

## **URBAS PROYECTOS URBANISTICOS, S.A.**

Valor justo o razonable de las sociedades Urbas Proyectos Urbanísticos, S.A., Guadahermosa Proyectos Urbanísticos, S.L. y Costa Rey, S.L. a 2 de julio de 2006 y determinación de la relación de canje al 31 de octubre de 2006

31 de octubre de 2006

**VALORACIÓN Y ESTRATEGIA**

## Contenidos

Sección	Página	
1	Carta	1
2	Introducción	4
3	Las Compañías	13
4	Enfoque de Patrimonio Neto Corregido	19
5	Valor Justo o Razonable	31
6	Relación de Canje	34
7	Limitaciones Generales	37
Anexo 1	Promociones en curso de las Compañías	40
Anexo 2	Cartera de Suelo de las Compañías	44
Anexo 3	Inmovilizado Financiero: Participaciones	47
Anexo 4	Enfoque de Mercado y Múltiplos de compañías comparables y de transacciones	50
Anexo 5	Corrección valorativa de las partidas del Balance	56
Anexo 6	Glosario de términos y abreviaturas	67

---

## Sección 1

### Carta

---

**URBAS PROYECTOS URBANISTICOS, S.A.**  
C/ Ronda de Segovia, 2-E  
28008 Madrid

A la atención de Doña Almudena Plaza

31 de octubre de 2006

Muy señores nuestros:

El presente informe ("Informe") ha sido realizado por PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L. ("PwC") en el contexto del proceso de fusión que se pretende llevar a cabo el 31 de octubre de 2006, que incluye las sociedades Urbas Proyectos Urbanísticos, S.A. (en adelante "URBAS"), Guadahermosa Proyectos Urbanísticos, S.L. (en adelante "GPU") y Costa Rey, S.L. (en adelante "COSTA REY") (la referencia conjunta a las mencionadas compañías se hará, en adelante, a las "Compañías"). En primer lugar hemos estimado el valor justo ó razonable a 2 de julio de 2006; y en segundo lugar, hemos calculado la relación de canje aplicable el 31 de octubre de 2006, tomando en consideración los hechos posteriores a la fecha de la valoración.

El Informe ha sido realizado para URBAS de acuerdo con nuestra carta de encargo de fecha 9 de junio de 2006.

Este Informe es estrictamente confidencial y (salvo disposición legal) no ha de ser mostrado a terceros, exceptuando los accionistas y directivos de URBAS, así como la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante "CNMV"), sin nuestro consentimiento escrito, que otorgaremos a nuestro entender o bajo determinadas condiciones. En consecuencia, PwC no acepta responsabilidad alguna y de ningún tipo frente a terceros y declina cualquier responsabilidad en relación con las consecuencias de las acciones que terceras personas puedan tomar basándose en este Informe.

La información utilizada por PwC en el transcurso de la preparación de este informe ha sido obtenida de varias fuentes indicadas en el mismo. Aunque nuestro trabajo ha supuesto el análisis de información financiera y estados financieros, nuestro trabajo no ha incluido una auditoría de acuerdo con Normas de Auditoría Generalmente Aceptadas.

PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L.  
C/ Almagro, 40  
28010 Madrid  
Tel: +34 91 568 43 72  
Fax: +34 91 568 51 16

De acuerdo con lo anterior, no asumimos ninguna responsabilidad y no opinamos sobre la totalidad o la exactitud de cualquier información proporcionada por ustedes o en su nombre.

En este sentido, hemos de indicar que para la obtención de nuestras conclusiones nos hemos apoyado en proyecciones de los flujos de tesorería de las promociones actuales y futuras de las Compañías preparadas por la Dirección. Dichos planes de viabilidad no han sido analizados desde un punto de vista comercial.

Las hipótesis sobre las que se basan las proyecciones preparadas atienden a hechos futuros y están basadas en asunciones que pueden que no sean válidas para la totalidad del periodo proyectado. En consecuencia, no expresamos ninguna opinión sobre si los resultados alcanzados actualmente se corresponderán con las hipótesis de futuro proporcionadas por ustedes.

La Dirección de URBAS ha revisado una versión en borrador de este Informe y nos ha confirmado por escrito que la información que nos ha sido proporcionada por las Compañías es adecuada y que no ha sido omitida ninguna información significativa para la realización de nuestro trabajo.

