

METROVACESA, S.A. (METROVACESA o la Sociedad), en cumplimiento de lo establecido en el artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores, pone en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) la siguiente:

INFORMACIÓN RELEVANTE

Como continuación a la Información Relevante remitida el pasado 21 de diciembre de 2012, relativa, entre otras cosas, a la convocatoria de una Junta General Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad, se adjunta la siguiente documentación:

1. Anuncio de la Convocatoria de la Junta General Extraordinaria que se celebrará el 29 de enero de 2013, a las 11,00 horas, en el domicilio social de la Sociedad, sito en Parque Metrovacesa Vía Norte, C/ Quintanavides, 13 (28050) Madrid; y
2. Propuestas de acuerdos a someter a la deliberación y, en su caso, aprobación de los accionistas.
3. Informe del Consejo de Administración en relación con la solicitud de exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad y formulación de una oferta pública de adquisición (OPA) de acciones.
4. Informe emitido por la sociedad Ernst & Young Servicios Corporativos, S.L. en relación con la valoración de las acciones de la Sociedad; y

Madrid, a 27 de diciembre de 2012

D. Lucas Osorio Iturmendi
Secretario del Consejo de Administración de
Metrovacesa, S.A.



**CONVOCATORIA DE JUNTA GENERAL EXTRAORDINARIA DE METROVACESA, S.A.
A CELEBRAR EN FECHA 29 DE ENERO DE 2013**

De conformidad con el acuerdo adoptado por el Consejo de Administración de Metrovacesa, S.A. (en adelante, la "**Sociedad**"), se convoca a los Sres. Accionistas a la Junta General Extraordinaria de accionistas que se celebrará en el domicilio social en Parque Metrovacesa Vía Norte, C/ Quintanavides, 13 (28050) Madrid, a las 11:00 horas del día 29 de enero de 2013, en única convocatoria, para deliberar y resolver los asuntos comprendidos en el siguiente

ORDEN DEL DÍA

ASUNTOS PARA APROBACIÓN

PRIMERO.- Ratificación y nombramiento, en su caso, del siguiente consejero nombrado por cooptación por el Consejo de Administración de la Sociedad: D. Ignacio Moreno Martínez.

SEGUNDO.- Examen y aprobación, en su caso, de la exclusión de negociación en las Bolsas de Valores de las acciones representativas del capital social de Metrovacesa, S.A. y de la realización de una Oferta Pública de Adquisición de Acciones de la Sociedad formulada por terceros accionistas.

TERCERO.- Delegación de facultades para la formalización, inscripción, desarrollo, interpretación, subsanación y ejecución de los acuerdos adoptados.

DERECHO DE INFORMACIÓN Y CONSULTA, ENTREGA O ENVÍO DE DOCUMENTACIÓN

De acuerdo con lo previsto en la vigente Ley de Sociedades de Capital, los accionistas tienen derecho a examinar en el domicilio social, sito en Parque Metrovacesa Vía Norte, C/ Quintanavides, 13 (28050) Madrid, los documentos que a continuación se mencionan, así como igualmente el derecho a obtener la entrega o el envío gratuito e inmediato de copia de los mismos:

- Breve perfil del consejero propuesto para su ratificación y nombramiento.
- Informe emitido por la sociedad Ernst & Young Servicios Corporativos, S.L. en relación con la valoración de las acciones de la Sociedad.
- Informe del Consejo de Administración en relación con la solicitud de exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad y formulación de una oferta pública de adquisición (OPA) de acciones.
- Propuesta de acuerdos que el Consejo de Administración somete a la Junta General en relación con los puntos del Orden del Día.

Los citados documentos y esta convocatoria podrán ser consultados en la página web de la compañía desde la fecha de publicación de la convocatoria.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 197 de la Ley de Sociedades de Capital, en el artículo 21 de los Estatutos Sociales y en el artículo 6 del Reglamento de la Junta General, hasta el séptimo día anterior al previsto para la celebración de la Junta, los accionistas podrán solicitar del Consejo de Administración, por escrito, los informes o aclaraciones que estimen precisos o formular por escrito las preguntas que estimen pertinentes acerca de los asuntos comprendidos en el Orden del Día. Los accionistas asimismo podrán solicitar informes o aclaraciones o formular preguntas por escrito acerca de la información accesible al público que se hubiera facilitado por la Sociedad a la Comisión Nacional del Mercado de Valores desde la celebración de la última Junta General, es decir, desde el 27 de junio de 2012.



Todas estas solicitudes de información podrán realizarse mediante la entrega de la petición en el domicilio social o mediante su envío a la Sociedad, a la atención de la Oficina del Accionista, según se detalla a continuación:

METROVACESA, S.A.

Oficina del accionista

Parque Metrovacesa Vía Norte

C/ Quintanavides, 13 (28050) Madrid

Email: oficinadelaccionista@metrovacesa.es

Teléfono: 914184173

Fax: 915567298

Cualquiera que sea el medio que se emplee para la emisión de las solicitudes de información, la petición del accionista deberá incluir su nombre y apellidos, acreditando las acciones de las que es titular, con objeto de que esta información sea cotejada con la relación de accionistas y el número de acciones a su nombre facilitada por la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Iberclear). Corresponderá al accionista la prueba del envío de la solicitud a la Sociedad en forma y plazo. La página web de la Sociedad detallará las explicaciones pertinentes para el ejercicio del derecho de información del accionista en los términos previstos en la normativa aplicable.

Las asociaciones de accionistas, que en su caso estuvieren debidamente constituidas e inscritas, de conformidad con el artículo 539 de la Ley de Sociedades de Capital también podrán solicitar la información aquí detallada mediante los mismos procedimientos de solicitud.

En la página web de la Sociedad www.metrovacesa.es estará habilitado un Foro Electrónico de Accionistas desde la fecha de publicación de la convocatoria, al que podrán acceder con las debidas garantías tanto los accionistas individuales como las asociaciones anteriormente mencionadas, para facilitar la comunicación con carácter previo a la celebración de la Junta General entre la Sociedad y éstos.

De conformidad con lo dispuesto en la Ley de Sociedades de Capital y en el artículo 5 del Reglamento de la Junta General de accionistas de la Sociedad, los accionistas que representen al menos un cinco por ciento del capital social podrán, en el plazo de cinco días siguientes a la publicación de la convocatoria, presentar propuestas fundamentadas de acuerdo sobre asuntos ya incluidos o que deban incluirse en el orden del día de la Junta convocada. La Sociedad asegurará la difusión de estas propuestas de acuerdo y de la documentación, que en su caso se adjunte, entre el resto de accionistas, en los términos previstos en la Ley de Sociedades de Capital.

DERECHO DE ASISTENCIA

Los derechos de asistencia, representación y voto de los Sres. Accionistas se regularán por lo dispuesto en la Ley, en los Estatutos Sociales y en el Reglamento de la Junta General. Podrán asistir a las Juntas Generales los titulares de diez o más acciones que, con una antelación de cinco días a aquél en que se celebre la Junta, figuren inscritos en el correspondiente Registro de anotaciones en cuenta.

REPRESENTACIÓN

De acuerdo con los artículos 16 de los Estatutos Sociales y 7.3 del Reglamento de la Junta General, todo accionista con derecho a voto podrá hacerse representar en la Junta General por medio de otra persona, aunque ésta no sea accionista. La representación deberá conferirse con



carácter especial para cada Junta. La representación deberá conferirse **por escrito** o mediante correspondencia postal.

Cuando se confiera por medio de **correspondencia postal** solo se reputará válida la que sea dirigida a la Sociedad, a la atención de la Oficina del Accionista, en la sede social, sita en Parque Metrovacesa Vía Norte, C/ Quintanavides, 13 (28050) Madrid, y que se efectúe remitiendo a la Sociedad un escrito en el que conste la representación otorgada, acompañado de la tarjeta de asistencia expedida por la entidad o entidades depositarias de los títulos.

La representación conferida habrá de recibirse por la Sociedad antes de las veinticuatro horas del día inmediatamente anterior al previsto para la celebración de la Junta General. En caso contrario, la representación se tendrá por no otorgada.

En los documentos en los que consten las representaciones para la Junta General se reflejarán las instrucciones sobre el sentido del voto, entendiéndose que, de no impartirse instrucciones expresas, el representante votará a favor de las propuestas de acuerdos formuladas por el Consejo de Administración sobre los asuntos incluidos en el Orden del Día.

En el supuesto de que pudiera ser sometido a votación en la Junta cualquier otro asunto que no figurase en el Orden del Día, siendo por tanto ignorado en la fecha de la delegación, el representante deberá emitir el voto en el sentido que estime oportuno atendiendo al interés de la Compañía y de su representado.

La representación es siempre revocable. La asistencia personal a la Junta General del accionista representado tendrá valor de revocación de la representación otorgada.

VOTO POR MEDIOS DE COMUNICACIÓN A DISTANCIA

En lo que se refiere a la emisión del voto a distancia, se establece lo siguiente:

Los accionistas con derecho de asistencia y voto podrán emitir por correo su voto sobre las propuestas relativas a puntos comprendidos en el Orden del Día.

El voto por correo se emitirá remitiendo mediante correspondencia postal dirigida a la Sociedad a la atención de la Oficina del Accionista, en la sede social, sita en Parque Metrovacesa Vía Norte, C/ Quintanavides, 13 (28050) Madrid, un escrito en el que conste éste, acompañado de la tarjeta de asistencia expedida por la entidad o entidades encargadas de la llevanza del registro de anotaciones en cuenta.

Para su validez, el voto emitido por correo habrá de recibirse por la Sociedad antes de las veinticuatro horas del día anterior al previsto para la celebración de la Junta General. En caso contrario, el voto se tendrá por no emitido.

Los accionistas con derecho de asistencia que emitan su voto a distancia en los términos indicados, al amparo de lo previsto en el Reglamento de la Junta General y de los Estatutos Sociales, serán considerados como presentes a los efectos de la constitución de la Junta General de que se trate.

El voto emitido a distancia quedará sin efecto:

- 1) Por revocación posterior y expresa efectuada por el mismo medio empleado para la emisión y dentro del plazo establecido para ésta.



- 2) Por asistencia personal a la reunión del accionista que lo hubiera emitido o de su representante.

INTERVENCIÓN DE NOTARIO

En aplicación del artículo 203 de la Ley de Sociedades de Capital, el Consejo de Administración ha acordado requerir la presencia de Notario para que levante acta de la reunión.

Madrid, a 21 de diciembre de 2012.



PROPUESTA DE ACUERDOS A SOMETER A LA DELIBERACIÓN DE LA JUNTA GENERAL EXTRAORDINARIA DE METROVACESA, S.A. A CELEBRAR EL DÍA 29 DE ENERO DE 2013

ASUNTOS PARA APROBACIÓN

PRIMERA PROPUESTA DE ACUERDO: Referida al **Primero** de los Puntos del Orden del Día:

Ratificación y nombramiento, en su caso, del siguiente consejero nombrado por cooptación por el Consejo de Administración de la Sociedad: D. Ignacio Moreno Martínez.

Acuerdo que se propone:

Ratificar el nombramiento como miembro del Consejo de Administración, acordado por cooptación por el propio Consejo en su reunión de fecha 30 de octubre de 2012, nombrando como consejero por el plazo de cinco años previsto en los Estatutos sociales, a contar desde la fecha de esta Junta General de Accionistas, a D. Ignacio Moreno Martínez, mayor de edad, de nacionalidad española, casado, con domicilio profesional en calle Quintanavides, 13, Madrid y titular del documento nacional de identidad número 13715562-H.

SEGUNDA PROPUESTA DE ACUERDO: Referida al **Segundo** de los Puntos del Orden del Día:

Examen y aprobación, en su caso, de la exclusión de negociación en las Bolsas de Valores de las acciones representativas del capital social de Metrovacesa, S.A. y de la realización de una Oferta Pública de Adquisición de Acciones de la Sociedad formulada por terceros accionistas.

Acuerdo que se propone:

1. Exclusión de negociación

Aprobar la exclusión de negociación en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia de la totalidad de las acciones representativas del capital social de la Sociedad y, consecuentemente, de su contratación a través del Sistema de Interconexión Bursátil (Mercado Continuo), así como la solicitud de exclusión de negociación de las referidas acciones, todo ello con expreso sometimiento a lo dispuesto en el artículo 34 y concordantes de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (la "**Ley del Mercado de Valores**"), y el artículo 10 y concordantes del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de ofertas públicas de adquisición de valores (el "**Real Decreto 1066/2007**").

2. Oferta pública de adquisición

Aprobar que la oferta pública de adquisición de acciones de la Sociedad a realizar conforme a lo previsto en el artículo 34.5 de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007 con motivo de la exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (la "**Oferta**" o la "**OPA de Exclusión**") se formule por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A., Banco de Sabadell, S.A., Banco Popular Español, S.A., y Banco Santander, S.A. (conjuntamente, las "**Entidades Oferentes**"), y aprobar los acuerdos relativos a la OPA de Exclusión y al precio, en los términos que seguidamente se indican:

• Entidades Oferentes:

- (i) Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. ("**BBVA**"), sociedad anónima de nacionalidad española, con domicilio social en Bilbao, Plaza de San Nicolás 4, N.I.F. número A-48265169 e inscrita en el Registro Mercantil de Vizcaya. BBVA es titular directo de



171.347.942 acciones de la Sociedad, representativas del 17,340%% de su capital social.

- (ii) Banco de Sabadell, S.A. ("**Banco Sabadell**"), sociedad anónima de nacionalidad española, con domicilio social en Plaza de San Roc número 20, Sabadell, Barcelona, N.I.F número A-08000143 e inscrita en el Registro Mercantil de Barcelona. Banco Sabadell es titular directo de 122.056.044 acciones de la Sociedad, representativas del 12,352% de su capital social.
- (iii) Banco Popular Español, S.A. ("**Banco Popular**"), sociedad anónima de nacionalidad española, con domicilio social en Madrid, Calle Velázquez 34, N.I.F. número A-28000727 e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid. Banco Popular es titular directo de 118.272.856 acciones de la Sociedad, representativas del 11,969% de su capital social.
- (iv) Banco Santander, S.A. ("**Banco Santander**"), sociedad anónima de nacionalidad española, con domicilio social en Paseo Pereda, 9-12, Santander, Cantabria, N.I.F. número A-39000013 e inscrita en el Registro Mercantil de Cantabria. Banco Santander es titular directo de 223.316.141 acciones de la Sociedad, representativas del 22,599% de su capital social. Asimismo, como se indica a continuación, a efectos de la participación de Banco Santander en la Oferta, se le atribuirán a Banco Santander las acciones de la Sociedad titularidad directa de Banesto, que ascienden a 121.213.231 acciones de la Sociedad, representativas del 12,267% de su capital social.

Cada una de las Entidades Oferentes participará en la Oferta a prorrata de su participación directa en el capital social de la Sociedad, deducidas las acciones que no son de titularidad directa de las Entidades Oferentes, y atribuyendo, a estos efectos, a Banco Santander las acciones de la Sociedad titularidad directa de Banco Español de Crédito, S.A. ("**Banesto**"). En definitiva, la participación de las Entidades Oferentes en la Oferta es, aproximadamente, la siguiente:

Nombre	Porcentaje
BBVA	22,659%
Banco Sabadell	16,141%
Banco Popular	15,640%
Banco Santander	45,560%

- Valores a los que se dirige la Oferta e inmovilización de acciones: La Oferta se dirigirá a todos los titulares de las acciones de la Sociedad salvo a aquellos que hubieran votado a favor de la exclusión en la presente Junta General de accionistas y que adicionalmente inmovilicen sus valores hasta que transcurra el plazo de aceptación al que se refiere el artículo 23 del Real Decreto 1066/2007. En este sentido, las Entidades Oferentes, Banesto y Bankia, S.A. ("**Bankia**") (Banesto, Bankia y las Entidades Oferentes se designarán, en adelante, conjuntamente, como las "**Entidades**"), que son en conjunto titulares directos de 944.623.842 acciones de la Sociedad, representativas de, aproximadamente, el 95,594% del capital social de la Sociedad, han inmovilizado sus respectivas acciones hasta la efectiva exclusión de negociación de la totalidad de las acciones de la Sociedad. Sin perjuicio de lo anterior, las Entidades podrán transmitir sus acciones en la Sociedad total o parcialmente a sociedades pertenecientes a su grupo en el sentido del artículo 42 del Código de Comercio o a terceros siempre que la persona o entidad adquirente asuma el compromiso de inmovilización de las acciones de la Sociedad adquiridas en los mismos términos y el precio de venta por acción sea igual o inferior al precio de la Oferta, en el entendido de que si la Entidad transmitente es una



Entidad Oferente, esta seguirá obligada a formular la Oferta en los términos aquí establecidos.

Es elemento esencial sobre el que se fundamenta la voluntad de las Entidades Oferentes de formular la Oferta que esta no se extienda sobre un número de acciones de la Sociedad superior a 43.536.837 acciones, representativas de aproximadamente un 4,406% de su capital social (porcentaje que representa la totalidad del capital social de la Sociedad descontando la participación total de la que las Entidades son titulares directos).

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

- Contraprestación: La OPA de Exclusión se formulará como compraventa, consistiendo en dinero la totalidad de la contraprestación, que será satisfecha al contado en el momento de liquidarse la operación. El precio de la Oferta se ha fijado en la cantidad de dos euros con veintiocho céntimos de euro (2,28 €) por acción (del que se deducirá, en su caso, el importe bruto de cualquier dividendo o cualquier otro tipo de retribución a los accionistas o distribución de cualquier otro concepto asimilable a los anteriores que la Sociedad pague desde el 19 de diciembre de 2012 hasta la fecha de publicación del resultado de la Oferta (dicha fecha incluida), previa obtención, cuando proceda, de la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores). Este precio cumple con lo previsto en el artículo 10.6 del Real Decreto 1066/2007 ya que no es inferior al mayor que resulta entre el precio equitativo a que se refiere el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007 y el que resulta de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007.
- Finalidad: La OPA de Exclusión se formula para la exclusión de negociación en las Bolsas de Valores de las acciones de la Sociedad, la cual tendrá lugar en la fecha de liquidación de la Oferta, en los términos y de conformidad con lo previsto en el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007.
- Ausencia de condiciones: La efectividad de la OPA de Exclusión no se sujeta a condición alguna, sin perjuicio de la necesaria obtención de la preceptiva autorización de la Oferta por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- Desistimiento por circunstancias excepcionales: Las Entidades Oferentes podrán desistir de la Oferta en los supuestos previstos por el Real Decreto 1066/2007, incluyendo la situación en la que por circunstancias excepcionales ajenas a la voluntad de las Entidades Oferentes la Oferta no pueda realizarse o resulte manifiesta su inviabilidad, siempre en este último caso que se obtenga previa conformidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En atención al compromiso de las Entidades de inmovilizar las acciones de la Sociedad de las que las Entidades son titulares de forma directa hasta la efectiva exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad y a que es un elemento esencial sobre el que se fundamenta la voluntad de las Entidades Oferentes de formular la Oferta que esta no se extienda sobre un número de acciones de la Sociedad superior a 43.536.837 acciones, representativas de aproximadamente un 4,406% de su capital social, tal y como se ha indicado anteriormente, las Entidades Oferentes podrán desistir de la Oferta, al amparo de lo previsto en el artículo 33.2.a) del Real Decreto 1066/2007, previa conformidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en caso de que, en cumplimiento de la normativa prevista en la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, la propiedad de la totalidad o parte de las acciones de cualquiera de las Entidades en la Sociedad pasara por orden del



Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria a una sociedad de gestión de activos de las referidas en el artículo 35 de la mencionada Ley 9/2012 o, en particular, a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria, S.A. a la que se refiere la Disposición Adicional Séptima de la Ley 9/2012, siempre que la entidad que de tal forma devenga propietaria de la totalidad o parte de las acciones de la Sociedad titularidad de cualquiera de las Entidades no se subrogue en los derechos y las obligaciones asumidos por la sociedad transmitente en virtud del contrato suscrito por las Entidades el 19 de diciembre de 2012 y comunicado por la Sociedad como hecho relevante (adhiriéndose a él mediante la suscripción de la correspondiente adenda), o no quede legalmente obligada a subrogarse en dichos derechos y obligaciones.

TERCERA PROPUESTA DE ACUERDO: Referida al **Tercero** de los Puntos del Orden del Día:

Delegación de facultades para la formalización, inscripción, desarrollo, interpretación, subsanación y ejecución de los acuerdos adoptados.

Acuerdo que se propone:

En relación con los anteriores acuerdos, se acuerda facultar al Consejo de Administración, que podrá delegar a su vez en la Comisión Ejecutiva, en el Presidente del Consejo de Administración D. Ignacio Moreno Martínez, en el Consejero Delegado D. Eduardo Paraja Quirós, y en el Secretario no Consejero del Consejo de Administración D. Lucas Osorio Iturmendi y el Vicesecretario no Consejero D. Manuel Liedo Álvarez, tan ampliamente como en derecho sea necesario para que cualquiera de ellos, indistintamente pueda realizar las siguientes actuaciones:

- (i) Realizar cuantos actos o negocios jurídicos sean necesarios o meramente convenientes para la ejecución del acuerdo anterior, otorgando cuantos documentos públicos o privados estimaren necesarios o convenientes para la más plena eficacia del mismo.
- (ii) Subsanar, aclarar, interpretar, precisar o completar el acuerdo anterior o los que se recogiesen en cuantas escrituras o documentos se otorguen en ejecución del mismo y de modo particular, cuantas omisiones, defectos o errores de fondo o de forma impidieran la admisión del anterior acuerdo y de sus consecuencias por la Comisión Nacional del Mercado de Valores o cualesquiera otras instituciones u organismos o su inscripción en el Registro Mercantil.
- (iii) Tomar conocimiento y aceptar en nombre y representación de la Sociedad cuantas modificaciones, mejoras y términos y condiciones adicionales pudieran plantearse por las Entidades Oferentes en relación con la OPA de Exclusión, siempre y cuando se ajusten a las previsiones relativas a las ofertas públicas de adquisición de valores y siempre y cuando el precio de la OPA de Exclusión no sea inferior al aprobado por la Junta General y que resulta del anterior acuerdo.
- (iv) Presentar y tramitar la totalidad de los expedientes y documentación necesaria ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores correspondientes, la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Ibercelar), las entidades participantes o encargadas del registro contable de las anotaciones en cuenta u otros organismos públicos o privados cuando fuere necesario.
- (v) Revocar la designación de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Ibercelar) y su entidades participantes como entidades encargadas de la llevanza del registro contable de las acciones de la Sociedad, y, en su caso, designar, a su discreción, una vez queden excluidas de negociación las acciones de la Sociedad en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona,



Bilbao y Valencia, y en tanto las acciones de la Sociedad estén representadas mediante anotaciones en cuenta, una nueva entidad encargada de la llevanza del registro contable de las acciones de la Sociedad.

- (vi) Realizar todas las actuaciones necesarias para, tras la OPA de Exclusión, obtener la exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad que, de manera automática deberán quedar excluidas de cotización oficial una vez se haya liquidado la OPA de Exclusión, de acuerdo con lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007.
- (vii) Representar a la Sociedad ante cualesquiera organismos, oficinas públicas, registros, entidades, públicos o privados, nacionales o extranjeros, ante los que sea necesario llevar a cabo cualesquiera actuaciones relativas a la exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad y, en particular de las citadas en el apartado (iv) anterior.
- (viii) Comparecer ante los Registros Mercantiles que sean competentes, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores correspondientes, la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Ibercelar) y cualesquiera otras autoridades, organismos o entidades, públicas o privadas, firmando al efecto cuantos documentos, públicos o privados, y realizando y dando cumplimiento a cuantos trámites y actuaciones sean precisos o convenientes para la ejecución y buen fin de los anteriores acuerdos, pudiendo en particular y a título meramente enunciativo y no limitativo, determinar, aclarar, precisar, modificar e interpretar su contenido en todas las condiciones de los mismos en lo no previsto por la presente Junta General de accionistas, incluso modificando la redacción y las condiciones en aquellos aspectos que sean precisos al objeto de ajustar su texto y contenidos a cualesquiera modificaciones legislativas o recomendaciones de carácter no vinculante que pudieran producirse desde la fecha de adopción de los acuerdos y la de su presentación o inscripción en cualquier registro público, y a las calificaciones que sobre dichos documentos pudieran realizar cualquiera de las autoridades y organismos anteriormente citados o cualesquiera otros competentes, formalizando los documentos complementarios que sean precisos al respecto, así como subsanar cualesquiera defectos, omisiones o errores que fueren apreciados o puestos de manifiesto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y/o el Registro Mercantil.
- (ix) Llevar a cabo cuantos actos, conexos o complementarios, fueren necesarios o convenientes para el buen fin de los presentes acuerdos.
- (x) Interpretar, aclarar, complementar, desarrollar y ejecutar los acuerdos adoptados por la presente Junta General, y, en particular subsanar cuantos defectos omisiones o errores de fondo o de forma pudieran impedir el acceso de dichos acuerdos y sus consecuencias al Registro Mercantil, los registro oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el Registro de la Propiedad, el Registro de la Propiedad Industrial y cualesquiera otros, incluyendo la adaptación de tales acuerdos a la calificación verbal o escrita del Registro Mercantil o de cualesquiera otras autoridades, funcionarios o instituciones competentes para ello, así como para dar cumplimiento a cuantos requisitos puedan resultar legalmente exigibles para su eficacia.
- (xi) Publicar en la forma que establece la Ley de Sociedades de Capital y demás legislación aplicable, los anuncios relativos a los acuerdos adoptados por la presente Junta General.
- (xii) En general, realizar cuantos actos o negocios jurídicos y otorgar cuantos documentos públicos o privados sean necesarios o convenientes para la plena ejecución y eficacia de los acuerdos adoptados por la presente Junta General, incluyendo la realización de cuantas actuaciones fueran precisas ante cualesquiera organismos públicos o privados.



INFORME QUE FORMULA EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE METROVACESA, S.A. EN RELACIÓN CON LA SOLICITUD DE EXCLUSIÓN DE NEGOCIACIÓN DE LAS ACCIONES Y FORMULACIÓN DE UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES

El Consejo de Administración de Metrovacesa, S.A. (la “**Sociedad**” o “**Metrovacesa**”), en su reunión de 21 de diciembre de 2012, ha acordado someter a la consideración y aprobación, en su caso, de la Junta General Extraordinaria de accionistas de la Sociedad, convocada para el día 29 de enero de 2013, en única convocatoria, la exclusión de negociación en las Bolsas de Valores de las acciones de la Sociedad, así como la formulación a tal efecto por algunos de sus accionistas mayoritarios, de forma conjunta, de una oferta pública de adquisición de acciones, en los términos previstos en el artículo 34 de la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores (la “**Ley del Mercado de Valores**”) y en los artículos 10 y concordantes del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el “**Real Decreto 1066/2007**”).

