

COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

Valencia, a 6 de junio de 2008

INFORMACION RELEVANTE

Muy Sres. nuestros:

En cumplimiento de lo establecido en el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, por la presente ponemos en su conocimiento la siguiente información relevante concerniente a la sociedad AGUAS DE VALENCIA, S.A. (la “Sociedad”):

- I. A la vista de la solicitud de complemento de convocatoria formulada por el accionista SUEZ ENVIRONNEMENT, S.A., con 5 de junio de 2008, el Consejo de Administración de la Sociedad ha adoptado, con el voto a favor de todos sus miembros, entre otros, los siguientes acuerdos que se transcriben literalmente por el procedimiento de votación por escrito y sin sesión previsto en el artículo 140, apartado 2, de la Ley de Sociedades Anónimas, habiendo remitido todos los miembros del Consejo su voto dentro del plazo previsto en el artículo 100 del Reglamento del Registro Mercantil y sin que ninguno de ellos se haya opuesto a dicho procedimiento:

*“**Segundo.**- Atender la solicitud de complemento de convocatoria efectuada por el accionista “SUEZ ENVIRONNEMENT, S.A.” mediante requerimiento notarial formalizado el día 26 de mayo de 2008 ante el Notario de Valencia D. Javier Máximo Juárez González, bajo el número 1152 de su protocolo, al amparo del artículo 97.3 de la Ley de Sociedades Anónimas, en relación con la Junta General Ordinaria de la Sociedad convocada por este Consejo de Administración en virtud de acuerdo de fecha 29 de abril de 2008 y mediante las preceptivas publicaciones el día 22 de mayo de 2008, y que se celebrará el día 24 de junio de 2008, a las 12 horas, en primera convocatoria, o, en su caso, el siguiente día 25 de junio a la misma, en segunda convocatoria.*

***Tercero.**- Como consecuencia del acuerdo anterior, incluir como nuevos puntos del Orden del Día de la próxima Junta General Ordinaria los siguientes (y con el orden que a continuación se indica):*

***Punto Sexto del Orden del Día:** Informe por parte del Consejo de Administración sobre las aportaciones no dinerarias que VAINMOSA CARTERA, S.L. se obligó a efectuar a la EMPRESA GENERAL*

VALENCIANA DEL AGUA, S.A. y, en particular, sobre las siguientes cuestiones:

a.- Documentación que acreditaría la subrogación unilateral por parte de las sociedades LUIS BATALLA, S.A. y SOCIEDAD DE FOMENTO AGRÍCOLA CASTELLONENSE, S.A. en la obligación de VAINMOSA CARTERA, S.L. de efectuar dichas aportaciones no dinerarias.

b.- Discrepancias entre la información sobre el estado de ejecución de las citadas aportaciones no dineradas facilitada por la Sociedad en el Folleto Informativo verificado e inscrito en la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES con fecha 19 de septiembre de 2001 correspondiente a la ampliación de capital efectuada por AGUAS DE VALENCIA, S.A. para la integración de VAINMOSA CARTERA, S.L., y la reflejada en las cuentas anuales de AGUAS DE VALENCIA, S.A.

c.- Coste financiero que para el grupo AGUAS DE VALENCIA, S.A. representa el mantenimiento del aval otorgado a favor de la Diputación Provincial de Valencia en garantía del cumplimiento de la obligación asumida por VAINMOSA CARTERA, S.A. Entidad que ha emitido el aval y sociedad avalada. Términos y condiciones del citado aval. Posibilidad de reducir el importe del aval.

d.- Estado de ejecución de las aportaciones no dinerarias comprometidas y razones que justifican que las mismas, pese al plazo transcurrido (ocho años), no hayan sido ya ejecutadas, con la consiguiente imposibilidad de liberación del citado aval.

e.- Cuantificación del quebranto patrimonial que sufriría el Grupo AGUAS DE VALENCIA, S.A. en caso de incumplimiento de la obligación de aportación. Efectos sobre la valoración del patrimonio de VAINMOSA CARTERA, S.L. tenida en cuenta al tiempo de su integración en el grupo AGUAS DE VALENCIA, S.A. para fijar la ecuación de canje correspondiente.

f.- Garantías jurídicas y económicas a disposición de AGUAS DE VALENCIA, S.A. para asegurar la ejecución de las aportaciones no dinerarias en las que se habría subrogado LUIS BATALLA, S.A. y SOCIEDAD DE FOMENTO AGRÍCOLA CASTELLONENSE, S.A.

Punto Séptimo del Orden del Día: Informe por parte del Consejo de Administración sobre el volumen y naturaleza de las operaciones vinculadas realizadas por AGUAS DE VALENCIA, S.A. o EMPRESAS DEL GRUPO durante el ejercicio 2007; en particular:

a.- Examen de los criterios de selección de suministradores de bienes o servicios, y procedimientos de contratación.

b.- Relación de operaciones vinculadas autorizadas o ratificadas por el Consejo de Administración de conformidad con lo previsto en el artículo 5.j) del Reglamento Interno del Consejo de Administración de AGUAS DE VALENCIA, S.A.

c.- Informe por parte de la Comisión de Auditoría sobre el grado de seguimiento y cumplimiento por el Consejo de Administración de las normas y criterios internos sobre operaciones vinculadas y conflictos de interés.

d.- Aprobación, en su caso, de la elaboración de un informe especial por el auditor de cuentas de Aguas de Valencia, S.A. sobre las materias anteriores para su puesta a disposición de los accionistas.

Punto Octavo del Orden del Día: *Examen de la valoración independiente realizada por PricewaterhouseCoopers Corporate Asesores de Negocios, S.L. (PwC) con ocasión de la propuesta de exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad, previa puesta a disposición de los Sres. accionistas del Cuaderno de Valoración elaborado por PwC. Información por el Consejo de Administración sobre el objeto y términos de los contratos suscritos con PwC, órgano que los autorizó y coste de los servicios contratados.*

Como consecuencia de lo anterior, reenumerar el Punto Sexto del Orden del Día de la Junta General Ordinaria de conformidad con la numeración otorgada por acuerdo del Consejo de Administración de fecha 29 de abril de 2008, pasando a ser el nuevo Punto Noveno del Orden del Día.

Cuarto.- *Aprobar la emisión de un informe por el Consejo de Administración sobre las aportaciones no dinerarias que VAINMOSA CARTERA, S.L. se obligó a efectuar a la EMPRESA GENERAL VALENCIANA DEL AGUA, S.A., incluyendo todas las cuestiones pormenorizadas en la solicitud de complemento de convocatoria efectuada por el accionista “SUEZ ENVIRONNEMENT, S.A.”, adjuntándose copia del mismo como **Anexo I** a este acta, que constituirá el objeto del Punto Sexto del Orden del Día de la próxima Junta General Ordinaria de la Sociedad, y ponerlo a disposición de los accionistas de conformidad con la normativa vigente a partir de la fecha de publicación del anuncio de complemento de la convocatoria de la referida próxima Junta General Ordinaria de la Sociedad.*

Quinto.- *Aprobar la emisión de un informe por el Consejo de Administración sobre el volumen y naturaleza de las operaciones vinculadas realizadas por AGUAS DE VALENCIA, S.A. o EMPRESAS DEL GRUPO durante el ejercicio 2007, incluyendo todas las cuestiones pormenorizadas en la solicitud de complemento de convocatoria efectuada por el accionista “SUEZ ENVIRONNEMENT, S.A.”, adjuntándose copia del mismo como **Anexo II** a este acta, que constituirá el objeto del Punto Séptimo del Orden del Día de la próxima Junta General Ordinaria de la Sociedad, y ponerlo a disposición de los accionistas de conformidad con la normativa vigente a partir de la fecha de publicación del anuncio de complemento de la convocatoria de la referida próxima Junta General Ordinaria de la Sociedad.*

Sexto.- *Poner a disposición de los accionistas de conformidad con la normativa vigente y a partir de la fecha de publicación del anuncio de complemento de la convocatoria de la referida próxima Junta General Ordinaria de la Sociedad, del Cuaderno de Valoración elaborado por PricewaterhouseCoopers Corporate Asesores de Negocios, S.L. con ocasión de la propuesta de exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad, adjuntándose copia del mismo como **Anexo III** a este acta.”*

Se acompañan al presente Hecho Relevante copia de los documentos adjuntos referenciados en el texto de los anteriores acuerdos del Consejo de Administración como Anexos I , II y III, esto es:

- Copia del informe emitido por el Consejo de Administración sobre las aportaciones no dinerarias que VAINMOSA CARTERA, S.L. se obligó a efectuar a la EMPRESA GENERAL VALENCIANA DEL AGUA, S.A. (**Anexo I** a la presente).
- Copia del informe emitido por el Consejo de Administración sobre el volumen y naturaleza de las operaciones vinculadas realizadas por AGUAS DE VALENCIA, S.A. o EMPRESAS DEL GRUPO durante el ejercicio 2007 (**Anexo II** a la presente).
- Copia del Cuaderno de Valoración elaborado por PricewaterhouseCoopers Corporate Asesores de Negocios, S.L. con ocasión de la propuesta de exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad (**Anexo III** a la presente).

II. Como consecuencia de los acuerdos anteriores, la Junta General Ordinaria de Accionistas de la Sociedad, convocada en primera convocatoria, el día 24 de junio de 2008, a las 12:00 horas, en Valencia, calle General Tovar, 3, en las dependencias de la Fundación Bancaja de Valencia y, en su caso, en segunda convocatoria, el siguiente día 25 de junio de 2008, a la misma hora y en el mismo lugar se celebrará conforme al siguiente:

ORDEN DEL DÍA

- 1.- Examen y aprobación, en su caso, de la gestión social, cuentas anuales, informe de gestión y aplicación del resultado de AGUAS DE VALENCIA, S.A., todo ello correspondiente al ejercicio 2007.
- 2.- Examen y aprobación, en su caso, de las cuentas anuales consolidadas y del informe de gestión consolidado del grupo de sociedades de AGUAS DE VALENCIA, S.A., todo ello correspondiente al ejercicio 2007.
- 3.- Aprobación del nombramiento de Consejeros por cooptación.
- 4.- Reelección o nombramiento de Auditor de Cuentas de la Sociedad.
- 5.- Exclusión de negociación en las Bolsas de Valores de las acciones representativas del capital de la Sociedad. Formulación, en caso de ser necesario, de una OPA (Oferta Pública de Adquisición) de Exclusión para la adquisición de acciones propias. Autorización para la adquisición de acciones propias. Delegación de facultades.
- 6.- Informe por parte del Consejo de Administración sobre las aportaciones no dinerarias que VAINMOSA CARTERA, S.L. se obligó a efectuar a la EMPRESA

GENERAL VALENCIANA DEL AGUA, S.A. y, en particular, sobre las siguientes cuestiones:

- a.- Documentación que acreditaría la subrogación unilateral por parte de las sociedades LUIS BATALLA, S.A. y SOCIEDAD DE FOMENTO AGRÍCOLA CASTELLONENSE, S.A. en la obligación de VAINMOSA CARTERA, S.L. de efectuar dichas aportaciones no dinerarias.
- b.- Discrepancias entre la información sobre el estado de ejecución de las citadas aportaciones no dineradas facilitada por la Sociedad en el Folleto Informativo verificado e inscrito en la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES con fecha 19 de septiembre de 2001 correspondiente a la ampliación de capital efectuada por AGUAS DE VALENCIA, S.A. para la integración de VAINMOSA CARTERA, S.L., y la reflejada en las cuentas anuales de AGUAS DE VALENCIA, S.A.
- c.- Coste financiero que para el grupo AGUAS DE VALENCIA, S.A. representa el mantenimiento del aval otorgado a favor de la Diputación Provincial de Valencia en garantía del cumplimiento de la obligación asumida por VAINMOSA CARTERA, S.A. Entidad que ha emitido el aval y sociedad avalada. Términos y condiciones del citado aval. Posibilidad de reducir el importe del aval.
- d.- Estado de ejecución de las aportaciones no dinerarias comprometidas y razones que justifican que las mismas, pese al plazo transcurrido (ocho años), no hayan sido ya ejecutadas, con la consiguiente imposibilidad de liberación del citado aval.
- e.- Cuantificación del quebranto patrimonial que sufriría el Grupo AGUAS DE VALENCIA, S.A. en caso de incumplimiento de la obligación de aportación. Efectos sobre la valoración del patrimonio de VAINMOSA CARTERA, S.L. tenida en cuenta al tiempo de su integración en el grupo AGUAS DE VALENCIA, S.A. para fijar la ecuación de canje correspondiente.
- f.- Garantías jurídicas y económicas a disposición de AGUAS DE VALENCIA, S.A. para asegurar la ejecución de las aportaciones no dinerarias en las que se habría subrogado LUIS BATALLA, S.A. y SOCIEDAD DE FOMENTO AGRÍCOLA CASTELLONENSE, S.A.

7.- Informe por parte del Consejo de Administración sobre el volumen y naturaleza de las operaciones vinculadas realizadas por AGUAS DE VALENCIA, S.A. o EMPRESAS DEL GRUPO durante el ejercicio 2007; en particular:

- a.- Examen de los criterios de selección de suministradores de bienes o servicios, y procedimientos de contratación.
- b.- Relación de operaciones vinculadas autorizadas o ratificadas por el Consejo de Administración de conformidad con lo previsto en el artículo 5.j) del Reglamento Interno del Consejo de Administración de AGUAS DE VALENCIA, S.A.
- c.- Informe por parte de la Comisión de Auditoría sobre el grado de seguimiento y cumplimiento por el Consejo de Administración de las normas y criterios internos sobre operaciones vinculadas y conflictos de interés.
- d.- Aprobación, en su caso, de la elaboración de un informe especial por el auditor de cuentas de Aguas de Valencia, S.A. sobre las materias anteriores para su puesta a disposición de los accionistas.

8.- Examen de la valoración independiente realizada por PricewaterhouseCoopers Corporate Asesores de Negocios, S.L. (PwC) con ocasión de la propuesta de exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad, previa puesta a disposición de los Sres. accionistas del Cuaderno de Valoración elaborado por PwC. Información por el Consejo de Administración sobre el objeto y términos de los contratos suscritos con PwC, órgano que los autorizó y coste de los servicios contratados.

9.- Formalización y ejecución de los acuerdos adoptados por la Junta.

Concluida la exposición de los asuntos que se comprenden en el Orden del Día, se procederá a presentar a la Junta General de Accionistas el informe explicativo sobre los aspectos de la estructura del capital y el sistema de gobierno y control de la Sociedad comprendidos en el artículo 116 bis de la Ley del Mercado de Valores.

- III.** El anuncio de complemento de convocatoria de la Junta General Ordinaria de Accionistas se publicará en los próximos días en el BORME y en los medios de comunicación de conformidad con la legislación vigente, en cuyo momento se pondrá a disposición de los accionistas la nueva documentación adicional pertinente, entre la que se encuentra la referida anteriormente. A partir de dicho momento, la nueva documentación adicional relativa a la citada Junta General Ordinaria quedará también a disposición de los accionistas e inversores a través de la página web de la Sociedad.

Y para que conste y a los efectos oportunos se realiza la presente comunicación en el lugar y fechas indicados anteriormente.

Fdo. Isabel Caturla Rubio.
Vicesecretario del Consejo de Administración

INFORME QUE FORMULA EL CONSEJO DE ADMINISTRACION DE AGUAS DE VALENCIA, S.A. EN RELACIÓN CON EL NUEVO PUNTO SEXTO DEL ORDEN DEL DÍA DE LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS DE AGUAS DE VALENCIA, S.A. QUE SE CELEBRARÁ EN LA CIUDAD DE VALENCIA, EL 24 DE JUNIO DE 2008, EN PRIMERA CONVOCATORIA, O EL 25 DE JUNIO DE 2008, EN EL MISMO LUGAR Y HORA, EN SEGUNDA CONVOCATORIA

PRIMERO. OBJETO DEL INFORME.

Este informe se formula a la luz de la solicitud de complemento de convocatoria efectuada por el accionista "SUEZ ENVIRONNEMENT, S.A." mediante requerimiento notarial formalizado el día 26 de mayo de 2008 ante el Notario de Valencia D. Javier Máximo Juárez González, bajo el número 1152 de su protocolo, al amparo del artículo 97.3 de la Ley de Sociedades Anónimas, en relación con la Junta General Ordinaria de la Sociedad convocada por este Consejo de Administración en virtud de acuerdo de fecha 29 de abril de 2008 y mediante las preceptivas publicaciones el día 22 de mayo de 2008, y que se celebrará el día 24 de junio de 2008, a las 12 horas, en primera convocatoria, o, en su caso, el siguiente día 25 de junio a la misma, en segunda convocatoria, y en relación con el nuevo punto sexto del orden del día, resultante tras haber sido atendida la solicitud de complemento de convocatoria referida.

SEGUNDO. INFORMACION

a) Documentación que acreditaría la subrogación unilateral por parte de las sociedades LUIS BATALLA, S.A y SOCIEDAD DE FOMENTO AGRÍCOLA CASTELLONENSE, S.A. en la obligación de VAINMOSA CARTERA, S.L. de efectuar dichas aportaciones no dinerarias.

Consta en los archivos de Aguas de Valencia, S.A. carta dirigida al Presidente del Consejo de Administración de VAINMOSA CARTERA, S.L. fechada el 15 de noviembre de 2000 en la que las sociedades LUIS BATALLA, S.A y SOCIEDAD DE FOMENTO AGRÍCOLA CASTELLONENSE, S.A afirman, literalmente :

"Que las sociedades que representan asumen y se comprometen a hacer efectivas las aportaciones no dinerarias a las que se comprometió Vainmosa Cartera, S.L. derivadas de la formalización del contrato de selección del socio privado para la prestación de los servicios propios de la gestión integral del ciclo hidráulico mediante la enajenación de acciones otorgado por la Excm. Diputación Provincial de Valencia a favor de Vainmosa Cartera, S.L. y consiguiente contrato de compra de 3.047 acciones (números 3.174 a 6.220) de la sociedad Empresa General Valenciana del Agua, S.A. cuya titularidad era

de la Excma. Diputación Provincial de Valencia y que mediante escritura pública de fecha 1 de marzo de 1999 otorgada ante el Notario de Valencia D. Antonio Beaus Codes con número de protocolo 405, se vendieron a Vainmosa Cartera. Las citadas aportaciones no dinerarias están identificadas en la citada escritura pública.