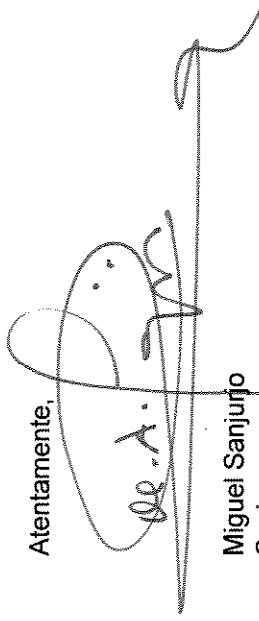
La relación de canje aplicable en función del valor razonable de las Compañías está basada en métodos de común aceptación. Aunque estimamos que los valores razonables de las Compañías son defendibles en base a la información disponible, debemos indicar que la valoración de negocios no es una ciencia exacta, sino un ejercicio basado en la experiencia y en el empleo de hipótesis que contienen cierta dosis de subjetividad. En estas circunstancias no podemos asegurar que terceras partes estén de acuerdo con nuestras conclusiones.

URBAS PROYECTOS URBANISTICOS, S.A.  
C/ Ronda de Segovia, 2-E  
28008 Madrid

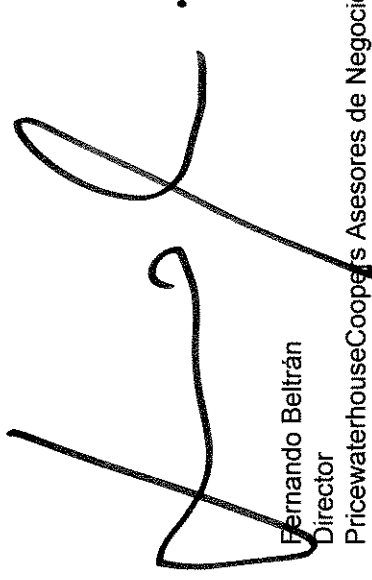
PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L.  
C/ Almagro, 40  
28010 Madrid  
Tel: +34 91 568 43 72  
Fax: +34 91 568 51 16

En el caso de que necesiten cualquier aclaración ó información adicional no duden en contactar directamente con nosotros.

Atentamente,



Miguel Sanjujo  
Socio  
PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L.



Fernando Beltrán  
Director  
PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L.