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

Justificación de la Propuesta de Exclusión de Negociación

Solicitud de exclusión de negociación oficial.

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

Justificación de la exclusión de negociación oficial.

El capital social actual de Metrovacesa asciende a 1.482.241.018,50 euros, representado por 988.160.679 acciones de 1,50 euros de valor nominal cada una, pertenecientes a una única clase y serie, representadas mediante anotaciones en cuenta, las cuales se encuentran admitidas a negociación en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia e integradas en el Sistema de Interconexión Bursátil (Mercado Continuo).

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

En la actualidad, Metrovacesa se encuentra mayoritariamente participada por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (“**BBVA**”), Banco de Sabadell, S.A. (“**Banco Sabadell**”), Banco Español de Crédito, S.A. (“**Banesto**”), Banco Popular Español, S.A. (“**Banco Popular**”), Banco Santander, S.A. (“**Banco Santander**”) y Bankia, S.A. (“**Bankia**”) (todas ellas, conjuntamente, las “**Entidades**”), tal y como se indica en la tabla que se incluye a continuación:



Nombre	Número de acciones (titularidad directa)	Porcentaje total de derechos de voto
BBVA	171.347.942	17,340%
Banco Sabadell	122.056.044	12,352%
Banesto ⁽¹⁾	121.213.231	12,267%
Banco Popular	118.272.856	11,969%
Banco Santander	223.316.141	22,599%
Bankia ⁽²⁾	188.417.628	19,068%
Resto de accionistas (incluyendo autocartera)	43.536.837	4,406%
Total acciones	988.160.679	100%

- (1) La participación directa de Banesto constituye una participación indirecta de Banco Santander en Metrovacesa, dado que Banesto se encuentra bajo el control de Banco Santander a los efectos del artículo 42 del Código de Comercio.
- (2) Bankia se encuentra bajo el control de Banco Financiero y de Ahorros, S.A. (“BFA”) a los efectos del artículo 42 del Código de Comercio. BFA, a su vez, está íntegramente participado por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria.

Conforme a lo anterior, el porcentaje del denominado “capital flotante” (*free float*) que se encuentra en la actualidad distribuido entre el público (incluyendo la autocartera de la Sociedad) es de, aproximadamente, el 4,406%. Este reducido porcentaje de “capital flotante” impide que se alcancen niveles de difusión accionarial adecuados para la negociación de las acciones en las Bolsas de Valores, presentando consecuentemente la negociación de las acciones en Bolsa un escaso volumen de contratación.

Estas circunstancias bursátiles, unidas a la actual crisis económica que afecta, especialmente en España, a las sociedades expuestas al negocio inmobiliario, han afectado negativamente al precio de cotización de las acciones de Metrovacesa y, dadas las actuales perspectivas, no parece que la situación vaya a mejorar a corto y medio plazo por lo que la Sociedad no se encontraría en una situación de acceder en los próximos años a las ventajas propias de una sociedad cotizada (acceso a fuentes de financiación en el mercado de capitales, etc.). A su vez, el cumplimiento de las obligaciones periódicas a las que está sometida la Sociedad en su condición de compañía cotizada acarrea una serie de costes directos así como otros costes indirectos que, si bien son difíciles de cuantificar con precisión, no dejan de ser relevantes, máxime cuando no es previsible que dichas cargas, gastos y obligaciones tengan ninguna contrapartida en el corto y medio plazo.

Así pues, el Consejo de Administración entiende que, atendiendo a criterios de economía y eficacia en el desarrollo de la actividad y estructura de la Sociedad, la exclusión de negociación se justifica y es razonable en la medida en que supone la simplificación de su funcionamiento y permitirá ahorrar los costes directos e indirectos en que incurre la Sociedad por su condición de sociedad cotizada.

A la vista de la situación expuesta, el Consejo de Administración considera que las actuales condiciones no son las más adecuadas para el mantenimiento de la negociación de las acciones de la Sociedad en las Bolsas de Valores, estimando oportuno someter a la consideración de la Junta General de accionistas el correspondiente acuerdo de exclusión de negociación, mediante la formulación de la oferta de adquisición de acciones por parte de las Entidades Oferentes



(como serán definidas más adelante), en los términos y de conformidad con lo establecido en el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores.

Procedimiento de exclusión.

La exclusión de la contratación pública y de la negociación oficial en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia de las acciones de Metrovacesa se realizará, en caso de aprobación de la exclusión por la Junta General de accionistas, mediante la formulación de una oferta pública de adquisición dirigida a todos los valores afectados por la exclusión, esto es, a través de una oferta de exclusión (la “Oferta”).

De acuerdo con lo previsto en el párrafo 2º del artículo 10.4 del Real Decreto 1066/2007, la Oferta se formulará de forma conjunta por BBVA, Banco Sabadell, Banco Popular y Banco Santander (en adelante, las “Entidades Oferentes”), quienes se han comprometido a ello en virtud del acuerdo de inmovilización, voto y realización de la Oferta suscrito por las Entidades el día 19 de diciembre de 2012 (el “Contrato de inmovilización, voto y OPA”), y del que la Sociedad recibió traslado y comunicó al mercado como hecho relevante con esa misma fecha.

Cada una de las Entidades Oferentes participará en la Oferta a prorrata de su participación directa en el capital social de Metrovacesa, que se indica en el apartado 0 anterior del presente informe, deducidas las acciones que no son de titularidad directa de las Entidades Oferentes, y atribuyendo, a estos efectos, a Banco Santander las acciones de la Sociedad titularidad directa de Banesto. En definitiva, la participación de las Entidades Oferentes en la Oferta es, aproximadamente, la siguiente:

Nombre	Porcentaje
BBVA	22,659%
Banco Sabadell	16,141%
Banco Popular	15,640%
Banco Santander	45,560%

A estos efectos, y según han informado las Entidades Oferentes a la Sociedad, la formulación conjunta de la Oferta ha sido aprobada por cada una de las Entidades Oferentes según se indica en la tabla que se incluye a continuación:

Entidad Oferente	Órgano que adopta el acuerdo	Fecha
BBVA	Comisión Delegada Permanente	19 de diciembre de 2012
Banco Sabadell	Consejo de Administración	29 de noviembre de 2012
Banco Popular	Comisión Ejecutiva	11 de diciembre de 2012
Banco Santander	Comisión Ejecutiva	12 de diciembre de 2012

Así, en cumplimiento de lo previsto en el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, se somete a la consideración y, en su caso, aprobación de la Junta General de Accionistas: (i) la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones de la Sociedad en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, así como la solicitud de dicha exclusión; (ii) la formulación, a estos efectos, de la Oferta; (iii) el precio a ofrecer en la referida Oferta; (iv) que la Oferta sea realizada por las Entidades Oferentes en lugar de por la propia Sociedad; y (v) la delegación de las facultades de ejecución de estos acuerdos en favor del Consejo de Administración de la Sociedad, todo ello con arreglo a los términos y



condiciones que se recogen en las propuestas de acuerdos que se someten a la consideración de la Junta General Extraordinaria de accionistas convocada para el día 29 de enero de 2013, en única convocatoria. Las Entidades se han comprometido en el Contrato de inmovilización, voto y OPA a votar a favor de las referidas propuestas de acuerdos en la Junta General de Accionistas de la Sociedad en los términos establecidos en el pacto parasocial comunicado al mercado.

Una vez adoptado el referido acuerdo de exclusión, las Entidades Oferentes presentarán ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su examen y, en su caso, aprobación la solicitud de autorización de la Oferta.

Justificación del precio y demás términos de la Oferta

Como se ha mencionado anteriormente, de conformidad con lo previsto en el artículo 10.4 del Real Decreto 1066/2007, la Oferta se formulará por las Entidades Oferentes sin que ello implique, por tanto, la adquisición por la Sociedad de acciones propias con cargo al patrimonio social de Metrovacesa.

Los términos de la referida Oferta, que se encuentra sujeta a las previsiones establecidas en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, son los siguientes:

Entidades Oferentes.

A continuación se detallan los datos identificativos de las Entidades Oferentes y la participación que cada una de ellas mantiene en Metrovacesa en la actualidad:

- a) BBVA es una sociedad anónima de nacionalidad española, con domicilio social en Bilbao, Plaza de San Nicolás 4, N.I.F. número A-48265169 e inscrita en el Registro Mercantil de Vizcaya. BBVA no se encuentra bajo control, a los efectos del artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores, de ninguna persona física o jurídica.

A fecha del presente informe, BBVA es titular directo de 171.347.942 acciones de la Sociedad, representativas del 17,340% de su capital social.

- b) Banco Sabadell es una sociedad anónima de nacionalidad española, con domicilio social en Sabadell (Barcelona), Plaça Sant Roc 20, N.I.F. número A-08000143 e inscrita en el Registro Mercantil de Barcelona. Banco Sabadell no se encuentra bajo control, a los efectos del artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores, de ninguna persona física o jurídica.

A fecha del presente informe, Banco Sabadell es titular directo de 122.056.044 acciones de la Sociedad, representativas del 12,352% de su capital social.

- c) Banco Popular es una sociedad anónima de nacionalidad española, con domicilio social en Madrid, Calle Velázquez 34, N.I.F. número A-28000727 e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid. Banco Popular no se encuentra bajo control, a los efectos del artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores, de ninguna persona física o jurídica.

A fecha del presente informe, Banco Popular es titular directo de 118.272.856 acciones de la Sociedad, representativas del 11,969% de su capital social.

- d) Banco Santander es una sociedad anónima, de nacionalidad española, con domicilio social en Santander, Paseo de Pereda 9-12, N.I.F. número A-39000013 e inscrita en el Registro Mercantil de Cantabria. Banco Santander no se encuentra bajo control, a los efectos del artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores, de ninguna persona física o jurídica.

A fecha del presente informe, Banco Santander es titular directo de 223.316.141 acciones de la Sociedad, representativas del 22,599% de su capital social. Asimismo, como se ha indicado anteriormente, a efectos de la participación de Banco Santander en la Oferta, se le atribuirán a Banco Santander las acciones de la Sociedad titularidad



directa de Banesto, que ascienden a 121.213.231 acciones de la Sociedad, representativas del 12,267% de su capital social.

Valores a los que se extiende la Oferta e inmovilización de acciones.

La Oferta se dirigirá a todos los titulares de las acciones de la Sociedad salvo a aquellos que hubieran votado a favor de la exclusión en la Junta General de accionistas convocada para el día 29 de enero de 2013, en única convocatoria, para deliberar sobre los acuerdos de exclusión de negociación y sobre la Oferta y que adicionalmente inmovilicen sus acciones de Metrovacesa hasta que transcurra el plazo de aceptación de la oferta, al que se refiere el artículo 23 del Real Decreto 1066/2007. En este sentido, en virtud del Contrato de inmovilización, voto y OPA las Entidades han acordado inmovilizar las acciones de Metrovacesa de su titularidad directa (representativas de, aproximadamente, el 95,594% de los derechos de voto de la Sociedad) hasta la efectiva exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad. Sin perjuicio de lo anterior, el Contrato de inmovilización, voto y OPA permite a las Entidades transmitir sus acciones de Metrovacesa total o parcialmente a sociedades pertenecientes a su grupo en el sentido del artículo 42 del Código de Comercio o a terceros siempre que la persona o entidad adquirente se subrogue con carácter previo en la posición de la Entidad transmitente bajo dicho Contrato (con la salvedad de que la Entidad transmitente –siempre que sea Entidad Oferente– seguirá vinculada por el compromiso de formular la Oferta con independencia de la referida transmisión) mediante la suscripción de la oportuna adenda al Contrato y que el precio de venta por acción sea igual o inferior al precio de la Oferta.

Es elemento esencial sobre el que se fundamenta la voluntad de las Entidades Oferentes de formular la Oferta que esta no se extienda sobre un número de acciones de la Sociedad superior a 43.536.837 acciones, representativas de aproximadamente un 4,406% de su capital social (porcentaje que representa en esta fecha la totalidad del capital social de la Sociedad descontando la participación total de la que las Entidades son titulares directos).

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

Finalidad.

La Oferta se formula para la exclusión de negociación en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia de las acciones de la Sociedad, la cual tendrá lugar en la fecha de liquidación de la Oferta.

Ausencia de condiciones.

La efectividad de la Oferta no se sujetará a condición alguna, sin perjuicio de la necesaria obtención de la preceptiva autorización de la Oferta por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Desistimiento por circunstancias excepcionales.

Las Entidades Oferentes podrán desistir de la Oferta en los supuestos previstos por el Real Decreto 1066/2007, incluyendo la situación en la que por circunstancias excepcionales, ajenas a la voluntad de las Entidades Oferentes, la Oferta no pueda realizarse o resulte manifiesta su inviabilidad, siempre en este último caso que se obtenga la previa conformidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En atención al Contrato de inmovilización, voto y OPA en virtud del cual, entre otras obligaciones, las Entidades se comprometen a inmovilizar las acciones de la Sociedad de las que las Entidades son titulares de forma directa hasta la efectiva exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad y a que es un elemento esencial sobre el que se fundamenta la



voluntad de las Entidades Oferentes de formular la Oferta que esta no se extienda sobre un número de acciones de la Sociedad superior a 43.536.837 acciones, representativas de aproximadamente un 4,406% de su capital social, tal y como se ha indicado anteriormente, las Entidades Oferentes podrán desvincularse de su obligación de formular la Oferta o, de haberse formulado ya la Oferta, previa conformidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, desistir de ella al amparo de lo previsto en el artículo 33.2.a) del Real Decreto 1066/2007, sin carácter limitativo, en caso de que, en cumplimiento de la normativa prevista en la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, la propiedad de la totalidad o parte de las acciones de cualquiera de las Entidades en la Sociedad pasara por orden del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria a una sociedad de gestión de activos de las referidas en el artículo 35 de la mencionada Ley 9/2012 o, en particular, a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria, S.A. a la que se refiere la Disposición Adicional Séptima de la Ley 9/2012, siempre que la entidad que de tal forma devenga propietaria de la totalidad o parte de las acciones de la Sociedad titularidad de cualquiera de las Entidades no se subroga en los derechos y las obligaciones asumidos por la sociedad transmitente en virtud del Contrato de inmovilización, voto y OPA (adhiriéndose a él mediante la suscripción de la correspondiente adenda), o no quede legalmente obligada a subrogarse en dichos derechos y obligaciones.

Contraprestación.

La Oferta se formulará como compraventa consistiendo en dinero la totalidad de la contraprestación, que será satisfecha al contado en el momento de liquidarse la operación. El precio de la Oferta se ha fijado en la cantidad de 2,28 euros por acción de Metrovacesa (del que se deducirá, en su caso, el importe bruto de cualquier dividendo o cualquier otro tipo de retribución a los accionistas o cualquier otra distribución de cualquier otro concepto asimilable a los anteriores que la Sociedad pague desde el 19 de diciembre de 2012 hasta la fecha de publicación del resultado de la Oferta (dicha fecha incluida), previa obtención, cuando proceda, de la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

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

Asimismo, las Entidades Oferentes han informado a este Consejo de Administración que ni las Entidades Oferentes, ni las sociedades de los grupos a los que estas pertenecen ni otras personas o entidades que actúen por cuenta o de forma concertada con ellas han adquirido ni acordado la adquisición de acciones de la Sociedad en los 12 meses anteriores al 19 de diciembre de 2012 por encima del mencionado precio de 2,28 euros por acción.

Se hace constar igualmente que las Entidades Oferentes han designado a la entidad Ernst & Young Servicios Corporativos, S.L. ("**Ernst & Young**") para la elaboración de un informe de valoración de las acciones de la Sociedad, atendiendo para ello a los criterios y los métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007. Ernst & Young ha emitido, con fecha 19 de diciembre de 2012, el correspondiente informe de valoración del que la Sociedad también es destinataria como beneficiaria de él, el cual se pondrá a disposición de los accionistas al tiempo de la convocatoria de la Junta General de accionistas.

Basándose en el contenido y en las conclusiones del informe de Ernst & Young, que la Sociedad hace suyo como beneficiaria del mismo al entender que es razonable y adecuados a los efectos de la Oferta, los distintos métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto



1066/2007, junto con la justificación de su respectiva relevancia, son los que se exponen a continuación:

a) Valor teórico contable de la Sociedad

Tomando como base los estados financieros consolidados de Metrovacesa a 30 de septiembre de 2012, de acuerdo con este método de valoración el valor de las acciones de la Sociedad es de 1,61 euros por acción.

Este criterio de valoración no ha sido considerado como relevante por Ernst & Young en la determinación de la conclusión de valor debido a que este criterio no considera el valor razonable de todos los activos ni pasivos ni incorpora la potencial creación de valor de la Sociedad.

b) Valor liquidativo de la Sociedad

Este método de valoración trata de reflejar el valor de una empresa en una situación de disolución y cese definitivo de las actividades. Su procedimiento de cálculo se basa en la estimación del valor de la empresa en un proceso de venta de sus activos y cancelación de sus deudas, teniendo en consideración las plusvalías y/o minusvalías latentes, así como las contingencias que pudieran existir.

No obstante, una liquidación de la Sociedad iría acompañada de una serie de costes de liquidación. Asimismo, la liquidación de la Sociedad plantearía un escenario de venta forzosa, el cual exigiría que la venta de los activos se llevara a cabo de forma acelerada, por lo que sería necesario aplicar un descuento adicional al valor de los activos implícito tanto en el método del *Triple Net Asset Value*, en el de descuentos de flujos de caja o en el de múltiplos comparables (todos ellos referidos más adelante).

Por tanto, de la aplicación de este método resultarían valores significativamente inferiores a los obtenidos mediante la aplicación del resto de metodologías descritas en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, por lo que Ernst & Young ha descartado su aplicación y cálculo a efectos de la determinación del valor de mercado de Metrovacesa.

c) Cotización media ponderada durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión

La cotización media ponderada de las acciones de la Sociedad correspondiente al semestre inmediatamente anterior al 19 de diciembre de 2012 (fecha de emisión del informe) es de 0,710 euros por acción. Adicionalmente, a modo de contraste, se ha analizado la cotización media ponderada de las acciones de la Sociedad durante el mes y el trimestre terminados el 19 de diciembre de 2012, con resultados de 0,818 y 0,685 euros por acción, respectivamente.

Como consecuencia del escaso "capital flotante" y el bajo volumen diario de negociación de las acciones de la Sociedad en Bolsa, Ernst & Young no ha considerado relevante este método a los efectos de sus conclusiones de valor.

d) Valor de la contraprestación ofrecida en una oferta pública de adquisición el año precedente

Este método de valoración no resulta de aplicación a la Sociedad por la inexistencia de este tipo de referencias durante el último año.

e) Otros métodos de valoración aplicables al caso

Adicionalmente a los criterios anteriormente referidos y de conformidad con lo establecido en el artículo 10.5.e) del Real Decreto 1066/2007, se han aplicado otros métodos de valoración comúnmente aceptados por la comunidad financiera internacional,



tales como la metodología de valoración a partir del triple *Net Asset Value* (“**Triple NAV**”) de la compañía, el descuento de flujos de caja o la valoración por múltiplos de mercado de compañías comparables. Los resultados de la aplicación de estos métodos y su respectiva relevancia, se comentan a continuación:

e.1) Triple NAV

El Triple NAV es una metodología de valoración generalmente utilizada en el sector inmobiliario en el que se engloba la Sociedad que se basa en la hipótesis de que el valor de una compañía inmobiliaria puede calcularse a partir de la suma del valor de mercado de sus activos, deduciendo el importe de la deuda financiera y los pasivos fiscales netos derivados del reconocimiento teórico del valor de mercado de dichos activos, y efectuando otros ajustes sobre el valor razonable de activos y pasivos. Adicionalmente, la metodología del Triple NAV se basa en el concepto de empresa en funcionamiento, asumiendo, según práctica habitual en el sector, la continuidad en la naturaleza de los activos actualmente en cartera. De esta manera en el momento de producirse la venta de un activo, este sería en cualquier caso sustituido por nuevos activos destinados a la misma finalidad (patrimonio en renta o existencias, según corresponda).

Partiendo de los estados financieros intermedios de la Sociedad a 30 de junio de 2012, el valor de las acciones de Metrovacesa que resulta de la aplicación de este método de valoración asciende a 2,28 euros por acción, habiendo sido dicho cálculo objeto de revisión por Ernst & Young. A su vez, teniendo en cuenta factores tales como los resultados obtenidos por Metrovacesa durante el periodo transcurrido entre el 1 de julio y el 30 de septiembre de 2012 o la evolución de los indicadores macroeconómicos y sectoriales y otros factores propios de los activos de Metrovacesa desde el 30 de junio de 2012 hasta la fecha de emisión del informe de valoración de Ernst & Young, que no indican una posible revalorización de activos y existencias de la Sociedad en ese periodo, así como hechos posteriores acaecidos desde el 30 de junio de 2012 hasta la fecha de emisión del informe de valoración, cabe concluir, de acuerdo con Ernst & Young, que, de actualizarse el cálculo del Triple NAV a la fecha de dicho informe, su valor no sería superior al calculado a 30 de junio de 2012.

e.2) Descuento de flujos de caja

Se trata de un método de valoración dinámico que estima el valor de una compañía a partir del valor presente de los flujos de caja que esta podrá generar en el futuro y que son susceptibles de ser distribuidos a sus accionistas sin menoscabo del funcionamiento futuro de dicha compañía. Así pues, los valores obtenidos de la aplicación de este método están sujetos al cumplimiento de las proyecciones financieras en que se basa su aplicación.

Las desviaciones experimentadas sobre las únicas proyecciones financieras disponibles a fecha de emisión del informe de valoración hacen que cualquier ejercicio de valoración de la Sociedad por este método tenga poca fiabilidad en sus conclusiones. Por otro lado, el Triple NAV como metodología de valoración se basa en la hipótesis de que el valor de una compañía inmobiliaria se obtiene a partir de la suma del valor de sus activos, neto de pasivos. Sin embargo no tiene en cuenta los gastos de estructura necesarios para gestionar una cartera de patrimonio y existencias. En las proyecciones de flujos de caja de la Sociedad, sí se tienen en cuenta estos gastos de estructura que minoran en todo caso la valoración. A su vez, la Sociedad, en sus proyecciones de ingresos y gastos, asume unos descuentos en los precios de venta de sus existencias como consecuencia del acelerado calendario de venta previsto a resultas del acuerdo de refinanciación de



2011 que los expertos no consideran en sus valoraciones. No obstante, Ernst & Young ha calculado el valor resultante que se obtendría mediante la aplicación del descuento de flujos de caja a las proyecciones financieras consideradas y el resultado obtenido es significativamente inferior al obtenido por el método del Triple NAV.

Por todos los anteriores motivos, de acuerdo con Ernst & Young, no se considera relevante este método de valoración efectos de los criterios contenidos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007.

e.3) Múltiplos de mercado de compañías y transacciones comparables

Los multiplicadores de mercado indican fundamentalmente la relación existente entre la capitalización de sociedades cotizadas y determinadas variables financieras u operativas de las mismas, o bien la relación existente entre el valor pagado en una transacción entre partes no vinculadas por las acciones de una compañía y determinadas variables financieras u operativas de la empresa adquirida. Los múltiplos obtenidos se aplican a las variables de la empresa a valorar, obteniéndose así una posible indicación de su valor. Asumiendo que los mercados financieros son eficientes, los valores que se obtienen de la aplicación de este método constituyen una buena aproximación del posible valor de la compañía a valorar, en la medida en la que esta se asemeje a aquellas seleccionadas en la muestra de comparación.

Se considera no relevante la aplicación de múltiplos de transacciones privadas comparables, por no existir ninguna transacción reciente de estas características en el mercado español (con la única excepción de la ampliación de capital llevada a cabo por la propia Sociedad en agosto de 2011).

Por otra parte, la situación actual del sector inmobiliario en España ha reducido a un número muy limitado la cantidad de compañías españolas cotizadas comparables a la Sociedad y, a su vez, la situación de tensión financiera en el mercado inmobiliario hacen que cada compañía de la muestra de Ernst & Young tenga unas circunstancias particulares que afectan a su cotización y composición del balance, invalidando cualquier intento fiable de comparación de dichas compañías a los efectos de valorar Metrovacesa. Por otro lado, se han excluido compañías europeas, dada la peculiaridad del sector en el país, no extrapolable a otro mercado o compañía europea.

En consecuencia, se considera que este método de valoración no resulta relevante a nuestros efectos.