Que Fomento Agrícola Castellonense, Sociedad Anónima (FACSA) y Luis Batalla, S.A. (LUBASA) asumen este compromiso de forma totalmente gratuita, por lo que Vainmosa Cartera, S.L. no deberá resarcir o pagar cantidad alguna a estas dos sociedades por este concepto."

b) Discrepancias entre la información sobre el estado de ejecución de las citadas aportaciones no dinerarias facilitada por la Sociedad en el Folleto Informativo verificado e inscrito en la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES con fecha 19 de septiembre de 2001 correspondiente a la ampliación de capital social efectuada por AGUAS DE VALENCIA, S.A. para la integración de VAINMOSA CARTERA, S.L. y la reflejada en las cuentas anuales de AGUAS DE VALENCIA, S.A.

Previamente a responder al requerimiento le manifestamos que, a juicio de esta Sociedad no existen discrepancias, relativas al estado de ejecución de las aportaciones, entre el Folleto Informativo a que hace referencia y las Cuentas Anuales, entendemos que del año 2006, últimas aprobadas hasta la fecha. En efecto, en el citado Folleto Informativo no se afirma que el Pleno de la Diputación Provincial de Valencia, parte contratante con Vainmosa Cartera, S.L. en el contrato de compraventa de las acciones de Empresa General Valenciana del Agua, S.A. y única parte que puede dar o no dar por cumplidas dichas aportaciones, lo haya hecho, sino que *"con fecha 25 de mayo de 2001 el Servicio del Área de Medio Ambiente de la Excma. Diputación Provincial de Valencia ha certificado que las aportaciones no dinerarias sin contraprestación se han cumplido en su totalidad, para poder proceder de esta forma a la liberación del aval establecido en garantía del cumplimiento de estas obligaciones"*, lo que resulta ser un informe interno de dicha Corporación sujeto a la decisión soberana del Pleno Provincial y que a fecha de hoy aún no se ha producido. Es por ello que en las Cuentas Anuales de Aguas de Valencia, S.A. del ejercicio -2006, y también en las del ejercicio 2001, año en que se verificó el precitado Folleto, se dice que *"en la actualidad dicho aval está pendiente de ser liberado"*, como fácilmente puede deducirse.

c) Coste financiero que para el grupo Aguas de Valencia, S.A. representa el mantenimiento del aval otorgado a favor de la Diputación Provincial de Valencia en garantía del cumplimiento de la obligación asumida por VAINMOSA CARTERA, S.A. Entidad que ha emitido aval y sociedad

avalada. Términos y condiciones del citado aval. Posibilidad de reducir el importe del aval.

La respuesta a las cuestiones planteadas es la siguiente:

1.- El coste financiero para la sociedad avalada, es decir, Vainmosa Cartera, S.L, es de 29.448,46 euros anuales, si bien dicha cantidad fue asumida por LUBASA y FACSA, como coste inherente a la ejecución de las aportaciones no dinerarias que dichas empresas asumieron gratuitamente, por lo que no debe suponer coste financiero para el grupo Aguas de Valencia.

2.- Las entidades que han emitido el aval son: Banco de Valencia y Banco Santander Central Hispano, con un porcentaje de participación del 60% el primero y un 40% el segundo.

3.- La comisión es el 0,15% trimestral.

4.- La reducción del aval es proporcional al cumplimiento de las aportaciones, cuestión que se trata a continuación.

d) Estado de ejecución de las aportaciones no dinerarias comprometidas y razones que justifican que las mismas, pese al plazo transcurrido (ocho años), no hayan sido ejecutadas, con la consiguiente imposibilidad de liberación del citado aval.

En la actualidad se han ejecutado diferentes aportaciones no dinerarias, estando pendientes de aceptación por el Pleno de la Diputación Provincial de Valencia, órgano que debe resolver en última instancia.

Las razones que justifican que en la actualidad no se hayan ejecutado todas las aportaciones no dinerarias son básicamente dos:

1º.- Inexistencia de plazo para el cumplimiento de las aportaciones no dinerarias. En el contrato formalizado entre la Excm. Diputación Provincial de Valencia y Vainmosa Cartera, S.L. de uno de marzo de mil novecientos noventa y nueve no se estipula plazo alguno para el cumplimiento

2º.- Existencia de litigios pendientes. Como el propio Folleto Informativo antes referido indica en la página 6 del Capítulo IV, el acuerdo del Pleno de la Diputación Provincial de Valencia de 22 febrero 1998 que aprobó la memoria para la privatización del 49% de Empresa General Valenciana del Agua, S.A. fue recurrido, no habiendo recaído sentencia firme favorable a los intereses del Grupo Aguas de Valencia, S.A. hasta el 22 de marzo de 2006. Dado que una

hipotética sentencia que declarase la nulidad del citado Acuerdo Plenario hubiese implicado la recíproca restitución de las cosas que se hubiesen recibido en virtud del contrato, es esta una de las razones del retraso. Lo que viene sustentado en el escrito suscrito por el Secretario General y por el Interventor General de la Excm. Diputación Provincial de Valencia dirigido a su Excmo. Presidente en fecha 13 junio 2006.

e) Cuantificación del quebranto patrimonial que sufriría el Grupo AGUAS DE VALENCIA, S.A. en caso de incumplimiento de la obligación de aportación. Efectos sobre la valoración del patrimonio de VAINMOSA CARTERA, S.L. tomada en cuenta al tiempo de su integración en el Grupo AGUAS DE VALENCIA, S.A. para fijar la ecuación de canje correspondiente.

Debido a la novación subjetiva pasiva que libre y gratuitamente han asumido las empresas LUBASA y FACSA en dicha obligación, un hipotético incumplimiento de éstas al respecto no supone mayor quebranto patrimonial para el GRUPO AGUAS DE VALENCIA, S.A. que el derivado de ejercitar las acciones legales pertinentes dirigida a exigir su cumplimiento, y cuya cuantificación queda al dictado de la pertinente sentencia.

Respecto a los efectos sobre la valoración del patrimonio de VAINMOSA CARTERA, S.L. tomada en cuenta al tiempo de la integración en el GRUPO AGUAS DE VALENCIA, S.A. para fijar la ecuación de canje en caso de incumplimiento, entendemos que dada la citada novación, los efectos son nulos.

f) Garantías jurídicas y económicas a disposición de AGUAS DE VALENCIA, S.A. para asegurar la ejecución de las aportaciones no dinerarias en las que se habría subrogado LUIS BATALLA, S.A. y SOCIEDAD DE FOMENTO AGRÍCOLA CASTELLONENSE, S.A.

La única garantía es la que se deriva del documento citado en el apartado a) *ut supra*.

En Valencia, a 5 de junio de 2008

INFORME QUE FORMULA EL CONSEJO DE ADMINISTRACION DE AGUAS DE VALENCIA, S.A. EN RELACIÓN CON EL NUEVO PUNTO SEPTIMO DEL ORDEN DEL DÍA DE LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS DE AGUAS DE VALENCIA, S.A. QUE SE CELEBRARÁ EN LA CIUDAD DE VALENCIA, EL 24 DE JUNIO DE 2008, EN PRIMERA CONVOCATORIA, O EL 25 DE JUNIO DE 2008, EN EL MISMO LUGAR Y HORA, EN SEGUNDA CONVOCATORIA

PRIMERO. OBJETO DEL INFORME.

Este informe se formula a la luz de la solicitud de complemento de convocatoria efectuada por el accionista “SUEZ ENVIRONNEMENT, S.A.” mediante requerimiento notarial formalizado el día 26 de mayo de 2008 ante el Notario de Valencia D. Javier Máximo Juárez González, bajo el número 1152 de su protocolo, al amparo del artículo 97.3 de la Ley de Sociedades Anónimas, en relación con la Junta General Ordinaria de la Sociedad convocada por este Consejo de Administración en virtud de acuerdo de fecha 29 de abril de 2008 y mediante las preceptivas publicaciones el día 22 de mayo de 2008, y que se celebrará el día 24 de junio de 2008, a las 12 horas, en primera convocatoria, o, en su caso, el siguiente día 25 de junio a la misma, en segunda convocatoria, y en relación con el nuevo punto séptimo del orden del día, resultante tras haber sido atendida la solicitud de complemento de convocatoria referida.

SEGUNDO. INFORMACION

Responsabilidades y facultades reservadas al Consejo de Administración en materia de operaciones vinculadas -

De conformidad con el *Artículo 5 – Función general de supervisión* del Reglamento Interno del Consejo de Administración de Aguas de Valencia, S.A., entre las responsabilidades que el Consejo de Administración se obliga a ejercer directamente se encuentra la que a continuación se transcribe literalmente:

“(…)

(j) Las operaciones que la Compañía realice con consejeros, con accionistas significativos o representados en el Consejo, o con persona a ellos vinculados (“operaciones vinculadas”), salvo que éstas cumplan simultáneamente las siguientes condiciones:

- (i) Que se realicen en virtud de contratos cuyas condiciones estén estandarizadas y se apliquen en masa a muchos clientes;*
- (ii) Que se apliquen a precios o tarifas establecidos con carácter general por quien actúe como suministrador del bien o servicio que se trate;*
- (iii) Que su cuantía no supere el 1% de los ingresos anuales de la Compañía.”*

Por otra parte, en relación con operaciones con entidades vinculadas, de conformidad con los acuerdos alcanzados en la sesión del Consejo de Administración de la Sociedad celebrada el 20 de julio de 2004, es decisión reservada al Consejo de Administración la “*Contratación o transacciones de cualquier tipo con cualquier consejero y/o grupo*”

accionarial de la Sociedad, socios, administradores, equipo directivo y/o sociedades vinculadas, con independencia del importe”.

Actuaciones llevadas a cabo por el Consejo de Administración durante el ejercicio 2007 en relación con operaciones vinculadas –

Como consecuencia de las responsabilidades y facultades descritas en el apartado anterior, el Consejo de Administración de Aguas de Valencia, S.A. durante los últimos ejercicios viene llevando a cabo las siguientes actuaciones en relación con operaciones vinculadas:

- En cada sesión del Consejo de Administración (cuya frecuencia ordinaria de sesiones es mensual, salvo el mes de agosto) dentro del punto del orden del día “Asuntos varios y acuerdos que pudieran derivarse” se da cuenta y, en su caso, se aprueban, los “Contratos con empresas vinculadas desde el último Consejo”, así como las transacciones singulares que puedan realizarse con entidades vinculadas no amparadas por contrato.
- Semestralmente, y coincidiendo con la remisión de la información semestral que ha de enviarse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y previo informe favorable del Comité de Auditoría, el Consejo da cuenta de las operaciones con partes vinculadas (en el ejercicio 2007, apartado XIV del folleto semestral a la CNMV). Asimismo, como complemento a la anterior información, toma cuenta y analiza un detalle de las operaciones con vinculadas que suponen un gasto para el Grupo donde se recoge: identificación del acreedor, accionista o parte con el que se encuentra vinculado, principales servicios prestados e importe total (semestral o anual) de las operaciones prestadas.
- Anualmente, y previo informe favorable del Comité de Auditoría, el Consejo formula las cuentas anuales individuales y consolidadas de la Sociedad, incluyéndose en las correspondientes memorias los desgloses que en cuanto a saldos y transacciones con vinculadas requiere la legislación mercantil vigente. Dichas cuentas anuales, junto con los correspondientes informes de gestión, son sometidos a revisión por parte de auditores externos, quienes vienen emitiendo en los últimos ejercicios sus informes sin salvedad alguna. Asimismo, anualmente el Consejo aprueba el Informe Anual de Gobierno Corporativo donde se detalla, entre otras, las informaciones que en cuanto a partes vinculadas requiere la CNMV.

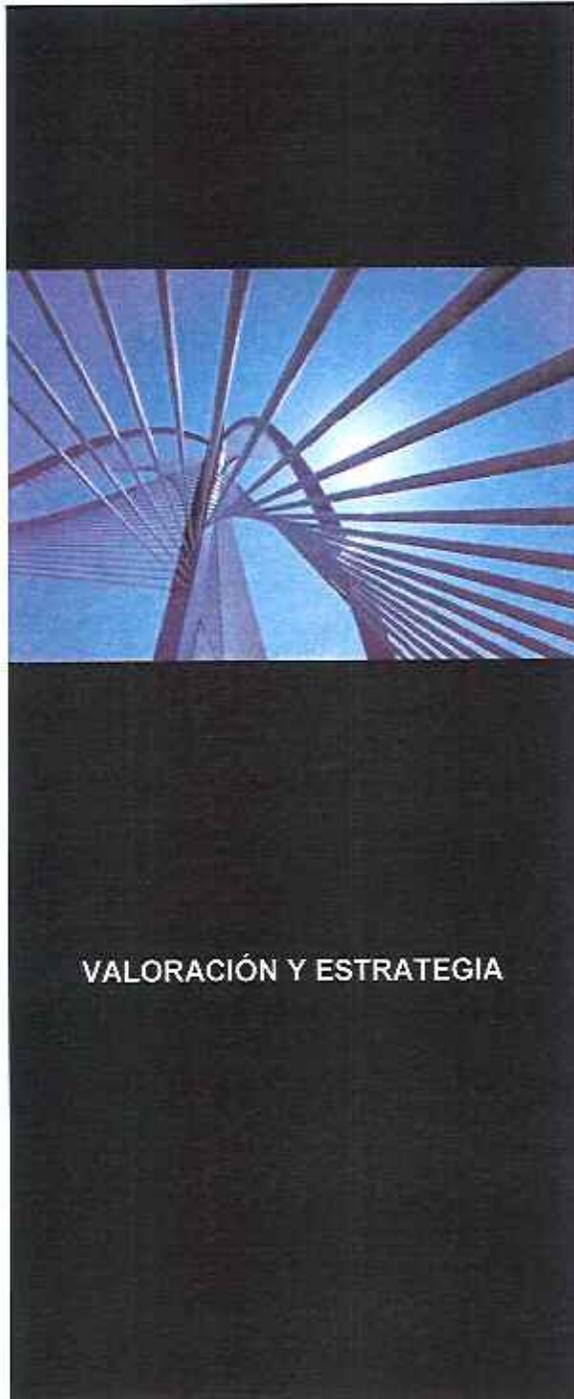
En consecuencia, si bien el Grupo Aguas de Valencia ha cumplido con los requisitos de información que en relación con transacciones con entidades vinculadas requieren tanto la legislación mercantil vigente como el órgano regulador del mercado de valores, con el objeto de incrementar la transparencia de esta Sociedad con sus accionistas, en la documentación anexa a este informe se facilita la siguiente información complementaria:

- El resumen de las transacciones realizadas con entidades vinculadas durante el ejercicio 2007 (**Anexo I**).

- Los contratos y transacciones específicos aprobados por el Consejo de Administración en dicho ejercicio (**Anexo II**).
- Un resumen de los principales procedimientos de selección y contratación de proveedores y acreedores (**Anexo III**). Estos procedimientos forman parte del sistema de gestión integrado implantado en Aguas de Valencia, S.A., el cual se encuentra certificado por la Entidad de certificación AENOR, para las normas UN-EN ISO 9001:2000 de gestión de la calidad, la UNE-EN ISO 14001:2004 de gestión medioambiental y la especificación técnica OHSAS 18001:2007 de Seguridad y Salud Laboral.

Asimismo, atendiendo a la solicitud de complemento de convocatoria efectuada por el accionista mencionado, este Consejo de Administración, además de solicitar un informe al Comité de Auditoría sobre el grado de seguimiento y cumplimiento por el Consejo de Administración de las normas y criterios internos sobre operaciones vinculadas (copia del cual se adjunta como **Anexo IV** al presente), ha aprobado encargar al auditor externo de la Sociedad cuya reelección se ha propuesto como acuerdo para la próxima Junta General Ordinaria (DELOITTE, S.L.) un informe especial sobre las materias anteriores, el cual pondrá a disposición de sus accionistas en cuanto obre en su poder.

En Valencia, a 5 de junio de 2008



VALORACIÓN Y ESTRATEGIA

Grupo Aguas de Valencia

Valoración del 100% de las acciones de Aguas de Valencia, S.A. y sociedades dependientes a 31 de diciembre de 2007

14 de mayo de 2008

Aguas de Valencia, S.A.
Marqués de Turia, 19
46005 Valencia

14 de mayo de 2008

Estimados Señores:

Informe preparado por PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios S.L. ("PwC") en relación con la valoración del 100% de las acciones de Aguas de Valencia, S.A. y sociedades dependientes ("GAVSA", "la Compañía" o "el Grupo").

De acuerdo con los términos de nuestra propuesta de servicios de 8 de abril de 2008, presentamos nuestras conclusiones en relación con la valoración del 100% de las acciones de GAVSA.

La valoración del Grupo se ha realizado en el contexto de la Oferta Pública de Adquisición de Valores ("OPA") de exclusión de su cotización en bolsa que eventualmente ustedes puedan presentar, conforme a lo que acuerde la Junta General Ordinaria de Accionistas de GAVSA que tiene previsto celebrarse el 24 de junio de 2008.

El Artículo 10 del Real Decreto 1.066/2007 sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores establece que el precio ofrecido en una oferta pública de adquisición por exclusión de cotización no podrá ser inferior al mayor que resulte entre el precio equitativo al que se refiere el Artículo 9 y el que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los siguientes criterios:

PricewaterhouseCoopers Corporate Asesores de Negocios, S.L.
Almagro, 40
28010 Madrid
Teléfono +34 91 568 4372
Fax +34 91 568 4202

- El Valor Teórico Contable;
- El Valor Liquidativo;
- La Cotización media del último semestre;
- El Precio ofrecido en OPAs formuladas en el último año sobre el Grupo y;
- Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como Descuento de Flujos de Caja (DFC), Múltiplos de Compañías y Transacciones Comparables u otros.

En este contexto, el objetivo de nuestro trabajo ha sido determinar, como experto independiente, el valor de mercado de GAVSA mediante la aplicación de los criterios establecidos en el Real Decreto anteriormente mencionado.

Nuestro trabajo constituye una valoración independiente y no supone recomendación alguna a los accionistas del Grupo o a terceros sobre qué posición deberían tomar ante una oferta de compra de acciones de GAVSA o sobre la conveniencia u oportunidad que podría, en su caso, suponer la participación en la misma.

Para realizar la valoración de GAVSA, hemos tomado en consideración la información, estudios, análisis e informes de carácter público del mercado en el que opera el Grupo que hemos podido obtener de fuentes públicas; así como información adicional de tipo financiero relativa a los diferentes negocios del Grupo aportada por la Dirección. Fundamentalmente:

- Cuentas anuales consolidadas del Grupo e informes de auditoría correspondientes a los ejercicios finalizados el 31 de diciembre de 2006 y 2007;
- Presupuesto consolidado para el ejercicio 2008;
- Proyecciones de la cuenta de resultados, balance y flujos de caja consolidados del Grupo, preparadas por la Dirección de GAVSA para el periodo 2008-2020;
- Información pública sobre compañías cotizadas cuya actividad es similar a GAVSA, así como transacciones recientes en el sector.
- Otra información relevante a los efectos de la valoración sobre distintos aspectos del negocio, tales como vida remanente de las concesiones, valor de mercado de los inmuebles del Grupo, etc.

