoración

Otros métodos de valoración

Múltiplos de compañías cotizadas comparables

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

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

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

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

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

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

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

n.s.: no significativo

Otros métodos de valoración

Múltiplos de transacciones comparables

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

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

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

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

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

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

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

Otros métodos de valoración

Descuento de flujos de caja

Realizando un análisis de sensibilidad sobre los parámetros técnicos (WACC de cada país y g) y teniendo en cuenta el impacto del crédito fiscal existente en Alemania + Luxemburgo y Brasil después del periodo de proyección 2006E-2012E obtenemos un rango de valoración para Tafisa de 1,16 a 1,62 €/acción

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

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

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

Nota: La valoración se ha realizado a 30/06/06. Por tanto, todos los flujos de caja futuros se han descontado a esta fecha, y en 2006 sólo se ha considerado la mitad del flujo generado en todo el año

Índice

- I. Enfoque de la valoración
- II. Criterios mínimos contemplados por el R.D. 1.197/1991
- III. Otros métodos de valoración
- IV. Resumen de valoración

Resumen de valoración

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

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

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

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

n.a.: no aplica

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

(2) Obtenido como la cotización media del último semestre