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

Método de Valoración	Valoración de la Sociedad
Valor teórico contable	1,61 €/acción
Valor liquidativo	De la aplicación de este método resultarían valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos de valoración, por lo que se ha descartado su cálculo
Cotización media del semestre finalizado el 19-12-2012	0,710 €/acción

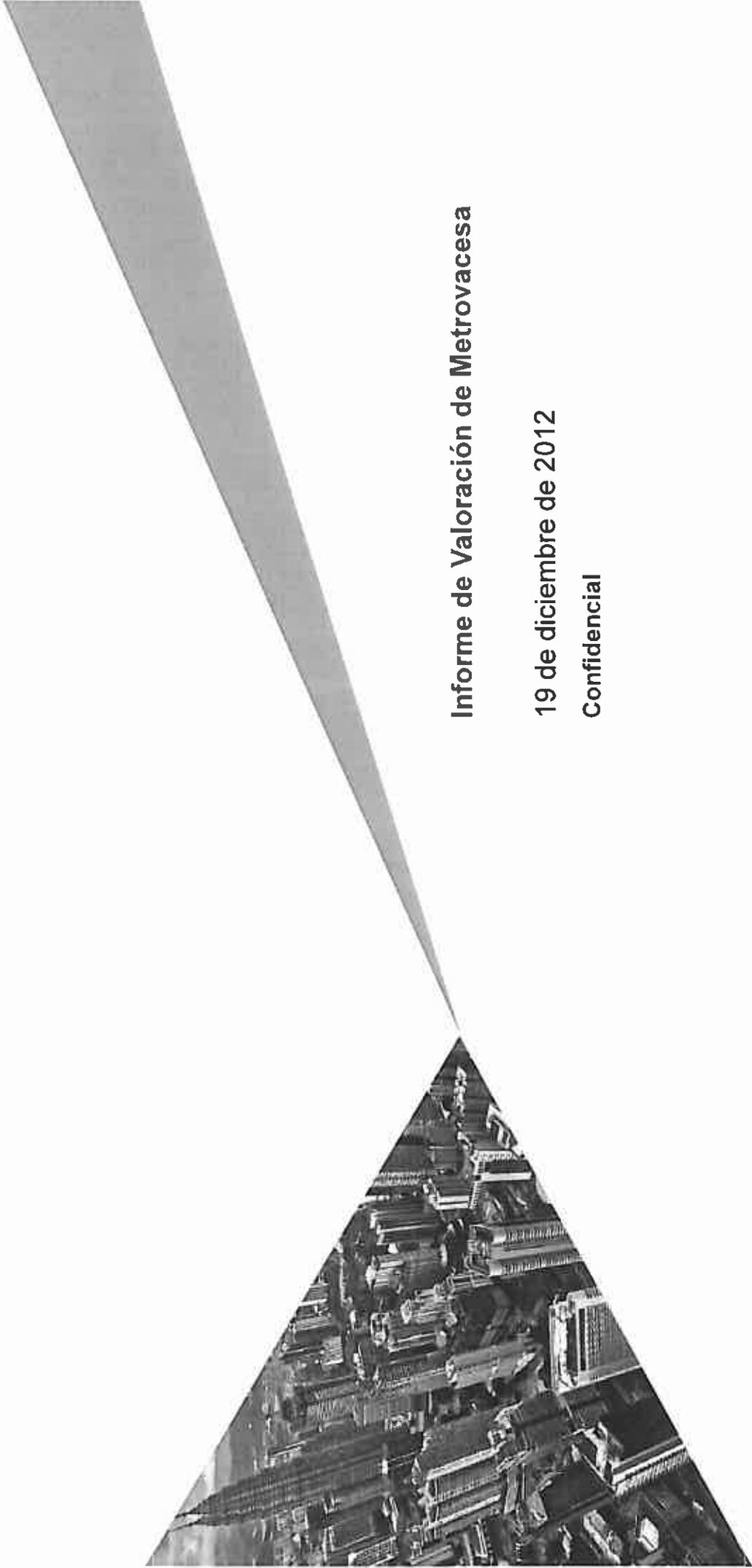


Método de Valoración	Valoración de la Sociedad
Valor de la contraprestación ofrecida en el caso de ofertas públicas de adquisición formuladas en el año precedente	No existen ofertas públicas de adquisición formuladas en el año precedente
Triple NAV	2,28 €/acción
Descuento de flujos de caja	De la aplicación de este método resulta un valor significativamente inferior al obtenido por el método del Triple NAV
Múltiplos de mercado de compañías y transacciones comparables	No existen compañías ni transacciones comparables

De acuerdo con lo establecido en el informe de valoración de Ernst & Young, el Consejo de Administración considera, por las razones antes indicadas, que de entre todos los analizados el método de valoración a partir del Triple NAV resulta el más adecuado a los efectos de determinar el valor de las acciones de Metrovacesa. De acuerdo con dicho método, la valoración de la Sociedad no sería superior a 2,28 euros por acción.

Asimismo, considera que el precio de la Oferta, establecido en 2,28 euros por acción, cumple con lo establecido en el artículo 10.6 del Real Decreto 1066/2007 en la medida en que coincide con la referida valoración, y por tanto no es inferior al mayor que resulta entre (i) el precio equitativo al que se refiere el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007, y (ii) el que resulta de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos de valoración contenidos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007.

Y para que así conste, se emite este informe por el Consejo de Administración de la Sociedad, en Madrid, a 21 de diciembre de 2012.



Informe de Valoración de Metrovacesa

19 de diciembre de 2012

Confidencial

BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.,
Plaza de San Nicolás 4
Bilbao (Vizcaya)

BANCO SANTANDER, S.A.,
Paseo de Pereda 9-12
Santander (Cantabria)

BANCO DE SABADELL, S.A.,
Plaza Sant Roc 20
Sabadell (Barcelona)

METROVACESA, S.A.
Quintanavides, 13
Madrid

BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.,
Velázquez 34
Madrid

Estimados señores:

Tenemos el placer de remitirles nuestro Informe de Valoración del Grupo Metrovacesa realizado con arreglo a los criterios establecidos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores en relación con el precio a ofrecer en las ofertas públicas de exclusión de negociación (el "Informe"). La finalidad del informe es su puesta a disposición de los accionistas de Metrovacesa y su publicación, con ocasión de la convocatoria de la Junta General de accionistas de Metrovacesa en cuyo orden del día se incluya la propuesta de exclusión de negociación de las acciones de Metrovacesa de las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, su puesta a disposición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el contexto de la Operación, así como su incorporación como anexo al folleto explicativo de la oferta pública de adquisición para la exclusión de negociación de las acciones de Metrovacesa.

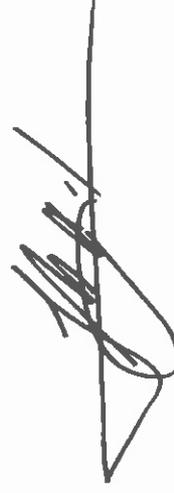
Nuestro trabajo ha sido realizado de acuerdo a los términos de nuestra carta de encargo de fecha 16 de noviembre de 2012 y su posterior adenda firmada con ustedes (en el caso de Metrovacesa, en su condición de beneficiaria del Informe).

Queremos agradecerle la oportunidad que se nos ha brindado de proporcionar este asesoramiento.

Les saluda atentamente,



Javier Sánchez Ramos
Socio
Ernst & Young Servicios Corporativos, S.L.
Transaction Advisory Services
Valuation & Business Modelling



José Miguel Pérez Gil
Executive Director
Ernst & Young Servicios Corporativos, S.L.
Transaction Advisory Services
Valuation & Business Modelling

Consideraciones Previas

Ernst & Young Servicios Corporativos S.L. (en adelante, "Ernst & Young", o "EY"), ha realizado el presente informe de valoración del Grupo Metrovacesa (en adelante, también, "Metrovacesa" o "la Compañía") en el marco del contrato de prestación de servicios profesionales de fecha 16 de noviembre de 2012, modificado posteriormente mediante adenda, firmado entre Ernst & Young y Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A., Banco de Sabadell, S.A., Banco Popular Español, S.A., Banco Santander, S.A. (en adelante conjuntamente, "los Accionistas" o "los Clientes") y la Compañía (en su condición de beneficiaria del Informe).

Este documento ha sido preparado por Ernst & Young en el marco de la oferta pública de adquisición de las acciones de Metrovacesa para su exclusión de negociación que está previsto realizar por parte de los Clientes ("la Operación"), de conformidad con el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio, sobre el Régimen de Ofertas Públicas de Adquisición de Valores, y siguiendo los criterios establecidos en el artículo 10.5 del referido Real Decreto 1066/2007.

Para la prestación de sus servicios profesionales, Ernst & Young se ha basado en información proporcionada por Metrovacesa, incluyendo, entre otra información, proyecciones financieras de la Compañía y valores de las existencias e inversiones inmobiliarias del Grupo, para las que se han utilizado valoraciones realizadas por expertos independientes, que están basadas en estimaciones sobre flujos de caja futuros, rentabilidades esperadas y otras variables, que están por su naturaleza sujetas a incertidumbre, por lo que podrían no materializarse como ha sido previsto.

Ernst & Young, en el desarrollo de sus servicios profesionales, no ha llevado a cabo, y no se le ha solicitado que llevase a cabo, la auditoría de la información utilizada para la prestación de dichos servicios profesionales, no asumiendo, ni Ernst & Young, ni sus socios, ni sus empleados, responsabilidad alguna acerca de la veracidad y exactitud de los datos y de la información utilizada, la cual ha sido proporcionada a Ernst & Young por la Compañía. Hemos asumido la exactitud y fiabilidad de la información facilitada.

Este documento no constituye una recomendación a los Clientes, ni a la Compañía sobre la Operación, ni a ningún otro tercero que pudiera disponer de este informe en el futuro, y no evalúa ninguna de las posibles opciones que estos pudieran tomar en relación con la Operación.

La finalidad del presente Informe es su puesta a disposición de los accionistas de la Compañía y su publicación con ocasión de la convocatoria de la Junta General de Accionistas de la Compañía en cuyo orden del día se incluya la propuesta de exclusión de negociación de las acciones de Metrovacesa de las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, así como su puesta a disposición de la CNMV, en el contexto de la operación y su incorporación como anexo al folleto explicativo de la oferta pública de adquisición para la exclusión de la negociación de las acciones de Metrovacesa que los Clientes se proponen realizar sobre la Compañía. No deberá ser utilizado con otra finalidad, ni desglosado, referido o comentado con cualquier otra parte, sin un consentimiento previo por escrito, con las excepciones descritas en nuestro Contrato de Servicios Profesionales de fecha 16 de noviembre de 2012, modificado posteriormente mediante adenda.

Este Informe de Valoración debe ser leído y considerado en su totalidad, teniendo en cuenta el propósito de nuestro encargo y el contexto de la Transacción, y en ningún caso debe interpretarse o extraerse partes del mismo de forma independiente o aislada.

Abreviaturas y definiciones

BCE	Banco Central Europeo	NOPAT	Net Operating Profit after tax (Beneficio Operativo después de impuestos)
BME	Bolsas y Mercados Españoles		
BN	Beneficio Neto	OPA	Oferta pública de adquisición
CMP	Cotización Media Ponderada	PB	Plusvalías Brutas
DCF	Descuento de flujos de caja	pbs	Puntos Básicos (1/100 de un punto porcentual)
EBIT	Beneficio antes de intereses e impuestos (Beneficio de Explotación)	PN	Plusvalías Netas
EBITDA	Beneficio antes de amortizaciones, intereses e impuestos	PdN	Plan de Negocio
		PFN	Posición Financiera Neta
EEFF	Estados Financieros	P/BV	Price to Book Value (Valor de mercado de los fondos propios/valor contable de los fondos propios)
EqV	Equity Value (Valor de los Fondos Propios)	RD	Real Decreto
EE.FF.	Estados Financieros Intermedios Resumidos		Triple Net Asset Value, NNAV o Net NAV (Net Asset Value Neto de impuestos)
EV	Consolidados e Informe de Gestión		Valor Actual Neto
Expertos independientes	Enterprise Value (Valor Empresa)	VAN	Valor Terminal
FCL	Knight Frank y BNP Paribas Real State	VT	Valor Teórico Contable
FFPP	Flujo de Caja Libre	VTC	Weighted Average Cost of Capital (Coste Medio Ponderado del Capital)
GAV	Fondos propios	WACC	Primer trimestre; segundo trimestre; tercer trimestre
LTRO	Gross Asset Value		Primer semestre, segundo semestre
MVC	Long Term Refinancing Operations	1T; 2T; 3T	
NAV	Metrovacesa	1S; 2S	
	Net Asset Value		

Nota: En las tablas de datos numéricos que se adjuntan en este informe, podrían existir pequeñas diferencias debido al redondeo.

Contenido

Página

1. Resumen Ejecutivo	7
2. Descripción de la Compañía	11
3. Alcance del trabajo y Metodologías de Valoración	18
4. Valor Teórico Contable	20
5. Valor Liquidativo	23
6. Cotización Media Ponderada Último Semestre	25
7. Triple Net Asset Value	27
7.1. Descripción de la Metodología	28
7.2. Procedimientos realizados	30
7.3. Análisis del cálculo del Triple NAV	32
7.4. Consideración de la participación de Gecina	38
7.5. Conclusión del Triple NAV	48

Contenido

Página

8. Otros métodos e indicaciones de valor	50
8.1. Descuento de flujos de caja	51
8.2. Múltiplos de compañías cotizadas y transacciones comparables	55
8.3. Precios objetivo de analistas bursátiles	59
<hr/>	
9. Conclusiones	60
<hr/>	
Anexos	62
I. Descripción del entorno macroeconómico y sectorial	63
II. Información financiera de MVC (Balance y Cuenta de Resultados) de los 3 últimos años	73
III. Cálculo de la Cotización Media Ponderada	76
IV. Análisis del GAV de Metrovacesa	77
V. Información financiera de Gecina	78
VI. Informes de Analistas de Metrovacesa y Gecina	82
VII. Documentación utilizada en nuestro análisis	84

1. Resumen Ejecutivo

1. Resumen Ejecutivo

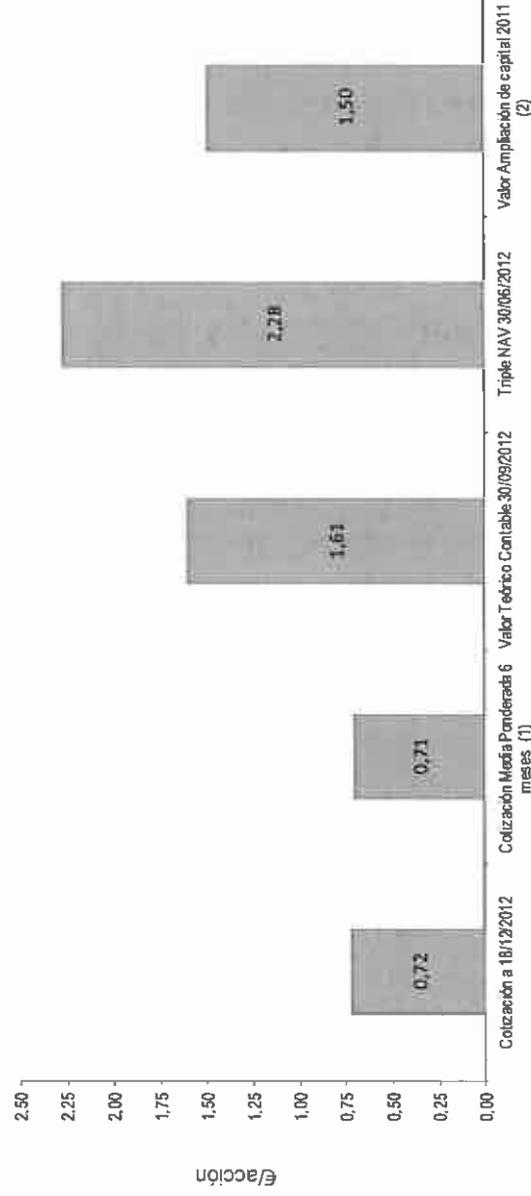
El presente Informe de Valoración tiene como objeto la determinación del valor de las acciones de Metrovacesa con arreglo a los criterios establecidos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores en relación con el precio a ofrecer en las ofertas públicas de exclusión de negociación.

Para emitir el presente informe de valoración, Ernst & Young se ha basado, entre otros aspectos relevantes, en información proporcionada por Metrovacesa, incluyendo las valoraciones de sus activos tanto en patrimonio como en existencias, así como las proyecciones financieras para los ejercicios 2012 a 2016 inclusive, información pública sobre Metrovacesa y la muestra de compañías comparables: Estados Financieros históricos, información bursátil relativa a las cotizaciones, informes de analistas bursátiles, etc.

Asimismo, se han mantenido reuniones y conferencias telefónicas con la Compañía acerca de la operativa del negocio, el plan estratégico, la situación financiera actual y esperada, y demás aspectos que se han considerado relevantes o necesarios para llevar a cabo la valoración.

1. Resumen Ejecutivo

Para llevar a cabo el Informe de Valoración de Metrovacesa, Ernst & Young ha tenido en cuenta los criterios de valoración establecidos en el RD 1066/2007, incluyendo, asimismo, otros métodos de valoración aplicados al caso concreto y aceptados comúnmente para el sector inmobiliario por la comunidad financiera internacional, en concreto el Triple Net Asset Value. Adicionalmente, se han considerado a modo informativo la cotización de la Compañía del cierre del día 18 de diciembre de 2012, así como el precio de emisión por acción de la ampliación de capital con derecho de suscripción preferente de agosto de 2011 (al no existir ninguna oferta pública de adquisición sobre la Compañía en los 12 meses previos a la Operación prevista). Los resultados son los siguientes:



Fuente: EY

(1) La fecha considerada para calcular la cotización media ponderada toma como referencia los seis meses anteriores al 19 de diciembre de 2012.

(2) Precio al que tuvo lugar la ampliación de capital con derecho de suscripción preferente realizada en la Sociedad con fecha 2 de agosto de 2011.

1. Resumen Ejecutivo

Conclusión

En base a nuestro juicio profesional, atendiendo a las características de la Compañía y del sector en el que opera, y teniendo en cuenta el propósito de la Operación y el contexto y objetivo de nuestro trabajo, consideramos que, para este caso concreto, el Triple NAV es la metodología de valoración más relevante. Por ello, hemos utilizado el resultado de la aplicación del **Triple NAV calculado por la Compañía a 30 de junio de 2012** y revisado por Ernst & Young, y que asciende a **2,28 euros por acción**, como el valor de referencia a efectos del artículo 10 del Real Decreto 1066/2007.

A su vez, y teniendo en cuenta:

- ▶ los Estados Financieros reportados por la Compañía a 30 de septiembre de 2012, que incluyen unas pérdidas atribuibles al tercer trimestre de 2012 por importe de 41,9 millones de euros,
 - ▶ la evolución de los indicadores macroeconómicos, sectoriales y otros factores propios de los activos de Metrovacesa desde el 30 de junio hasta la fecha, que no indican una posible revalorización de activos y existencias de la Compañía en ese periodo,
 - ▶ así como hechos posteriores acaecidos desde el 30 de junio de 2012 y la fecha de emisión del presente Informe de Valoración, siendo el más relevante la venta del Access Tower en Alemania,
- consideramos que, **de actualizarse el cálculo del Triple NAV a la fecha actual, su valor no sería superior al calculado por la Compañía a 30 de junio 2012.**

2. Descripción de la Compañía

2. Descripción de la Compañía

Descripción de la Compañía

Metrovacesa es una empresa inmobiliaria, cotizada en el Mercado Continuo español, y propietaria, principalmente de activos en oficinas, centros comerciales, promociones residenciales y hoteles en España.

Adicionalmente, Metrovacesa es accionista en un 26,8% de Gecina S.A., compañía inmobiliaria cotizada en la Bolsa de París, con una representación en el Consejo de Administración de cuatro consejeros de los trece existentes, que a su vez es propietaria de un gran número de activos repartidos en oficinas, hoteles, viviendas, residencias de estudiantes, e inmuebles relacionados con el sector sanitario. Gecina es una sociedad asociada en el perímetro de consolidación del Grupo Metrovacesa, contabilizada a través del método de la participación.

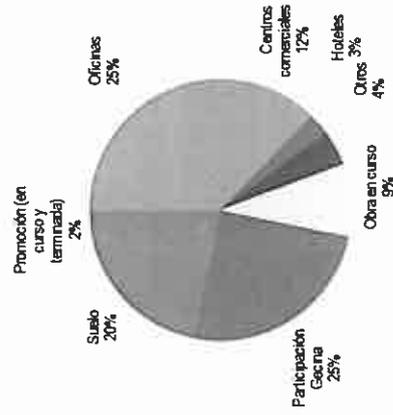
Metrovacesa cuenta con una extensa cartera de oficinas, entre las que destacan Parque Empresarial Vía Norte, Castellana 278-280, Edificio Sollube, P.E. Puerta de las Naciones o Alvento.

La Compañía tiene presencia también en el sector de centros comerciales, con una cartera integrada por ocho centros comerciales en explotación, tales como Tres Aguas, Artea o Arenas, entre otros.

Metrovacesa posee una cartera de hoteles en propiedad que actualmente asciende a 11 hoteles en explotación en el segmento urbano y vacacional, repartidos por la geografía española.

Además del negocio patrimonial, Metrovacesa cuenta con una presencia en el mercado de promoción residencial, y de suelo.

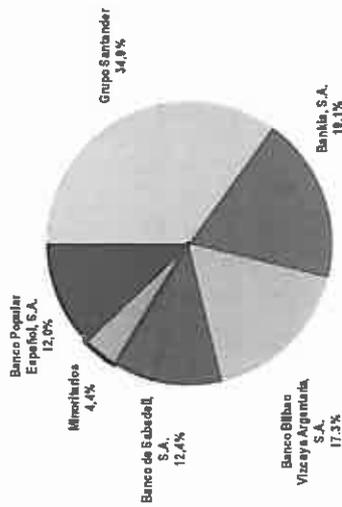
Desglose líneas de negocio de Metrovacesa



Fuente: EE.FF. Consolidados de Metrovacesa. EY
Fecha: 30/06/2012

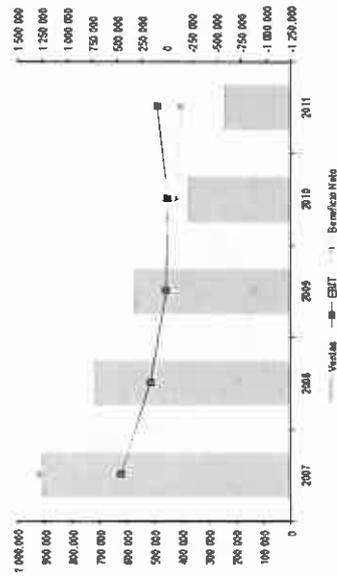
2. Descripción de la Compañía

Detalle de los principales accionistas



Fuente: E.E.F.F. Consolidados de Metrovacesa Bolsa de Madrid
Fecha: 30/09/2012

Principales magnitudes financieras (€ miles)



Fuente: E.E.F.F. Consolidados de Metrovacesa. Análisis EY

Los principales accionistas de la Compañía de forma directa o indirecta a 30 de septiembre de 2012 son: Banco Bilbao Vizcaya Argentina, S.A., Banco de Sabadell, S.A., Banco Español de Crédito, S.A., Banco Popular Español, S.A., Banco Santander, S.A. (Banco Santander), junto con Banco Español de Crédito, S.A., podrán ser referidos conjuntamente como Grupo Santander) y Bankia, S.A. En el gráfico de la izquierda puede observarse el detalle de la participación de cada uno de los accionistas.

Durante el año 2011 los ingresos consolidados reportados bajo Normas Internacionales de Información Financiera de Metrovacesa alcanzaron los 248 millones de euros, lo que supuso un descenso del 34% respecto al año 2010. Como puede observarse en el gráfico inferior izquierdo, presentan una tendencia decreciente desde el año 2007.

En el año 2011 se alcanzó un EBIT de 100 millones de euros aproximadamente, lo que supuso un aumento significativo respecto al año anterior.

El resultado neto es negativo desde 2008, reduciéndose la pérdida en el año 2010 y aumentando de nuevo en 2011.

La situación de tesorería de la Compañía muestra tensiones derivadas de su alto nivel de endeudamiento, que sustenta con el apoyo de sus bancos, a la vez accionistas.

Las principales cifras de Metrovacesa se reúnen en la siguiente tabla:

Principales magnitudes de balance

	Cifras en Millones €					
	2007	2008	2009	2010	2011	
Total activo no corriente	9.607	7.669	7.064	6.494	6.588	
Total activo corriente	2.077	1.859	1.563	1.281	1.174	
Total patrimonio neto	2.588	1.798	879	779	1.887	
Total Pasivo no Corriente	6.352	3.483	3.250	2.804	5.485	
Total Pasivo Corriente	2.744	4.246	4.487	4.192	411	

Fuente: CC.AA. Consolidadas de Metrovacesa.

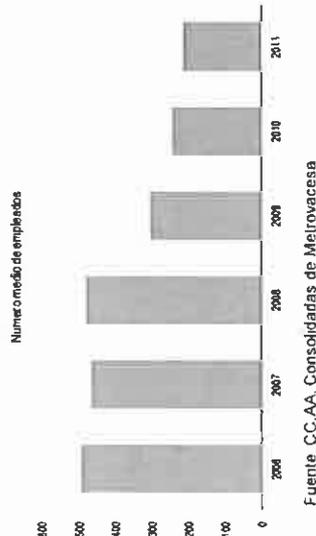
Detalle de Ventas, EBIT y Beneficio neto

	Cifras en Miles €			
	2009	2010	2011	
Ventas	573.495	380.036	248.320	
EBIT	6.568	(7.195)	100.022	
Beneficio Neto	(888.783)	(93.670)	(143.069)	

Fuente: CC.AA. Consolidadas de Metrovacesa

2. Descripción de la Compañía

Evolución en el número de empleados



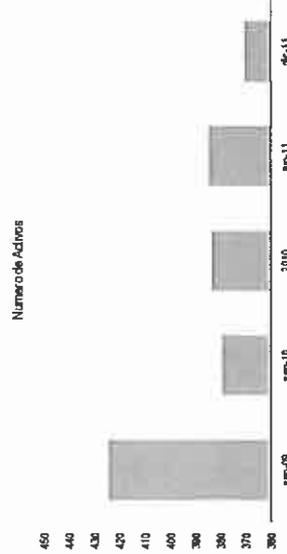
Como se desprende del gráfico inferior derecho, el activo que históricamente más ha ponderado en cuanto a metros cuadrados es la cartera de oficinas y centros comerciales.

La tasa de ocupación de los activos en renta, mostrado en el gráfico inferior en el centro, decrece progresivamente desde el año 2006 hasta el año 2010, recuperándose en el año 2011.

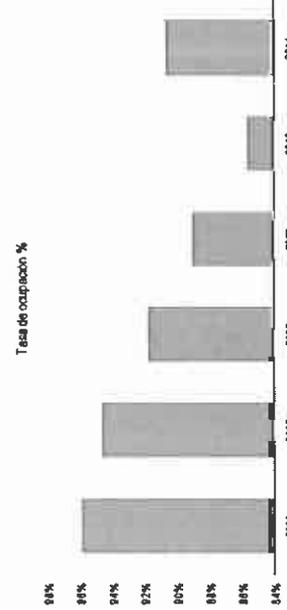
Asimismo, el número de activos de la Compañía (gráfico inferior izquierdo) muestra una tendencia similar. Como puede observarse, presenta un decrecimiento significativo en el año 2010 (respecto a septiembre de 2009) y a partir de este punto se muestra estable.

A 30 de junio de 2012 la Compañía tiene suelo por valor de 1.423,7 millones de euros, fundamentalmente destinado a viviendas. Asimismo, la Compañía tiene suelo clasificado como obra en curso por importe de 563,7 millones de euros.