Nuestro trabajo está basado en métodos de valoración comúnmente aceptados en la profesión. Aunque estimamos que nuestra estimación es razonable y defendible en base a la información disponible, debemos indicar que las valoraciones de negocios no son una ciencia exacta, sino un ejercicio basado en la experiencia y en el empleo de hipótesis que contienen cierta dosis de subjetividad. En estas circunstancias, no podemos asegurar que terceras partes estén necesariamente de acuerdo con nuestras conclusiones.

VALORACIÓN Y ESTRATEGIA

© 2007 PricewaterhouseCoopers. PricewaterhouseCoopers se refiere a la red de firmas miembros de PricewaterhouseCoopers International Limited, cada una de ellas es una entidad legal independiente y separada. Todos los derechos reservados.

Opinión

Una vez aplicados los métodos de valoración establecidos en el Real Decreto 1.066/2007, resumimos a continuación los resultados obtenidos:

Precio por acción de GAVSA (euros)

Descuento de flujos de Caja	140,47
Valor Teórico Contable	70,9
Valor Liquidativo	No aplica
Cotización media ponderada del último semestre	119,4
OPAs último año	No aplica
Compañías cotizadas comparables	120 - 167
Transacciones privadas	No aplica

Una vez aplicados los métodos anteriormente mencionados, consideramos que el método que mejor refleja el valor de GAVSA en las circunstancias actuales es el DFC y que, por tanto, el valor de la Compañía podría situarse en torno a 140,5 euros por acción. Por otro lado, dicho valor se encuentra en el rango medio de los valores que se obtendrían considerando los múltiplos de las compañías cotizadas más directamente comparables.

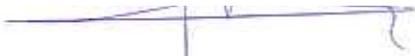
En consecuencia, en el contexto de la posible OPA de exclusión y teniendo en cuenta los criterios establecidos en el Real Decreto 1.066/2007, consideramos razonable el precio que está previsto ofrecer en la OPA de exclusión, de 150 euros por acción.

Un resumen del trabajo realizado para llegar a esta conclusión se incluye en el Informe de Valoración adjunto a esta carta que incluye las Secciones 1 a 7. Esta carta, por tanto, deberá ser analizada e interpretada conjuntamente con el citado Informe, que recoge así mismo, el propósito y alcance de nuestro trabajo, las limitaciones al mismo y un detalle de la información utilizada.

Hemos mostrado un borrador del presente Informe a los directivos de GAVSA para la revisión de la razonabilidad y exactitud de los hechos y datos en él incluidos y para asegurarnos de que no contiene errores u omisiones. Hemos recibido una carta de manifestaciones firmada por la Dirección de GAVSA a tal efecto.

Nos encontramos a su disposición para aclararles cualquier duda relacionada con el presente Informe.

Atentamente,



Miguel Sanjurjo

Socio

PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L.

Índice

Sección		Página
1	Propósito y alcance de nuestro trabajo	1
2	El mercado	7
3	La Compañía	11
4	Metodologías de valoración generalmente aceptadas (I) Descuento de Flujos de Caja.	15
5	Metodologías de valoración generalmente aceptadas (II) Múltiplos de mercado	32
6	Otros criterios establecidos en el RD 1.066/2007	37
7	Conclusiones	41
Anexo 1	Sociedades que integran GAVSA	43
Anexo 2	Proyecciones financieras	45
Anexo 3	Endeudamiento del sector y cálculo del coeficiente beta	48
Anexo 4	Deuda neta	50
Anexo 5	Inmovilizado no afecto a la explotación	52
Anexo 6	Posición fiscal neta a largo plazo	57
Anexo 7	Términos y abreviaturas	59

Sección 1

Propósito y alcance de nuestro trabajo

Propósito y alcance de nuestro trabajo

Introducción y propósito

- GAVSA, constituida en 1890, centra su actividad en la explotación de servicios de abastecimiento de agua potable a poblaciones, siendo el más significativo el prestado a la ciudad de Valencia. A 31 de diciembre de 2007, el Grupo era titular, o participaba, en 202 contratos de concesiones administrativas de servicios de abastecimiento de agua potable, saneamiento, depuración y recogida de residuos, principalmente.
- En febrero de 2007, determinados accionistas de GAVSA (Banco de Valencia, S.A., Fomento Urbano de Castellón, S.A., Boluda Inversiones, S.A., Grupo Luis Batalla y Sbb Participaciones, S.L.), que representaban el 57% del capital social, formalizaron la creación de una nueva sociedad denominada Inversiones Financieras AGVAL, S.L. ("IFAGVAL"). En marzo de 2007, IFAGVAL presentó ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV") una OPA sobre el 100% de las acciones de GAVSA a 90 euros por acción. Tras la OPA, IFAGVAL logró alcanzar el 60,69% de participación en la Compañía.
- En octubre de 2007, el grupo francés Suez Environment, S.A. adquirió el 33,02% del capital de GAVSA que estaba en manos de Saur S.A.S. por 135 millones de euros (208,37 €/acción).
- El 8 de abril de 2008 se produjeron los siguientes acuerdos entre socios de IFAGVAL a precios equivalentes a 150 euros por acción de GAVSA:
 - El Grupo Lubasa vendió su participación del 17,601% en IFAGVAL a Banco de Valencia, S.A. y Fomento Urbano de Castellón, S.A.
 - Bancaja Participaciones, S.A. vendió su participación del 2,691% en IFAGVAL a Banco de Valencia, S.A.
 - Se formalizó una opción de venta concedida por Banco de Valencia, S.A. a Boluda Inversiones, S.A. sobre su participación del 20,023% en IFAGVAL válida por el plazo de un año.
- El 30 de abril de 2008, la CNMV recoge como hecho relevante que el Consejo de Administración de GAVSA ha acordado convocar Junta General Ordinaria de Accionistas el 24 de junio para, entre otros puntos del Orden del Día, solicitar la exclusión de la contratación y cotización de las acciones de GAVSA en los mercados de valores.
- En este contexto, el objetivo de nuestro trabajo ha sido determinar, como experto independiente, el valor de mercado de GAVSA considerando los criterios establecidos en el Artículo 10 del Real Decreto 1.066/2007.
- Dicha normativa establece que el precio ofrecido en una OPA de exclusión no podrá ser inferior al mayor que resulte entre el precio equitativo al que se refiere el Artículo 9 (no aplicable en este caso) y el que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los siguientes criterios:

Propósito y alcance de nuestro trabajo (cont.)

Introducción y propósito (cont.)

- el Valor Teórico Contable,
- el Valor Liquidativo,
- la Cotización media ponderada del último semestre anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante,
- el Precio ofrecido en OPAs formuladas en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión (en este caso, la fecha de la Junta Ordinaria de Accionistas convocada para el 24 de junio de 2008).
- Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como Descuento de Flujos de Caja (DFC), Múltiplos de Compañías y Transacciones Comparables u otros.

Alcance

- Nuestro trabajo se ha realizado fundamentalmente a partir de la información facilitada por el Grupo, las conversaciones mantenidas con la Dirección y la información disponible del sector en el que opera GAVSA.
- En concreto, el alcance del trabajo desarrollado en el ejercicio de valoración ha comprendido los siguientes aspectos:

- Reuniones y discusiones con la Dirección para entender el negocio y para revisar y discutir nuestras conclusiones,
- Análisis general de las características, situación actual y perspectivas del sector.
- Análisis de las Cuentas anuales consolidadas e informes de auditoría de GAVSA de los ejercicios 2006 y 2007.
- Revisión del Plan de Negocio por actividades preparado por la Dirección conforme a la evolución histórica de la Compañía y a las perspectivas del sector,
- Preparación de un modelo integrado de proyecciones financieras de la Compañía (proyección de ingresos, márgenes operativos, variaciones del fondo de maniobra e inversiones) basándonos en las hipótesis de negocio recogidas en el Plan de Negocio.
- Análisis y evaluación de la tasa de descuento a aplicar.
- Realización de sensibilidades sobre las principales variables críticas del negocio y estudio de su impacto en el valor.
- Análisis de la información pública disponible sobre otras compañías privadas o cotizadas comparables. Este análisis permitirá determinar y analizar múltiplos de valoración y realizar comparaciones operativas.
- Análisis de transacciones privadas realizadas en compañías del sector en los últimos años.

Propósito y alcance de nuestro trabajo (cont.)

Alcance (cont.)

- Análisis de las posibles transacciones puntuales sobre acciones de la Compañía que hayan ocurrido en los últimos años.
 - Valor de Liquidación del Grupo: análisis de la conveniencia o no de aplicar esta metodología.
 - Estimación del Valor Teórico Contable de GAVSA según los últimos estados financieros consolidados auditados.
 - Análisis de las OPAs del último año.
 - Análisis de la cotización de los últimos seis meses.
 - Análisis de otros hechos relevantes y datos que consideremos pertinentes para llegar a nuestra conclusión de valor.
- Además, hemos tenido en cuenta las tasaciones de los inmuebles no operativos de la Compañía elaboradas por Tasaciones Inmobiliarias, S.A. ("TINSA") en los meses de abril y mayo de 2008.
 - Los estados financieros utilizados como base para el ejercicio de descuento de flujos de caja son los formulados de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Valor de mercado

- En el contexto del propósito de la valoración, detallado anteriormente, consideramos que la base de valoración que es apropiado aplicar es el "valor de mercado".
- A estos efectos, el valor de mercado se define como el precio que una sociedad puede razonablemente esperar obtener en una operación de venta en un mercado libre entre un comprador libre y un vendedor libre, ambos con el mismo conocimiento sobre los negocios y los mercados en los que opera y actuando cada uno de ellos en su propio interés y beneficio. Asumimos también que se dispondría de un plazo razonable para efectuar una venta ordenada y que ningún comprador tendrá un interés especial en el negocio.

Fecha de valoración

- La fecha de valoración del presente Informe es el 31 de diciembre de 2007, fecha de las últimas Cuentas anuales consolidadas e informes de auditoría de GAVSA.

Propósito y alcance de nuestro trabajo (cont.)

Información disponible

- La documentación básica utilizada en la valoración ha sido la siguiente:
 - Cuentas anuales consolidadas e informes de auditoría de GAVSA correspondientes a los ejercicios 2006 y 2007.
 - Cuentas de Pérdidas y Ganancias analíticas de los ejercicios 2005, 2006 y 2007.
 - Presupuesto para el ejercicio 2008.
 - Proyecciones de la cuenta de resultados, balance y flujos de caja consolidados del Grupo, preparadas por la Dirección de la Compañía para el período 2008-2020.
 - Inversiones en inmovilizado históricas (2005 a 2007) y proyectadas (2008 a 2020).
 - Valor de mercado de los inmuebles no operativos del Grupo según tasaciones de TINSA fechadas entre abril y mayo de 2008.
 - Descripción de la situación de las entidades asociadas.
 - Detalle del gasto de energía eléctrica
 - Información pública sobre compañías cotizadas cuya actividad es similar a la de GAVSA e información sobre transacciones privadas recientes en el sector.

- Plan de negocio de la Empresa General Valenciana del Agua S.A. (Egevasa) y de la sociedad Adquisiciones de Emplazamientos, S.L. (Adesal).
- Otra información relevante a los efectos de la valoración sobre distintos aspectos del negocio, tales como vida remanente de las concesiones, informes de mercado, etc.
- El Grupo nos ha proporcionado toda la información relevante solicitada por nosotros, por lo que consideramos que hemos dispuesto de toda la información necesaria para la realización de este Informe.

Limitaciones generales

- En la realización de nuestro trabajo, nos hemos apoyado en información financiera pública a la que hemos tenido acceso y en información financiera sobre el Grupo facilitada por la Dirección.
- No hemos realizado una auditoría de acuerdo con Normas de Auditoría Generalmente Aceptadas de las Cuentas Anuales del Grupo, ni se han efectuado comprobaciones sobre la información financiera y de negocio facilitada.
- El alcance de nuestro trabajo no incluye una revisión y evaluación de la situación fiscal, legal, laboral, contable, medioambiental, operativa o de otro tipo. Por tanto, los riesgos, si existiesen, derivados de dichas situaciones, no han sido tomados en consideración en nuestro ejercicio de valoración.

Propósito y alcance de nuestro trabajo (cont.)

Limitaciones generales (cont.)

- No hemos realizado estudios de mercado en profundidad que permitan confirmar las expectativas de crecimiento de ventas, ni la evolución de los costes, al no ser objeto de nuestra propuesta de servicios. Por ello, no estamos en posición de expresar nuestra opinión profesional respecto a la razonabilidad de las hipótesis desde un punto de vista comercial. No obstante, sí hemos confirmado la razonabilidad global económico-financiera de las proyecciones empleadas.
- Nuestras estimaciones de valor están basadas en métodos de valoración comúnmente aceptados en la profesión. Aunque estimamos que nuestra valoración es razonable y defendible en base a la información disponible, debemos indicar que las valoraciones de negocios no son una ciencia exacta, sino un ejercicio basado en la experiencia y en el empleo de hipótesis que contienen cierta dosis de subjetividad. En estas circunstancias, no podemos asegurar que terceras partes estén necesariamente de acuerdo con nuestras conclusiones.
- El presente Informe ha sido preparado exclusivamente en relación con el objetivo enunciado anteriormente, por lo que no podrá ser mostrado ni distribuido con ningún otro fin a personas distintas a los Consejeros y Directivos del Grupo o asesores de éstos, o la CNMV, sin nuestro consentimiento expreso. No aceptamos ninguna responsabilidad ante terceros por la utilización de dicho Informe para otro fin distinto del anteriormente especificado.
- En la elaboración de esta Opinión, hemos actuado en calidad de expertos independientes, en el contexto del proceso de exclusión de cotización de las acciones de GAVSA. A estos efectos se hace constar que no mantenemos en la actualidad ninguna relación de asesoría financiera ni de otro tipo con el Grupo, ni realizamos labores de auditoría de cuentas del mismo, aunque prestamos la figura de auditor suplente. En los últimos años, nuestra relación profesional con GAVSA se ha limitado a la prestación, con carácter esporádico y puntual, de determinados servicios financieros.
- Este Informe no debe ser entendido en ningún caso como una recomendación a los accionistas de GAVSA para que compren o vendan sus acciones.
- En el resto de las Secciones de este Informe, se incluye una descripción de las hipótesis básicas empleadas en la elaboración de las proyecciones financieras, así como los métodos y criterios de valoración utilizados.

Sección 2

El mercado

El mercado

Internacional

- En el ámbito europeo, la actual Directiva Marco de Aguas pretende la unificación de las distintas normativas hídricas que existen en los países miembros. La Directiva establece estándares de calidad, controla los precios y promueve el consumo razonable. Asimismo, con el fin de reducir el consumo, establece que para el año 2010 se deben repercutir sobre el precio la totalidad de los costes de captación, tratamiento y abastecimiento, por lo que se espera que las tarifas continúen experimentando crecimientos hasta dicha fecha.
- Se estima que el mercado mundial de abastecimiento de agua alcanzó en 2005 un valor de unos 600.000 millones de euros. El uso agrícola es el principal destino del agua, representando en torno al 70% del consumo total, situándose a continuación el industrial, que supone el 20%, y el doméstico, con el 10% restante.
- En cuanto al consumo doméstico por habitante en los países europeos, destaca Reino Unido, que en 2005 registró una cifra de 343 litros diarios por persona, seguido de España, con 265. A continuación se sitúan Francia, Portugal y Hungría, todos ellos con consumos superiores a los 150 litros diarios por persona.
- Los precios del suministro de agua en Europa varían considerablemente de un país a otro. Los países con tarifas más altas son Dinamarca, Suiza y Países Bajos. Por su parte, las tarifas españolas continúan siendo las más bajas.

- La mayoría del suministro de agua se realiza por proveedores públicos, al reunir más del 65% del valor total del mercado mundial de abastecimiento en 2005.
- Los principales grupos multinacionales dedicados a la distribución de agua son de capital francés: Suez y Veolia Water.

Nacional

- La industria española de servicios de agua generó en 2006 unos ingresos de 3.300 millones de euros, lo que significa una tasa compuesta de crecimiento anual del 4,8% entre 2002 y 2006.
- El volumen de consumo de la industria española aumentó en un 0,1% anual entre 2002 y 2006, llegando a un total de 35,9 kilómetros cúbicos en el año 2006.
- Según Datamonitor, se espera que el volumen de la industria española sea de 36,1 kilómetros cúbicos al final de 2011, lo que supondría un crecimiento anual del 0,1% entre 2006 y 2011, similar al experimentado en los años 2002 a 2006.
- Por otro lado, DBK realiza unas estimaciones de crecimiento en el volumen de agua suministrada en España en 2008 y 2009 del 1%, cifra que se sitúa en el 1,3% cuando se trata de la distribución a través de redes poblacionales.

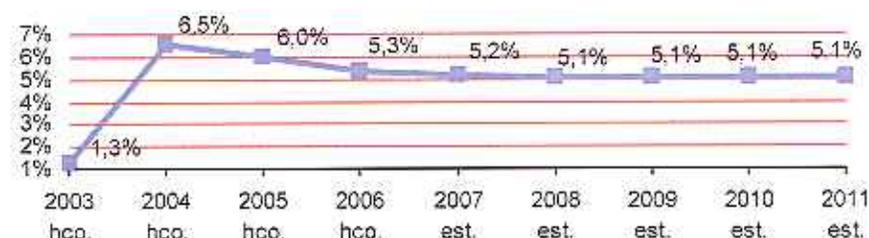
Fuentes: "Distribución de Agua, 16ª edición, diciembre 2007" (DBK) y "Perfil de la industria del servicio de agua en España, agosto de 2007 (Datamonitor).

El mercado (cont.)

Nacional (cont.)

- En 2006, la facturación por venta de agua en España fue liderada por los clientes de carácter industrial (45%) y doméstico (42,4%). La agricultura contribuyó con el 12,6% restante de los ingresos.
- Como refleja el gráfico superior, se prevé que el sector de distribución de agua en España experimente mayores tasas medias de crecimiento en el volumen de facturación en el período comprendido entre 2006 y 2011, alcanzando un crecimiento anual del 5,1% frente al 4,8% del período 2002-2006.
- Como muestra el gráfico inferior, el sector registra un alto grado de concentración de la actividad, de manera que los cinco primeros operadores- Canal de Isabel II, Aqualia, Agbar, Sorea y Aquagest PTF- alcanzaron en 2006 una cuota conjunta en el mercado de abastecimiento del 38,3% en términos de valor, porcentaje que se situó en el 46,2% al considerar los diez primeros.
- A principios de 2007 se contabilizaban un total de 1.230 empresas dedicadas a la captación, distribución y depuración de aguas, un 6,7% menos que en el año anterior, que generaban un volumen de empleo de 35.000 trabajadores.
- La Comunidad Valenciana concentra un mayor número de empresas, con el 23% del total, seguida de Baleares, Canarias, Cataluña y Andalucía.