---

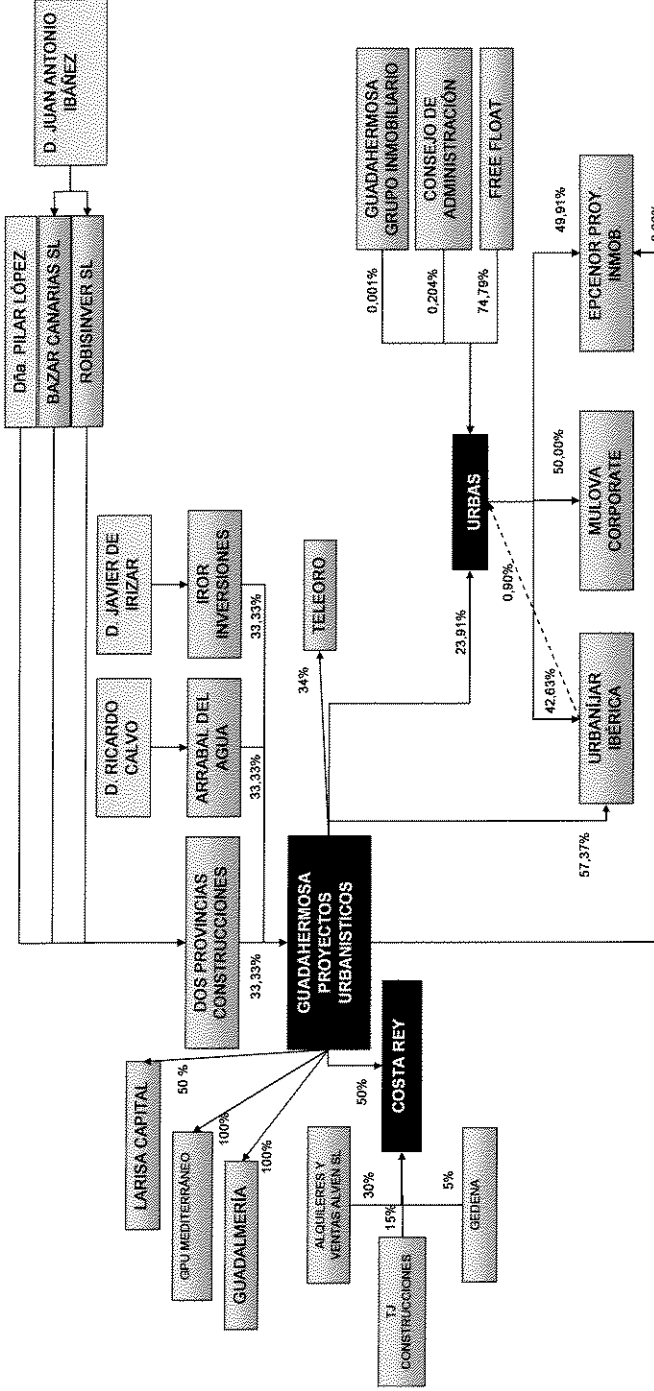
## Sección 2

### Introducción

---

## Objetivo y antecedentes (1 de 3)

- La estructura societaria de las Compañías a 2 de julio de 2006 es la siguiente:



## Objetivo

- Los accionistas de la Compañías están considerando la realización de una operación de fusión por absorción, con efecto 31 de octubre de 2006, por virtud de la cual URBAS absorbería íntegramente a las sociedades GPU y COSTA REY (en adelante "la Fusión"). En este momento deberá conocerse la relación de canje de las Compañías de acuerdo con sus valores justos o razonables en esa fecha. Los últimos estados financieros auditados de las Compañías son de fecha 2 de julio de 2006.
- En este contexto, el objetivo de nuestro trabajo ha sido determinar el valor justo ó razonable del 100% de las acciones de las Compañías con fecha 2 de julio de 2006, de acuerdo con métodos de valoración de aceptación general, como negocios en marcha, considerando no sólo su trayectoria histórica, sino también su situación actual y sus perspectivas futuras. Asimismo, y teniendo en cuenta los valores obtenidos y los hechos posteriores al 2 de julio de 2006, hemos calculado la relación de canje que resultaría en el momento de la Fusión, 31 de octubre de 2006
- Nuestra intervención se ha realizado dentro de la más estricta confidencialidad e independencia profesional.

## Objetivo y antecedentes (2 de 3)

### Antecedentes

- URBAS fue constituida en 1944 con el nombre Urbanizaciones y Transportes, S.A., con el objeto de desarrollar la actividad de adquisición de terrenos y bienes inmuebles en general, su parcelación y venta, y toda clase de negocios de transportes, abastecimientos y construcciones. Es una empresa cotizada en las Bolsas de Madrid y Barcelona en el Sistema de Interconexión Bursátil (Mercado Continuo).
- En 1972 la Compañía abandona el negocio de transporte público a causa de la escasa rentabilidad obtenida, concentrándose en la actividad de promoción inmobiliaria. A partir de 1988 inicia un proceso de diversificación añadiendo a la promoción inmobiliaria, la actividad de desarrollo y explotación de aparcamientos, y tomando participaciones financieras en empresas de alta tecnología.
- A principios de los años 90, se produjo una problemática de falta de liquidez y dificultad de obtención de financiación que llevó a la Compañía a presentar una elevada deuda financiera. Asimismo como consecuencia de actas levantadas desde 1986, mantenía una deuda con la Agencia Tributaria que derivó en un contencioso que se resolvió con una sentencia del Tribunal Supremo en mayo de 2002.
- Tras aplicar un programa de saneamiento, los recursos empleados por la Compañía se redujeron hasta el mínimo indispensable. La plantilla de URBAS se redujo de 36 empleados a 9. El 23 de julio de 1997 la CNMV decretó la suspensión cautelar de la negociación en el Sistema de Interconexión Bursátil de las acciones de URBAS. El levantamiento de la suspensión cautelar de la cotización se efectuó con efectos al día 1 de julio de 1998.
- A partir de junio de 2004, fecha en la que se produjo el nombramiento de D. Francisco Javier Irizar Ortega como Presidente del Consejo de Administración, momento en que GPU se convirtió en el principal accionista de URBAS, se concentraron los esfuerzos en modificar las causas que habían provocado el largo período de inactividad. A principios de 2005 llegó a un acuerdo con la Agencia Tributaria para la fijación del importe exacto de la deuda tributaria incluyendo intereses y recargos de apremio, acordando un calendario de pago, que finalizó el 20 de diciembre de 2005 quedando esta deuda totalmente satisfecha.
- Con fecha 21 de febrero de 2006 se produjo una ampliación de capital por aportaciones dinerarias y no dinerarias por un importe total de 29.469,887 miles de Euros (72,05% dineraria, 27,95% aportación de activos inmobiliarios). Para la ampliación de capital por aportaciones dinerarias se reconocieron derechos de suscripción preferente en una proporción de dos acciones nuevas por cada acción antigua.