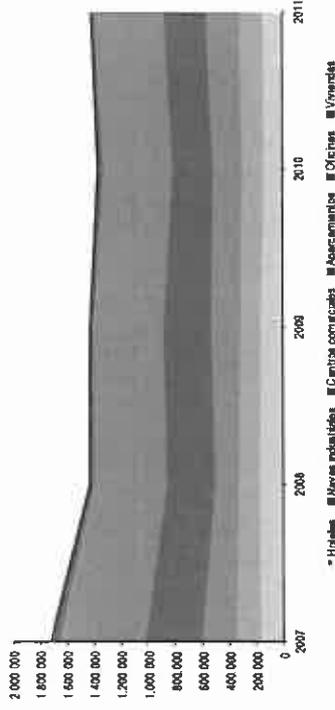
Evolución en el número de activos



Tasa media de ocupación de los activos en renta



Desglose de los activos por metros cuadrados

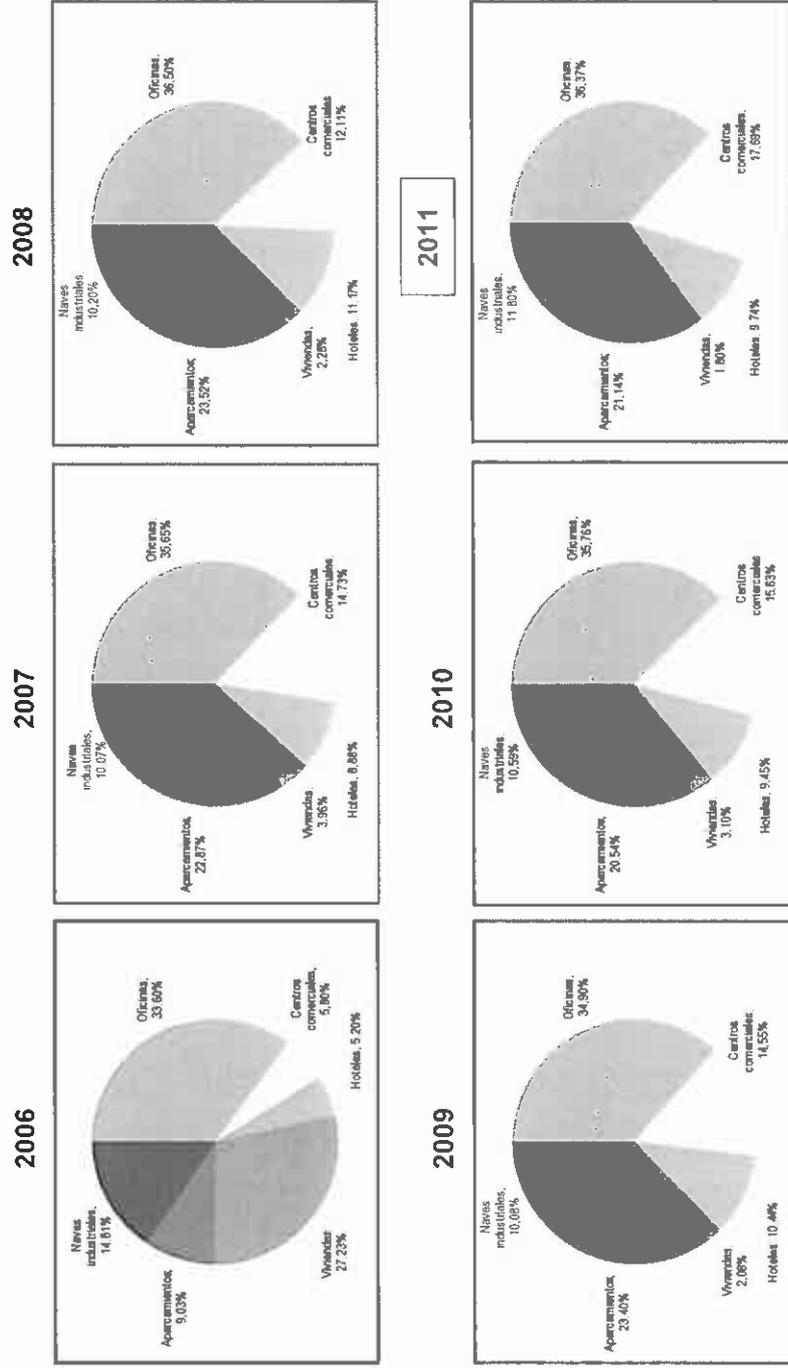


Fuente: CC.AA. Consolidadas de Metrovacesa

Fuente: CC.AA. Consolidadas de Metrovacesa

2. Descripción de la Compañía

La siguiente serie de gráficos, muestran la ponderación histórica de los metros cuadrados por tipología de activos de patrimonio sobre el total. Los metros cuadrados correspondientes al suelo se encuentran incluidos en los activos a los que corresponda su futuro desarrollo (fundamentalmente vivienda y oficinas).



Fuente: CC.AA. Consolidadas de Metrovacesa

Nota: no están incluidos los metros cuadrados correspondientes a los activos de Gecina. A 31 de diciembre de 2011, la mayor parte de los metros cuadrados referentes a los aparcamientos están ligados a oficinas y centros comerciales.

3. Alcance del trabajo y Metodologías de Valoración

3. Alcance del Trabajo y Metodologías de Valoración

Los Clientes, como accionistas mayoritarios de Metrovacesa, han solicitado a Ernst & Young la preparación de un informe de valoración de las acciones de Metrovacesa (del cual Metrovacesa tiene la condición de beneficiaria), con el fin de determinar el precio a ofrecer en una oferta pública de exclusión de negociación de las acciones de la Compañía.

Para llevar a cabo el Informe de Valoración de Metrovacesa, Ernst & Young ha tenido en cuenta los criterios de valoración establecidos en el **Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.**

- ▶ **Valor Teórico Contable** de la sociedad y en su caso, del grupo consolidado, calculado con base en las últimas cuentas anuales auditadas y, si son de fecha posterior a éstas, sobre la base de los últimos Estados Financieros intermedios.
- ▶ **Valor liquidativo** de la sociedad y en su caso, del grupo consolidado. Si de la aplicación de este método fueran a resultar valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, no será preciso su cálculo siempre que en el informe se haga constar dicha circunstancia.
- ▶ **Cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio** de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de acciones que se hubiera negociado.
- ▶ **Valor de contraprestación ofrecida con anterioridad**, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.
- ▶ **Otros métodos de valoración** aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional. En la tabla de la izquierda se detallan los métodos que Ernst & Young ha aplicado en este caso en concreto, así como las otras indicaciones de valor que ha utilizado de referencia.

Para llevar a cabo nuestro trabajo nos hemos basado en información proporcionada por Metrovacesa y otra de carácter público detallada en el Anexo VII. Asimismo, se han mantenido reuniones y conferencias telefónicas con la Compañía acerca de la operativa del negocio, el plan estratégico, la situación financiera actual y esperada, y demás aspectos que se han considerado relevantes o necesarios para llevar a cabo el Informe de Valoración.

Criterios de Valoración considerados

- a) Valor Teórico Contable
- b) Valor Liquidativo
- c) Cotización Media Ponderada último semestre
- d) Triple Net Asset Value
- e) Otros métodos aplicables al caso concreto, así como otras indicaciones de valor
 - Descuento de flujos de caja
 - Múltiplos de compañías cotizadas y Transacciones comparables
 - Precios objetivos de analistas

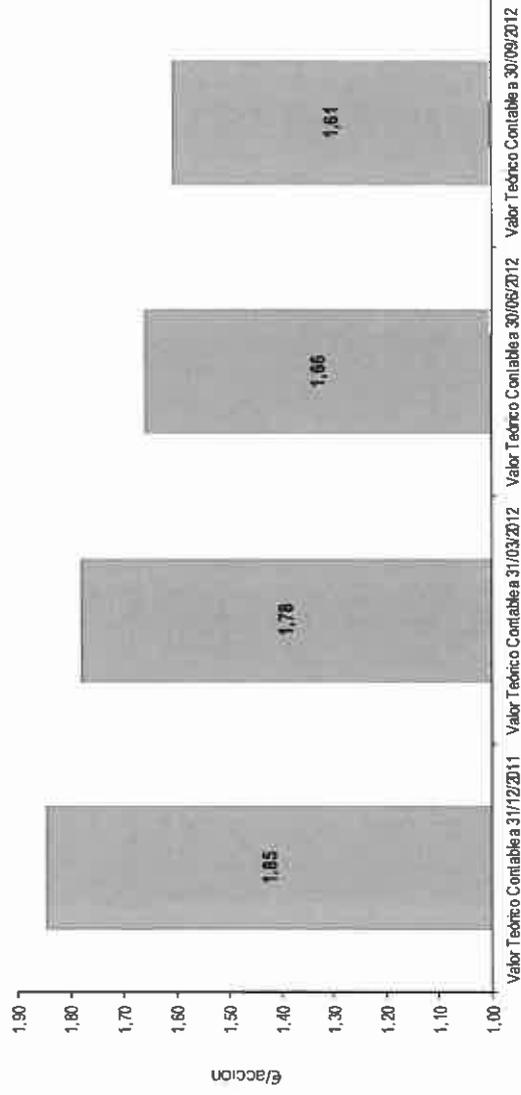
4. Valor Teórico Contable

4. Valor Teórico Contable

Metodología y Resultado

Para la aplicación de este criterio de valoración, hemos utilizado los Estados Financieros consolidados más recientes de Metrovacesa S.A. y Sociedades Dependientes, a 30 de septiembre de 2012, si bien a modo informativo adicionalmente se ha incluido el Valor Neto Contable de los últimos Estados Financieros auditados a 31 de diciembre de 2011, así como los trimestrales publicados desde entonces. En la página siguiente se recoge el cálculo del Valor Teórico Contable por acción.

Para el cálculo del Valor Teórico Contable por acción, se han considerado las acciones emitidas, netas de autocartera.



Fuente: Bolsa de Madrid, EEFF Metrovacesa, EY

4. Valor Teórico Contable

A continuación se muestra una tabla resumen con la evolución histórica del patrimonio neto de la sociedad dominante, y el cálculo del Valor Teórico Contable por acción de Metrovacesa a 31 de diciembre de 2011, 31 de marzo, 30 de junio y 30 de septiembre de 2012:

Moneda: Miles €	31/12/2011	31/03/2012	30/06/2012	30/09/2012
Capital social	1.482.241	1.482.241	1.482.241	1.482.241
Reservas de la Sociedad Dominante	(715.018)	(877.304)	(877.388)	(877.241)
Reservas en sociedades consolidadas por integración global o proporcional	1.162.836	1.075.960	1.076.290	1.077.944
Reservas en sociedades consolidadas por el método de la participación	171.017	275.208	275.186	274.929
Diferencias de conversión	(7.144)	(7.159)	(7.323)	(7.393)
Ajustes en patrimonio por valoración	(122.911)	(137.268)	(155.961)	(169.110)
Menos: Acciones de la Sociedad Dominante	(288)	(319)	(177)	(182)
Beneficios consolidados del ejercicio	(144.672)	(48.520)	(151.267)	(193.177)
Total Patrimonio Neto Sociedad Dominante	1.826.061	1.762.838	1.641.602	1.588.008
Minoritarios	40.593	41.463	40.148	34.185
Total Patrimonio Neto	1.866.654	1.804.301	1.681.750	1.622.193
Número de Acciones Totales	988.160.679	988.160.679	988.160.679	988.160.679
Subcartera	253.327	363.997	323.682	188.711
Número de Acciones excluyendo subcartera	987.907.352	987.796.682	987.836.997	987.971.968
Valor Teórico Contable (Euros) por Acción	1,85	1,78	1,66	1,61

Fuente: Bolsa de Madrid, CC AA Y EE FF Consolidados de Metrovacesa, EY

El Valor Teórico Contable a 30 de septiembre de 2012 asciende a 1,61 €/acción, tal y como queda reflejado en la tabla superior.

Este criterio de valoración no ha sido considerado como relevante en la determinación de nuestra conclusión de valor, debido a que este criterio no considera el valor razonable de todos los activos y pasivos, ni incorpora la potencial creación de valor de la Compañía.

5. Valor Liquidativo

5. Valor Liquidativo

Metodología y Resultado

Este criterio de valoración refleja el valor de una empresa en una situación de disolución y cese definitivo de las actividades. Es el valor de la empresa en un proceso de venta de sus activos y cancelación de sus deudas, teniendo en consideración las plusvalías y/o minusvalías latentes, así como las contingencias que pudieran existir.

Con el fin de reflejar dichas plusvalías y/o minusvalías latentes, el valor de partida sobre el que calcularíamos el valor de liquidación de Metrovacesa sería su Triple Net Asset Value.

Sin embargo, una liquidación de la Compañía iría acompañada de una serie de costes de liquidación (como los costes laborales derivados de los despidos de sus empleados, entre otros). Asimismo, la liquidación de la Compañía plantearía un escenario de venta forzosa, el cual exigiría que la venta de los activos se llevara a cabo de forma acelerada, por lo que sería necesario aplicar un descuento adicional al valor de los activos implícito tanto en el Triple Net Asset Value, como en el Descuento de Flujos de Caja o en el método de múltiplos comparables.

Adicionalmente a lo anterior, cualquier venta acelerada tendría como efecto adicional la pérdida de la aplicabilidad de parte del crédito fiscal generado por las pérdidas acumuladas, dadas las recientemente introducidas limitaciones a su aplicación en los dos primeros ejercicios.

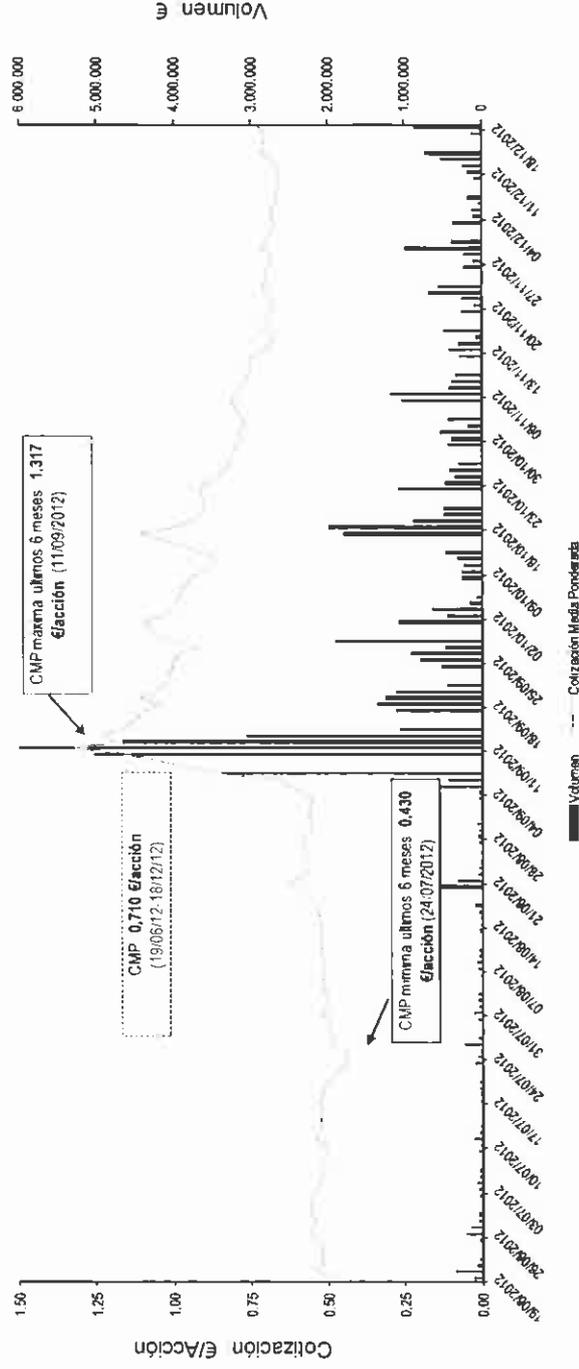
Como consecuencia del análisis anterior, Ernst & Young considera que el Valor Liquidativo de Metrovacesa resultaría significativamente inferior al que se obtendría de la aplicación del resto de metodologías utilizadas y descritas en el presente documento, y por tanto descartamos su cálculo y relevancia para el objetivo descrito.

6. Cotización Media Ponderada del Último Semestre

6. Cotización Media Ponderada Último Semestre

Metodología y Resultado

El siguiente gráfico muestra la evolución de la cotización media ponderada de Metrovacesa en el Mercado Continuo a lo largo de los 6 meses anteriores al 19 de diciembre de 2012:



Nota: Las cotizaciones máximas y mínimas son también medias ponderadas.

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles. Capital IQ. EY

Durante el semestre inmediatamente anterior al 19 de diciembre de 2012, la cotización media ponderada por volumen fue de 0,710 euros/acción. Adicionalmente, a modo de contraste, se ha analizado la cotización media ponderada del mes y del trimestre anterior al 19 de diciembre de 2012, con resultados de 0,818 euros/acción y 0,685 euros/acción, respectivamente. El Anexo III recoge el cálculo de la Cotización Media Ponderada.

Este método no ha sido considerado como relevante a efectos de las conclusiones finales por el escaso free float que cotiza en el mercado de Metrovacesa y su bajo volumen de negociación.

7. Triple Net Asset Value

- 7.1. Descripción de la Metodología
- 7.2. Procedimientos realizados
- 7.3. Análisis del cálculo del Triple NAV
- 7.4. Consideración de la participación de Gecina
- 7.5. Conclusión del Triple NAV

7.1. Descripción de la Metodología

El Triple NAV consiste en calcular el valor de una compañía inmobiliaria a partir de la suma del valor de mercado de sus activos, deduciendo el importe de la deuda financiera, los pasivos fiscales netos derivados del reconocimiento teórico del valor de mercado de dichos activos, y otros ajustes sobre el valor razonable de activos y pasivos.

Adicionalmente, la metodología del Triple NAV se basa en la hipótesis de empresa en funcionamiento, asumiendo, según práctica habitual en el sector, la continuidad en la naturaleza de los activos actualmente en cartera. De esta manera, en el momento de producirse la venta de un activo, éste sería en cualquier caso sustituido por nuevos activos destinados a la misma finalidad (patrimonio en renta o existencias, según corresponda).

La consideración de los activos y pasivos por impuestos diferidos en la valoración, se basa en el hecho de que como consecuencia de la puesta a valor de mercado de los activos, puede surgir una plusvalía o minusvalía respecto a su Valor Neto Contable. El afloramiento de una plusvalía, como diferencia entre el Valor Neto Contable y el valor de mercado lleva inherentemente asociada el nacimiento de una obligación tributaria (o de un crédito tributario en caso de una minusvalía). Expuesto de otro modo, cabría decir que no es posible reconocer una plusvalía sin tener en cuenta su efecto impositivo en el Impuesto de Sociedades. Puesto que el Triple NAV como metodología se basa en el afloramiento teórico de las plusvalías latentes de los activos, atribuibles a los accionistas, dichas plusvalías deben ser ajustadas por la parte de la plusvalía que no es atribuible a los accionistas, y de la que es acreedora la Hacienda Pública.

Manteniendo la hipótesis de continuidad del negocio inherente a la metodología del Triple NAV, el tipo impositivo aplicable sobre las plusvalías asociadas a las existencias es del 30%, mientras aquellas plusvalías asociadas a los activos de patrimonio en renta es del 18%.

7.1. Descripción de la Metodología

El cálculo para determinar el Triple NAV por acción a 30 de junio de 2012 ha sido realizado por la Compañía y reportado en sus Estados Financieros de la misma fecha. A este respecto, Ernst & Young ha llevado a cabo un proceso de revisión sobre el citado cálculo a efectos de determinar la correcta aplicación de la metodología y el importe obtenido por la Compañía.

El Triple NAV es una metodología de valor generalmente utilizada en el sector, y por tanto, ha sido una de las metodologías de valoración de común aceptación que, siguiendo los criterios del RD 1066/2007, hemos aplicado en nuestro análisis, y la de mayor relevancia a la hora de determinar el valor de las acciones de Metrovacesa a los efectos del presente Informe.

7.2. Procedimientos realizados

Ernst & Young, en su procedimiento de revisión del Triple NAV ha realizado los siguientes procedimientos:

- ▶ Análisis de la metodología utilizada por la Compañía para calcular el Triple NAV con el objeto de comprobar que se adapta a la práctica habitual en el sector.
- ▶ Cuadre por tipo de activo del Gross Asset Value (GAV), entendido como el valor de mercado de los activos, con el desglose reportado en los Estados Financieros intermedios a 30 de junio de 2012.
- ▶ Obtención de los informes de valoración realizados por expertos independientes de la cartera completa de activos de la Compañía.
- ▶ Comprobación de que los valores de mercado de cada uno de los activos de la Compañía considerados para calcular el GAV coinciden con el valor de mercado obtenido por los expertos independientes.
- ▶ Comprobación de que la venta de Access Tower en Alemania, comunicada como hecho relevante por la Compañía en noviembre de 2012, no se haya realizado a un precio que difiera significativamente del valor estimado por el experto independiente para ese inmueble a 30 de junio de 2012.
- ▶ Análisis de las valoraciones realizadas para cada tipo de activo por los expertos independientes a 30 de junio de 2012:
 - ▶ Selección de los activos más significativos. La muestra de activos analizada representa un 40% del valor de mercado total de los activos de patrimonio en renta, obra en curso, suelo y promoción, sin considerar Gecina. Para el resto de activos hemos analizado la evolución de su valor de mercado en los últimos 18 meses, sin encontrar indicios de que existan evoluciones de valor no justificadas por la tendencia del sector.
 - ▶ Revisión de la aplicabilidad de las metodologías de valoración utilizadas en función de la tipología de activo (fundamentalmente, capitalización de rentas netas, método residual estático y método residual dinámico).

7.2. Procedimientos realizados

- ▶ Análisis de las principales hipótesis de valoración y contraste de dichas hipótesis de manera selectiva, en función de materialidad y relevancia.
- ▶ Comprobación de los cálculos de las Plusvalías/Minusvalías Netas de los activos de la Compañía, que surgen de la diferencia de su valor de mercado derivado de las Valoraciones realizadas por los expertos independientes, con su Valor Neto Contable a la fecha de valoración, y ajustado por el efecto fiscal.
- ▶ Revisión del resto de ajustes considerados en el cálculo del Triple NAV, entre ellos, ajuste por minoritarios, impuestos diferidos, valor de mercado de las participadas, y otros.
- ▶ Revisión y conclusión sobre el valor por acción calculado, en base a los resultados obtenidos del análisis anteriormente descrito, y del número de acciones emitidas, netas de autocartera.

7.3. Análisis del cálculo del Triple NAV

	jun-12
<i>Triple NAV en € mtes</i>	
Fondos Propios MVC	1.681.750
- Minoritarios FF.PP.	-40.148
Fondos Propios Sociedad Dominante	1.641.602
+ Plusvalías Netas Balance	378.208
+ Otros Ajustes por plusvalías netas	13.688
+ Ajuste Imp. Diferido a Valor Bruto	365.107
- Impuestos sobre plusvalías brutas	-219.064
+ Corrección monetaria impuestos diferidos mercado	69.209
+ Ajustes Triple NAV Participadas	3.009
Triple NAV	2.251.760
Nº total de acciones	988.160.679
Autocartera	-323.682
Nº acciones excluyendo autocartera	987.836.997
Triple NAV euros por acción a 30 de junio de 2012	2,28

(1) Incluye la participación de Gecina, que a 30 de junio de 2012 está registrada a un importe de 1.831 millones de euros aproximadamente.

Fuente: EE.FF. Consolidados de Metrovacesa EY
Fecha: 30/06/2012

Para el cálculo del Triple NAV, la Compañía ha realizado los siguientes pasos:

- ▶ Cálculo del GAV a partir de la valoración de los activos a 30 de junio de 2012.
- ▶ Cálculo de las Plusvalías generadas por los activos, como diferencia entre el GAV y su Valor Neto Contable.
- ▶ Ajustes del Valor de los FFPP:
 - ▶ Minoritarios
 - ▶ Plusvalías
 - ▶ Impuestos diferidos asociados a las plusvalías derivados del impuesto de sociedades
- ▶ Cálculo del valor de la Compañía a 30 de junio de 2012 (Triple NAV).
- ▶ Cálculo del valor por acción, considerando el número de acciones emitidas, netas del número de acciones propias.

A continuación describimos los principales cálculos del Triple NAV:

- ▶ Cálculo del GAV;
- ▶ Ajustes por impuestos diferidos;
- ▶ Otros ajustes; y
- ▶ Tratamiento de Gecina en el cálculo del Triple NAV.

7.3. Análisis del cálculo del Triple NAV

Análisis del cálculo del GAV de los activos

Las valoraciones de los activos de Metrovacesa son realizadas periódicamente por expertos independientes. Su valor total coincide con el GAV reportado en la Nota 5.1 de la comunicación de los resultados del primer semestre de 2012 de la Compañía.

Las firmas Knight Frank y BNP Paribas Real State Advisory Spain, han realizado las valoraciones independientes de las existencias e inversiones inmobiliarias respectivamente, de Metrovacesa, tal y como consta en sus Estados Financieros a 30 de junio de 2012.

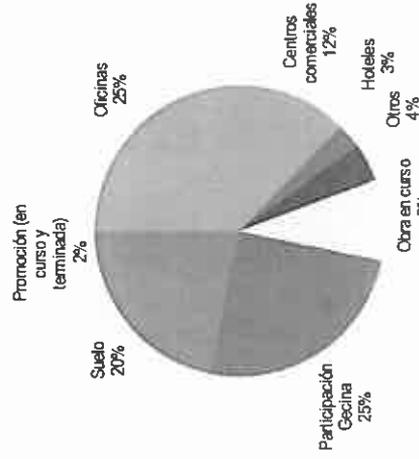
Para la revisión de la valoración de mercado (GAV) de los activos de la Compañía a 30 de junio de 2012, Ernst & Young ha seleccionado aquellos activos que por su importe resultan más significativos sobre el valor total del GAV, así como aquellos activos que han experimentado variaciones distintas a las de los activos en su conjunto, atendiendo a las características particulares de cada activo.

Hemos analizado las principales hipótesis y parámetros de valoración utilizados por los expertos independientes para la obtención del valor de mercado en dicha muestra de inmuebles seleccionada. De nuestro análisis, no hemos encontrado indicios que pudieran suponer un valor superior a las conclusiones obtenidas por los expertos independientes.

Tal y como se ha mencionado anteriormente, la muestra de activos analizada representa un 40% del valor de mercado total de los activos de patrimonio en renta, obra en curso, suelo y promoción, sin considerar Gecina.

7.3. Análisis del cálculo del Triple NAV

Desglose tipo de activos de Metrovacesa



Fuente: EEFF Metrovacesa
Fecha: 30/06/2012

Grupo de Activos en € miles	Valor de mercado a 30/06/2012
Valor Activos de Patrimonio	5.730
Patrimonio en renta	3.243
Oficinas	1.821
Centros comerciales	909
Hoteles	201
Otros	313
Obra en curso	656
Participación Gecina	1.831
Valor activos de Promoción y Suelo	1.594
Suelo	1.424
Promoción (en curso y terminada)	170
Total Activos	7.324

Fuente: EEFF Consolidados Metrovacesa 30/06/2012

Análisis del cálculo del GAV de los activos (cont.)