Variación anual de los ingresos por ventas del mercado



Cuota de mercado de abastecimiento de agua en España (2006)



Fuentes: "Distribución de Agua, 16ª edición, diciembre 2007" (DBK) y "Perfil de la industria del servicio de agua en España, agosto de 2007 (Datamonitor).

El mercado (cont.)

Nacional (cont.)

- En el accionariado de las empresas destaca el capital público, si bien se aprecia una tendencia a la privatización.
- Entre los principales operadores, destaca la presencia de algunos de los grandes grupos constructores y de servicios, como FCC (Aqualia), ACS (Urbaser), Sacyr Vallehermoso (Emalsa y Emmasa) y Acciona (Acciona Agua).

Fuerzas competitivas

- La competencia en el sector gira en torno a la obtención de concesiones a través de los concursos públicos, ya que una vez adjudicadas éstas, la empresa concesionaria actúa en régimen de monopolio, si bien bajo las condiciones de prestación de servicio y tarifas fijadas por la Administración. Históricamente se observa cierta tendencia a renovar las concesiones a la misma empresa.
- No obstante, la amenaza de entrada de nuevos operadores en el sector no es muy relevante, dada la importante presencia de determinados grupos en el sector, con experiencia en la distribución de agua en una multitud de municipios. De hecho, se aprecia una mayor facilidad de entrada al sector por parte de empresas privadas presentes en la prestación de otros servicios públicos.
- En los últimos años, los grandes grupos han fortalecido sus posiciones competitivas mediante la adquisición de otras empresas del sector, tanto públicas como privadas.

Fuentes: "Distribución de Agua, 16ª edición, diciembre 2007" (DBK) y "Perfil de la industria del servicio de agua en España, agosto de 2007 (Datamonitor).

Sección 3

La Compañía

La Compañía

Actividad

- Aguas de Valencia, S.A. es la sociedad dominante del Grupo, que está constituido por diversas sociedades que realizan la gestión y explotación, bajo diversas formas jurídicas, de los servicios de:
 - Abastecimiento de agua potable a poblaciones.
 - Saneamiento, evacuación y depuración de aguas residuales.
 - Suministro de agua para usos agrícolas.
 - Realización, mantenimiento y conservación de obras y construcciones para el cumplimiento de su objeto social, incluso por cuenta de terceros, sean éstos entidades públicas, privadas o particulares.
 - Inspección Técnica de Vehículos.
- Un detalle de las sociedades que integran el Grupo se muestra en el Anexo 1.
- En conjunto, las sociedades de GAVSA eran titulares de 202 concesiones administrativas a 31 de diciembre de 2007.
- Por razones comerciales y por no presentar interés relevante para la interpretación de las cuentas anuales, el Grupo no facilita información segregada sobre sus contratos de concesión.

- De los contratos que gestiona GAVSA, ninguno cuya incidencia sea significativa en relación con el objetivo de este trabajo vence en los próximos dos ejercicios, encontrándose vencido únicamente el contrato de suministro de agua en alta del Área Metropolitana de Valencia (ver página siguiente).

Accionariado

- El capital social de GAVSA está representado por 1.962.584 acciones, totalmente suscritas y desembolsadas, cifra que no sufrió variación en 2006 ni en 2007.
- Un detalle de la composición accionarial a la fecha de valoración se muestra a continuación:

Participaciones significativas en el capital social de GAVSA. 31.12.2007

Sociedad	Directa	Indirecta
Inversiones Financieras Agval, S.L.	60,679%	
Banco de Valencia, S.A.		20,286%
Fomento Urbano de Castellón, S.A.		15,931%
Boluda Inversiones, S.A.		12,149%
Grupo Luis Batalla		10,680%
Sbb Participaciones, S.L.		1,633%
Suez Environment	33,019%	
Accionistas minoritarios	6,302%	

Fuente: Cuentas Anuales 2007

La Compañía (cont.)

Principales concesiones obtenidas en los últimos años

Empresa Mixta Valenciana de Aguas, S.A. (Emivasa)

- El Excelentísimo Ayuntamiento de Valencia en Pleno adjudicó a Aguas de Valencia el 30 de noviembre de 2001 el concurso público destinado a designar el socio privado para participar en una empresa mixta creada para gestionar el servicio de abastecimiento de agua en la ciudad de Valencia. Esto se materializó con la constitución el 15 de marzo de 2002 de Emivasa, para cuya constitución GAVSA aportó 42 millones de euros por el 80% del capital social. La duración de la concesión de Emivasa es de 50 años, desde la constitución de la empresa mixta el 15 de marzo de 2002, y su objeto es la gestión del servicio de agua potable y la dirección y ejecución de las obras del servicio en la ciudad de Valencia.

Empresa General Valenciana del Agua, S.A. (Egevasa)

- En 2001, a través de la Sociedad Vainmosa Cartera, GAVSA entra a participar en el capital y la gestión de Egevasa, que había sido fundada en 1988 por la Excelentísima Diputación Provincial de Valencia para dar soluciones a los problemas relacionados con el Ciclo Hidráulico que sufrían algunos municipios de la provincia de Valencia.
- La participación de GAVSA en Egevasa asciende al 49%.

Empresa Mixta de Agua en Alta (EMAA)

- En abril de 2008 se ha publicado el pliego de condiciones del concurso de servicio de abastecimiento de agua en alta al Área Metropolitana de Valencia, vencido y gestionado en la actualidad en precario por GAVSA. La Dirección prevé que sea adjudicado a la Compañía, según recogen las proyecciones.
- La participación de GAVSA en EMAA ascenderá al 70%.

Gandía

- La sociedad Aguas de Valencia, S.A. ha resultado adjudicataria el 28 de marzo de 2008 del concurso por el servicio de abastecimiento de agua potable en la población de Gandía durante los próximos 25 años, habiéndose desembolsado 55 millones de euros en concepto de derechos de uso.

La Compañía (cont.)

Principales concesiones obtenidas en los últimos años (cont.)

Sagunto

- Respecto a la concesión de agua y alcantarillado de Sagunto para los próximos 25 años, GAVSA ha pagado 12,047 millones de euros al Ayuntamiento de Sagunto en concepto de derechos de uso por cuenta de la empresa mixta que gestionará el ciclo integral del agua en dicho municipio, de la que GAVSA poseerá el 49% de participación. La sociedad adjudicataria del servicio de abastecimiento de agua potable y alcantarillado en la ciudad de Sagunto se encuentra pendiente de constitución, sujeta a la finalización de determinadas negociaciones y estudios que tienen por objeto la resolución de discrepancias surgidas en cuanto a la interpretación del contrato para la "Constitución de la Empresa Mixta del Ciclo Integral del Agua".

Servicios de Agua y Saneamientos de Teruel. S.A. (Sastesa)

- En 2003, el Excelentísimo Ayuntamiento de Teruel decide confiar a Sastesa, constituida el año anterior, la gestión del abastecimiento de agua a su ciudad.
- La participación de GAVSA en Sastesa asciende al 28,82%.

Adquisiciones de Emplazamientos. S.L. (Adesal)

- Adesal resultó adjudicataria el 19 de febrero de 2008 del suministro, instalación y puesta en servicio de la red de comunicaciones móviles digitales de emergencia y seguridad de la Comunidad Valenciana durante los próximos 10 años. Dicho contrato se instrumentará mediante la fórmula de arrendamiento con opción de compra. La inversión total prevista asciende a 18,4 millones de euros.
- La participación de GAVSA en Adesal asciende al 39,92%.

Sección 4

Metodologías de valoración generalmente aceptadas (I)

Descuento de Flujos de Caja.

Metodología

Valor de mercado

- En el contexto del propósito de la presente valoración, consideramos que la base de valoración que es apropiado aplicar es el "valor de mercado".
- A estos efectos, el valor de mercado se define como el precio que una sociedad puede razonablemente esperar obtener en una operación de venta en un mercado libre entre un comprador libre y un vendedor libre, ambos con el mismo conocimiento sobre los negocios y los mercados en los que opera y actuando cada uno de ellos en su propio interés y beneficio. Asumimos también que se dispondría de un plazo razonable para efectuar una venta ordenada y que ningún comprador tendrá un interés especial en el negocio.

Metodología

- La metodología del DFC considera que el valor de mercado de un negocio está representado fundamentalmente por los flujos de caja que previsiblemente pueda generar en los próximos años. El DFC es, por tanto, el método de valoración que mejor refleja la capacidad de un negocio de generar flujos de caja en un futuro.
- La aplicación de la metodología del DFC para la valoración del Grupo ha comprendido las siguientes fases:

- Estimar los flujos de caja para un período de tiempo determinado;
 - Determinación de la tasa de descuento, equivalente al Coste Medio Ponderado del Capital ("CMPC"). Dicha tasa de descuento considera tanto el coste de los recursos propios ("coste del capital") como el coste de los recursos ajenos ("coste de la deuda"), y se determina a partir de una ponderación de los mismos;
 - Determinación del valor residual del negocio a partir del último flujo de caja normalizado, que añadiremos al valor de los flujos descontados para llegar al valor del negocio;
 - Suma o resta del valor de mercado de cualquier activo o pasivo no afecto a la explotación, así como la posición neta de tesorería /deuda al inicio del periodo proyectado, para estimar el valor de las acciones;
 - Aplicación de la tasa de descuento a los flujos de caja para determinar el Valor Actual Neto ("VAN") del negocio.
- El proceso seguido se ilustra en el gráfico inferior.
 - Asimismo, se ha realizado un análisis de sensibilidad para tener en cuenta el impacto de las potenciales variaciones en las variables clave.



Consideraciones generales

- La fecha de valoración del presente Informe es el 31 de diciembre de 2007, fecha de las últimas Cuentas anuales consolidadas e informes de auditoría de GAVSA.
- Para la valoración de GAVSA, hemos preparado un modelo integrado de proyecciones financieras de la Compañía (proyección de ingresos, márgenes operativos, variaciones del fondo de maniobra e inversiones) basándonos en las hipótesis de negocio recogidas en el Plan de Negocio (2008-2020) y en el Presupuesto del ejercicio 2008.
- En aquellas hipótesis de la proyección que se refieren a la inflación esperada para España, nos hemos basado en las últimas estimaciones publicadas por The Economist Intelligence Unit (EIU) en la fecha de realización del presente informe, que se detallan en la tabla adjunta:
- Como se explica con mayor detalle más adelante en las hipótesis de amortización e inversiones, la proyección de flujos de caja de GAVSA se ha realizado hasta 2020, por entenderse que dicha fecha se sitúa en el rango central de un hipotético ciclo medio de la vida de las concesiones de GAVSA. De este modo, se trata de minimizar el impacto que sobre el valor pudiera tener adelantar o atrasar en exceso el año de la proyección en el que la inversión en inmovilizado se iguala a la amortización de cara al cálculo del valor residual.
- Las partidas "Contratos de seguros de pensiones" y "Fondo para pensiones" que, por igual cuantía, aparecen anualmente en activo y en pasivo no corriente, respectivamente, no tienen impacto en el valor y se han proyectado sin variación respecto a cierre del ejercicio 2007 (17.639 miles de euros). Su reflejo en el Balance consolidado se debe a requerimientos de las Normas Internacionales de Información Financiera, debido a que la prestación de los servicios la realiza una empresa vinculada a Banco de Valencia, S.A., accionista a su vez de GAVSA.

Estimación de inflación en España

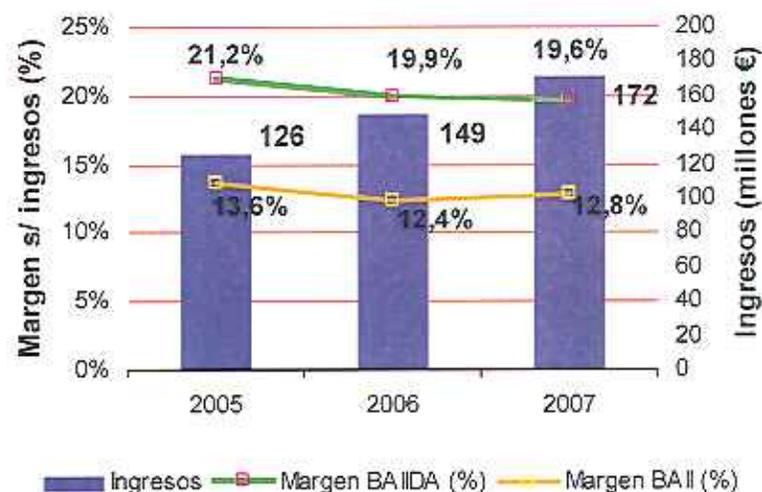
	2008	2009	2010	2011	2012 ss.
Inflación (%)	4,0%	3,0%	2,1%	2,2%	2,2%

Fuente: The Economist Intelligence Unit (EIU)

Resultados históricos

- Las sociedades del Grupo consolidan sus cuentas por integración global, integración proporcional o puesta en equivalencia, en función del porcentaje de participación de la sociedad dominante en cada una de ellas (ver Anexo 1). Los socios externos en aquellas sociedades en las que no se posee el 100 % del capital son tanto empresas privadas como entidades públicas.
- El gráfico de la derecha presenta la evolución de los ingresos totales de GAVSA en los ejercicios 2005 a 2007, así como la evolución del margen de beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (BAIIDA o EBITDA) y beneficio antes de intereses e impuestos (BAII o EBIT) sobre ingresos. Un detalle de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y del Balance históricos para el período 2005-2007 se muestra en el Anexo 2.
- Una parte importante del incremento de la venta de agua (que supuso en 2007 un 52,4% del total de ingresos) se debe a que la venta de agua en alta en el Área Metropolitana de Valencia ha pasado a no eliminarse en la consolidación, al facturarse ahora a la Entidad Metropolitana de Servicios Hidráulicos.
- Otra parte del crecimiento en el volumen de ingresos se ha debido a la repercusión de nuevas tarifas en el precio del agua al cliente final. No obstante, dichos incrementos no afectaron al margen en términos absolutos (euros) obtenido por la Compañía, ya que en la misma cuantía se incrementaron los costes por compra de agua, según negociaciones con la Administración.

Principales magnitudes financieras
GAVSA (05-07)



Fuente: Dirección de GAVSA

- En 2007, se incrementaron en 3,6 millones de euros los ingresos por saneamiento (Alcantarillado + estaciones depuradoras de aguas residuales [Edar]) debido a la consecución de nuevos contratos de gestión de Edar.
- Los ingresos por obras se han reducido como consecuencia del carácter no recurrente de determinadas obras que se realizaron en 2006.
- Los principales cambios en las partidas de gastos de explotación se produjeron en "Consumos y otros aprovisionamientos", al haber aumentado los importes por compra de agua y energía eléctrica.

Proyección de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias (2008- 2020)

- A continuación se muestra un resumen de las proyecciones financieras de la Compañía, cuyas principales hipótesis se explican en la presente sección y cuyo detalle completo se encuentra en el Anexo 2.

Grupo Aguas de Valencia. Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cifras en miles de euros	Hco	Proy.												
Cifra de negocios	151.709	171.874	178.829	183.354	188.178	193.130	198.213	203.432	207.699	213.199	218.845	224.641	230.591	236.700
Ciclo integral del agua	139.760	159.767	166.360	170.623	175.166	179.832	184.623	189.542	193.504	198.692	204.018	209.488	215.105	220.873
Venta de Agua	90.217	107.944	112.148	115.048	118.137	121.310	124.569	127.917	130.265	133.797	137.424	141.150	144.976	148.906
Obras y trabajos	17.157	17.973	19.171	19.621	20.100	20.591	21.095	21.611	22.139	22.681	23.236	23.805	24.388	24.986
Resto CIA	32.386	33.850	35.040	35.954	36.929	37.930	38.969	40.015	41.100	42.214	43.356	44.534	45.741	46.981
Otras líneas de negocio	11.949	12.107	12.470	12.732	13.012	13.298	13.591	13.890	14.195	14.507	14.827	15.153	15.486	15.827
Otros ingresos de explotación	20.301	16.293	32.830	31.222	25.210	25.503	13.253	13.613	13.983	14.362	14.753	15.129	15.514	15.910
INGRESOS DE EXPLOTACIÓN	172.011	188.167	211.660	214.577	213.389	218.633	211.467	217.045	221.682	227.562	233.598	239.770	246.106	252.610
% crecimiento	16,2%	9,4%	12,5%	1,4%	-0,6%	2,5%	-3,3%	2,6%	2,1%	2,7%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%
Consumos y otros aprovisionamientos	(70.655)	(81.378)	(100.723)	(100.883)	(96.754)	(98.982)	(88.719)	(91.120)	(93.396)	(95.929)	(98.531)	(101.178)	(103.897)	(106.688)
a) Compras y trabajos	(38.884)	(38.004)	(53.342)	(52.264)	(46.818)	(47.692)	(36.038)	(37.011)	(37.820)	(38.845)	(39.901)	(40.959)	(42.045)	(43.150)
b) Compra de agua y tarifa de inversiones	(23.713)	(36.545)	(38.243)	(39.241)	(40.305)	(41.397)	(42.520)	(43.672)	(44.856)	(46.073)	(47.322)	(48.604)	(49.922)	(51.275)
c) Energía eléctrica	(8.068)	(8.828)	(9.139)	(9.377)	(9.632)	(9.893)	(10.161)	(10.436)	(10.719)	(11.010)	(11.308)	(11.615)	(11.930)	(12.253)
Gastos de personal	(40.698)	(41.660)	(43.143)	(44.283)	(45.497)	(47.265)	(48.546)	(49.862)	(51.214)	(52.602)	(54.028)	(55.493)	(56.998)	(58.543)
Otros gastos de explotación	(25.958)	(27.663)	(28.493)	(29.091)	(29.731)	(30.385)	(31.054)	(31.737)	(32.435)	(33.149)	(33.878)	(34.623)	(35.385)	(36.163)
GASTOS DE EXPLOTACIÓN	(138.321)	(150.701)	(172.359)	(174.266)	(171.983)	(176.632)	(168.319)	(172.719)	(177.045)	(181.680)	(186.437)	(191.294)	(196.279)	(201.395)
BAIDA	33.690	37.466	39.301	40.320	41.406	42.001	43.148	44.326	44.637	45.882	47.161	48.476	49.827	51.215
% margen sobre Ingresos	19,6%	19,9%	18,5%	18,8%	19,4%	19,2%	20,4%	20,4%	20,1%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,3%
Dotación a la amortización	(11.719)	(14.906)	(16.654)	(17.701)	(18.087)	(18.501)	(18.809)	(19.269)	(19.258)	(19.055)	(19.357)	(19.957)	(18.862)	(19.320)
BAII	21.971	22.560	22.647	22.619	23.319	23.501	24.339	25.057	25.379	26.827	27.804	28.519	30.965	31.895
% margen sobre Ingresos	12,8%	12,0%	10,7%	10,5%	10,9%	10,7%	11,5%	11,5%	11,4%	11,8%	11,9%	11,9%	12,5%	12,5%
BAII atribuible a minoritarios	552,2	614,0	1.358,6	1.393,8	1.451,3	1.451,9	1.491,6	1.532,3	1.543,0	1.586,1	1.630,3	1.675,7	1.722,4	1.770,4
BENEFICIOS ANTES DE IMPUESTOS	21.791	21.317	19.113	18.869	19.604	20.271	21.657	23.675	25.387	27.788	28.786	29.522	31.991	32.943
BENEFICIO DEL EJERCICIO	14.500	15.305	13.527	13.359	13.877	14.347	15.321	16.737	17.939	19.623	20.326	20.845	22.577	23.248
% margen sobre Ingresos	8,4%	8,1%	6,4%	6,2%	6,5%	6,6%	7,2%	7,7%	8,1%	8,6%	8,7%	8,7%	9,2%	9,2%
Beneficio atribuible a intereses minoritarios	223	269	532	503	431	351	392	434	437	450	462	475	488	502
BENEFICIO ATRIB. SOC. DOMINANTE	14.277	15.036	12.994	12.856	13.446	13.996	14.929	16.303	17.502	19.174	19.864	20.370	22.089	22.746

Proyección de ingresos de explotación (cont.)