## Objetivo y antecedentes (3 de 3)

### Antecedentes (Cont.)

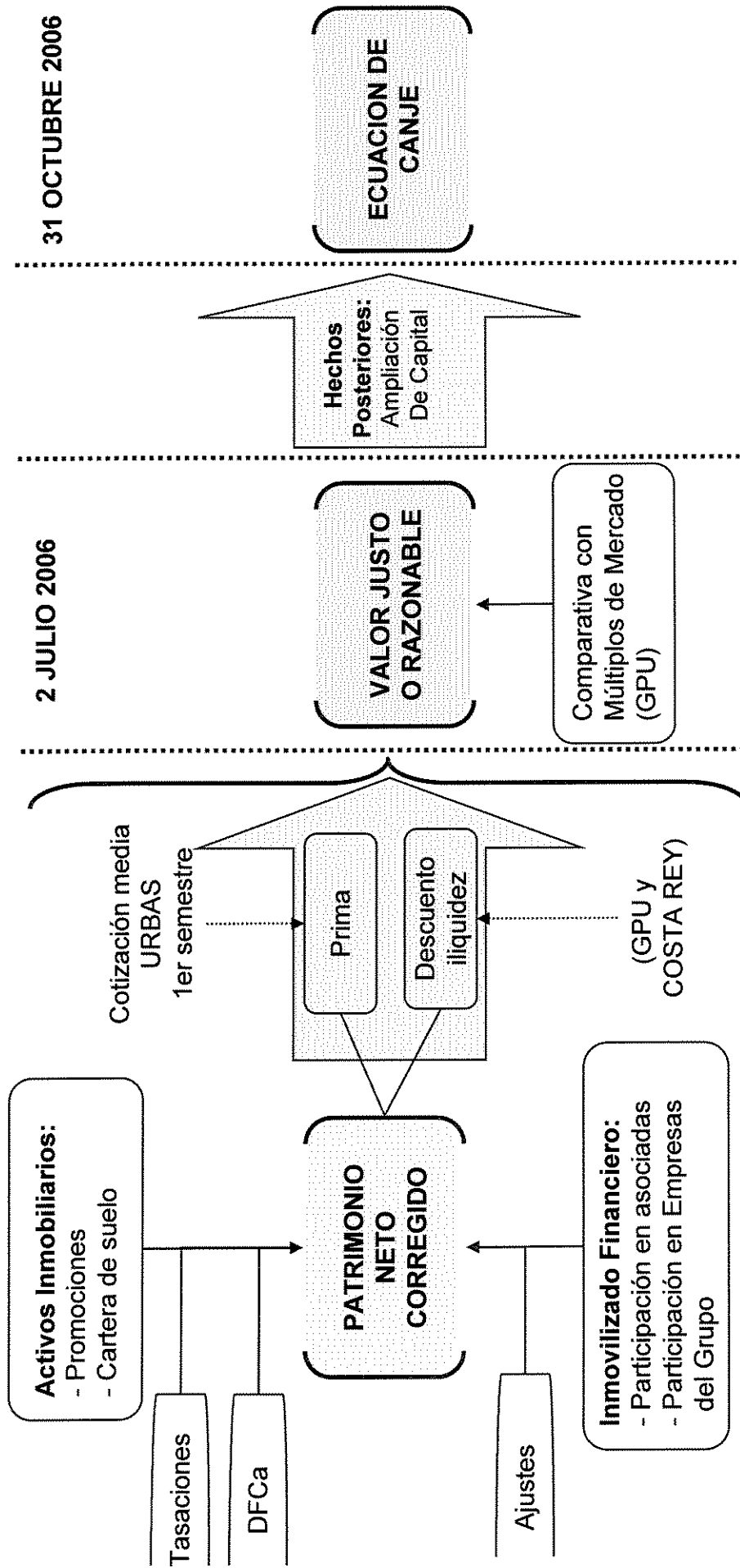
- A 2 de julio de 2006, el accionariado de URBAS se reparte entre GPU (23,918%) Urbanijar Ibérica (0,89%), Guadahermosa Grupo Inmobiliario, S.L. (0,001%), el Consejo de Administración (0,204%) y la autocartera de URBAS (0,1954%). El resto (74,79%) se negocia en el mercado continuo de la Bolsa de Madrid ('free float'). El accionariado a dicha fecha presentaba la siguiente distribución.