A continuación se muestra un resumen de valoración por grupos de activos y la importancia relativa de cada tipología, dentro del total de activos:

Grupo de Activos en € miles	Valor contable a		Valor de mercado		Plusvalías brutas	
	30/06/2012	a 30/06/2012	a 30/06/2012	a 30/06/2012	a 30/06/2012	a 30/06/2012
Activos en renta	3.263	3.263	3.263	3.263	(0)	(0)
Proyecbs en Renta a mercado	570	570	570	570	(0)	(0)
Proyecbs en Renta a coste	11	11	11	11	0	0
Activos concesiones	13	13	38	38	26	26
Activos uso propio	3	3	3	3	0	0
Activos renta participadas	1.840	1.841	1.841	1.841	1	1
Proyecbs Participadas y Concesiones	3	3	3	3	(0)	(0)
Total Patrimonio	5.703	5.730	5.730	5.730	26	26
Promoción / Suelo	915	1.407	1.407	1.407	493	493
Promoción / Suelo Participadas	170	186	186	186	17	17
Total Promoción	1.084	1.594	1.594	1.594	509	509
Total Promoción y Patrimonio	6.788	7.324	7.324	7.324	536	536

Fuente: Información proporcionada por Metrovacesa. Análisis E.Y.

Nota: Este valor contable refleja el valor del 100% de los activos en patrimonio y existencias de Metrovacesa S.A., incluyendo los de sus participadas por puesta en equivalencia, más el valor de la participación de Gecina al que se encuentra registrada.

Algunos subtotales y totales pueden desajustarse debido al redondeo.

La tabla de la izquierda ha sido sustraida de los Estados Financieros a 30 de junio de 2012 y recoge la clasificación de activos por destino de su actividad, mientras que la tabla superior recoge la clasificación de los activos por tipología de los mismos.

7.3. Análisis del cálculo del Triple NAV

Plusvalías Brutas Balance en € miles	jun-12
PB en renta MVC	0
PB Proyectos MVC	0
PB Concesiones MVC / Otros	25.629
PB Uso Propio MVC	486
PB en renta participadas	598
PB proyectos participada	-364
PB Patrimonio en Balance	26.349

PB Promoción MVC	492.759
PB Promoción participada	16.610
PB Promoción	509.369
Total Plusvalías Brutas Balance	535.718

Fuente: EE.FF. Consolidados de Metrovacesa EY
Fecha: 30/06/2012

Plusvalías Netas Balance en € miles	jun-12
Tasa impositiva	18,0%
Tasa promoción	30,0%
PN en renta MVC	0
PN Proyectos MVC	0
PN Concesiones MVC	21.016
PN Uso Propio MVC	399
PN en renta participadas	490
PN proyectos participada	-255
PN Patrimonio en Balance	21.650
PN Promoción MVC	344.931
PN Promoción participada	11.627
PN Promoción	356.558
Total Plusvalías Netas Balance	378.208

Fuente: EE.FF. Consolidados de Metrovacesa EY
Fecha: 30/06/2012

Descripción de los ajustes al Triple NAV

El Valor Patrimonial Neto de la Compañía (Triple NAV) ha sido calculado a partir de los Fondos Propios en balance.

Adicionalmente, en el cálculo del Triple NAV se han considerado una serie de ajustes a los Fondos Propios que se detallan a continuación:

1. Cálculo de las plusvalías brutas:

Las plusvalías brutas que ascienden a 536 millones de euros aproximadamente (tal como se detalla en el cuadro de la página anterior y en la tabla superior izquierda), se corresponden con la diferencia entre el valor de mercado y el Valor Neto Contable de los activos. Dado que los activos en renta están ya puestos a valor de mercado en el balance, la mayor plusvalía viene originada por las existencias de promociones, que están registradas en el balance a su coste (Notas 3, 4, 5, 6 y 8 de las notas explicativas de los Estados Financieros Resumidos de junio de 2012).

2. Cálculo de las plusvalías netas derivadas del Impuesto de Sociedades:

Sobre las plusvalías brutas se realiza un ajuste para reflejar el impuesto diferido que se genera como consecuencia de esta revalorización. Dicho impuesto diferido se calcula como el 30% de las plusvalías asociadas a las existencias y un 18% de las plusvalías asociadas al patrimonio, partiendo de una hipótesis de reinversión de dichos activos, como es práctica habitual en el mercado. El detalle de las plusvalías netas está recogido en el cuadro inferior izquierdo.

7.3. Análisis del cálculo del Triple NAV

Impuesto Diferido NAV en € miles	jun-12
Impuesto Diferido por revalorización	376.156
- Impuesto Diferido minoritarios revalor.	-11.049
Imp. Diferido por revalorización	365.107
% Tasa aplicable actual en Balance	30%
% Tasa aplicable para Triple NAV	18%
Cálculo Imppto. Diferido Triple NAV	219.064
Diferencial de Imppto. Diferido de MVC	146.043

Fuente EE.FF. Consolidados de Metrovacesa. EY
Fecha: 30/06/2012

Descripción de los ajustes al Triple NAV (cont.)

3. Ajuste por impuestos diferidos:

El balance de la Compañía a 30 de junio 2012 registra un pasivo por impuesto diferido por un importe total de 436,8 millones de euros y un activo por impuesto diferido por importe de 576,0 millones de euros, tal y como se expone en la Nota 15 de las notas explicativas de los Estados Financieros de junio de 2012. De estos importes, 376,2 millones de euros corresponden al pasivo por impuesto diferido neto derivado de las plusvalías consecuencia de la revalorización a valor de mercado de los activos de patrimonio en renta, ya registrada en dichos Estados Financieros.

Los pasivos por impuestos diferidos derivados de las plusvalías ya registradas consideran una tasa impositiva del 30%. El ajuste por impuesto diferido aquí calculado resulta de la corrección en el tipo impositivo aplicable a aquellas plusvalías/minusvalías derivadas de los activos de patrimonio en renta, sustituyendo el 30% al que actualmente se encuentra registrado en balance por el 18% aplicable en caso de reinversión, siguiendo la práctica habitual del mercado explicada anteriormente.

El ajuste por impuestos diferidos resulta en 146 millones de euros aproximadamente, como se detalla en la tabla superior izquierda.

7.3. Análisis del cálculo del Triple NAV

Descripción de los ajustes al Triple NAV (cont.)

4. Otros Ajustes por Plusvalías Netas:

La Compañía registró en el momento de adquisición de una serie de participadas, unos impuestos diferidos sobre los fondos de comercio aforados en dichas adquisiciones. El ajuste aquí descrito de 13,7 millones de euros recoge el mayor valor derivado de calcular dichos impuestos diferidos a una tasa impositiva del 30% o 18% (según el tipo de activo), en lugar de al 35% que se utilizó en el momento de su registro.

5. Corrección monetaria impuestos diferidos mercado:

La Compañía considera tradicionalmente en su cálculo del Triple NAV una corrección adicional mediante la cual capitaliza el importe total de los impuestos diferidos netos registrados en balance a un tipo de interés del 4% desde el ejercicio 2005, fecha en la que se pusieron por primera vez los activos en patrimonio a valor de mercado, y en la que surgió por primera vez el pasivo por impuesto diferido. El importe de este ajuste asciende a 69,2 millones de euros y trata de reflejar el efecto financiero del coste de oportunidad de dicho impuesto diferido.

La no consideración de este ajuste en el cálculo del Triple NAV no tendría un efecto significativo en nuestras conclusiones.

6. Ajustes Triple NAV Participadas:

Tal y como se describe en la Nota 6 de los Estados Financieros Resumidos de junio de 2012, la Compañía tiene contabilizadas por el método de la participación ocho sociedades participadas (excluyendo Gecina). Este ajuste positivo adicional, refleja la diferencia entre el Triple NAV de cada una de estas sociedades y las plusvalías netas de los activos ya consideradas en el cálculo de las plusvalías brutas (ajuste N° 1) descrito anteriormente.

Asimismo, en este punto cabe mencionar a efectos informativos, que la Compañía en los Estados Financieros a 30 de junio de 2012 (nota 15) cita que cuenta con créditos fiscales en balance por importe de 25,9 millones de euros, no activados en balance siguiendo un criterio de prudencia. Si bien dichos créditos fiscales no han sido contemplados en el cálculo del Triple NAV de la Compañía, de nuestro análisis se desprende que en cualquier caso su consideración no tendría un efecto significativo en la valoración.

Triple NAV en € miles		jun-12
Fondos Propios MVC		1.681.750
- Minoritarios FF.PP.		-40.148
Fondos Propios Sociedad Dominante		1.641.602
+ Plusvalías Netas Balance		378.208
+ Otros Ajustes por plusvalías netas		13.688
+ Ajuste Imp. Diferido a Valor Bruto		365.107
- Impuestos sobre plusvalías brutas		-219.064
+ Corrección monetaria impbs diferidos mercado		69.200
+ Ajustes Triple NAV Participadas		3.009
Triple NAV		2.251.760
Nº total de acciones		988.160.679
Autocartera		-323.682
Nº acciones excluyendo autocartera		987.836.997
Triple NAV euros por acción a 30 de junio de 2012		2,28

Fuente: EE.FF. Consolidados de Metrovacesa. EY

Fecha: 30/06/2012

7.4. Consideración de la participación de Gecina

Metodologías de Valoración de Gecina

Metrovacesa es accionista de Gecina, S.A. con un total de 16.809.610 acciones, que representan un 26,8% de su capital, y con una representación de cuatro consejeros en el Consejo de Administración de Gecina, de los trece existentes. Gecina es una compañía inmobiliaria cotizada en la Bolsa de París. Gecina representa una sociedad asociada en el perímetro de consolidación del Grupo Metrovacesa, contabilizada a través de puesta en equivalencia.

Ernst & Young, a la hora de determinar el valor de Gecina para su incorporación a la valoración de Metrovacesa por Triple NAV, se ha basado **únicamente en información pública disponible a la fecha de la valoración**. En este sentido, Ernst & Young no ha tenido acceso a la Dirección de Gecina durante el transcurso de nuestro trabajo, ni hemos comprobado ninguno de los datos financieros que la compañía publica en sus Estados Financieros, que han sido la principal base de información, junto con otras fuentes públicas, para la realización de nuestro trabajo sobre Gecina.

No obstante, la Compañía nos ha manifestado que no tiene conocimiento de ningún hecho relativo a Gecina y a la participación de Metrovacesa en Gecina que tuviera un impacto significativo en el valor considerado de Gecina.

Las metodologías y criterios de valoración consideradas en la determinación de valor de la participación de Metrovacesa en Gecina, han sido las siguientes:

- ▶ **Valor Teórico Contable** del grupo consolidado a fecha de los últimos Estados Financieros disponibles
- ▶ **Cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior** al 19 de diciembre de 2012.
- ▶ **Triple NAV** publicado por la Compañía en los Estados Financieros de 30 de junio de 2012.
- ▶ **Método de Múltiplos de Compañías Comparables.**
- ▶ **Precio Objetivo de analistas.**

7.4. Consideración de la participación de Gecina

Metodologías de Valoración de Gecina (Cont.)

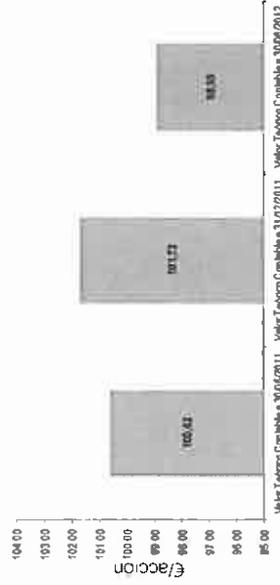
- ▶ Precio al que Metrovacesa tiene contabilizada la participación de Gecina en sus Estados Financieros a 30 de junio de 2012.

En las siguientes páginas se presentan los resultados obtenidos de la aplicación de las metodologías de valoración aplicadas sobre Gecina.

7.4. Consideración de la participación de Gecina

Valor Teórico Contable

Para la aplicación de este criterio de valoración, hemos utilizado los Estados Financieros consolidados más recientes de Gecina, a 30 de junio de 2012, si bien a modo informativo adicionalmente se ha incluido el Valor Neto Contable de los últimos Estados Financieros auditados a 31 de diciembre de 2011, así como los semestrales publicados anteriormente, presentados en la tabla a continuación:

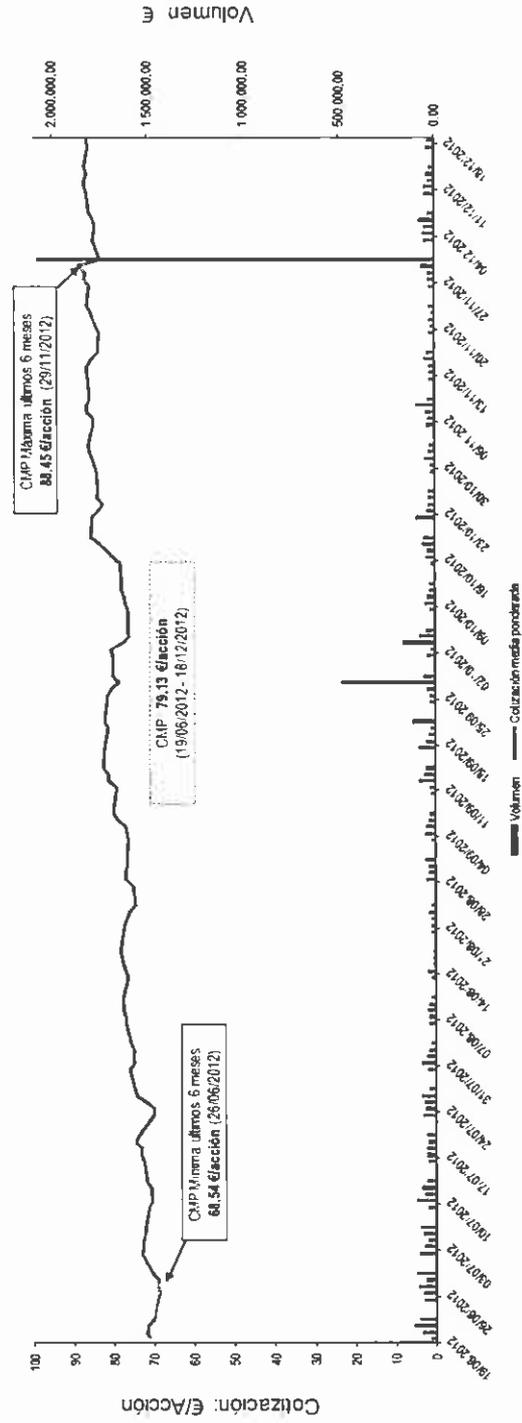


Moneda: Miles €	30/06/2011	31/12/2011	30/06/2012
Capital social	469.878	469.878	470.373
Issue, merger and contribute premiums	1.870.443	1.870.443	1.871.941
Reservas por consolidación	3.500.778	3.512.639	3.613.440
Group consolidated net earnings	402.900	411.225	75.500
Total Patrimonio Neto Sociedad Dominante	6.243.999	6.264.185	6.031.254
Minoritarios	42.692	43.942	42.803
Total Patrimonio Neto	6.286.691	6.308.127	6.074.057
Número de Acciones Totales	62.650.448	62.650.448	62.716.435
Aubcartera	(1.583.559)	(1.621.476)	(2.208.264)
Otros ajustes	987.811	552.064	476.752
Número de Acciones en miles excluyendo aubcartera	62.054.700	61.581.036	60.984.923
Valor Teórico Contable Euros por Acción	100,62	101,72	98,90

7.4. Consideración de la participación de Gecina

Cotización Media Ponderada Último Semestre

El siguiente gráfico muestra la evolución de la cotización Media Ponderada de Gecina en la Bolsa de París a lo largo de los últimos 6 meses previos al 19 de diciembre de 2012:



Fuente: NYSE EURONEXT, EY

Nota: Las cotizaciones máximas y mínimas son también medias ponderadas.

Durante el semestre inmediatamente anterior al 19 de diciembre de 2012, la cotización media ponderada fue de 79,13 euros/acción. Adicionalmente, a modo de contraste, se ha analizado la cotización media ponderada del mes y del trimestre anteriores al 19 de diciembre de 2012, con resultados de 83,38 euros y 85,76 euros por acción, respectivamente.

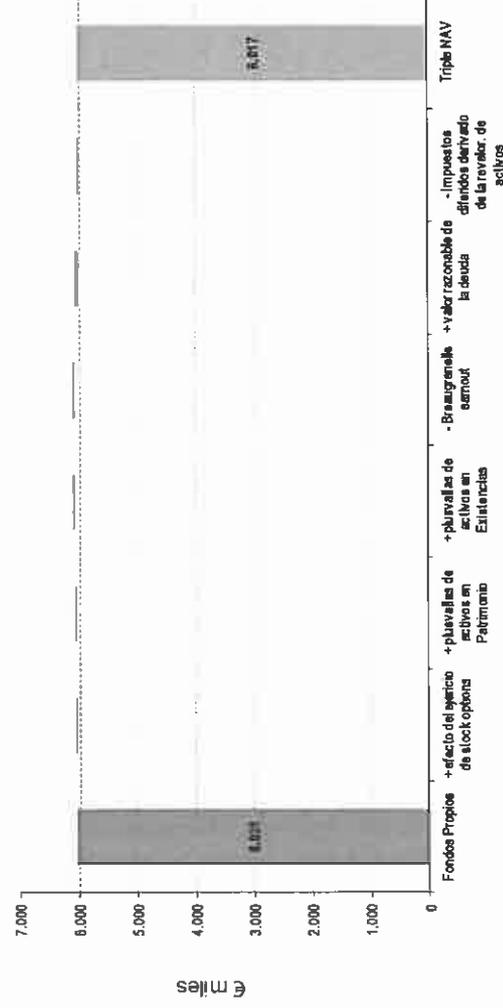
7.4. Consideración de la participación de Gecina

Triple Net Asset Value de Gecina	
Cifras en € millones	30-jun-12
Fondos Propios	6.031
+ efecto del ejercicio de stock options	16
+ plusvalías de activos en Patrimonio	35
+ plusvalías de activos en Existencias	3
- Breakeven del earnout	-9
+ valor razonable de la deuda	-60
- Impuestos diferidos derivado de la revalor. de activos	1
Triple NAV	6.017
Nº de acciones totales	62.716.435
Audcartera	-2.208.264
Otros ajustes	476.752
Nº total acciones excl. audcartera y otros ajustes	60.984.923
Triple NAV euros por acción (diluido)	98,66

Fuente: Estados Financieros Intermedios de Gecina a 30.06.2012. E.Y

Triple Net Asset Value

El Triple NAV, según la información disponible en los Estados Financieros a 30 de junio de 2012 de Gecina, resulta en 98,66 euros por acción, resultante del cálculo detallado a la izquierda.



Fuente: Estados Financieros Intermedios de Gecina a 30.06.2012. E.Y

Valor contable de la participación de Metrovacesa en Gecina:

El valor contable en los Estados Financieros consolidados de Metrovacesa a 30 de junio de 2012, es de 108,9 euros por acción. La Compañía ha evaluado los indicios de deterioro en junio 2012, utilizando el Triple NAV de Gecina como mejor indicación de valor recuperable. Para este ejercicio, el Triple NAV fue calculado sobre el GAV "unit" de Gecina (donde el valor bruto de cada activo se calcula como la suma de las partes en las que el activo se puede vender por separado), que es superior al GAV "block" (donde el valor bruto de cada activo se calcula considerando a éste como un activo indivisible) que utiliza Gecina para el cálculo del Triple NAV que reporta en sus Estados Financieros.

7.4. Consideración de la participación de Gecina

Valoración por Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables

Consideraciones en la aplicación de la Valoración por Múltiplos

En la aplicación de la metodología de valoración por múltiplos, se han considerado los múltiplos Precio acción/ Valor en libros, EV/Ventas, EV/EBITDA, EV/EBIT y Descuento sobre NAV por acción, al ser los más relevantes dada la tipología del sector inmobiliario.

Pasos seguidos

1. Selección de las compañías comparables más relevantes en función de su actividad y mercado.
2. Cálculo de los múltiplos más relevantes a los que cotizan estas compañías comparables seleccionadas (fuente: Capital IQ e información financiera publicada por las sociedades comparables). Los múltiplos seleccionados para el análisis de valor de Gecina son:
 - ▶ Precio acción/Valor en libros
 - ▶ EV/Ventas, EV/EBITDA y EV/EBIT
 - ▶ Descuento sobre NAV por acción
2. Aplicación de los múltiplos obtenidos de la muestra de comparables a las magnitudes financieras de Gecina.

7.4. Consideración de la participación de Gecina

A continuación se presenta una tabla resumen con la aplicación de los múltiplos mencionados anteriormente, a 30 de junio de 2012. Los múltiplos tomados para el análisis son los resultantes de considerar las estimaciones de los analistas para el ejercicio 2012 para las compañías comparables y aplicadas sobre las previsiones de cierre de los analistas de ese mismo año para Gecina:

Compañías cotizadas	Aleonor Group	Immofinanz AG	Deutsche Wohnen AG	Songbird Estates PLC	IAG Immobilien AG.	Conwert Immobilien Invest SE	Kieperre SA ⁽¹⁾
Múltiplos							
EV/Ventas	3.1x	9.8x	9.5x	12.1x	10.7x	11.1x	13.4x
EV/EBITDA	11.7x	15.5x	18.5x	16.8x	25.7x	18.9x	15.9x
EV/EBIT	12.5x	14.5x	14.5x	15.4x	15.6x	18.5x	21.8x
P/Book Value	1.4x	0.5x	1.3x	0.9x	0.9x	0.8x	2.4x
Descuento s/NAV ⁽²⁾	n.d.	53%	-12%	52%	15%	53%	13%

Múltiplos/Medida estadística	EV/Ventas	EV/EBITDA	EV/EBIT	Descuento s/NAV	PIB
Media aritmética	9.38x	17.82x	15.21x	32%	0.928x
Mediana	10.26x	17.54x	15.13x	52%	0.923x
Media acotada 30%	9.38x	17.82x	15.21x	32%	0.928x

Cifras en € millones

	EV/Ventas	EV/EBITDA	EV/EBIT	Descuento s/NAV	PIB
EV Gecina (Valor de la empresa)	5.649	8.628	7.218	*	*
(-) Deuda financiera neta	-5.342	-5.342	-43	*	*
(-) Inter. Minoritarios	-43	-43	-43	*	*
Eqv. atib. a Gecina (Valor FF.PP.)	264	3.243	1.833	4.082	5.589
Valor acción de Gecina (euros)	4.33	53.18	30.05	66.94	91.81

Nº de acciones (millones)

Nota:

⁽¹⁾ Información disponible en el Informe anual de 2011 (abril 2012 para Immofinanz AG) y cotización a 30 de junio de 2012.

⁽²⁾ Kieperre no ha sido considerado como comparable dado que su actividad se centra en la gestión de centros comerciales.

*: Estos múltiplos se aplican típicamente sobre el valor de los FF.PP.

Fuente: Capital IQ e información financiera publicada por las empresas.

Las compañías comparables se han seleccionado por la similitud de su negocio inmobiliario con el de Gecina. El criterio geográfico se ha establecido en función de su ubicación en Europa Central Occidental, que consideramos un mercado suficientemente homogéneo y comparable con Francia a los efectos del presente análisis.

No obstante, tras analizar los múltiplos de las empresas comparables seleccionadas y constatar la dispersión de los resultados obtenidos, concluimos que los múltiplos de valoración de dichos comparables no pueden ser aplicados de manera fiable a los efectos de nuestro análisis debido a las diferencias en la composición de sus carteras de activos y existencias, así como sus fuentes de ingresos, por lo que consideramos esta metodología no relevante.

7.4. Consideración de la participación de Gecina

Valoración por Múltiplos de Transacciones de Compañías Comparables

Este método es similar en su aplicación al de múltiplos de compañías cotizadas comparables, pero aplicado sobre los precios pagados en transacciones de compra de empresas, no necesariamente cotizadas.

El detalle de transacciones comparables que se muestra a continuación (fuente: Mergermarket) se corresponde con las compañías adquiridas recientemente en un entorno comparable, especificando el valor de la transacción y los múltiplos implícitos sobre ventas, EBITDA y EBIT pagados por dichas compañías.

El criterio de selección para la búsqueda de transacciones comparables se ha establecido en función del horizonte temporal (desde el 01/01/2011 hasta 13/11/2012) en empresas pertenecientes al sector inmobiliario en Europa occidental.

Fecha	Compañía adquirida	Valor transacción (€ mil.)	EV/Ventas	EV/EBITDA	EV/EBIT
08/03/2012	Klepperra SA (28.7% participación)	1.524	13.5x	14.9x	23.3x
02/03/2011	Societe Fonciere Lyonnaise SA (7.25% partic.)	107	16.5x	18.7x	18.9x
	Media		15.0x	16.8x	21.1x
	Mediana		15.0x	16.8x	21.1x
	Media ajustada 30%		15.0x	16.8x	21.1x

Fuente: Mergermarket

Cifras en € millones		
	EV/Ventas	EV/EBITDA
EV Gecina (Valor de la empresa)	9.037	8.136
(-) Deuda financiera neta	-5.342	-5.342
(-) Int. Minoritarios	-43	-43
Eq V Gecina (Valor de los FF.PP.)	3.652	2.751
Valor acción de Gecina (euros)	59,88	45,12

Nº de acciones (millones): 61,0

Fuente: Capital IQ, Mergermarket y EY

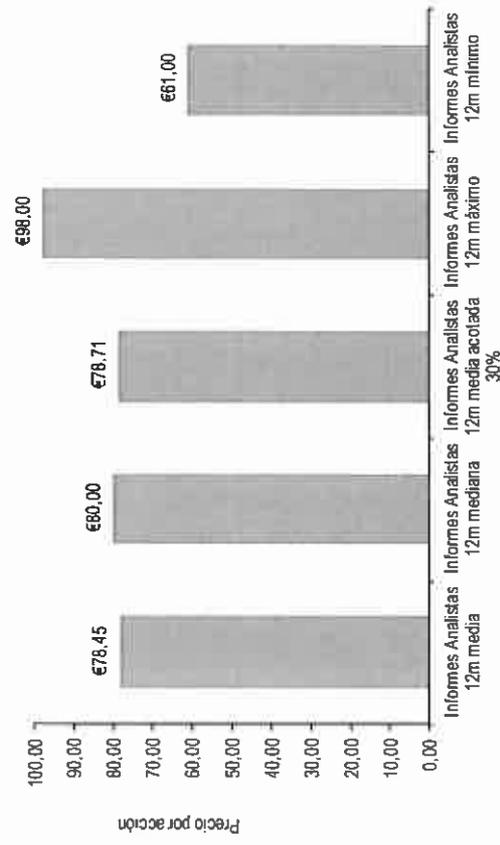
Los múltiplos considerados en la tabla superior son aquellos resultantes de considerar el precio de la transacción, así como las magnitudes financieras de cada una de las sociedades expuestas.