- Los ingresos de explotación de GAVSA se agrupan en las siguientes categorías. Entre paréntesis, la ponderación sobre el total de ingresos en el ejercicio 2007.

1. CIFRA DE NEGOCIOS	151.709	88,2%
1.1. Ciclo integral del agua (CIA)	139.760	81,3%
1.1.1. Venta de agua	90.217	52,4%
1.1.2. Obras y trabajos	17.157	10,0%
1.1.3. Resto CIA	32.386	18,8%
1.2. Otras líneas de negocio	11.949	6,9%
2. OTROS INGRESOS DE EXPLOTACIÓN	20.301	11,8%
Cifras en miles de euros		

- A continuación se describe cada una de las líneas de ingresos y las principales hipótesis utilizadas en las proyecciones financieras, elaboradas a partir del Plan de Negocio de la Compañía.

1.- CIFRA DE NEGOCIOS (88,2%)

1.1. Ciclo integral del agua (CIA) (81,3%)

1.1.1. Venta de agua (52,4%)

- En su principal línea de negocios, GAVSA explota concesiones de suministro de agua a poblaciones. Cada concesión establece unas condiciones particulares. Destaca el servicio de agua al Ayuntamiento de Valencia, generador de la mayor parte de los ingresos de GAVSA.
- La venta de agua incluye tanto la venta en alta, a un único contador municipal, como la venta en baja, al usuario final. En cada concesión se determina si GAVSA explota la venta de agua en alta, la venta de agua en baja o ambas.
- El nivel de facturación por venta de agua está determinado por las tarifas fijadas en cada una de las concesiones. Las tarifas se componen de:
 - Tarifa general;
 - Tarifa de inversión: destinada por los ayuntamientos a conservar las redes de infraestructuras de aguas.
- En las proyecciones de venta de agua, se ha partido de la cifra presupuestada para el ejercicio 2008: 127 millones de m³ y una tarifa media de 0,842 euros por m³.

Proyección de ingresos de explotación (cont.)

1.1.1. Venta de agua (52,4%) (cont.)

- Como en años previos, una parte del incremento de las tarifas de 2008 se debe a la repercusión de nuevos costes al cliente final, hecho que no tiene efecto en el margen obtenido por GAVSA, por serle incrementada en la misma cuantía la partida de compra de agua.
- En 2009 comenzará a recaudarse al consumidor final la última de las tarifas de inversión previstas a fecha de valoración (de la EMAA), motivo por el cual dicho año sirve de base a la Compañía para calcular en sus proyecciones una tarifa media por m³ (tarifa general + tarifa de inversiones), la cual se proyecta de 2010 en adelante con un crecimiento igual a la inflación, como figura en la tabla inferior.
- La proyección de ingresos por venta de agua resulta de agregar los ingresos previstos en cada una de las concesiones, lo que en la práctica equivale a multiplicar la tarifa media global por la estimación de m³ a vender, cuyo crecimiento esperado a partir de 2009 es del 0,5% anual, y de considerar un ajuste por ingresos diferidos con efectos hasta 2014.

1.1.2. Obras y trabajos (10,0%)

- La facturación de la partida de obras y trabajos responde, en partes aproximadamente iguales, a:
 - Ayuntamientos, que contratan con GAVSA la ejecución de la recaudación de la tarifa de inversión computada en la venta de agua;
 - Clientes privados, principalmente dentro del sector de la construcción y promoción residencial.
- Para la proyección de los ingresos por obras y trabajos correspondientes a tarifas de inversión de los ayuntamientos se ha partido del presupuesto de 2008 y de las previsiones de la Compañía para 2009, primer año completo de todas las tarifas de inversión previstas en el momento de valoración. De 2010 en adelante, se ha proyectado un incremento anual que considera la inflación y un diferencial del 0,5%.
- Para la proyección de los ingresos por obras y trabajos correspondientes a obras para clientes privados se ha partido de la cifra de 2007 y se ha aplicado un incremento igual a la inflación.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Venta de agua	Histórico	Histórico	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Volumen de agua total (m ³)	126.200.000	125.645.000	126.951.626	127.586.384	128.224.316	128.865.438	129.509.765
Tarifa global de venta de agua (euros/m ³)	0,5316	0,7180	0,8417	0,8705	0,8887	0,9083	0,9283
Venta de agua sin ingresos diferidos (miles de euros)	67.088	90.218	106.854	111.059	113.958	117.047	120.220

Proyección de ingresos de explotación (cont.)

1.1.3. Resto CIA (18,8%)

- Los ingresos del resto del Ciclo Integral del Agua se componen de las actividades de alcantarillado, estaciones depuradoras de aguas residuales (EDAR's), alquiler y colocación de contadores, venta de contadores y materiales y servicios y arrendamientos de carácter diverso. Ver Anexo 2.
- Resto CIA se ha proyectado de modo conjunto con un crecimiento igual a la inflación más un diferencial del 0,5%.

1.2. Otras líneas de negocio (6,9%)

- La presente partida se compone de Servicios de Inspección Técnica de Vehículos (ITV), Residuos Sólidos Urbanos y Limpieza Viaria. Ver Anexo 2.
- En el histórico, se incluían también los arrendamientos de inmuebles no afectos a la explotación, generadores de 326 miles de euros en 2007, y que se han proyectado por debajo del nivel de BAII.
- Se han proyectado niveles de actividad constantes e ingresos crecientes al ritmo de la inflación en estas líneas de negocio.

2-. OTROS INGRESOS DE EXPLOTACIÓN (11,8%)

- Esta partida se compone de trabajos para el inmovilizado y otros ingresos. Ver Anexo 2.

Proyección de gastos de explotación

- Los gastos de explotación de GAVSA se agrupan en las siguientes categorías. Entre paréntesis, la ponderación sobre el total de ingresos en el ejercicio 2007. Las principales hipótesis se explican en la presente sección y su detalle completo se encuentra en el Anexo 2.

1. CONSUMOS Y OTROS APROVISIONAMIENTOS	(70.665)	41,1%
1.1. Compras y trabajos	(38.884)	22,6%
1.2. Compra de agua y tarifa de inversiones	(23.713)	13,8%
1.3. Energía eléctrica	(8.068)	4,7%
2. GASTOS DE PERSONAL	(40.698)	23,7%
3. OTROS GASTOS DE EXPLOTACIÓN	(26.958)	15,7%
3.1. Reparación y conservación	(11.158)	6,5%
3.2. Cánones y tributos	(4.570)	2,7%
3.3. Variación de las provisiones de tráfico	(606)	0,4%
3.4. Otros gastos de explotación	(10.624)	6,2%

Cifras en miles de euros

1- CONSUMOS Y OTROS APROVISIONAMIENTOS (41,1%)

1.1. Compras y trabajos (22,6%)

- Las compras incluyen consumos, aprovisionamientos y servicios exteriores incurridos principalmente en las actividades relacionadas con el CIA. Se ha proyectado esta partida como un porcentaje sobre ingresos.
- Los trabajos para el inmovilizado se incluyen como contrapartida contable del ingreso anteriormente explicado.

1.2. Compra de agua y tarifa de inversiones (13,8%)

- Al igual que la venta de agua, la compra de agua se encuentra regulada por cada una de las concesiones explotadas por GAVSA. A efectos de la proyección, se han considerado las estimaciones de la Compañía para los años 2008 y 2009, año en que, como se explicó anteriormente, entran en funcionamiento todas las tarifas de inversión conocidas a fecha de valoración. Fruto de las mismas, se ha calculado un coste medio por m³ (0,2997 euros en 2009) que se incrementa anualmente a partir de 2010 según la inflación. Dicho coste unitario se aplica en la proyección, junto con el volumen de m³ proyectados, para calcular la cuantía total de la compra de agua y tarifa de inversiones. Los detalles de los 5 primeros años de la proyección se muestran en la tabla de la página siguiente.:

Proyección de gastos de explotación (cont.)

1.3. Energía eléctrica (4,7%)

- Se ha considerado en la proyección la estimación que figura en el presupuesto 2008 y se ha incrementado anualmente por la inflación estimada más un diferencial del 0,5%, en línea con los niveles de crecimiento de la actividad proyectados. Ver Anexo 2.

2. GASTOS DE PERSONAL (23,7%)

- Se ha considerado la cifra presupuestada por GAVSA para 2008, correspondiente a una plantilla media de 1.074 empleados.
- Como se detalla en la tabla inferior, la proyección de gastos de personal se ha realizado manteniendo la plantilla de 2008 e incrementando el salario medio de dicho año (39,3 miles de euros) con la inflación más un diferencial estimado del 0,5% anual.

- La transición desde un modelo de complemento de pensiones de prestación definida a uno de aportación definida provocó un aumento temporal de los gastos de personal, así como ahorros para la empresa por otros conceptos. En el momento de la transformación se produjo una plusvalía que se difirió con el objeto de compensar ese aumento temporal de gastos. Dicha plusvalía se está trasladando a la cuenta de resultados a razón de 520 miles de euros al año, hasta 2011. Dichos ajustes se han tenido en cuenta en la proyección de Cuenta de Pérdidas y Ganancias, Balance y Flujos de Caja Libres, por no tener efecto en el movimiento de caja. Ver Anexo 2.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Compra de agua	Histórico	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Volumen de agua total (m ³)	125.645.000	126.951.626	127.586.384	128.224.316	128.865.438	129.509.765
Tarifa global de venta de agua (euros/m ³)	0,1887	0,2879	0,2997	0,3060	0,3128	0,3196
Compra de agua y tarifa de inversiones (miles de euros)	23.713	36.545	38.243	39.241	40.305	41.397
Personal	Histórico	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Número de empleados	1.101	1.074	1.074	1.074	1.074	1.074
Gastos de personal (miles de euros)	40.698	42.180	43.663	44.803	46.017	47.265
Salario medio (miles de euros)	37,0	39,3	40,7	41,7	42,8	44,0

Proyección de gastos de explotación (cont.)

3-. OTROS GASTOS DE EXPLOTACIÓN (15,7%)

3.1. Reparación y conservación (6,5%)

- Se ha proyectado esta partida tomando el presupuesto de GAVSA para 2008 e incrementando el gasto en años posteriores con un crecimiento igual a la inflación.

3.2. Cánones y tributos (2,7%)

- Principalmente, tributos. Se ha proyectado un incremento respecto a la cifra de 2007 igual a la inflación.

3.3. Variación de las provisiones de tráfico (0,4%)

- Provisión genérica por insolvencias de tráfico. Su impacto en la valoración es únicamente de carácter fiscal. Se ha proyectado un crecimiento igual a la inflación partiendo de 650 miles de euros en 2008, según estimación de la Dirección.

3.4. Otros gastos de explotación (6,2%)

- Se ha proyectado esta partida tomando el presupuesto de GAVSA para 2008 e incrementando el gasto en años posteriores con un crecimiento igual a la inflación.

Resto de proyecciones financieras

BAII

- Como resultado de las proyecciones realizadas, se estima que el margen BAII sobre ingresos se sitúe entre un 10% y un 13% a futuro, en línea con los márgenes históricos de la Compañía, según refleja la tabla inferior.

BAII atribuible a minoritarios

- Los socios minoritarios corresponden a aquellas sociedades que GAVSA consolida mediante el método de integración global y en las que no ostenta el 100%. En 2007 y 2008, se incluye principalmente el 20% de Emivasa que posee el Ayuntamiento de Valencia. A partir de 2009, se suma el BAII atribuible al 30% que GAVSA no poseerá en la Empresa Mixta de Agua en Alta (EMAA).
- Según estimaciones de la Dirección, se ha proyectado un crecimiento porcentual del BAII atribuible a minoritarios igual al del BAII de GAVSA de 2010 en adelante.

Impuesto de Sociedades

- Proyectado como porcentaje constante (30%) sobre el Beneficio antes de impuestos minorado por la participación en el resultado de Empresas Asociadas.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cifras en miles de euros	Histórico	Histórico	Histórico	Proy.												
BAII	17.167	18.507	21.971	22.560	22.647	22.619	23.319	23.501	24.339	25.057	25.379	26.827	27.804	28.519	30.965	31.895
% s / Ingresos	13,6%	12,4%	12,8%	12,0%	10,7%	10,5%	10,9%	10,7%	11,5%	11,5%	11,4%	11,8%	11,9%	11,9%	12,6%	12,6%
BAII atribuible a minoritarios			552	614	1.359	1.394	1.431	1.452	1.492	1.532	1.543	1.586	1.630	1.676	1.722	1.770

Amortización e inversión en inmovilizado (capex)

- GAVSA es una compañía concesionaria, actividad que requiere de grandes inversiones en inmovilizado para el inicio de la explotación, básicamente derivada de la compra de derechos de uso.
- Según la Dirección, en los años recientes se ha experimentado un nivel de inversiones de crecimiento anormalmente alto, en un ciclo que se espera concluir en 2012, año en que se habrán completado las inversiones en las dos nuevas concesiones de Gandía y EMMA. Éstas son las únicas grandes inversiones previstas antes del fin de la vida de las principales concesiones actuales. Por este motivo, el nivel actual de inmovilizado neto se considera superior al necesario para mantener el nivel de negocio actual a perpetuidad.
- Como se avanzó en las consideraciones generales, la proyección de flujos de caja libres de GAVSA se ha realizado hasta 2020, a fin de minimizar el impacto que sobre el valor pudiera tener adelantar o atrasar en exceso el año de la proyección en que el capex se iguala a la amortización de cara al cálculo del valor residual. Dicha proyección atiende a la vida media de las concesiones vigentes en la actualidad ponderada por ingresos (27 años) y se sitúa en su punto medio (13 ó 14 años).
- En el período de proyección se considera el nivel técnico de amortización del inmovilizado existente y de las inversiones de mantenimiento proyectadas, facilitado por la Compañía.
- Se han considerado las inversiones de mantenimiento proyectadas por la Compañía, que se sitúan en torno a 9-11 millones de euros al año a partir de 2011, como refleja la tabla inferior.
- Los años 2008 a 2012 incluyen inversiones mayores a las referidas de mantenimiento, correspondientes a las concesiones ganadas recientemente:
 - Gandía y EMMA: desglosadas en la tabla por su mayor relevancia.
- En 2021, y de cara a proyectar unos flujos de caja sostenibles a perpetuidad, se ha igualado el capex a la amortización (19,3 millones de euros anuales).

Cifras en miles de euros	2008 Proy.	2009 Proy.	2010 Proy.	2011 Proy.	2012 Proy.	2013 Proy.	2014 Proy.	2015 Proy.	2016 Proy.	2017 Proy.	2018 Proy.	2019 Proy.	2020 Proy.	2021 Normalizado
Amortización	14.906	16.654	17.701	18.087	18.501	18.809	19.269	19.258	19.055	19.357	19.957	18.862	19.320	19.320
Total Capex	(79.729)	(33.189)	(29.338)	(22.150)	(22.368)	(10.085)	(10.260)	(10.571)	(11.053)	(11.200)	(11.568)	(10.171)	(10.461)	(19.320)
Capex Gandía	(63.333)	(1.583)	(1.229)	(119)	(111)	(147)	(32)	(45)	(220)	(51)	(93)	(57)	(61)	
Capex EMMA	-	(18.900)	(18.900)	(12.600)	(12.600)	-	-	-	-	-	-	-	-	
Resto de capex	(16.396)	(12.706)	(9.209)	(9.431)	(9.657)	(9.938)	(10.228)	(10.526)	(10.833)	(11.149)	(11.475)	(10.114)	(10.400)	(19.320)

Fuente: Dirección de GAVSA

Variación del Fondo de Maniobra

- A continuación se explican las principales hipótesis que afectan a la proyección del fondo de maniobra (activo corriente menos pasivo corriente).

Activo corriente

- Existencias: Proyectadas con un número de días de rotación constante (6,3) e igual al estimado para el ejercicio 2007.
- Deudores comerciales y otras cuentas a pagar: Proyectados con un número de días de cobro constante (103,8) e igual al real del ejercicio 2007.
- Activos por impuestos corrientes: Proyectados sin variación respecto al nivel de cierre de 2007.
- Otros activos corrientes: Proyectados sin variación respecto al nivel de cierre de 2007.

Pasivo corriente

- Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar: Proyectados con un número constante de días de pago (306,3) en relación al coste de ventas ajustado por los trabajos del inmovilizado. Dicho período medio de pago facilitado por la Dirección es 50 días inferior al estimado para 2007 (356,3 días) y se debe a la renovación de los acuerdos de pago del agua en alta con la Administración, que entrarán en vigor en 2008.
- Pasivos por impuestos corrientes: Proyectados como porcentaje constante sobre ingresos (1,01%), igual al de cierre de 2007.
- Pensiones no exteriorizables: Partida a pagar gradualmente y que no se considerará gasto, por haberse reflejado ya en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias por completo. Se estima que desaparece linealmente en 13 años.
- Administraciones Públicas: Proyectadas sin variación respecto al nivel de cierre de 2007.
- Otras deudas: Proyectadas sin variación respecto al nivel de cierre de 2007.