Consideramos esta metodología de valoración no relevante a los fines de nuestro análisis, dado que la actividad de estas compañías no es suficientemente comparable con la de Gecina.

7.4. Consideración de la participación de Gecina

Contraste de la valoración obtenida con Informes de Analistas Bursátiles sobre Gecina

A modo informativo, Ernst & Young ha llevado a cabo un estudio de los precios objetivos establecidos por diferentes informes de analistas tomando aquellos publicados durante los 12 meses previos a la fecha del presente Informe. A continuación se presenta el detalle de precio objetivo analizado:

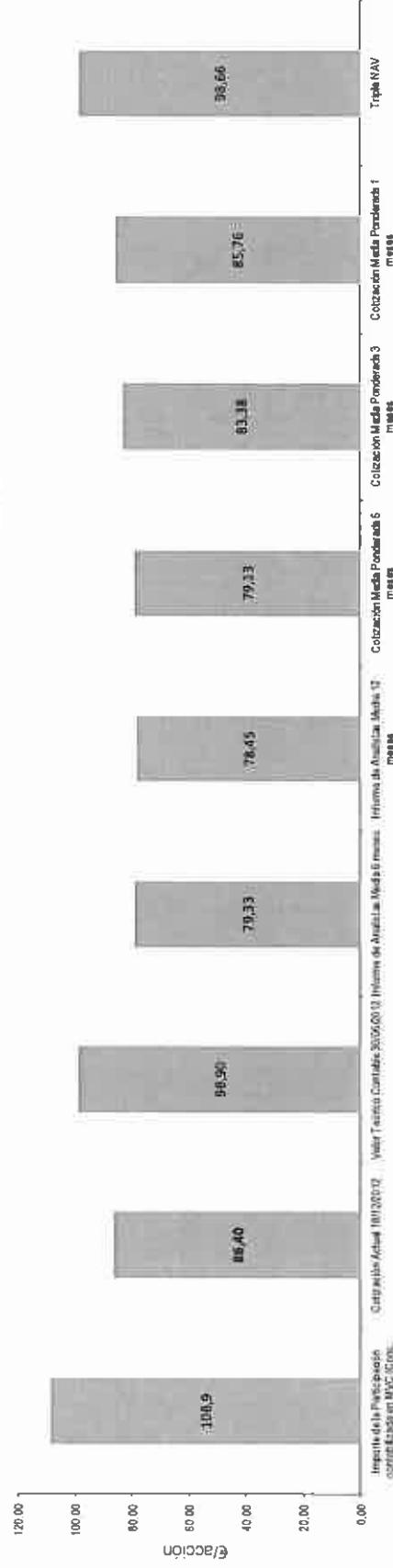


Fuente: Análisis EY, e informes de analistas detallados en el Anexo V

7.4. Consideración de la participación de Gecina

Conclusión consideración de la participación de Gecina

Teniendo en cuenta que nuestro análisis se ha llevado a cabo exclusivamente con información pública y considerando la naturaleza de la Operación, hemos tomado como dato más relevante para nuestra conclusión de valor de Gecina el importe al que Metrovacesa tiene registrada su participación en sus Estados Financieros Consolidados a junio de 2012, y que está soportado por el Triple NAV "Unit" de Gecina, que asciende a 1.831 millones de euros, correspondiente a 108,9 €/acción. Al estar este valor registrado en los FF.PP. de Metrovacesa, no es necesario considerar ningún ajuste por este concepto en el Triple NAV.



Fuente: EE.FF. Gecina Metrovacesa Análisis EY

Moneda Miles €	30/06/2011	31/12/2011	30/06/2012
Número de Acciones Totales	62.650.448	62.650.448	62.716.435
Audicartera	(1.583.559)	(1.621.476)	(2.208.264)
Otros ajustes	987.811	552.064	476.752
Número de Acciones en miles excluyendo audicartera	62.054.700	61.581.036	60.984.923
Valor Teórico Contable Euros por Acción	100,62	101,72	98,90

Fuente: CC.AA. y EE.FF. de Gecina

Nota: la partida "Otros ajustes" reflejada en la tabla superior, contiene todos aquellos instrumentos susceptibles de ser convertidos en acciones

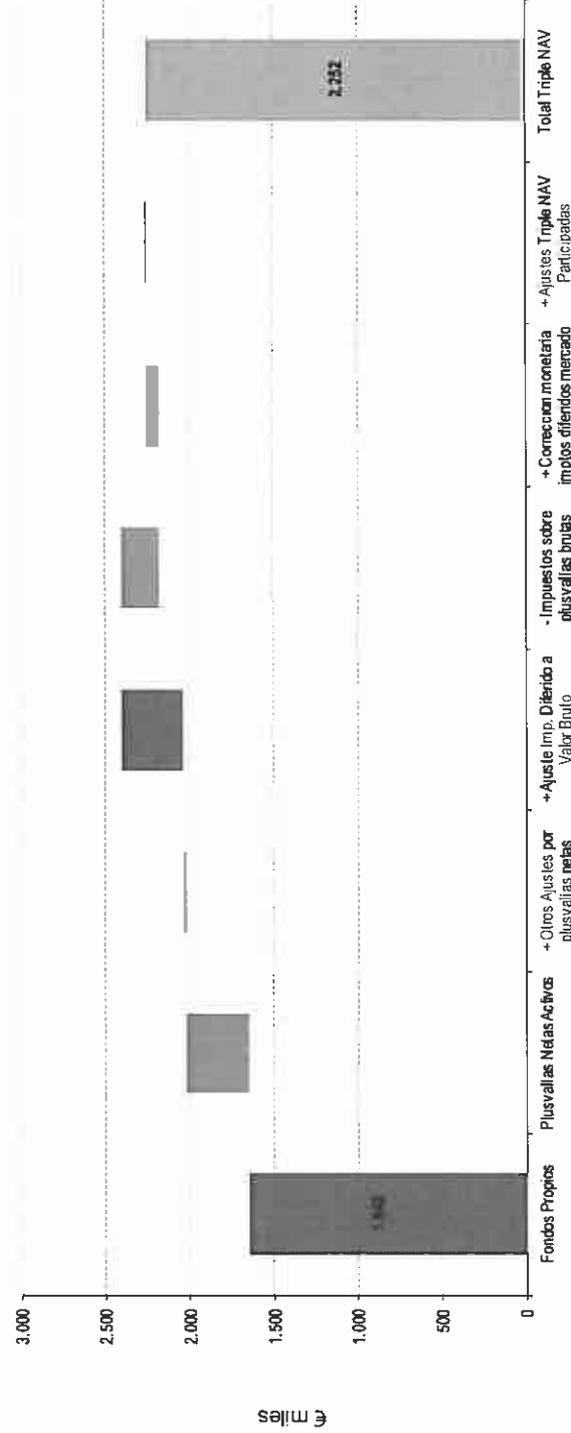
7.5. Conclusión del Triple NAV

Conclusión del Triple NAV de Metrovacesa a 30 de junio de 2012

A continuación se muestra gráficamente el resumen del cálculo del Triple NAV de Metrovacesa a 30 de junio de 2012:

Triple NAV en € miles	jun-12
Fondos Propios MVC	1.681.750
- Minoritarios FF. PP.	-40.148
Fondos Propios Sociedad Dominante	1.641.602
+ Plusvalías Netas Balance	378.208
+ Otros Ajustes por plusvalías netas	13.688
+ Ajuste Imp. Diferido a Valor Bruto	365.107
- Impuestos sobre plusvalías brutas	-219.064
+ Corrección monetaria impuestos diferidos mercado	69.209
+ Ajustes Triple NAV Participadas	3.009
Triple NAV	2.251.760
Nº total de acciones	988.160.679
Autocartera	-323.682
Nº acciones excluyendo autocartera	987.836.997
Triple NAV euros por acción a 30 de junio de 2012	2,28

Fuente: EE.FF. Consolidados de Metrovacesa EY
Fecha: 30/06/2012



Fuente: EE.FF. Consolidados de Metrovacesa. Análisis EY
Fecha: 30/06/2012

7.5. Conclusión del Triple NAV

Triple NAV en € miles	jun-12
Fondos Propios MVC	1.681.750
- Minoritarios FF_PP	-40.148
Fondos Propios Sociedad Dominante	1.641.602
+ Plusvalías Netas Balance	378.208
+ Otros Ajustes por plusvalías netas	13.688
+ Ajuste Imp. Diferido a Valor Bruto	365.107
- Impuestos sobre plusvalías brutas	-219.064
+ Corrección monetaria impob diferidos mercado	69.209
+ Ajustes Triple NAV Participadas	3.009
Triple NAV	2.251.760
Nº total de acciones	988.160.679
Subcartera	-323.682
Nº acciones excluyendo subcartera	987.836.997
Triple NAV euros por acción a 30 de junio de 2012	2,28

Fuente: EE.FF. Consolidados de Metrovacesa EY
Fecha: 30/06/2012

Conclusión del Triple NAV de Metrovacesa a 30 de junio de 2012 (Continuación)

A su vez, y teniendo en cuenta:

- ▶ los Estados Financieros reportados por la Compañía a 30 de septiembre de 2012, que incluyen unas pérdidas atribuibles al tercer trimestre de 2012 por importe de 41,9 millones de euros,
 - ▶ la evolución de los indicadores macroeconómicos, sectoriales y otros factores propios de los activos de Metrovacesa desde el 30 de junio hasta la fecha, que no indican una posible revalorización de activos y existencias de la Compañía en ese periodo,
 - ▶ así como hechos posteriores acaecidos desde el 30 de junio de 2012 y la fecha de emisión del presente Informe de Valoración, siendo el más relevante la venta del Access Tower en Alemania,
- consideramos que, de actualizarse el cálculo del Triple NAV a la fecha actual, su valor no sería superior al calculado por la Compañía a 30 de junio 2012.**

Como conclusión de nuestra revisión, el Triple NAV a 30 de junio de 2012 realizado por la Compañía se ha llevado a cabo de manera consistente con ejercicios anteriores y nos parece razonable en su conjunto. El valor resultante de la aplicación de esta metodología es 2,28 € por acción, tal y como queda reflejado en la tabla de la izquierda. Asimismo, de la revisión efectuada por parte de Ernst & Young del cálculo del Triple NAV reportado en los Estados Financieros de 30 de junio de 2012 por parte de Metrovacesa, no se derivaría en ningún caso un valor que resultara superior a 2,28 € por acción.

En base a nuestro juicio profesional, atendiendo a las características de la Compañía, del sector en el que opera y el contexto de la operación a llevar a cabo, consideramos que para este caso el Triple NAV es la metodología de valoración más relevante. **Por ello, hemos considerado el resultado de la aplicación del Triple NAV como valor de referencia a efectos de nuestra conclusión de valor.**

8. Otros métodos e indicaciones de valor

- 8.1. Descuento de Flujos de Caja
- 8.2. Múltiplos de Compañías Cotizadas y Transacciones Comparables
- 8.3. Precios objetivo de analistas bursátiles

8.1. Descuento de Flujos de Caja

Metodología y enfoque del DCF

El Descuento de Flujos de Caja es un método de valoración dinámico que estima el valor de una empresa, negocio o activo a partir del valor presente de los flujos de caja que podrá generar la misma en el futuro y que son susceptibles de ser distribuidos a sus accionistas sin menoscabo del funcionamiento futuro de la empresa. Los valores obtenidos de la aplicación de este método están sujetos al cumplimiento de las proyecciones financieras en que se basa su aplicación.

Los flujos de caja deben descontarse a una tasa adecuada que recoja el coste de oportunidad de no estar invirtiendo dichos fondos en una inversión alternativa de similar riesgo.

Por tanto, la tasa de descuento a aplicar al valorar una empresa, negocio o activo, se calcula en base a los costes de cada una de las fuentes de financiación, ponderados por las proporciones que suponen a largo plazo cada una de ellas, resultando en un Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC o WACC en inglés).

Adicionalmente a los flujos de caja resultantes de las proyecciones financieras es necesario considerar un valor residual o terminal que refleje el valor de la Compañía más allá del periodo proyectado.

El valor residual se calcula habitualmente como el valor actual de la renta perpetua en el caso de compañías, o finita en el caso de activos (o compañías con vida finita) del flujo de caja normalizado y creciente a una tasa de crecimiento (g), descontado a la tasa de descuento. A la hora de establecer esta tasa de crecimiento a perpetuidad, es necesario analizar la situación concreta de la empresa, activo o negocio (posicionamiento, rentabilidad, plan estratégico, etc.), así como la situación del sector (madurez del mismo, etc.).

8.1. Descuento de Flujos de Caja

Proyecciones financieras

A fecha de realización del presente Informe, la Compañía está en proceso de completar el plan de negocio que presentará al Sindicato de bancos acreedores. Por tanto, en su consideración del Descuento de Flujos de Caja como metodología de valoración, Ernst & Young se ha basado en las proyecciones financieras para el periodo 2011 – 2016 que fueron preparadas para el Sindicato de bancos acreedores a finales de 2011 y cuyo detalle es el siguiente:

Cifras en € millones	2009 R	2010 R	2011 e	2012 e	2013 e	2014 e	2015 e	2016 e
Rentas inmuebles	199,4	171,9	167,6	173,6	168,7	184,4	204,5	214,1
Venta de Activos	125,5	165,2	38,1	88,6	45,1	55,7	121,5	85,2
Ventas de Promoción	312,5	175,0	51,1	34,8	11,9	32,4	86,7	27,7
Ventas de Suelo	49,1	26,2	60,8	14,3	36,8	81,5	99,0	269,4
Otros Ingresos	12,0	6,9	6,2	3,9	3,5	3,6	3,7	3,8
Total Ingresos	698,5	545,2	323,8	315,2	265,9	367,6	515,4	600,2
Margen Rentas	174,4	145,0	144,9	155,5	153,5	171,6	192,8	203,1
Margen Venta de Activos	-2,4	-15,2	2,8	-2,6	-7,5	0,5	-14,5	-5,0
Margen Promoción	22,7	8,7	-5,7	-22,2	-21,0	2,9	-0,8	5,4
Margen Suelo Existencias	-1,9	-7,5	0,5	-6,6	-16,9	-34,0	-36,4	-53,1
Margen Otros	2,7	3,2	4,4	2,8	2,6	3,0	3,4	3,5
Total Margen Bruto	195,5	134,2	147,0	126,9	110,7	144,1	144,5	153,9
- Costos generales	-43,3	-25,9	-18,1	-15,1	-15,1	-15,1	-15,1	-15,1
- Costos personal	-36,8	-19,8	-17,3	-15,0	-14,9	-14,9	-14,9	-14,9
EBITDA antes de variación de valor	115,4	88,5	111,6	96,8	80,6	114,0	114,5	123,8
Variación Neto Valor de Mercado	-701,5	-477,5	-117,2	-14,5	85,8	91,4	60,5	64,4
EBITDA después de variación de valor	-586,1	-389,0	-5,6	82,3	166,4	205,4	174,9	188,2
- Amortizaciones	-7,0	-5,5	-5,1	-5,1	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
- Provisiones y resultados por deterioro	-246,6	-118,3	-20,3	22,2	18,1	0,0	0,0	0,0
EBIT	-839,7	-512,7	-31,0	99,4	183,2	204,1	173,6	186,9

R Real, e estimado

Fuente Metrovacesa, EY

Estas proyecciones tienen como premisa fundamental cumplir con el calendario de repago de deuda establecido en los acuerdos de refinanciación dada la situación financiera de la Compañía. Por este motivo, las cifras reflejan unas estimaciones de venta lo más acelerada posible del stock tanto de suelo como de promociones terminadas y en curso, así como ciertas desinversiones puntuales en sus activos en renta.

8.1. Descuento de Flujos de Caja

Proyecciones financieras

La Dirección de la Compañía nos ha informado que las proyecciones financieras que está preparando actualmente presentarán unos resultados inferiores en cuanto a magnitudes operativas a las anteriormente descritas, debido tanto a una desviación a la baja de los resultados reales respecto de las previsiones para el 2011 y 2012, como a un empeoramiento general en las expectativas futuras del mercado.

A continuación mostramos una comparativa de los resultados previstos para 2011 y 2012 en las proyecciones descritas anteriormente, con el cierre real del 2011 de Metrovacesa y unas estimaciones de cierre del 2012 basadas en los resultados de septiembre de 2012, anualizados:

Cifras en € millones	2011		2012	
	Estimado en el PdN	2011 Real	Estimado en el PdN	2012 anualizado (*)
Total Ingresos	323,8	253,6	315,2	216,3
Total Margen Bruto	147,0	146,9	126,9	141,5
- Gastos generales	-18,1	-17,8	-15,1	-11,7
- Gastos personal	-17,3	-17,2	-15,0	-14,4
EBITDA antes de variación de valor	111,6	111,9	96,8	115,3
Variación Netá Valor de Mercado	-117,2	-137,0	-14,5	-121,6
EBITDA después de variación valor	-5,6	-25,1	82,3	-6,3
- Amortizaciones	-5,1	-3,8	-5,1	-2,8
- Provisiones y resultados por deterioro	-20,3	-8,1	22,2	-58,5
EBIT	-31,0	-37,0	99,4	-67,6

(*) 2012 anualizado considerando los Estados Financieros de Metrovacesa a 30 de septiembre de 2012

Fuente: CC AA, Consolidadas de Metrovacesa, EY

Como resultado de esta evolución, Ernst & Young opina que una valoración por Descuento de Flujos de Caja realizada sobre las proyecciones realizadas en 2011 siempre arrojará un resultado superior que si se aplicara sobre un plan de negocio actualizado, y que por tanto, dado el propósito de la Operación, dichas proyecciones no son una fuente de información válida para nuestro análisis.

8.1. Descuento de Flujos de Caja

Aplicación del DCF

Las desviaciones experimentadas sobre las únicas proyecciones financieras disponibles a fecha de hoy hacen que cualquier ejercicio de valoración de Metrovacesa por DCF tenga poca fiabilidad en sus conclusiones.

Por otro lado, el Triple NAV como metodología de valoración se basa en la hipótesis de que el valor de una compañía inmobiliaria se obtiene a partir de la suma del valor de sus activos, neto de pasivos. Sin embargo, no tiene en cuenta los gastos de estructura necesarios para gestionar una cartera de patrimonio y existencias. En las proyecciones de flujos de caja de Metrovacesa, si se tienen en cuenta esos gastos de estructura, que minoran en todo caso la valoración.

Asimismo, la Compañía, en sus proyecciones de ingresos y gastos, asume unos descuentos en los precios de venta de sus existencias como consecuencia del acelerado calendario de venta previsto derivado del acuerdo de refinanciación del 2011, que los expertos independientes no consideran en sus valoraciones.

No obstante, EY ha calculado el valor resultante que se obtendría mediante la aplicación del DCF a las proyecciones financieras consideradas y el resultado obtenido es significativamente inferior al obtenido por Triple Net Asset Value.

Por todos los anteriores motivos, no hemos considerado el DCF como método relevante a efectos de nuestra valoración.

8.2. Múltiplos de compañías cotizadas y transacciones comparables

Metodología considerada

Los multiplicadores de mercado indican fundamentalmente la relación existente entre la capitalización de sociedades cotizadas y determinadas variables financieras u operativas de las mismas, o bien la relación entre el valor pagado en una transacción entre partes no vinculadas por las acciones de una compañía y determinadas variables financieras u operativas de la empresa adquirida. Los múltiplos obtenidos se aplican a las variables de la empresa o negocio a valorar, obteniendo así una posible indicación de valor. Asumiendo que los mercados financieros son eficientes, los valores que se obtendrían de la aplicación de este método constituyen una buena aproximación del posible valor de la compañía a valorar, en la medida en la que ésta se asemeje a aquellas seleccionadas en la muestra de comparación.

La ampliación de capital llevada a cabo por Metrovacesa el 2 de agosto de 2011 ascendió a 1.378 millones de euros, y fueron emitidas 918,5 millones de acciones nuevas, con un precio de emisión de 1,5€ por acción, y fue suscrita mediante la capitalización de préstamos concedidos por los bancos accionistas y no accionistas de Metrovacesa, y mediante aportaciones en efectivo de minoritarios, en este último caso por importe de 19,3 millones de euros.

Consideraciones en la aplicación de la Valoración por Múltiplos

En la aplicación de la metodología de valoración por múltiplos, se han considerado los múltiplos Precio acción/ Valor en libros, EV/Ventas EV/EBITDA, EV/EBIT y Descuento sobre NAV por acción, al ser los más relevantes dadas las características del sector inmobiliario.

8.2. Múltiplos de compañías cotizadas y transacciones comparables

Pasos seguidos

1. Selección de las compañías cotizadas más comparables, en función de su actividad y mercado.
2. Cálculo de los múltiplos más relevantes a los que cotizan estas compañías comparables seleccionadas (fuente: Capital IQ e información financiera publicada por las sociedades comparables). Los múltiplos seleccionados son:
 - ▶ Precio acción/Valor en libros
 - ▶ EV/Ventas
 - ▶ EV/EBITDA
 - ▶ EV/EBIT
 - ▶ Descuento sobre NAV por acción

3. Aplicación de los múltiplos obtenidos de la muestra de comparables a las magnitudes financieras de Metrovacesa.

8.2. Múltiplos de compañías cotizadas y transacciones comparables

Aplicación de los múltiplos de compañías comparables

A continuación se presenta una tabla resumen con la aplicación de los múltiplos mencionados anteriormente, a 30 de junio de 2012. Los múltiplos tomados para el análisis, son los resultantes de considerar las estimaciones de los analistas para el ejercicio 2012 para dicha compañías comparables, posteriormente aplicadas sobre las previsiones de cierre de ese mismo año para Metrovacesa, proporcionadas por la Compañía.

Compañías cotizadas	Realia Business S.A.	Renta Corporacion Real Estate S.A.	Reyal Urbis S.A. ⁽¹⁾	Inmobiliaria Colonial SA S.A. ⁽¹⁾	Urbas Grupo Financiero S.A. ⁽¹⁾	Quabit Inmobiliaria SA S.A. ⁽¹⁾
Múltiplos						
EV/Ventas	9.5x	2.5x	14.2x	16.1x	25.0x	2.2x
EV/EBITDA	16.9x	16.2x	-19.9x	20.5x	-7.8x	20.7x
EV/EBIT	22.1x	22.4x	-18.6x	15.3x	-7.7x	20.9x
P/Book Value	0.3x	n.d.	n.d.	0.2x	0.8x	4.6x
Descuento aNAV ⁽²⁾	87%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Múltiplos/Medida estadística	EV/Ventas	EV/EBITDA	EV/EBIT	Descuento aNAV	PIB	
Medida aritmética	13.5x	5.2x	6.7x	87%	0.4x	
Mediana	14.2x	16.2x	15.3x	87%	0.3x	
Medida acotada 30%	13.5x	5.2x	6.7x	87%	0.4x	
Cifras en € millones	EV/Ventas	EV/EBITDA	EV/EBIT	Descuento aNAV	PIBV	
EV/MVC (Valor empresa)	2.354	484	331	*	*	
(-) Deuda financiera neta	-5.054	-5.054	-5.054	*	*	
(-) Inter. Minoritarios	-40	-40	-40	*	*	
EqV atrib. a MVC (Valor FF.PP.)	1.260	1.390	1.241	304	715	
Valor acción de MVC (euros)	1.1	1.3	1.1	0.31	0.72	
Nº de acciones (millones)	987,8					

⁽¹⁾ Información disponible en el Informe anual de 2011. Múltiplo calculado sobre cotización a 30 de junio de 2012.

⁽²⁾ Quabit no ha sido tenida en cuenta en la muestra por no considerarse una compañía comparable dada su composición de activos dispares entre inversiones inmobiliarias y existencias en relación a Metrovacesa.

⁽³⁾ Los valores de los FF.PP. son negativos tras descontar la deuda financiera neta y los intereses minoritarios por lo que no se considera la aplicación de este múltiplo.

⁽⁴⁾ Múltiplos calculados sobre los datos financieros a 31/12/2011, al no disponer de información de análisis n.d. para estas compañías, no se ha encontrado publicado el NAV aplicable para el cálculo del Descuento aNAV.

* Estos múltiplos se aplican directamente sobre el valor de los FF.PP.

Fuente: Capital IQ, información financiera publicada por las empresas y EY

Las compañías comparables se han seleccionado principalmente, en función de la similitud de su negocio con el de Metrovacesa. Se han escogido exclusivamente compañías españolas, dada la peculiaridad del sector en el país, no extrapolable a otro mercado o compañía europea.

8.2. Múltiplos de compañías cotizadas y transacciones comparables

Conclusión

Como se puede observar en la página anterior, la situación actual del sector inmobiliario ha reducido a un número muy limitado el número de compañías comparables españolas cotizadas.

Adicionalmente, la situación de tensión financiera en el sector inmobiliario hace que cada compañía de la muestra tenga unas circunstancias particulares que afectan a su cotización y composición de balance, invalidando cualquier intento fiable de comparación de dichas compañías con fines de valoraciones de Metrovacesa.

Asimismo, tal y como se ha comentado en la página anterior, se han excluido compañías europeas, dada la peculiaridad del sector en el país, no extrapolable a otro mercado o compañía europea.

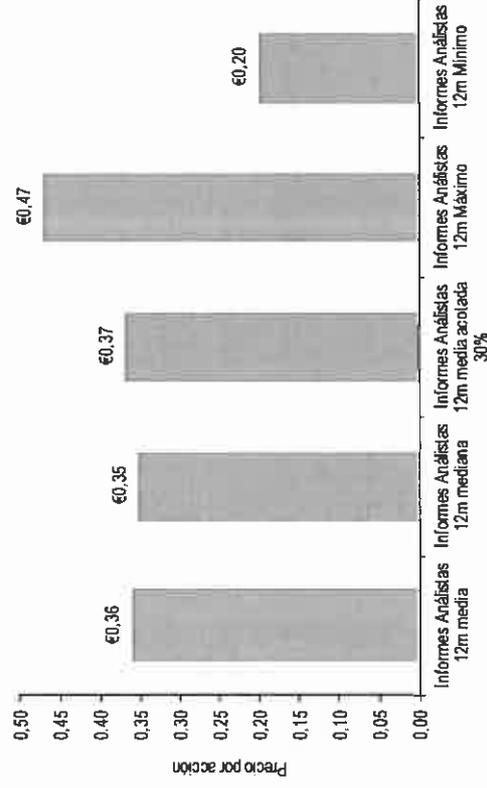
Por este motivo, consideramos esta metodología de valoración no relevante a los fines de nuestro análisis y conclusión en el presente informe de valoración.

En el caso de Metrovacesa, también hemos considerado como no relevante la aplicación de múltiplos de transacciones privadas comparables, por no existir ninguna transacción reciente de estas características en el mercado español, con la excepción de la ampliación de capital que tuvo lugar en la propia Metrovacesa en agosto 2011, mencionada anteriormente.

8.3. Precios objetivo de analistas bursátiles

Contraste de la valoración obtenida con Informes de Analistas Bursátiles sobre Metrovacesa

A modo informativo, Ernst & Young ha llevado a cabo un estudio de los precios objetivos establecidos por diferentes informes de analistas tomando aquellos publicados durante los 12 meses previos a la fecha de valoración. A continuación se presenta el detalle de precios objetivo analizado:



Fuente: Análisis EY

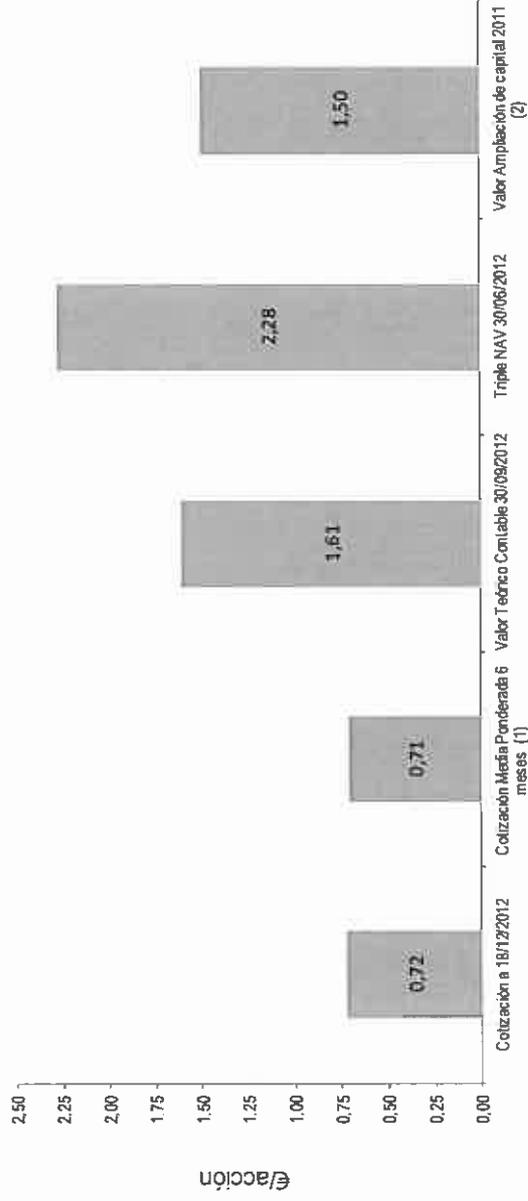
En todos los casos, los analistas bursátiles recomiendan un precio inferior al precio de cotización de la acción de los últimos seis meses.

En el Anexo VI se detallan los precios objetivos de los distintos informes de analistas considerados en nuestro análisis.

9. Conclusiones

9. Conclusiones

En base a nuestro juicio profesional, atendiendo a las características de la Compañía y del sector en el que opera, y teniendo en cuenta el propósito de la Operación, consideramos que, para este caso concreto, el Triple NAV es la metodología de valoración más relevante. Por ello, nuestra conclusión de valor se basa en el Triple NAV calculado por la Compañía a 30 de junio de 2012 y revisado por Ernst & Young, que asciende a 2,28 euros por acción, como el valor de referencia.



Fuente: EY

(1) La fecha considerada para el cálculo de la cotización media ponderada toma como referencia los seis meses anteriores al 19 de diciembre de 2012.

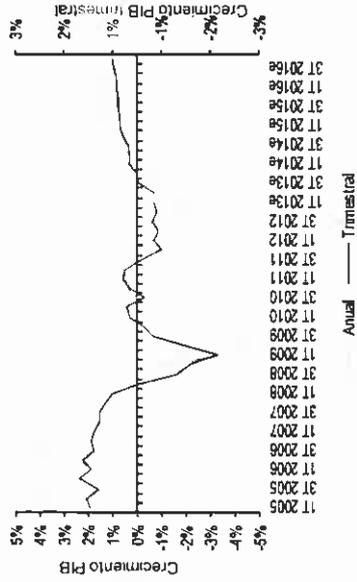
(2) Precio al que tuvo lugar la ampliación de capital con derecho de suscripción preferente realizada en la Sociedad con fecha 2 de agosto de 2011

Anexos

- I. Descripción del entorno macroeconómico y sectorial
- II. Información financiera de MVC (Balance y Cuenta de Resultados) de los 3 últimos años
- III. Cálculo de la Cotización Media Ponderada
- IV. Análisis del GAV de Metrovacesa
- V. Información financiera de Gecina e informes de analistas
- VI. Informes de Analistas de Metrovacesa
- VII. Documentación utilizada en nuestro análisis

Anexo I. Descripción del entorno macroeconómico y sectorial

Crecimiento del PIB



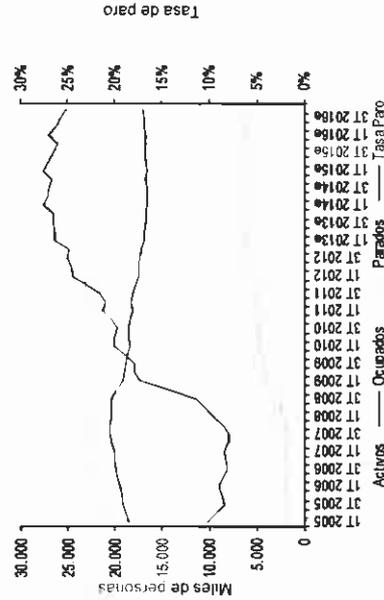
Fuente: INE

Producto Interno Bruto (PIB)

Según las últimas cifras proporcionadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE) durante el tercer trimestre de 2012 la economía española registró una caída trimestral del 0,3% del PIB, caída inferior en una décima a la del trimestre precedente. El PIB español ha caído en el segundo período de recesión desde el comienzo de la crisis en 2007.

La reducción del consumo, principalmente por parte de las administraciones públicas, junto con el descenso en la inversión en capital fijo, han impulsado la caída del PIB español hasta el -1,6% anual. El gasto en consumo final de los hogares descendió un 2% a pesar de que la remuneración de los asalariados descendió un 5,5%, circunstancia que puede haberse debido a la anticipación de las compras por parte de los ciudadanos por la subida del IVA y a la reducción de la tasa de ahorro. La demanda externa sigue contribuyendo positivamente a la economía española que aportó en el último trimestre 2,4 puntos porcentuales al crecimiento. Se estima que hasta el segundo trimestre de 2014 España no generará crecimiento positivo de su actividad económica.

Mercado laboral



Fuente: INE

Mercado Laboral

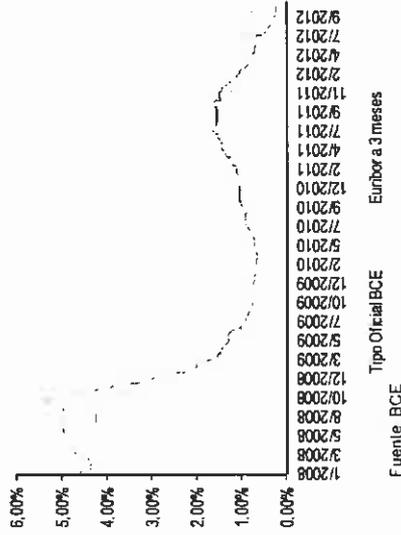
La alta tasa de desempleo explica la debilidad del consumo, la cual se sitúa en máximos históricos en el tercer trimestre de 2012, ascendiendo a 25,02% e implicando 5,8 millones de desempleados.

En el tercer trimestre de 2008, la tasa de paro en España inició una evolución que ha supuesto pasar del 11,3% de tasa de paro al 25% en el tercer trimestre de 2012, y se estima que se siga incrementando hasta niveles cercanos al 27% o 28%.

El Gobierno ha aprobado un paquete de reformas con el fin de proporcionar flexibilidad al mercado laboral y hacer frente a esta alta tasa de desempleo.

Anexo I. Descripción del entorno macroeconómico y sectorial

Tipo de Interés y Euribor 3 meses



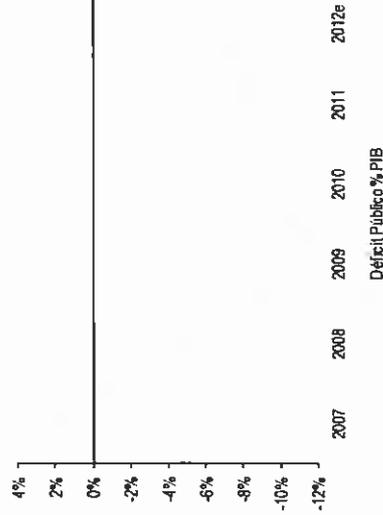
La Tasa de Interés y el Mercado Monetario

La tasa base del Banco Central Europeo se sitúa en el 0,75% desde julio de 2012, frente al 1% anterior, como resultado de las nuevas señales que apuntan a un empeoramiento de la economía de la zona euro.

Esta política monetaria expansiva de bajos tipos de interés se inició en el cuarto trimestre de 2008, con la caída de Lehman Brothers y otras firmas financieras. Posteriormente, tras un breve periodo de incremento en los tipos de interés en 2011, el BCE reinició las medidas monetarias expansivas, reduciendo de nuevo los tipos de interés, e introduciendo medidas no convencionales como el programa de compras LTRO y de deuda soberana, en caso de peticiones de asistencia financiera de los países del Euro. El objetivo de proporcionar alivio monetario a la economía no ha alcanzado los resultados previstos.

Banco de Inglaterra y la Reserva Federal también mantienen políticas monetarias expansivas, con tasas de interés en el 0,5% y 0,25%, respectivamente.

Déficit Público sobre PIB



Fuente: Banco de España

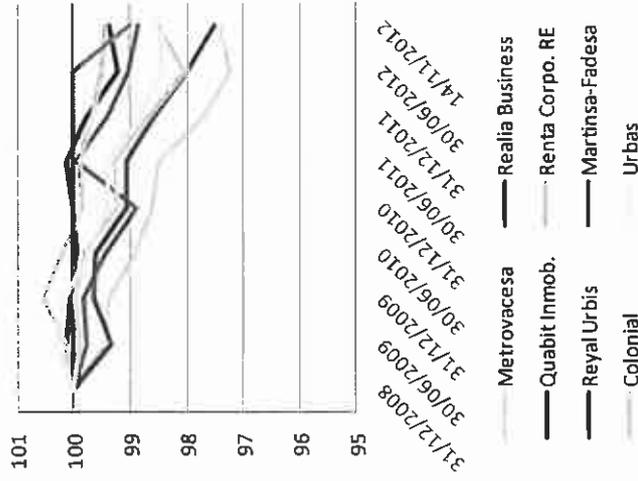
Déficit Público

Las cuentas nacionales muestran que durante los últimos cuatro años y también a principios de 2012, España ha necesitado recursos externos para financiar su gasto público. El déficit público ha alcanzado máximos históricos, un 11,2% en 2009, un 9,3% en 2010 y 8,9% en 2011. El Ministro de Economía ha informado en declaraciones en julio de 2012 que la deuda pública subirá en 2012 del 68,5% al 79% del PIB.

El problema del déficit público y deuda pública, común a otros miembros de la Unión Europea y la situación en los mercados de bonos de Alemania, Reino Unido y Estados Unidos han llevado a la prima de riesgo al nivel más alto desde la puesta en marcha del euro, superando la prima de riesgo española los 600 puntos básicos sobre el bono alemán a 10 años a julio de 2012, y situándose actualmente sobre los 400 – 450 puntos básicos.

Anexo I. Descripción del entorno macroeconómico y sectorial

Cotizaciones históricas de cías. inmobiliarias



Fuente: Capital IQ (cifras en base 100)

Situación del sector inmobiliario

Debido a la situación económica por la que atraviesa el país, las empresas que operan en el sector inmobiliario español están atravesando por una situación muy complicada, con importantes caídas de las ventas desde 2008, una pérdida de valor de sus activos inmobiliarios, a lo que se suele unir problemas de liquidez y un elevado apalancamiento financiero.

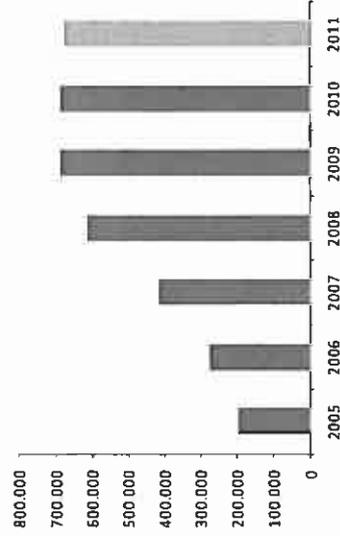
Como reflejo de esta situación en el mercado, el valor de las acciones de las inmobiliarias cotizadas se ha visto reducido significativamente como consecuencia de lo anterior, tal y como se muestra en el gráfico de la izquierda.

Vivienda

La situación del mercado inmobiliario residencial se ha deteriorado paulatinamente desde mediados de 2008. El retraimiento de la demanda de viviendas, especialmente en segunda residencia, unido al exceso de oferta y a la crisis financiera internacional y doméstica, que ha ocasionado un endurecimiento de las condiciones de financiación y unas mayores restricciones de acceso a la misma, han provocado problemas financieros a una gran parte de las empresas del sector.

Anexo I. Descripción del entorno macroeconómico y sectorial

Evolución del stock de viviendas en España



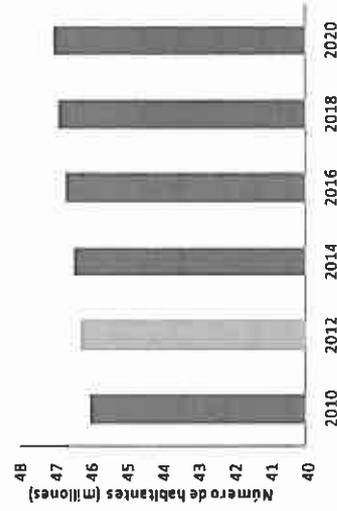
Oferta de vivienda

El exceso de construcción de vivienda nueva hasta 2008 ha provocado que el stock de viviendas acumuladas pase de 195 mil viviendas en 2005 a 676 mil en 2011, tal y como se observa en el gráfico de la izquierda. Este stock acumulado se encuentra incrementado por la vivienda no nueva, las cuales, según estimaciones del sector, añaden 142 mil viviendas al stock de viviendas acumulado. Se calcula que tres comunidades autónomas acumulan más del 50% del stock de viviendas nuevas: Andalucía, Cataluña y Comunidad Valenciana, donde la oferta de residencia vacacional juega un importante papel en el total (especialmente en la Costa del Sol y el Levante).

Debido a la quiebra y desaparición de inmobiliarias y promotoras, las entidades financieras han asumido parte de la cartera de promociones y viviendas de estas empresas, lo que ha propiciado la aparición de nuevos e importantes oferentes en el mercado inmobiliario, principalmente participando a través de sociedades filiales.

Fuente: Ministerio de Fomento de España

Evolución de la población en España



Fuente: INE

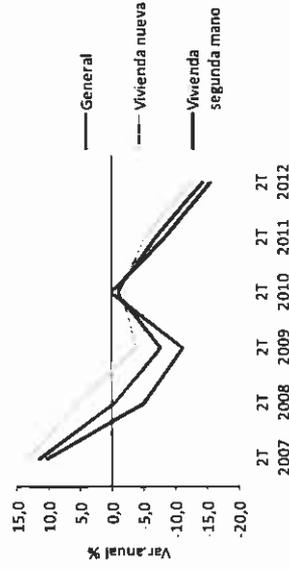
Demanda de vivienda

La demanda actual ha decrecido fundamentalmente por la inseguridad que el entorno económico genera en la población y, por ende, en el consumo, pero fundamentalmente por la limitación del crédito para la compra de viviendas.

La evolución futura estimada de la población española, que en 2011 se situaba en torno a los 46 millones de habitantes, se prevé que crezca ligeramente en los próximos años hasta alcanzar los 47 millones de habitantes en 2020. Este crecimiento de la población supondría una reducción lenta del actual stock de viviendas, si bien, los inversores extranjeros continúan mostrándose receptivos a adquirir viviendas en España, lo cual podría favorecer con mayor rapidez el ajuste del stock.

Anexo I. Descripción del entorno macroeconómico y sectorial

Evolución del Índice de Precios de Vivienda



Fuente: INE

Análisis del precio de la vivienda

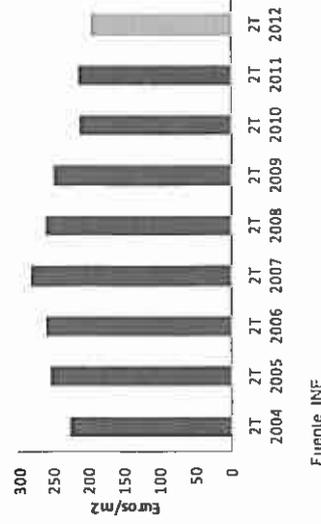
Los precios de la vivienda aumentaron considerablemente hasta 2007, siendo a partir de 2008 cuando la variación anual del precio de la vivienda comenzó a decrecer. En el segundo trimestre de 2012, la variación interanual media de la vivienda ha sido del -14%, apreciándose el descenso especialmente en la vivienda de segunda mano (-16%). De acuerdo con el estudio del mercado de la vivienda de la consultora "Sociedad de Tasación, S.A.", la caída acumulada desde máximos hasta junio de 2012 es del 30% en términos reales.

Esta caída del precio de la vivienda, con el consiguiente impacto negativo en la promoción de nuevas viviendas, ha propiciado un descenso del precio del suelo en el segundo trimestre de 2012 de 195 €/m², alcanzando niveles anteriores al año 2004, tal y como se ve en la tabla adjunta.

Tanto promotores como, especialmente, entidades financieras, están aplicando ajustes muy importantes en los precios, siendo éstos de en torno al 50% en las viviendas de residencia vacacional. Estos ajustes en el precio se aprecian también en aquellas ciudades medianas, si bien, el ajuste en las grandes ciudades (Madrid y Barcelona) ha sido menor.

Las previsiones para los próximos meses se sitúan en una tendencia bajista en cuanto al precio de la vivienda provocada por el conjunto de factores anteriormente descritos.

Evolución del precio del suelo en España



Fuente: INE

Anexo I. Descripción del entorno macroeconómico y sectorial

Principales variables de Oferta

Módulo	2010	2011	% variación
Madrid			
Stock de oficinas	12.221.342	12.381.797	1,3%
Nueva oferta	301.727	167.455	-44,5%
Desocupación	10,5%	11,4%	8,6%
Desocupación CDN	11,9%	10,4%	-12,6%
Desocupación DEC	13,0%	15,5%	19,2%
Barcelona			
Stock de oficinas	5.769.352	5.835.869	1,2%
Nueva oferta	189.939	66.517	-65,0%
Desocupación	14,2%	13,7%	-3,5%
Desocupación CDN	7,1%	6,9%	-2,8%
Desocupación DEC	26,2%	21,5%	-17,9%

Fuente: Aguirre Newman

NOTA

CDN= zona distrito de negocios

DEC= zona descentralizada

OUT= zona fuera de la ciudad

Análisis de la Oferta del sector de oficinas en Madrid y Barcelona

Según Aguirre Newman, el stock de oficinas en Madrid a finales del año 2011 ascendió a 12,4 millones de m², lo que implicó un incremento del 1,3% respecto al stock de 2010. Según Jones Lang LaSalle, durante los 9 primeros meses del año 2012, el stock ha seguido aumentando. Existen cerca de 100.000 m² por entregar en Madrid, principalmente en las zonas descentralizadas, según BNP Paribas Real Estate.

En el caso de Barcelona, el stock de oficinas a finales de 2011 ascendió a 5,8 millones de m², según Aguirre Newman, representando el mercado del centro de la ciudad prácticamente la mitad del mercado. A finales del 3T de 2012, el stock se incrementó ligeramente hasta 5,9 millones de m², con una perspectiva estable para los próximos meses, según Jones Lang LaSalle.

Según Aguirre Newman, el ritmo de incremento del stock se ha visto reducido significativamente en los últimos años tanto en el caso de Madrid como de Barcelona (-45% en Madrid y -65% en Barcelona '11-'10), como consecuencia de la situación del mercado y la escasez de financiación para nuevos desarrollos. En Madrid, a principios de 2012, aproximadamente el 72% de la oferta del 2011 seguía disponible. Durante el año 2010 en Barcelona, la mayoría de los nuevos proyectos se realizaron en la zona descentralizada mientras que en el año 2011, más del 70% de los nuevos proyectos se llevaron a cabo en la zona fuera de la ciudad.

En línea con la reducción de incremento de stock, continúa la reducción de la disponibilidad tanto en Madrid, en el Distrito de Negocio, como en Barcelona, confirmando la tendencia ya iniciada al inicio de 2011. Según Aguirre Newman, en Barcelona, en términos generales, la tasa se sitúa en 13,7% del stock, lo que implica una superficie disponible de 0,8 millones de m². La desocupación en las zonas periféricas (DEC y OUT) se situó en niveles superiores al 21%. En Madrid, en términos generales, la tasa de disponibilidad ascendió a 11,4% lo que implica alrededor de 1,4 millones de m².

Anexo I. Descripción del entorno macroeconómico y sectorial

Principales variables de Demanda

M ² o %	2010	2011	% variación
Madrid			
Absorción Bruta	454,396	356,583	-21,5%
Absorción Bruta/Stock	3,7%	2,9%	-21,6%
Barcelona			
Absorción Bruta	237,442	267,413	12,6%
Absorción Bruta/Stock	4,1%	4,6%	12,2%

Fuente: Aguirre Newman

NOTA

CDN= zona distrito de negocios

DEC= zona descentralizada

OUT= zona fuera de la ciudad

Análisis de la Demanda del sector de oficinas en Madrid y Barcelona

Según Aguirre Newman, la contratación bruta en Madrid ascendió a 356.583 m² en 2011, lo que implica un descenso del 22% respecto al año 2010 pero si lo analizamos con las cifras del 2009, la contratación bruta se incrementó un 14%. Durante los 9 primeros meses del año 2012, según Jones Lang LaSalle, la contratación en Madrid ha sido muy baja, ascendiendo a 61.000 m². Se observa una tendencia hacia la demanda por parte de las empresas por espacios más reducidos, siendo el espacio medio contratado de 630 m², el mínimo desde 2T 2009.

Sin embargo, la absorción bruta en Barcelona durante el año 2011 se incrementó cerca de 13% respecto al mismo periodo del año anterior, según Aguirre Newman. Durante los 9 primeros meses del año 2012, la contratación asciende a 160.000 m², según Jones Lang LaSalle. Por volumen de m², la zona Centro de la Ciudad lidera este crecimiento y desde el punto de vista de % de crecimiento, la zona de Periferia lidera el crecimiento.

En el contexto actual, los inquilinos aprovechan la situación para negociar las mejores condiciones posibles en localizaciones premium. Se espera incremento de la demanda en CDN por las ofertas actuales.

Las operaciones más relevantes del 1T de 2012 son:

M ²	Zona	Superficie	M ²	Zona	Superficie
Madrid					
Indra	Descentralizada	5.664	Liberty Seguros	Descentralizada	5.595
Emerson	Periferia	2.613	Tecsidel	Centro	2.400
Philip Morris	Centro	2.400	Calzedonia	Periferia	2.095
SKF	Periferia	2.340	Mazars	Centro	1.824
Iberia Express	Periferia	1.866	Agilent Technologies	Descentralizada	1.530
SKF	Periferia	1.576	Bard España	Descentralizada	1.333
Inditex	CDN	1.375	Ing Direct	CDN	1.300
Magnolia TV	Centro	1.020	CTT Stronghold	CDN	1.054
			Eismann	Descentralizada	888

Fuente: BNP Paribas Real Estate

Anexo I. Descripción del entorno macroeconómico y sectorial

Principales variables de Renta media

€/m ² /mes	2010	2011	% variación
Madrid			
Precio alquiler CDN	27,5	25,7	-6,5%
Precio alquiler DEC	14,4	13,4	-7,0%
Barcelona			
Precio alquiler CDN	17,1	15,7	-8,2%
Precio alquiler DEC	13,1	12,6	-4,1%

Fuente: Aguirre Newman

Análisis de la Renta del sector de oficinas en Madrid y Barcelona

En el año 2011, las rentas medias y las rentas máximas de Madrid decrecieron en todas las zonas descendiendo hasta 25,7 €/m²/mes en la zona Distrito de Negocio y hasta 13,4 €/m²/mes en la zona Descentralizada, según Aguirre Newman.

En Barcelona, según Aguirre Newman, los niveles de renta también se ajustaron durante el año 2011 en todas las zonas descendiendo hasta 15,7 €/m²/mes en la zona Distrito de Negocio y hasta 12,6 €/m²/mes en la zona Descentralizada si bien el mayor ajuste se llevo a cabo en la zona Distrito de Negocio.

La tendencia durante el año 2012 sigue siendo de ajuste tanto en Madrid como en Barcelona, debido al desequilibrio existente entre la oferta y la demanda. Durante el primer trimestre del 2012, según Jones Lang LaSalle, las rentas de activos prime en Madrid descendieron hasta 26 €/m²/mes en CDN (-7,1%) y hasta 17 €/m²/mes en la zona Descentralizada (-8,1%). En Barcelona las rentas de los activos prime se situaron en 18,25 €/m²/mes en CDN (-5,2%) y en 15 €/m²/mes en resto (-3,2%).

Con el objetivo de aumentar la ocupación y evitar el desplazamiento de inquilinos hacia otras zonas de las ciudades, los propietarios siguen manteniendo los incentivos a los inquilinos tales como los periodos de carencia, ayudas a la implantación, rentas escalonadas y contratos de corta duración.

Análisis de la Rentabilidad del sector de oficinas en Madrid y Barcelona

La incertidumbre que rodea a España junto con las dificultades de acceso a la financiación, siguen afectando negativamente a las expectativas de rentabilidad de los inversores.

Durante los 6 primeros meses del año 2012, según Aguirre Newman, el volumen de inversión ha ascendido a 523 millones de euros, que incluye la venta por un importe superior a 400 millones de euros de Torre Picasso en Madrid en enero de 2012. Las 5 operaciones llevadas a cabo en 1S de 2012 contrastan con las 8 operaciones de 2011 y las 15 operaciones de 2010.