Cifras en miles de euros	2005 Histórico	2006 Histórico	2007 Histórico	2008 Proy.	2009 Proy.	2010 Proy.	2011 Proy.	2012 Proy.	2013 Proy.	2014 Proy.	2015 Proy.	2016 Proy.	2017 Proy.	2018 Proy.	2019 Proy.	2020 Proy.
ACTIVO CORRIENTE	43.659	47.498	52.516	58.838	61.290	62.670	64.066	65.611	66.979	68.609	69.947	71.664	73.427	75.237	77.094	79.001
PASIVO CORRIENTE	61.847	75.828	77.496	83.266	86.111	87.684	89.334	91.100	92.794	94.672	96.411	98.405	100.458	102.575	104.755	107.000
FONDO DE MANIOBRA	(18.188)	(28.130)	(24.980)	(24.448)	(24.820)	(25.014)	(25.268)	(25.489)	(25.815)	(26.063)	(26.464)	(26.741)	(27.032)	(27.338)	(27.661)	(27.999)
Variación del Fondo de maniobra		9.942	(3.150)	(532)	372	193	254	221	326	248	401	276	291	307	322	338

Coste Medio Ponderado del Capital

- Los flujos de caja esperados se descuentan a su valor presente empleando una tasa de descuento. Esta tasa de descuento aplicada, denominada CMPC (Coste Medio Ponderado del Capital), se estima asignando una ponderación determinada tanto a los recursos propios como a los recursos ajenos, empleando para tal ponderación el nivel de apalancamiento promedio que tienen las compañías cotizadas del sector, 27,1% (ver Anexo 3), considerando este nivel de apalancamiento como óptimo.
- El coeficiente beta refleja el diferencial del riesgo inherente de la Compañía con el riesgo medio del mercado bursátil; se ha considerado en la tasa de descuento la mediana de las betas observadas de las compañías comparables con GAVSA, utilizando muestras mensuales en períodos de cinco años y los índices en los que cada una de las compañías comparables cotiza. Ver Anexo 3.
- Como figura en la tabla, fruto de los cálculos realizados, estimamos que el Coste Medio Ponderado del Capital de GAVSA es del 7,43% y que el mismo es razonable atendiendo al riesgo de la actividad en la que opera la Compañía.

CÁLCULO DEL COSTE DEL CAPITAL		%
Tasa libre de riesgo ¹		4,44%
Coficiente Beta		0,96
Prima de riesgo del mercado ²		4,50%
Coste de los Fondos Propios		8,76%
Diferencial medio aproximado sobre el Euribor a 1 año		0,75%
Coste bruto de la deuda ³		5,50%
Tipo de impuesto sobre sociedades		30,00%
Coste neto de la deuda		3,85%
% Fondos Propios		72,9%
% Recursos ajenos (deuda)		27,1%
COSTE MEDIO PONDERADO DEL CAPITAL (CMPC)		7,43%

1 Rentabilidad de las obligaciones del Estado a 10 años a 31/12/2007

2 Exceso de la rentabilidad media histórica del mercado de capitales sobre las obligaciones del Estado a L/P según diversos estudios empíricos.

3 Euribor a 1 año (4,745%) más el diferencial estimado (0,75%)

Flujos de caja libres

- En la siguiente tabla se resumen los flujos de caja libres considerando las proyecciones de la Dirección y la tasa de descuento del 7,43%:

Valor residual

- Existen diversos métodos para la estimación del valor residual de un negocio al final del período proyectado. La selección del mismo dependerá de las características y estado de desarrollo del negocio en cada momento, de su vida futura y de la evolución esperada del mercado. Se asume que no se prevé la liquidación del negocio al final del período proyectado, ni posibles cambios que afecten directamente a la viabilidad del negocio a largo plazo.
- Por tanto, el proceso seguido para obtener el valor residual ha sido la capitalización de un flujo de caja considerado mantenible a perpetuidad, con una tasa de crecimiento (g) del 2,2%, igual a la inflación esperada a largo plazo. Asimismo para calcular su valor a la fecha actual, el valor residual se ha descontado a una tasa del 7,43% (CMPC).

- Se ha considerado como mantenible el flujo de caja libre estimado para el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2021, teniendo en cuenta una inversión de mantenimiento que consideramos igual a la amortización del último período por importe de 19,32 millones de euros. Asimismo se ha considerado en el flujo de caja mantenible una tasa impositiva del 30%, considerando que a largo plazo la tasa efectiva de GAVSA no será muy distinta a la nominal establecida por la Administración Pública.
- El cálculo del valor residual a 31 de diciembre de 2020 se determina de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$\frac{\text{FCL normalizado (2021)}}{(\text{CMPC-g})}$$

AGUAS DE VALENCIA. FLUJOS

Cifras en miles de euros	2008 Proy.	2009 Proy.	2010 Proy.	2011 Proy.	2012 Proy.	2013 Proy.	2014 Proy.	2015 Proy.	2016 Proy.	2017 Proy.	2018 Proy.	2019 Proy.	2020 Proy.	2021 Normalizado
BAII total	22.560	22.647	22.619	23.319	23.501	24.339	25.057	25.379	26.827	27.804	28.519	30.965	31.895	
BAII minoritarios	614	1.359	1.384	1.431	1.452	1.492	1.532	1.543	1.586	1.630	1.676	1.722	1.770	
BAII dominante	21.946	21.288	21.225	21.887	22.049	22.847	23.525	23.836	25.241	26.173	26.843	29.243	30.124	
BAII dominante *(1-t)	15.602	14.902	14.857	15.321	15.434	15.993	16.467	16.685	17.668	18.321	18.790	20.470	21.087	21.550,8
Amortización	14.906	16.654	17.701	18.087	18.501	18.809	19.269	19.258	19.055	19.357	19.957	18.862	19.320	19.320,4
Provisiones	650	670	584	689	714	730	746	762	779	796	814	831	850	-
CAPEX INM. MATERIAL	(16.396)	(33.189)	(29.338)	(22.150)	(22.368)	(10.085)	(10.260)	(10.671)	(11.053)	(11.200)	(11.568)	(10.171)	(10.481)	(19.320,4)
CAPEX INM. INMATERIAL	(83.333)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variación fondo maniobra	(532)	372	193	254	221	326	248	401	276	291	307	322	338	596,8
Ingresos / menores gastos que no suponen entrada de caja	(1.610)	(1.610)	(1.810)	(1.610)	(1.090)	(1.090)	(1.090)	-	-	-	-	-	-	-
Flujo de Caja Libre	-50.713	-2.201	2.488	10.600	11.412	24.683	25.380	26.535	26.726	27.566	28.299	30.314	31.135	22.148

DFC. Conclusiones

- Como se muestra en la tabla de valoración de GAVSA se han tenido en cuenta, además de los Flujos de Caja Libres, los siguientes parámetros:
 - Posición de deuda neta de GAVSA a 31 de diciembre de 2007, de 28.993 miles de euros. Ver detalles en el Anexo 4.
 - Valor del inmovilizado no afecto a la explotación: 46.900 miles de euros. Anexo 5.
 - Posición fiscal neta a largo plazo: 1.402 miles de euros. Anexo 6.
- Para el cálculo del valor por acción se ha dividido el Valor del 100% de los Fondos Propios de GAVSA entre el número total de acciones de la Compañía: 1.962.584
- Por lo tanto, el valor de las acciones de GAVSA en base a la metodología del Descuento de Flujos de Caja se situaría en 140,5 euros por acción.

Valoración de GAVSA por DFC a 31 de diciembre de 2007

Cifras en miles de euros	31.12.2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	VALORACIÓN	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Normalizado
Flujo de Caja Libre		-50.713	-2.201	2.488	10.600	11.412	24.683	25.380	26.535	26.726	27.566	28.299	30.314	31.135	22.148
Periodos a descontar		0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	10,5	11,5	12,5	12,5
Factor de descuento		0,96	0,90	0,84	0,78	0,72	0,67	0,63	0,58	0,54	0,51	0,47	0,44	0,41	0,41
Valor actual flujos descontados		(48.928)	(1.977)	2.080	8.248	8.265	16.641	15.927	15.500	14.531	13.952	13.332	13.293	12.709	
Suma valor actual flujos descontados	83.574														
Valor actual del valor terminal	172.809														
Valor actual NEGOCIO	256.383														
Deuda neta	(28.993)														
Inmovilizado no afecto a la explotación	46.900														
Posición fiscal neta a largo plazo	1.402														
Valor de los fondos propios	275.692														
Valor por acción (€)	140,5														

Sección 5

Metodologías de valoración generalmente aceptadas (II)

Múltiplos de mercado

Múltiplos de Mercado – Compañías Comparables

- Los resultados obtenidos en la valoración mediante DFC se han contrastado en la medida de lo posible con el análisis de múltiplos de mercado tanto para empresas cotizadas como del estudio de transacciones privadas recientes en el sector.
- Hemos centrado el análisis en las principales compañías cotizadas a nivel internacional que desarrollan su actividad en el sector de la distribución y el tratamiento de agua.
- Hemos analizado la información relacionada con las compañías cotizadas del sector comparables a GAVSA, (Fuente: One Source, Bloomberg, Factiva e informes anuales de las compañías comparables).
- La selección de las compañías comparables se ha realizado teniendo en consideración principalmente la actividad de dichas compañías y los mercados en los que operan.
- Es importante resaltar que como es habitual al aplicar esta metodología, las compañías identificadas mantienen diferencias entre sí y con respecto a GAVSA, en cuanto a tamaño, capitalización, grado de diversificación y presencia geográfica.
- Para estimar el valor de GAVSA se han considerado los múltiplos de Ventas, BAIIDA, BAI y PER.
- A fin de calcular el valor de GAVSA, se ha tenido en cuenta asimismo la posición de deuda neta del Grupo, así como la de inmovilizado no afecto a la explotación y la posición fiscal neta a largo plazo, como se detalla en el Anexo 6.

Estructura análisis comparativo



Múltiplos de Mercado – Compañías Comparables (cont.)

- Las siguientes tablas resumen el análisis de los múltiplos de mercado considerando la capitalización de las compañías comparables identificadas a 31 de diciembre de 2007 y los resultados relacionados con los últimos doce meses disponibles, así como un resumen de los mismos.

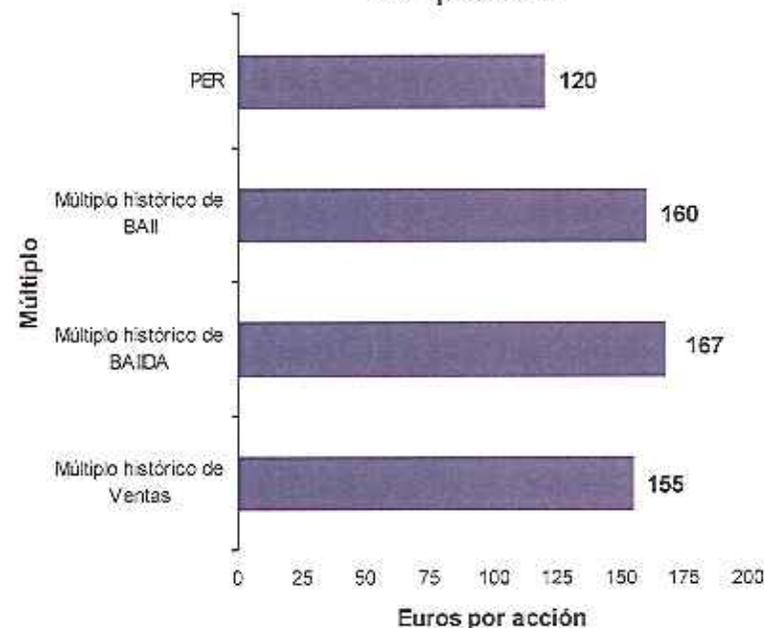
GAWSA. MÚLTIPLOS DE LAS COMPAÑÍAS COTIZADAS COMPARABLES CONSIDERADAS

Nombre	Fecha Cotización	Capitalización	Valor del Negocio	Valor del Negocio / Ventas	Valor del Negocio / BAIIA	Valor del Negocio / BAI	PER
THESSALONIKI WATER & SEWAGE	31/12/2007	210,5	203,9	2,9	9,2	12,1	16,5
AGUAS DE BARCELONA	31/12/2007	4.128,6	5.385,7	1,9	9,7	14,5	8,9
ACEA SPA	31/12/2007	3.030,5	4.336,3	1,7	8,7	13,4	17,5
ATHENS WATER SUPPLY & SEWAGE	31/12/2007	1.222,6	1.324,0	3,4	13,8	20,0	28,2
AIGUES DE SABADELL	31/12/2007	27,7	35,0	0,8	4,9	7,8	13,1
MEDIA				2,2	9,2	13,6	16,9
MEDIANA				1,9	9,2	13,4	16,5
MÁXIMO				3,4	13,8	20,0	28,2
MÍNIMO				0,8	4,9	7,8	8,9

Múltiplos de Mercado – Compañías Comparables (cont.)

- Se ha analizado el impacto que sobre el valor de GAVSA tendría la aplicación de la mediana de los múltiplos sobre Ventas, BAIDA, BAI y PER implícitos en la cotización de las compañías cotizadas comparables consideradas.
- Los múltiplos obtenidos mediante el análisis se han aplicado a las magnitudes financieras de la Compañía a 31 de diciembre de 2007.
- El resultado del análisis, como figura en la tabla, oscila entre los 120 euros por acción resultantes de la aplicación del múltiplo PER y los 167 euros por acción resultantes de la aplicación del múltiplo sobre BAIDA.
- Entendemos que las conclusiones que se pudieran obtener de la aplicación de múltiplos de compañías cotizadas comparables quedarían, en todo caso, sujetas a las siguientes consideraciones:
 - La menor liquidez de la Compañía objeto de estudio frente al conjunto de compañías cotizadas analizadas. (302,4 miles de euros negociados en Bolsa en los últimos 6 meses);
 - La menor diversificación geográfica y por actividad;
 - La fuerte dependencia de la principal concesión (Emivasa);
 - El menor potencial de crecimiento derivado de una localización predominantemente regional.

Valoración de GAVSA según la mediana de múltiplos de compañías cotizadas comparables



MÚLTIPLOS COMPAÑÍAS COTIZADAS

	Múltiplo histórico de Ventas	Múltiplo histórico de BAIDA	Múltiplo histórico de BAI	PER
MEDIA	2,2	9,2	13,6	16,9
MEDIANA	1,9	9,2	13,4	16,5
MAXIMO	3,4	13,8	20,0	28,2
MINIMO	0,8	4,9	7,8	8,9

Múltiplos de Mercado – Transacciones privadas

- De igual modo, hemos analizado aquellas transacciones privadas recientes (2006-2007) en el sector de distribución y tratamiento de agua a nivel mundial.
- Es necesario indicar que aunque este método de valoración es útil para el análisis y el contraste de las valoraciones realizadas por otros métodos, normalmente no es utilizado por sí solo, ya que existen diversos factores tales como la comparabilidad de las compañías que participan en las transacciones privadas, existencia de control o no de la compañía, cotización o no en mercados bursátiles, etc., que hacen que este método por sí mismo no sea suficiente para la valoración de un negocio.
- Para este cálculo se ha utilizado la mediana de los múltiplos subyacentes en las transacciones privadas realizadas durante los últimos dos años.
- No obstante, debido a la dispersión y escasa comparabilidad de los resultados obtenidos y a la falta de información sobre el control accionarial relacionado con las transacciones analizadas, no se considera que las estimaciones obtenidas del análisis de las transacciones privadas sean adecuadas.
- No se han incluido dentro de este análisis los acuerdos entre accionistas de GAVSA que se realizaron con posterioridad a la OPA de IFAGVAL por un precio equivalente a 150 euros por acción de GAVSA:
 - El Grupo Lubasa vendió su participación del 17,601% en IFAGVAL a Banco de Valencia, S.A. y Fomento Urbano de Castellón, S.A.
 - Bancaja Participaciones, S.A. vendió su participación del 2,691% en IFAGVAL a Banco de Valencia, S.A.
 - Se formalizó una opción de venta concedida por Banco de Valencia, S.A. a Boluda Inversiones, S.A. sobre su participación del 20,023% en IFAGVAL válida por el plazo de un año.
- Tampoco se ha incluido la operación que, en octubre de 2007, Suez realizó a 208,37 euros por acción. La Dirección estima que dicho precio recoge una prima considerable por el interés estratégico de Suez en entrar en la Compañía y ampliar su presencia en la Comunidad Valenciana, donde opera a través sociedades pertenecientes al Grupo Aguas de Barcelona.

Sección 6

Otros criterios establecidos en el RD 1.066/2007

Valor teórico contable

- El valor teórico contable de una sociedad se determina por la diferencia entre el activo contable y el pasivo exigible y representa su patrimonio neto, es decir, el valor de los bienes "atribuibles" a los accionistas en un momento dado como resultado de la gestión de la empresa desde su creación.
 - $VTC = AC - PE - AP$
 - $VTC = FP - AP$
- Siendo:
 - VTC = Valor teórico contable;
 - AC = Activo contable;
 - PE = Pasivo exigible;
 - AP = Acciones propias;
 - FP = Fondos propios.
- El resultado del cálculo del valor teórico contable de GAVSA según los últimos estados financieros consolidados auditados de fecha 31 de diciembre de 2007 es de 70,9 euros por acción, según se muestra en la tabla a continuación.

GAVSA. Valor teórico contable

Cifras en miles de euros	2007 Hco
CAPITAL	5.907,0
OTRAS RESERVAS	35.537,0
GANANCIAS ACUMULADAS	97.789,0
DIFERENCIAS DE CAMBIO	(52,0)
PATRIMONIO ATRIBUIDO	139.181,0
INTERESES MINORITARIOS	11.170,0
PATRIMONIO NETO	150.351,0
Número de acciones	1.962.584
Valor teórico contable (€/ acción)	70,9

Valor liquidativo

- El valor de liquidación de una empresa trata de reflejar el valor que la misma tendría en una eventual situación de disolución y cese definitivo de las actividades. Es, por tanto, un enfoque estático, dado que tiene en consideración tan sólo la situación de sus activos y pasivos en el momento de la valoración y no los rendimientos que pueden generar éstos en el futuro. El principio de empresa en funcionamiento, por lo tanto, no es tenido en cuenta.
- El proceso se basa fundamentalmente en obtener el patrimonio que resulta de realizar todos los activos y liquidar todos los pasivos de una compañía teniendo en consideración las plusvalías/minusvalías latentes, así como las contingencias que pudieran existir. Debe tenerse en consideración que, en la práctica, el precio obtenido en la enajenación de algunos de los activos podría ser inferior a su valor en libros. Esto vendrá determinado, fundamentalmente, por la rapidez con que se necesite efectuar la venta de los mismos.
- Al tratarse GAVSA de una compañía explotadora de concesiones administrativas, con compromisos a largo plazo con las Administraciones Públicas, el más importante de 50 años, consideramos que el ejercicio de valor liquidativo no es aplicable a la misma.
- Por otro lado, es manifiesta la voluntad del Grupo y sus propietarios de continuar sus actividades y desarrollar el negocio en los próximos años.
- En consecuencia, entendemos que el cálculo detallado del valor liquidativo del Grupo no es necesario en el presente contexto.

Cotización último semestre

- La cotización media durante los seis meses anteriores al acuerdo de exclusión es otro criterio de valoración establecido por la normativa vigente. A estos efectos, se ha ponderado la cotización media en función del volumen de títulos negociados para el semestre anterior al 30 de abril de 2008, fecha en que el consejo de administración del Grupo propuso la exclusión de la Compañía de la bolsa, resultando un precio por acción de 119,41 euros.

GAVSA. Actividad en Bolsa en los 6 meses previos a la propuesta de exclusión

Fecha	Cotización media ponderada del día	Número de acciones	Efectivo (euros)	Ponderación	Contribución a media ponderada
07/11/2007	75,00	599	44.925	22,17%	16,63
12/11/2007	86,00	119	10.234	4,40%	3,79
15/11/2007	85,00	120	10.200	4,44%	3,77
21/11/2007	90,50	165	14.932	6,11%	5,53
29/11/2007	136,00	199	27.064	7,36%	10,02
03/12/2007	129,00	129	16.641	4,77%	6,16
07/12/2007	145,00	120	17.400	4,44%	6,44
10/12/2007	117,00	100	11.700	3,70%	4,33
31/01/2008	110,00	172	18.920	6,37%	7,00
05/02/2008	110,00	43	4.730	1,59%	1,75
07/02/2008	134,00	140	18.760	5,18%	6,94
19/02/2008	108,00	99	10.692	3,66%	3,96
29/02/2008	108,00	13	1.404	0,48%	0,52
28/03/2008	124,00	100	12.400	3,70%	4,59
01/04/2008	139,00	149	20.711	5,51%	7,67
22/04/2008	140,00	100	14.000	3,70%	5,18
23/04/2008	140,00	104	14.560	3,85%	5,39
29/04/2008	143,26	231	33.093	8,55%	19,75
Cotización media ponderada del último semestre (euros por acción)					119,41

Fuente: Bolsa de Valencia

Precio ofrecido en OPAs formuladas en el último año

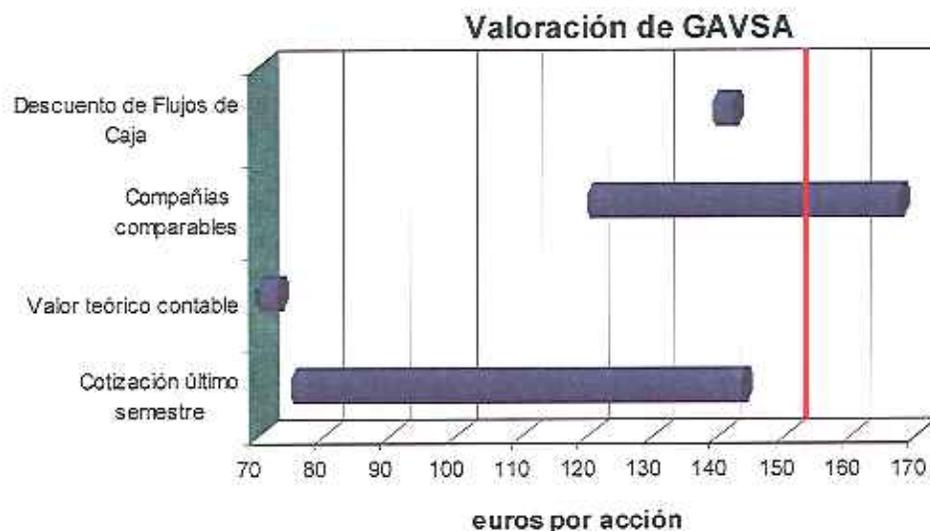
- Según este criterio, se debe considerar asimismo el precio ofrecido en OPAs formuladas en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión. (En este caso la fecha de la Junta Ordinaria de Accionista convocada para el 24 de junio de 2008).
- Aunque se encuentra fuera del periodo mencionado, consideramos oportuno incluir la siguiente OPA, meramente a efectos informativos:
 - El 22 de marzo de 2007, IFAGVAL presentó una OPA sobre el 100% del capital social de GAVSA a un precio de 90 euros por acción.

Sección 7

Conclusiones

Conclusiones

- Una vez aplicados los métodos establecidos en el Real decreto 1.066/2007, consideramos que el método que mejor refleja el valor de GAVSA en las circunstancias actuales es el DFC y que, por tanto, el valor de la Compañía podría situarse en torno a 140,5 euros por acción. Por otro lado, dicho valor se encuentra en el rango medio de los valores que se obtendrían considerando los múltiplos de las compañías cotizadas más directamente comparables.
- En consecuencia, en el contexto de la posible OPA de exclusión y teniendo en cuenta los criterios establecidos en el Real Decreto 1.066/2007, consideramos razonable el precio que está previsto ofrecer en la OPA de exclusión, de 150 euros por acción.
- No consideramos razonables las conclusiones obtenidas a través de la aplicación del resto de métodos aplicados, debido a las siguientes limitaciones:
 - Valor Teórico Contable: método estático.
 - Valor Liquidativo: no aplicable.
 - Cotización media del último semestre: escasa liquidez del valor.
 - Precio ofrecido en OPAs formuladas en el último año sobre el Grupo: no aplicable.
 - Múltiplos de Transacciones Comparables recientes: la escasa comparabilidad de las compañías que participan en las transacciones privadas, la existencia o no de primas de control, la cotización o no en mercados bursátiles, la dispersión de los resultados obtenidos y, en resumen, la ausencia de información crítica de carácter fiable.



Anexo 1

Sociedades que integran GAVSA

Sociedades que integran GAVSA

ENTIDADES DEPENDIENTES, NEGOCIOS CONJUNTOS Y EMPRESAS ASOCIADAS DE AGUAS DE VALENCIA

DENOMINACIÓN	% PARTICIPACIÓN		ACTIVIDADES PRINCIPALES
	DIRECTA	TOTAL	
SOCIEDADES Y ENTIDADES DEPENDIENTES			
Empresa Mixta Valenciana de Aguas, S.A.	80,0%	80,0%	Abastecimiento de agua potable a la Ciudad de Valencia
Omnium Ibérico, S.A.	100,0%	100,0%	Ciclo integral de agua
Empresa General de Servicios Públicos Urbanos, S.L.	99,7%	100,0%	Arrendamientos y gestión de almacenes
Sociedad Española de Abastecimientos, S.A.	-	94,9%	Ciclo integral de agua
Aragonesa de Servicios Públicos, S.A.	-	100,0%	Ciclo integral de agua, RSU y LV
General de Análisis Materiales y Servicios, S.L.	-	100,0%	Análisis, ensayos y control para el tratamiento y calidad del agua
Implantaciones de Sistemas de Gestión, S.L.	-	100,0%	Servicios informáticos, atención al abonado y otros
Cartera de Activos, S.L.	-	100,0%	Financiera
Aguas de Valencia Internacional, S.A.	90,0%	100,0%	Actividades de desarrollo internacional
Operagua, S.A.	70,0%	70,0%	Suministro de agua de riego y obras asociadas
Valenciana de Aguas Depuradas, S.A.	-	100,0%	Inactiva
Vainmosa Cartera, S.L.	100,0%	100,0%	Sociedad de cartera
Aigües Potables L'Alcudia, S.L.	90,0%	99,5%	Inactiva
Aguas de Venezuela, C.A.	-	100,0%	Inactiva
Vanagua, S.A.	35,0%	100,0%	Gestión de Ciclo Integral del Agua en Navarra y País Vasco
Fundación Aguas de Valencia de la Comunidad Valenciana	-	-	Investigación, formación, realización y publicación de estudios relacionados con el Ciclo Integral del agua. Actividades cívico-culturales
ENTIDADES MULTIGRUPO (NEGOCIOS CONJUNTOS)			
Valenciana de Servicios ITV, S.A.	50,0%	50,0%	Servicio de ITV en la Comunidad Valenciana
Companyia General D'Aigües de Catalunya, S.A.	50,0%	50,0%	Gestión del Ciclo Integral del Agua (Cataluña)
Progadima, S.A.	50,0%	50,0%	Actividades inmobiliarias por cuenta propia
EMPRESAS ASOCIADAS			
Empresa General Valenciana del Agua, S.A.	-	49,0%	Gestión del Ciclo Integral del Agua y obras relacionadas
Empresas de Aguas y Servicios Públicos, S.A.	49,0%	49,0%	Abastecimiento de agua potable a Morella
Servicios de Agua y Saneamientos de Teruel, S.A.	-	28,8%	Gestión del Ciclo Integral del Agua en Teruel
Empresa Mixta D'Aigües D'Altafulla, S.A.	-	24,5%	Gestión del Ciclo Integral del Agua en Altafulla
Empresa Mixta D'Aigües de Sagunto, S.A.	49%	49%	Gestión del Ciclo Integral del Agua en Sagunto
Adquisiciones de Emplazamientos, S.L.	39,92%	39,92%	Telecomunicaciones

Anexo 2

Proyecciones financieras

GAVSA. Cuenta de Pérdidas y Ganancias proyectada

Grupo Aguas de Valencia. Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Hea	Hea	Hea	Proy.												
Cifras en miles de euros																
Cifra de negocios	117.080	127.441	151.709	171.874	178.829	183.354	188.178	193.130	198.213	203.432	207.699	213.199	218.845	224.641	230.591	236.700
Ciclo integral del agua	103.824	114.701	139.760	169.767	166.350	170.623	175.166	179.832	184.623	189.542	193.504	198.692	204.018	209.488	215.105	220.873
Venta de Agua	82.735	87.087	90.217	107.844	112.149	115.048	118.137	121.310	124.588	127.917	130.265	133.797	137.424	141.150	144.976	148.905
Obras y trabajos	20.339	21.308	17.157	17.973	19.171	19.621	20.100	20.591	21.095	21.611	22.139	22.681	23.235	23.805	24.388	24.986
Cuenta Ajena y Ramales	15.308	17.187	14.864	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Obras Área Técnica	4.031	4.121	2.273	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resto CIA	20.749	26.306	32.388	33.850	35.040	35.954	36.929	37.930	38.958	40.015	41.100	42.214	43.358	44.534	45.741	46.981
Alcantarillado	2.903	3.547	4.340	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Edar's	4.685	6.620	8.490	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Alquiler y Colocación Contadores	8.237	7.287	8.495	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Venta de Contadores y Materiales	1.853	2.312	1.623	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Servicios y Arrendamientos	5.071	6.920	5.138	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otras líneas de negocio	13.256	12.740	11.849	12.107	12.470	12.732	13.012	13.298	13.591	13.890	14.195	14.507	14.827	15.153	15.486	15.827
Servicios ITV	8.556	10.084	10.305	10.357	10.735	10.934	11.174	11.420	11.671	11.928	12.190	12.458	12.733	13.015	13.299	13.582
RSU y L. Varía	4.700	2.656	1.544	1.750	1.735	1.798	1.838	1.876	1.918	1.962	2.009	2.045	2.094	2.140	2.187	2.235
Otros ingresos de explotación	11.192	21.890	20.301	16.293	32.830	31.222	25.210	25.503	13.253	13.613	13.983	14.362	14.753	15.129	15.514	15.910
Trabajos para el inmovilizado	8.497	16.405	16.506	12.450	28.872	27.181	21.000	21.282	8.939	8.204	9.477	9.758	10.047	10.319	10.599	10.886
Otros ingresos	2.695	3.484	3.795	3.843	3.958	4.041	4.210	4.221	4.314	4.400	4.505	4.606	4.690	4.760	4.913	5.024
Variación de existencias de productos terminad	(2.384)	23	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
INGRESOS DE EXPLOTACIÓN	125.858	145.354	172.011	188.167	211.660	214.577	213.309	218.633	221.467	227.045	221.682	227.562	233.598	239.770	246.106	252.610
% crecimiento	13,3%	15,2%	18,2%	9,4%	12,8%	1,4%	-0,8%	2,5%	3,3%	2,6%	2,1%	2,7%	2,7%	2,8%	2,6%	2,8%
Consumos y otros aprovisionamientos	(39.674)	(56.495)	(70.665)	(81.378)	(100.723)	(100.833)	(99.754)	(98.982)	(88.719)	(91.120)	(93.396)	(95.928)	(98.531)	(101.178)	(103.897)	(106.683)
a) Compras y trabajos	(28.270)	(41.385)	(39.884)	(30.004)	(53.042)	(52.264)	(46.818)	(47.682)	(36.038)	(37.011)	(37.820)	(38.845)	(39.501)	(40.859)	(42.045)	(43.160)
b) Compra de agua y tarifa de inversiones	(7.221)	(8.738)	(23.713)	(36.545)	(28.243)	(38.241)	(40.309)	(41.357)	(42.523)	(43.672)	(44.958)	(46.079)	(47.322)	(48.504)	(49.922)	(51.275)
c) Energía eléctrica	(4.183)	(6.367)	(8.068)	(8.829)	(9.139)	(8.337)	(9.322)	(9.983)	(10.161)	(10.496)	(10.719)	(11.012)	(11.308)	(11.619)	(11.932)	(12.253)
Gastos de personal	(36.285)	(38.388)	(40.658)	(41.660)	(43.143)	(44.283)	(45.497)	(47.265)	(48.548)	(49.862)	(51.214)	(52.602)	(54.028)	(55.493)	(56.998)	(58.543)
a) Sueldos, salarios y gastos sociales	(34.722)	(35.621)	(39.004)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
b) Pensiones	(1.563)	(2.767)	(2.054)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros gastos de explotación	(23.233)	(24.754)	(26.958)	(27.563)	(28.493)	(29.091)	(29.731)	(30.385)	(31.054)	(31.737)	(32.435)	(33.149)	(33.878)	(34.623)	(35.385)	(36.163)
a) Reparación y conservación	(8.874)	(10.584)	(11.558)	(11.200)	(11.533)	(11.778)	(12.037)	(12.302)	(12.573)	(12.849)	(13.122)	(13.421)	(13.710)	(14.018)	(14.323)	(14.642)
b) Cánones y tributos	(4.593)	(4.515)	(4.870)	(4.753)	(4.895)	(4.998)	(5.168)	(5.231)	(5.335)	(5.453)	(5.573)	(5.695)	(5.821)	(5.949)	(6.082)	(6.213)
c) Variación de las provisiones de tráfico	(779)	(543)	(506)	(850)	(672)	(684)	(899)	(714)	(730)	(746)	(782)	(778)	(796)	(814)	(831)	(850)
c) Otros gastos de explotación	(8.677)	(9.038)	(10.824)	(11.350)	(11.392)	(11.631)	(11.887)	(12.148)	(12.415)	(12.689)	(12.958)	(13.253)	(13.545)	(13.843)	(14.147)	(14.459)
GASTOS DE EXPLOTACIÓN	(99.153)	(119.647)	(138.321)	(150.701)	(172.359)	(174.255)	(171.983)	(176.532)	(168.319)	(172.719)	(177.045)	(181.680)	(186.437)	(191.294)	(196.279)	(201.395)
BAIIDA	26.705	29.707	33.690	37.466	39.301	40.320	41.406	42.001	43.148	44.326	44.637	45.882	47.161	48.476	49.827	51.215
% margen sobre ingresos	21,2%	19,3%	15,6%	19,5%	18,6%	18,8%	19,4%	19,2%	20,4%	20,4%	20,1%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,3%
Dotación a la amortización	(9.538)	(11.200)	(11.719)	(14.806)	(16.654)	(17.701)	(18.087)	(18.501)	(18.809)	(19.269)	(19.258)	(19.055)	(19.357)	(19.857)	(19.852)	(19.320)
a) Amortización inmovilizado material	(8.851)	(9.947)	(9.468)	(12.705)	(14.394)	(15.441)	(15.827)	(16.241)	(16.549)	(17.009)	(16.958)	(16.795)	(17.097)	(17.857)	(17.631)	(17.060)
a) Amortización inmovilizado inmaterial	(687)	(1.253)	(2.251)	(2.300)	(2.260)	(2.260)	(2.260)	(2.260)	(2.260)	(2.260)	(2.250)	(2.260)	(2.260)	(2.260)	(2.260)	(2.260)
BAII	17.167	18.507	21.971	22.660	22.647	22.619	23.319	23.501	24.339	25.057	25.379	26.827	27.804	28.519	30.955	31.895
% margen sobre ingresos	13,6%	12,4%	12,8%	12,0%	10,7%	10,5%	10,8%	10,7%	11,5%	11,5%	11,4%	11,8%	11,9%	11,5%	12,0%	12,0%
BAII atribuible a minoritarios	-	-	552,2	014,0	1.388,3	1.383,8	1.431,3	1.451,9	1.491,9	1.532,2	1.542,0	1.586,7	1.620,0	1.675,7	1.722,4	1.770,4
Ingresos financieros	514,0	630,0	826,0	159,9	158,9	158,9	158,9	158,9	158,9	158,9	158,9	158,9	158,9	158,9	158,9	158,9
Gastos financieros	(1.405,0)	(1.509,0)	(1.710,0)	(2.297,8)	(4.622,8)	(4.796,0)	(4.735,2)	(4.274,0)	(3.745,0)	(2.428,1)	(1.095,5)	(763,8)	(183,5)	(163,5)	(163,5)	(155,5)
Participación en el rdo. de Sdaes. Asoci.	210,0	630,0	450,0	479,4	492,9	513,1	514,2	525,5	537,9	548,9	560,9	573,3	586,9	599,8	611,9	625,4
Arrendamientos	-	-	-	327,3	337,1	344,1	351,7	359,5	367,4	375,4	383,7	392,1	400,8	409,6	418,3	427,8
Resultado enajenación de act. no corrient.	(11,0)	66,0	237,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS	16.478	18.547	21.791	21.317	19.113	18.869	19.604	20.271	21.657	23.675	25.367	27.786	28.786	29.522	31.991	32.543
Impuesto sobre Sociedades	(5.708)	(6.627)	(6.707)	(6.312)	(5.585)	(5.510)	(5.727)	(5.924)	(6.335)	(6.938)	(7.448)	(8.164)	(8.460)	(8.977)	(9.414)	(9.895)
Resultado de las actividades interrumpidas	-	-	(564)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tipo efectivo sobre BAI	34,6%	35,7%	31,6%	29,2%	29,2%	29,2%	28,2%	29,2%	29,3%	29,3%	29,2%	29,4%	28,4%	29,4%	29,4%	28,4%
BENEFICIO DEL EJERCICIO	10.770	11.920	14.500	15.005	13.527	13.359	13.877	14.347	15.321	16.737	17.939	19.622	20.326	20.845	22.577	23.248
% margen sobre ingresos	8,6%	8,2%	8,4%	7,9%	6,4%	6,2%	6,5%	6,5%	7,2%	7,7%	8,1%	8,6%	8,7%	8,7%	9,2%	8,2%
Beneficio atribuible a intereses minoritarios	239	115	223	259	632	503	431	351	392	434	437	450	462	475	489	502
BENEFICIO ATRIB. SOC. DOMINANTE	10.531	11.805	14.277	15.036	12.894	12.856	13.446	13.996	14.929	16.303	17.502	19.174	19.864	20.370	22.089	22.746