Principales variables de Renta Prime

€/m ² /mes	1T 2011	1T 2012	% variación
Madrid			
Precio alquiler CDN	28,0	26,0	-7,1%
Precio alquiler DEC	18,5	17,0	-8,1%
Barcelona			
Precio alquiler CDN	19,3	18,3	-5,2%
Precio alquiler DEC	15,5	15,0	-3,2%

Fuente: Cushman & Wakefield

Principales variables de Renta Prime

%	2010	2011	% variación
Madrid			
Rentabilidad CDN	5,6	5,6	0,0%
Rentabilidad DEC	6,7	6,9	3,0%
Barcelona			
Rentabilidad CDN	5,6	5,6	0,0%
Rentabilidad DEC	6,7	6,9	3,0%

Fuente: Aguirre Newman

Anexo I. Descripción del entorno macroeconómico y sectorial

Centros comerciales

El mercado de centros comerciales en España se caracteriza por la polarización que recientemente está teniendo lugar en el sector, donde los centros comerciales calificados como "prime" o centros "oro", han mostrado un comportamiento positivo en cuanto a ventas, y un segundo grupo, centros "plata" y "bronce", donde se observan grandes dificultades en su viabilidad. Los centros comerciales de tamaño grande son los que muestran mayor tasa de locales ocupados respecto a los de menor tamaño, ya que concentran una oferta mayor y más variada, con ventajas adicionales (parkings).

Esta evolución está ligada a la caída de las ventas medias en los centros comerciales, las cuales cayeron un 12% en 2011 respecto a las ventas medias del año anterior, y una estimación de la caída de ventas actual del 5% respecto a 2011.

Análisis de la oferta de centros comerciales

En España hay más de 650 centros comerciales, con más de 15 millones de m² en total. La densidad comercial en España alcanzó los 329 m² por cada 1.000 habitantes en 2011. En 2012, dicho ratio alcanzará los 350 m² por cada 1.000 habitantes (fuente: Jones Lang LaSalle, "Informe del Mercado de Retail", mayo 2012).

La tasa de disponibilidad durante 2011 supuso el 9% de la superficie bruta alquilable (SBA) total y el 15% en cuanto al número total de locales (fuente: Jones Lang LaSalle).

Análisis de la demanda de centros comerciales

Los operadores comerciales activos centran sus búsquedas en centros comerciales "prime" (u "oro") por su aversión al riesgo, prefiriendo entrar en un centro que muestre un buen comportamiento aunque las rentas sean más altas, antes de entrar en un centro comercial con rentas muy ajustadas pero en la que surjan dudas en la capacidad de generar ingresos, y por ende, en la viabilidad del negocio. Cabe destacar que en los últimos años, los operadores comerciales más activos han sido los inversores internacionales.

Anexo I. Descripción del entorno macroeconómico y sectorial

Rentabilidades iniciales de centros comerciales

Rentabilidad inicial	2010	2011	Var. (%)
Centros Oro	6,50%	6,75%	3,8%
Centros Plata	7,25%	7,75%	6,9%
Centros Bronce	7,75%	8,25%	6,5%

Fuente Aguirre Newman

Análisis del precio de los centros comerciales

El comportamiento de los precios están siendo muy heterogéneos. En los centros "prime", los precios se mantienen estables o en ligero crecimiento. En cambio, los centros comerciales secundarios muestran un incremento en las yields, lo que implica un descenso en los precios. En 2011, tal y como se muestra en la tabla de la izquierda, la rentabilidad inicial de los centros oro se situaba en un 6,75%; en los centros plata, un 7,75%; y en los centros bronce, un 8,25%. En 2012, se observa una tendencia ligeramente alcista en los centros secundarios por encima del 8,5%.

Transacciones

El volumen de inversión en retail ha caído en los últimos años, si bien, los centros comerciales se han posicionado como los preferidos por los inversores. El mercado español permanece relativamente estático y no se ha producido ninguna transacción significativa. Los centros comerciales "prime" son escasos en España, siendo más abundantes los activos secundarios, lo cual los hace más atractivos. Asimismo, los centros comerciales atraen cada vez más la atención de los inversores ya que las rentas por metro cuadrado son mayores y más estables que en otros activos inmobiliarios.

Anexo II. Información financiera de MVC (Balance y Cuenta de Resultados) de los 3 últimos años

Cuenta de Resultados y Balance consolidados 2009

	31/12/2009	31/12/2009	31/12/2009
	Cifras en € miles	Cifras en € miles	Cifras en € miles
VENTAS Y RESULTADO			
Ventas	573.495	16.151	104.480
Coste de las ventas	-375.117	7.150	-92.400
Gastos de persona	-36.811	39.187	1.741.455
Dotación a la amortización	-7.053	4.626.499	36.873
Servicios externos	-42.949	1.798.659	-4.097
Variación de las provisiones de télex	-102.858	66.311	-38.372
Resultado por ventas de inversiones inmobiliarias	-2.139	509.209	-33.650
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	6.588	460	-879.751
Ingresos financieros	4.205	7.063.626	894.538
Gastos financieros	-224.140		44.949
Gastos financieros capitalizados	27.465		879.487
Diferencias de cambio	4.385		
Pérdidas netas por devaluación	-144.305		
Debitario y resultado por enajenaciones de instrumentos fin.	-53.432	1.349.470	
Variaciones de valor de las inversiones inmobiliarias	-702.536	82.107	
Resultado de entidades valoradas por el método de la parte:	-79.324	27.944	
Otras ganancias o pérdidas	-4.402	73.217	163.201
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	-1.165.526	29.787	1.973.663
Impuesto sobre las ganancias	276.743	1.562.525	373.348
RESULTADO DEL EJERCICIO	-888.783	1.562.525	739.485
Atribuible a:		8.626.151	
Accionistas de la Sociedad Dominante	-879.751		
Intereses minoritarios	-9.032		
PATRIMONIO NETO			
Capital social			104.480
Reservas de la Sociedad Dominante			-92.400
Reservas por integración global o proporcional			1.741.455
Reservas por el método de la participación			36.873
Diferencias de conversión			-4.097
Ajustes en patrimonio por valoración			-38.372
Menos: Acciones de la Sociedad Dormante			-33.650
Menos: Dividendo a cuenta			
Beneficios consolidados del ejercicio			-879.751
Total patrimonio neto atribuible Sociedad Dominante			894.538
Intereses minoritarios			44.949
Total patrimonio neto			879.487
PASIVO NO CORRIENTE			
Existencias			163.201
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar			1.973.663
Activos financieros corrientes			373.348
Administraciones Públicas deudoras			739.485
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes			
Total activo corriente			3.249.697
TOTAL ACTIVO			3.249.697
PASIVO CORRIENTE			
Deudas con entidades de crédito			4.021.416
Acreedores por arrendamientos financieros			131
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar			354.042
Administraciones Públicas acreedoras			32.301
Provisiones			55.480
Otros pasivos corrientes			33.597
Total pasivo corriente			4.496.967
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO			8.626.151

Fuente: CC.AA. Consolidadas de Metrovacesa, EY

Anexo II. Información financiera de MVC (Balance y Cuenta de Resultados) de los 3 últimos años

Cuenta de Resultados y Balance consolidados 2010

	31/12/2010	31/12/2010	31/12/2010
Cifras en € miles	31/12/2010	31/12/2010	31/12/2010
Ventas	380.036		Capital social
Coste de las ventas	-230.631	19.758	Reservas de la Sociedad Dominante
Gastos de personal	-19.813	9.921	Reservas por integración global o proporcional
Dotación a la amortización	-5.310	3.897.300	Reservas por el método de la participación
Servicios exteriorizados	-26.099	1.989.395	Diferencias de conversión
Variación de las provisiones de riesgo	-90.227	56.001	Ajustes en patrimonio por valoración
Resultado por ventas de inversiones inmobiliarias	-15.151	521.736	Menos: Acciones de la Sociedad Dominante
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	-7.195	45	Beneficios consolidados del ejercicio
Ingresos financieros	5.442	6.494.156	Total patrimonio neto atribuible Sociedad Dominante
Gastos financieros	-204.147		Intereses minoritarios
Gastos financieros capitalizados	9.626		Total patrimonio neto
Diferencias de cambio	61		
Pérdidas netas por deterioro	-28.119	1.107.745	PASIVO NO CORRIENTE:
Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	-	73.091	Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar
Variaciones de valor de las inversiones inmobiliarias	-477.470	25.786	Provisiones
Resultado de entidades valoradas por el método de la parte	256.498	10.667	Deudas con entidades de crédito
Otras ganancias o pérdidas	80.862	63.662	Otros pasivos no corrientes
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	-364.452	1.200.951	Pasivos por impuestos diferidos y otras deudas tributarias
Impuesto sobre las ganancias	270.782	7.775.107	Total pasivo no corriente
RESULTADO DEL EJERCICIO	-93.670		2.804.203
Atribuible a:			
Accionistas de la Sociedad Dominante	-93.908		PASIVO CORRIENTE:
Intereses minoritarios	-3.762		Deudas con entidades de crédito
			Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar
			Administraciones Públicas acreedoras
			Provisiones
			Otros pasivos corrientes
			Total pasivo corriente
			4.191.683
			TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO
			7.775.107

Fuente: CC.AA. Consolidadas de Metrovacesa EY

Anexo IV. Análisis del GAV de Metrovacesa

Evolución del GAV de Metrovacesa

La coyuntura económica actual y la crisis del sector inmobiliario español ha provocado que en los últimos años el GAV de Metrovacesa haya disminuido desde 8.954 millones de euros en 2009 hasta los 7.324 millones de euros en junio de 2012, atribuible tanto a la venta de activos como a deterioros de valor.

Cifras en € millones	sep-09	2010	2011	06/2012
GAV	9.175	7.853	7.593	7.324
GAV (Like for Like) (*)	7.596	7.058	6.715	6.449
Triple NAV /acc.	31,58	21,69	2,53	2,28
Cotización MVC (euros)	21,99	5,59	1,04	0,55
Descuento Cotización sobre Triple NAV	-30%	-74%	-59%	-76%

(*) Los datos Like for Like (comparable) recogen el valor bruto exclusivamente de los activos que se encuentran en cartera a 30 de junio de 2012, con el fin de facilitar la comparabilidad de los datos de evolución de los valores brutos.

La evolución del Triple NAV entre 2010 y 2011 queda principalmente influenciada por la dilución derivada de la ampliación de capital realizada en agosto de 2011.

Fuente: EE.FF. Consolidados de Metrovacesa, información proporcionada por Metrovacesa y EY

Este descenso en el valor del GAV, junto con la evolución de otras partidas de balance, ha repercutido en el valor del Triple NAV. Adicionalmente, el precio de la acción ha evolucionado negativamente, cotizando con un mayor descuento sobre el Triple NAV por acción.

Composición y evolución del activo inmobiliario (valor de mercado)

	2010	2011	06/2012
Total activo inmobiliario	3.206	3.324	3.243
Edificios en renta	790	681	656
Obra en curso	1.675	1.500	1.424
Suelo	272	204	170
Obra en curso, promoción	1.910	1.885	1.831
Participación en Gedina	7.853	7.593	7.324
Cifras en € millones			

Fuente: EE.FF. Consolidados de Metrovacesa. EY

Anexo V. Información financiera de Gecina

Cuenta de Resultados y Balance consolidados junio 2012

Cifras en € miles	30/06/2012	Cifras en € miles	30/06/2012	Cifras en € miles	30/06/2012
Total ingresos operativos	340.179	ACTIVO NO CORRIENTE:		Capital social	470.373
Total gastos operativos	-102.734	Activos tangibles e inmobiliario	10.716.321	Prima de emisión	1.871.941
Resultado antes de impuestos y amortiz.	237.445	Activos intangibles	4.514	Reservas de consolidación	3.613.440
Amortizaciones, deterioro, revaloriz. y otros	32.092	Inmovilizado financiero y otros	42.039	Resultado del ejercicio	75.500
Resultado de explotación	269.537	Total activo no corriente	10.762.874	Minoritarios	42.803
Resultado financiero	-172.618			Total patrimonio neto	6.074.057
Resultado antes de impuestos	96.919	ACTIVO CORRIENTE:		Provisiones	44.916
Impuesto sobre beneficios	2.933	Propiedades y existencias	721.712	Deudas a largo plazo	5.005.041
Minoritarios	1.167	Cuentas a cobrar	166.233	Instrumentos financieros	181.815
RESULTADO DEL EJERCICIO	101.019	Financial instruments	0	Pasivos por impuesto diferido y otros	26.692
Resultado procedente de actividades discontinu	-25.519	Cash and equivalents	3.818	Total pasivo no corriente	5.258.464
RESULTADO NETO ATRIBUIBLE	75.500	Activos mantenidos para la venta	216.596	Deudas a corto plazo	156.339
		Total activo corriente	1.108.359	Depósitos e instrumentos financieros	60.890
		TOTAL ACTIVO	11.871.233	Cuentas a pagar, y otros	275.954
				Pasivos clasif.como manten. para la venta	45.529
				Total pasivo corriente	536.712
				TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	11.871.233

Fuente: información publicada en la web de Gecina

Anexo V. Información financiera de Gecina

Cuenta de Resultados y Balance consolidados 2011

Cifras en € miles	31/12/2011	Cifras en € miles	31/12/2011	Cifras en € miles	31/12/2011
Total ingresos operativos	734.531	ACTIVO NO CORRIENTE:		Capital social	469.878
Total gastos operativos	-232.541	Activos tangibles e inmobiliario	10.958.958	Prima de emisión	1.870.443
Resultado antes de impuestos, amortiz. y deprec.	501.990	Activos intangibles	4.558	Reservas de consolidación	3.512.639
Amortizaciones, deterioro, revaloriz. y otros	148.690	Inmovilizado financiero y otros	37.822	Resultado del ejercicio	411.225
Resultado de explotación	650.680	Total activo no corriente	11.001.338	Minoritarios	43.942
Resultado financiero	-299.111			Total patrimonio neto	6.308.127
Resultado antes de impuestos	351.569	ACTIVO CORRIENTE:		Provisiones	50.904
Impuesto sobre beneficios	60.026	Propiedades y existencias	831.637	Deudas a largo plazo	4.063.767
Minoritarios	-370	Cuentas a cobrar	150.734	Instrumntos financieros	257.306
RESULTADO DEL EJERCICIO	411.225	Instrumntos financieros	850	Pasivos por impuesto diferido y otros	18.567
		Tesorería	42.921	Total pasivo no corriente	4.390.544
		Total activo corriente	1.026.142	Deudas a corto plazo	996.158
		TOTAL ACTIVO	12.027.480	Depósitos e instrumntos financieros	62.006
				Cuentas a pagar, y otros	270.645
				Total pasivo corriente	1.328.809
				TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	12.027.480

Fuente: información publicada en la web de Gecina

Anexo V. Información financiera de Gecina

Cuenta de Resultados y Balance consolidados 2010

Cifras en € miles	31/12/2010	Cifras en € miles	31/12/2010	Cifras en € miles	31/12/2010
Total ingresos operativos	717.766	ACTIVO NO CORRIENTE:		Capital social	469.615
Total gastos operativos	-235.287	Activos tangibles e inmobiliario	11.021.045	Prima de emisión	1.868.106
Resultado antes de impuestos, amortiz. y deprec.	482.479	Activos intangibles	3.886	Reservas de consolidación	2.765.848
Amortizaciones de activo, revaloriz. y otros	806.966	Inmovilizado financiero y otros	57.665	Resultado del ejercicio	998.245
Resultado de explotación	1.289.445	Total activo no corriente	11.082.596	Minoritarios	45.801
Resultado financiero	-315.131			Total patrimonio neto	6.147.615
Resultado antes de impuestos	974.314	ACTIVO CORRIENTE:		Provisiones	48.913
Impuesto sobre beneficios	41.520	Propiedades y existencias	650.184	Deudas a largo plazo	4.825.008
Minoritarios	-17.589	Cuentas a cobrar	160.936	Instrumtos financieros	171.378
RESULTADO DEL EJERCICIO	998.245	Instrumtos financieros	0	Pasivos por impuesto diferido y otros	29.125
		Tesorería	24.627	Total pasivo no corriente	5.074.424
		Total activo corriente	835.747	Deudas a corto plazo	374.087
		TOTAL ACTIVO	11.918.343	Depósitos e instrumtos financieros	70.963
				Cuentas a pagar, y otros	251.254
				Total pasivo corriente	696.304
				TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	11.918.343

Fuente: información publicada en la web de Gecina

Anexo VI. Informes de analistas de Metrovacesa y Gecina

A continuación se muestra una tabla resumen con los principales parámetros considerados por los analistas en sus informes más recientes sobre **Metrovacesa**:

Analista	Fecha Informe	Precio Objetivo	Recomendación
La Caixa	27-nov-12	€0,40	Venta
JP Morgan	9-nov-12	€0,40	n.a.
Societe Generale	29-ago-12	€0,20	Venta
Ahorro Corporación	3-ago-12	€0,33	Venta
La Caixa	28-may-12	€0,30	Venta
Societe Generale	9-may-12	€0,45	Venta
UBS	27-abr-12	€0,47	Venta
Societe Generale	13-dic-11	€0,35	Venta
Societe Generale	7-jun-11	€0,35	Mantener

Anexo VI. Informes de analistas de Metrovacesa y Gecina

A continuación se muestra una tabla resumen con los principales parámetros considerados por los analistas en sus informes más recientes sobre **Gecina**:

Analista	Fecha Informe	Precio	Objetivo	Recomendación
SG	7-nov-12	€80,00		Mantener
Natixis	23-oct-12	€85,00		Mantener
Morgan Stanley	20-sep-12	€87,00		Sobreponderar
Morgan Stanley	28-ago-12	€87,00		Sobreponderar
Natixis	25-jul-12	€79,00		Mantener
SG	25-jul-12	€61,00		Vender
JP Morgan	24-jul-12	€85,00		Neutral
Morgan Stanley	24-jul-12	€61,00		Mantener
JP Morgan	13-jun-12	€85,00		Infraponderar
JP Morgan	4-abr-12	€85,00		Infraponderar
Natixis	18-abr-12	€80,00		Mantener
Kepler	2-mar-12	€77,00		Mantener
SG	24-feb-12	€71,00		Mantener
Natixis	24-feb-12	€80,00		Neutral
SG	23-feb-12	€68,00		Mantener
Morgan Stanley	23-feb-12	€61,00		Neutral
SG	23-feb-12	€68,00		Mantener
Natixis	23-feb-12	€98,00		Comprar
JP Morgan	23-feb-12	€85,00		Infraponderar
Natixis	18-ene-12	€98,00		Comprar
JP Morgan	13-dic-11	€85,00		Infraponderar
SG	13-dic-11	€68,00		Comprar
ING	1-dic-11	€73,80		Comprar
SG	28-nov-11	€75,00		Comprar

Anexo VII. Documentación utilizada en nuestro análisis

Documentación analizada

La información principal utilizada ha sido:

Información facilitada por la Compañía

- ▶ Estados Financieros a fecha 30 de junio de 2012 y 30 de septiembre de 2012
- ▶ Estimación de cierre del ejercicio 2012
- ▶ Detalle contable de los activos en Balance de forma individualizada por activo
- ▶ Informes de valoración a Junio 2012, realizados por expertos independientes, de los activos en patrimonio y existencias
- ▶ Evolución histórica del importe de las valoraciones por activo y por semestre desde el 30 de septiembre 2009
- ▶ Detalle de activos y pasivos por impuestos diferidos a 30 de junio 2012 y 30 de septiembre 2012
- ▶ Detalle de la deuda y activos de cobertura de la misma a 30 de junio 2012 y 30 de septiembre 2012
- ▶ Cálculo detallado del NNAV de la Sociedad a fecha 30 de junio 2012
- ▶ Detalle de acciones emitidas de la sociedad y auto cartera a fecha 30 de junio 2012 y 30 de septiembre 2012
- ▶ Proyecciones financieras de Metrovacesa para el período 2012 – 2016, preparados para el Sindicato de bancos acreedores a finales de 2011
- ▶ Plan de tesorería para los años 2012 y 2013

Anexo VII. Documentación utilizada en nuestro análisis

Documentación analizada

Información pública sobre Metrovacesa:

- ▶ Cuentas Anuales Auditadas de los últimos tres ejercicios
- ▶ Informes publicados por los analistas bursátiles que siguen el valor de Metrovacesa durante los 12 meses previos a la fecha de emisión del presente Informe
- ▶ Información bursátil de Metrovacesa para los años 2007-2012 según Bolsas y Mercados Españoles
- ▶ Hechos Relevantes más recientes publicados en la CNMV
- ▶ Información pública de las compañías comparables cotizadas de Metrovacesa:
 - ▶ Información bursátil
 - ▶ Estimaciones de resultados de analistas
 - ▶ Cuentas anuales del ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2011
 - ▶ Noticias en prensa
- ▶ Bases de datos:
 - ▶ Capital IQ, Reuters, ThomsonOne, Global Insight, One Source y Mergermarket.

Anexo VII. Documentación utilizada en nuestro análisis

Documentación analizada

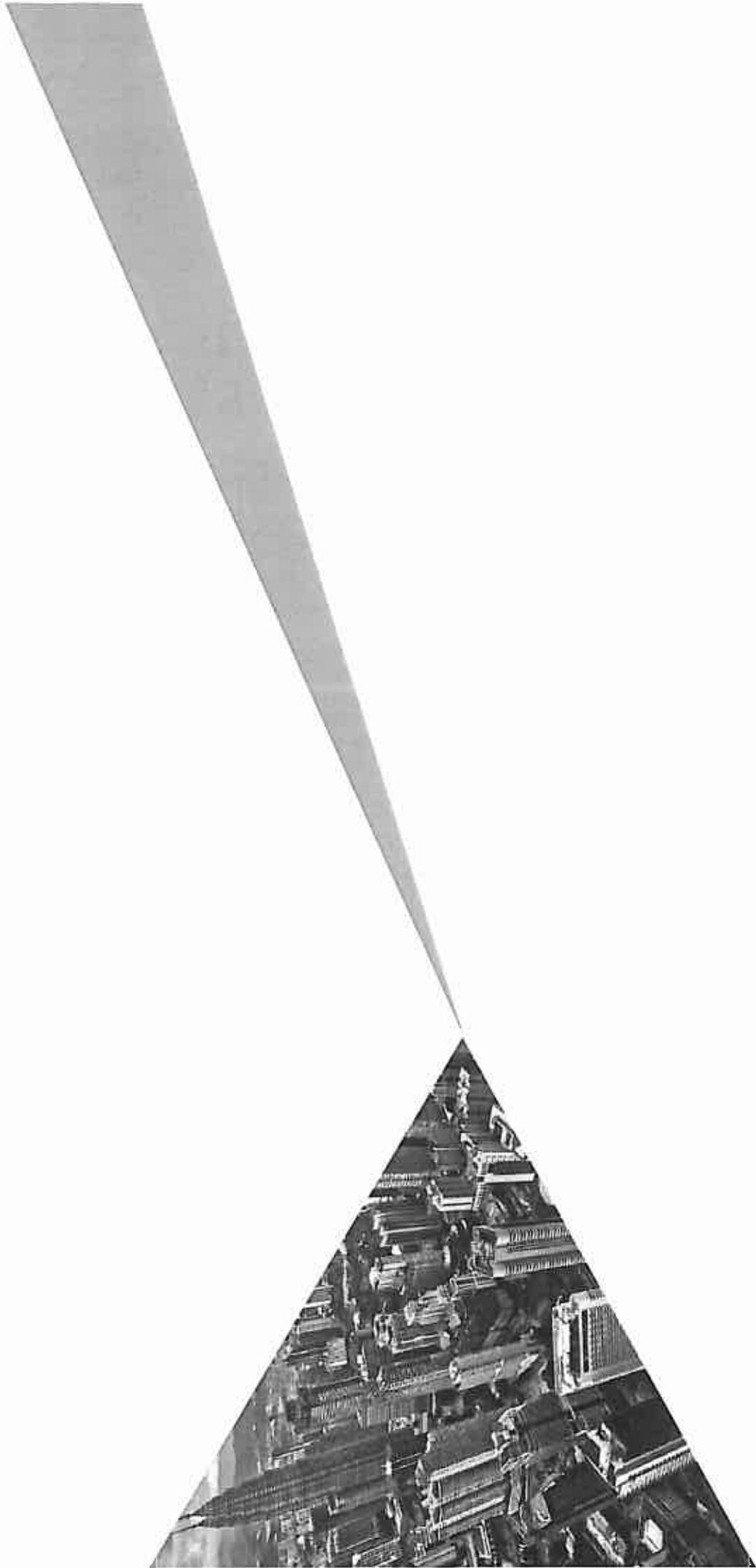
Información pública sobre Gecina

- ▶ Cuentas Anuales Auditadas de los últimos tres ejercicios.
- ▶ Publicación semestral de resultados consolidados a junio 2012
- ▶ Informes publicados por los analistas bursátiles que siguen el valor de Gecina durante los 12 meses previos a la fecha de emisión del presente Informe
- ▶ Información bursátil de Gecina para los años 2011 y 2012 según Capital IQ y NYSE EURONEXT
- ▶ Información pública de las compañías comparables cotizadas de Gecina:
 - ▶ Información bursátil
 - ▶ Estimaciones de resultados de analistas
 - ▶ Cuentas anuales del 2011
 - ▶ Noticias en prensa
- ▶ Bases de datos:
 - ▶ Capital IQ, Reuters, ThomsonOne, Global Insight, One Source y Mergermarket.

Anexo VII. Documentación utilizada en nuestro análisis

Fuentes consultadas

- ▶ Banco de España
- ▶ Banco Central Europeo
- ▶ Instituto Nacional de Estadística (INE)
- ▶ Ministerio de Fomento: "Informe sobre el stock de vivienda nueva 2011"
- ▶ Capital IQ
- ▶ Consultores / Analistas del sector inmobiliario:
 - ▶ Aguirre Newman: "Informe sobre el mercado residencial en la Costa del Sol" (mayo 2012); "Informe sobre el mercado de centros comerciales" (junio 2012);
 - ▶ Jones Lang LaSalle: "Informe de mercado de oficinas de Madrid y Barcelona, 3T 2012" (octubre 2012); "Centros comerciales en España, situación y expectativas 2013" (mayo 2012).
 - ▶ Knight Frank: "Madrid office market report H1 2012".
 - ▶ BNP Paribas: "Mercado de oficinas en Madrid y Barcelona, 1T 2012".



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do