GAVSA. Balance proyectado

Grupo Aguas de Valencia. Balance

Cifras en miles de euros	2005 Hco	2006 Hco	2007 Hco	2008 Proy.	2009 Proy.	2010 Proy.	2011 Proy.	2012 Proy.	2013 Proy.	2014 Proy.	2015 Proy.	2016 Proy.	2017 Proy.	2018 Proy.	2019 Proy.	2020 Proy.
ACTIVO																
INMOVILIZADO MATERIAL	45.521,0	56.505,0	66.279,0	69.959,5	68.753,7	102.650,3	105.984,0	115.111,4	108.847,9	121.859,4	56.472,5	59.730,8	53.833,6	77.705,0	71.274,6	54.674,9
INVERSIONES INMOBILIARIAS	6.399,0	8.333,0	8.250,0	8.250,0	8.250,0	8.250,0	8.250,0	8.250,0	8.250,0	8.250,0	8.250,0	8.250,0	8.250,0	8.250,0	8.250,0	8.250,0
FONDO DE COMERCIO	350,0	480,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0
OTROS ACTIVOS INTANGIBLES	95.541,0	103.560,0	124.232,0	155.354,6	153.104,5	150.844,4	159.584,3	156.324,2	154.064,1	151.804,0	149.543,9	147.283,8	145.023,7	142.793,6	142.503,5	138.243,4
ACTIVOS FINANCIEROS NO CORRIE	3.118,0	4.257,0	16.259,0	16.259,0	16.259,0	16.259,0	16.259,0	16.259,0	16.259,0	16.259,0	16.259,0	16.259,0	16.259,0	16.259,0	16.259,0	16.259,0
INVERSIONES PLESTAS EN EQUIVA	11.051,0	11.713,0	13.859,0	13.859,0	13.859,0	13.859,0	13.859,0	13.859,0	13.859,0	13.859,0	13.859,0	13.859,0	13.859,0	13.859,0	13.859,0	13.859,0
ACTIVOS POR IMPUESTOS DIFERID	6.108,0	7.200,0	6.493,0	6.493,0	6.493,0	6.493,0	6.493,0	6.493,0	6.493,0	6.493,0	6.493,0	6.493,0	6.493,0	6.493,0	6.493,0	6.493,0
OTROS ACTIVOS NO CORRIENTES	2.701,0	2.721,0	4.958,0	4.958,0	4.958,0	4.958,0	4.958,0	4.958,0	4.958,0	4.958,0	4.958,0	4.958,0	4.958,0	4.958,0	4.958,0	4.958,0
CONTRATOS DE SEGUROS DE PEN:	17.032,0	16.054,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0
ACTIVOS NO CORRIENTES	191.111,0	210.883,0	236.389,0	303.192,1	319.726,2	331.362,7	335.426,3	339.293,6	330.570,0	321.561,4	312.874,4	304.872,6	296.715,3	288.326,6	279.636,1	270.776,3
EXISTENCIAS	1.430,0	1.247,0	1.229,0	1.415,3	1.751,8	1.754,5	1.682,7	1.721,5	1.543,0	1.584,7	1.624,3	1.658,4	1.713,6	1.759,7	1.807,0	1.855,5
DEUDORES COMERCIALES Y OTRA	40.127,0	43.913,0	46.158,0	52.283,2	54.406,5	55.786,2	57.253,8	58.760,5	60.307,1	61.884,9	63.183,3	64.886,6	66.584,4	68.347,9	72.158,2	72.016,7
OTROS ACTIVOS FINANCIEROS COI	2.522,0	1.532,0	1.560,0	1.560,0	1.560,0	1.560,0	1.560,0	1.560,0	1.560,0	1.560,0	1.560,0	1.560,0	1.560,0	1.560,0	1.560,0	1.560,0
ACTIVOS POR IMPUESTOS CORRIE	7,0	12,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0
OTROS ACTIVOS CORRIENTES	1.469,0	1.856,0	2.552,0	2.552,0	2.552,0	2.552,0	2.552,0	2.552,0	2.552,0	2.552,0	2.552,0	2.552,0	2.552,0	2.552,0	2.552,0	2.552,0
EFFECTIVO Y OTROS MEDIOS LIQUID	25.189,0	19.877,0	9.571,0	-	-	-	-	-	-	-	10.080,2	37.991,7	96.755,9	93.296,7	127.886,8	160.332,9
ACTIVOS CORRIENTES	70.844,0	68.487,0	61.111,0	57.861,6	60.314,3	61.693,8	63.089,6	64.635,0	66.003,1	67.632,7	79.050,8	108.669,7	139.206,9	170.557,2	204.005,0	238.358,2
TOTAL ACTIVO	261.955,0	279.350,0	299.480,0	361.053,8	380.040,5	393.056,5	398.515,9	403.928,6	396.573,1	389.194,1	391.925,3	413.542,2	435.922,3	458.883,8	483.641,0	509.134,5
PASIVO																
CAPITAL	5.907,0	5.907,0	5.907,0	5.907,0	5.907,0	5.907,0	5.907,0	5.907,0	5.907,0	5.907,0	5.907,0	5.907,0	5.907,0	5.907,0	5.907,0	5.907,0
OTRAS RESERVAS	35.537,0	35.537,0	35.537,0	35.537,0	35.537,0	35.537,0	35.537,0	35.537,0	35.537,0	35.537,0	35.537,0	35.537,0	35.537,0	35.537,0	35.537,0	35.537,0
GANANCIAS ACUMULADAS	60.567,0	88.221,0	97.769,0	112.824,9	125.719,3	138.575,7	152.021,8	166.018,4	180.947,5	197.250,7	214.752,7	233.926,4	253.790,2	274.190,7	295.248,8	318.995,0
DIFERENCIAS DE CAMBIO	(49,0)	(50,0)	(52,0)	(52,0)	(52,0)	(52,0)	(52,0)	(52,0)	(52,0)	(52,0)	(52,0)	(52,0)	(52,0)	(52,0)	(52,0)	(52,0)
PATRIMONIO ATRIBUIDO	122.052,0	129.615,0	139.181,0	154.216,9	167.111,3	178.967,7	193.413,9	207.410,4	222.339,6	238.642,7	256.144,7	275.318,4	295.182,2	315.552,7	337.641,8	360.388,0
INTERESES MINORITARIOS	10.601,0	10.947,0	11.170,0	11.458,8	12.071,2	12.573,8	13.005,0	13.355,5	13.747,1	14.181,4	14.618,7	15.058,2	15.500,3	16.005,2	16.493,3	16.995,1
PATRIMONIO NETO	132.853,0	140.562,0	150.351,0	165.655,7	178.182,4	192.541,5	206.418,9	220.765,9	236.086,7	252.824,1	270.763,4	290.386,7	310.712,5	331.557,8	354.135,1	377.383,0
OTROS PASIVOS FINANCIEROS L/P	163,0	193,0	172,0	172,0	172,0	172,0	172,0	172,0	172,0	172,0	172,0	172,0	172,0	172,0	172,0	172,0
PASIVOS POR IMPUESTOS DIFERID	4.177,0	3.617,0	3.462,0	3.462,0	3.462,0	3.462,0	3.462,0	3.462,0	3.462,0	3.462,0	3.462,0	3.462,0	3.462,0	3.462,0	3.462,0	3.462,0
FONDO PARA PENSIONES	17.022,0	16.084,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0	17.639,0
PROVISIONES L/P	122,0	122,0	122,0	122,0	122,0	122,0	122,0	122,0	122,0	122,0	122,0	122,0	122,0	122,0	122,0	122,0
PASIVOS NO CORRIENTES	21.484,0	19.926,0	21.415,0													
DEUDAS CON ENTIDADES DE CREDITO	34.841,0	30.056,0	37.172,0	79.260,9	83.506,4	83.200,3	74.742,4	85.131,6	41.850,9	16.947,1	-	-	-	-	-	-
ACREEDORES COMERCIALES Y OTRA	52.539,0	62.361,0	51.220,0	67.105,4	69.251,4	71.755,2	73.573,5	75.549,4	77.670,3	79.749,7	81.700,3	83.893,0	86.144,7	88.498,8	90.931,2	93.269,5
OTROS PASIVOS FINANCIEROS C/P	79,0	54,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0
PROVISIONES C/P	496,0	436,0	536,0	536,0	536,0	536,0	536,0	536,0	536,0	536,0	536,0	536,0	536,0	536,0	536,0	536,0
PASIVOS POR IMPUESTOS CORRIENT	1.801,0	1.934,0	1.735,0	1.895,0	2.134,9	2.164,3	2.152,4	2.225,3	2.133,0	2.189,2	2.236,0	2.295,3	2.358,2	2.418,5	2.482,4	2.548,0
OTROS PASIVOS	17.752,0	24.021,0	27.016,0	25.150,7	23.282,4	21.414,1	19.545,6	18.157,5	16.849,2	15.500,8	15.242,5	14.584,2	14.725,9	14.467,6	14.203,3	13.851,0
Fianzas y depósitos	2.348,0	2.591,0	2.768,0	2.768,0	2.768,0	2.768,0	2.768,0	2.768,0	2.768,0	2.768,0	2.768,0	2.768,0	2.768,0	2.768,0	2.768,0	2.768,0
Personal	3.475,0	6.154,0	4.538,0	4.659,7	3.891,4	3.105,1	2.524,8	2.055,5	1.808,2	1.548,8	1.291,5	1.033,2	774,9	515,9	256,3	(0,0)
Pensiones	-	2.600,0	2.060,0	-	1.040,0	520,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pensiones no extenionzables	-	3.554,0	3.359,0	3.099,7	2.841,4	2.583,1	2.224,8	2.055,5	1.808,2	1.548,8	1.291,5	1.033,2	774,9	515,9	256,3	(0,0)
Administraciones Públicas	3.358,0	3.198,0	3.034,0	3.034,0	3.034,0	3.034,0	3.034,0	3.034,0	3.034,0	3.034,0	3.034,0	3.034,0	3.034,0	3.034,0	3.034,0	3.034,0
Ingresos diferidos	4.522,0	7.497,0	7.630,0	6.840,0	6.450,0	4.960,0	3.270,0	2.150,0	1.090,0	-	-	-	-	-	-	-
Otras deudas	4.049,0	4.651,0	8.148,0	8.148,0	8.148,0	8.148,0	8.148,0	8.148,0	8.148,0	8.148,0	8.148,0	8.148,0	8.148,0	8.148,0	8.148,0	8.148,0
TOTAL PASIVO	261.955,0	279.350,0	299.480,0	361.053,8	380.040,5	393.056,5	398.515,9	403.928,6	396.573,1	389.194,1	391.925,3	413.542,2	435.922,3	458.883,8	483.641,0	509.134,5

Anexo 3

Endeudamiento del sector y cálculo del coeficiente beta

GAVSA. Endeudamiento del sector y cálculo del coeficiente beta

Compañía	Apalancamiento (%)	Gearing (%)	Beta ajust.	Tasa impuestos efectiva	Beta reapalancada	Pais	Moneda	Capitalización Bursátil (millones)	Deuda Neta	Valor del Negocio	Raw Beta	Beta desapalancada
THESSALONIKI WATER & SEWAGE	0,00%	0,00%	0,84	27,2%	1,06	GR	EUR	211	(7)	204	0,75	0,84
AGUAS DE BARCELONA	9,86%	12,91%	0,80	21,7%	0,91	ES	EUR	4.129	533	5.388	0,70	0,73
ACEA SPA	28,59%	40,91%	0,95	40,2%	0,96	IT	EUR	3.030	1.240	4.338	0,92	0,76
UNITED UTILITIES	34,73%	53,20%	0,71	28,8%	0,54	UK	GBP	6.656	3.541	10.197	0,58	0,51
AMERICAN STATES WATER COMPANY	31,89%	46,81%	0,88	42,5%	0,86	US	USD	648	303	951	0,79	0,68
CALIFORNIA WATER SERVICE GROUP	27,06%	37,27%	1,18	39,9%	1,21	US	USD	755	285	1.054	1,27	0,96
ATHENS WATER SUPPLY & SEWAGE	7,56%	8,29%	1,23	28,0%	1,46	GR	EUR	1.223	101	1.324	1,34	1,16
MEDIA	19,97%	28,48%	0,94	32,30%	1,02							
MEDIANA	27,06%	37,27%	0,86	28,60%	0,96							
APLICADA	27,06%	37,27%	0,86	30,0%	0,96							

Anexo 4

Deuda neta

Deuda neta

Deuda Neta	-28.993
Deuda financiera	-40.144
OTROS PASIVOS FINANCIEROS L/P	-172
OTROS PASIVOS FINANCIEROS C/P	-32
Deudas con entidades de crédito	-37.172
Fianzas y depósitos	-2.768
Otros activos financieros corrientes	1.580
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes	9.571
Cifras en miles de euros	

Anexo 5

Inmovilizado no afecto a la explotación

Inmovilizado no afecto a la explotación

Total inmovilizado no afecto a la explotación

Inmovilizado no afecto a la explotación	46.900
Inversiones inmobiliarias	13.625
Activos financieros no corrientes	16.269
Inversiones puestas en equivalencia	14.604
Otros activos no corrientes de carácter finar	2.402
Cifras en miles de euros	

- Los activos financieros no corrientes (16.269 miles de euros) se refieren a:
 - 12 millones de euros que GAVSA ha pagado al ayuntamiento de Sagunto en concepto de derechos de uso por cuenta de la empresa mixta que gestionará el ciclo integral del agua en dicho municipio;
 - 4,2 millones de euros son créditos concedidos a ayuntamientos.
- El resto de partidas se detallan en las páginas siguientes del presente Anexo.

Inmovilizado no afecto a la explotación (cont.)

Tasación de los activos inmobiliarios no operativos

GAVSA. Tasación de los activos inmobiliarios no operativos. (TINSA. Abril-Mayo 2008)

Cifras en miles de euros	Valor neto contable	Valor tasación
Valencia, Reino 10-14 ^a	385	587
Masarrojos, Castell de la Creu	305	306
Godella, c/San Blas	84	282
Gandia, c/Atlántico	781	985
Valencia, c/Reina, 29	341	890
Quart de Poblet, partida la Foia	5	6
Alzira, rústico	188	175
Sueca, Partida del Malvinaret	1	1
Manises, La Presa	896	1.005
Manises, La Presa	52	0
L'Alcudia, Solar Industrial	815	827
Miramar	23	177
Valencia, Plaza Legión Española (*)	1.522	2.744
Valencia, c/Alvaro de Bazán (*)	2.858	5.640
TOTAL INVERSIONES INMOBILIARIAS	8.260	13.625

- (*) En la actualidad se obtienen rentas de alquiler por arrendamiento de estos inmuebles, que no han sido consideradas para la obtención del valor del negocio.

Inmovilizado no afecto a la explotación (cont.)

Sociedades puestas en equivalencia

GAVSA. Valor de las sociedades puestas en equivalencia

Cifras en miles de euros	Porcentaje de participación	Valor neto contable	Valor tasación
Empresa General Valenciana del Agua, S.A. (1)	49,00%	11.937	11.937
Empresas de Aguas y Servicios Públicos, S.A. (2)	49,00%	81	81
Servicios de Agua y Saneamientos de Teruel, S.A. (2)	28,82%	145	145
Empresa Mixta D'Aigües D'Altafulla, S.A. (2)	24,50%	(46)	(46)
Empresa Mixta D'Aigües de Sagunto, S.A. (3)	49,00%	1.725	1.725
Adquisiciones de Emplazamientos, S.L. (4)	39,92%	47	762
Total		13.889	14.604

(1) Se considera que el valor en libros de Egevasa no difiere significativamente del que resultaría de aplicar métodos de valoración de general aceptación.

(2) Debido a la escasa materialidad en el contexto de nuestro trabajo, se ha considerado razonable la valoración mediante valor en libros.

(3) Sociedad sujeta a la resolución de discrepancias surgidas en cuanto a la interpretación del contrato. Se ha optado por la valoración en libros.

(4) Valorada de modo independiente mediante DFC. Ver detalle.

- El valor en libros de Egevasa incluye, por importe de 6,762 millones de euros, el fondo de comercio derivado de la aportación no dineraria, consistente en la totalidad de las participaciones sociales de Vainmosa Cartera, S.L., realizada como desembolso de la ampliación de capital llevada a cabo en 2001 por la sociedad dominante.

Inmovilizado no afecto a la explotación (cont.)

Sociedades puestas en equivalencia (cont.)

Adesal

- La participación de GAVSA en Adesal se ha valorado utilizando un CMPC del 7,39% que, en nuestra opinión, recoge adecuadamente el riesgo de la actividad de dicha compañía.
- Se ha aplicado un descuento sobre el valor resultante del DFC en concepto de participación minoritaria.

Anexo 6

Posición fiscal neta a largo plazo

Posición fiscal neta a largo plazo

Posición fiscal neta a largo plazo	1.402
Activos por impuestos diferidos	6.493
Pasivos por impuestos diferidos	3.482
Nuevos pasivos por impuestos diferidos. 30% de la nueva plusvalía de los inmuebles.	1.609
Cifras en miles de euros	

Anexo 7

Términos y abreviaturas

Términos y abreviaturas

Término	Definición
DFC	Descuento de Flujos de Caja
VAN	Valor Actual Neto
BAII / EBIT	Beneficio antes de intereses e impuestos
BAIIDA / EBITDA	Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización
PER	Múltiplo sobre Beneficio
OPA	Oferta Pública de Adquisición
CMPC	Coste Medio Ponderado del Capital
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
RD	Real Decreto
VTC	Valor teórico contable
AC	Activo contable
PE	Pasivo exigible
AP	Acciones propias
FP	Fondos propios
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
EIU	The Economist Intelligence Unit
PwC	PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L.
GAVSA, la Compañía o el Grupo	Aguas de Valencia, S.A. y sociedades dependientes
IFAGVAL	Inversiones Financieras AGVAL, S.L.
Emivasa	Empresa Mixta Valenciana de Aguas, S.A.
EMAA	Empresa Mixta de Agua en Alta
Egevasa	Empresa General Valenciana de Aguas, S.A.
Adesal	Adquisiciones de Emplazamientos, S.L.
Sastesa	Servicios de Agua y Saneamientos de Teruel, S.A.
TINSA	Tasaciones Inmobiliarias, S.A.
Edar	Estación depuradora de aguas residuales
CIA	Ciclo Integral del Agua
ITV	Inspección Técnica de Vehículos