#### DISTRIBUCIÓN DEL ACCIONARIADO A 2 DE JULIO DE 2006

Accionistas	Participación en %
Guadahermosa Proyectos Urbanísticos, S.L.	23,92%
Urbanijar Ibérica, S.L.	0,89%
Guadahermosa Grupo Inmobiliario, S.L.	0,001%
Consejo de Administración	0,204%
URBAS (Autocartera)	0,195%
Free Float	74,79%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>

- Recientemente se ha realizado una segunda ampliación de capital por aportaciones dinerarias por un importe de 22.032 miles de Euros (con un período de suscripción preferente comprendido entre el 22 de septiembre y el 6 de octubre de 2006), que ha sido suscrita al 100% después del prorrateo en la segunda vuelta finalizada el 13 de octubre de 2006.
- Asimismo, recientemente se ha cambiado su denominación siendo la actual Urbas Proyectos Urbanísticos, S.A., con domicilio social en la Calle Ronda de Segovia, 2-E (Madrid).

## Enfoque de la Valoración (1 de 2)



**Fase 1:** Estimación de los Patrimonios Netos Corregidos de las Compañías

**Fase 2:** Estimación de la prima sobre la cotización media del semestre anterior a la fecha de valoración (2 enero – 30 junio 2006)

**Fase 3:** Estimación de los valores justos o razonables de las Compañías

**Fase 4:** Cálculo de la Ecuación de Canje

## Enfoque de la Valoración (2 de 2)

- Como base de la estimación de la relación de canje aplicable en el proceso de fusión de las Compañías se ha utilizado el valor justo ó razonable. Dicho valor invoca el deseo de tratar de manera razonable a diversos accionistas que participan en una transacción. El objetivo es, empleando fundamentalmente criterios de homogeneización, consistencia e igualdad de trato, obtener un valor que sirva para establecer una relación de canje justa y razonable entre las distintas compañías y negocios que intervienen en la transacción. Si bien este es el objetivo principal, en segundo término hemos tratado en la medida de lo posible que los valores obtenidos se aproximen al valor de mercado, que se define como el valor de un negocio sobre el que se podría negociar, a una fecha predeterminada entre un libre comprador y un libre vendedor dispuestos a realizar la transacción, ambos con una información adecuada sobre el mismo, así como un conocimiento sobre el sector en el que opera.
- Hemos considerado el enfoque del Valor Patrimonial Corregido para estimar el valor razonable de las Compañías. Asimismo, hemos tenido en consideración el Valor de cotización de URBAS, imprescindible para que nuestra conclusión tenga una aproximación al valor de mercado de las Compañías.
- Partiendo de los valores contables, los ajustes para obtener el valor de mercado de los activos y pasivos de las Compañías han sido realizados mediante la aplicación de un enfoque de ingresos en el caso de las promociones en curso y del valor de mercado proveniente de las tasaciones realizadas por terceros expertos en el caso de los terrenos. El trabajo realizado siguiendo estos criterios se describe a continuación:
  - Revisión de los planes de viabilidad preparados por la Dirección de las Compañías asociados a cada una de las promociones en curso y estimación del valor resultante de cada una de dichas promociones mediante la aplicación de un DFCa (Descuento de flujos de caja para el accionista).
  - Revisión de las tasaciones de aquellos terrenos e inmuebles no vinculados a promociones ni sujetos a arrendamiento. Estas tasaciones han sido encargadas a terceros por la Dirección de las Compañías.
- Enfoque de patrimonio neto (Valor Patrimonial Corregido)
  - El enfoque de patrimonio neto indica el valor razonable de una empresa mediante el ajuste de sus activos y pasivos a sus valores de mercado equivalentes. Este enfoque está basado en el sumatorio de los valores individuales de cada partida del activo y pasivo.
- Enfoque de mercado
  - El enfoque de mercado indica el valor de las acciones basado en la comparación con las distintas valoraciones que realiza el mercado de compañías cotizadas comparables y el análisis de estadísticas derivadas de transacciones en el sector, a la vez que transacciones anteriores acaecidas en la compañía sujeta a valoración.

## Información (1 de 3)

- En la realización de nuestro trabajo, hemos tomado en consideración la información financiera y analítica de las Compañías a la que hemos tenido acceso, así como estudios, análisis e informes del sector inmobiliario, que hemos podido obtener de fuentes públicas. En concreto la información fundamental utilizada ha sido la siguiente:
  - **URBAS**
    - Cuentas anuales de URBAS auditadas correspondientes a los ejercicios 2001, 2002, 2003, 2004 y 2005, y a 2 de julio de 2006;
    - Estados financieros (no auditados) de las sociedades participadas por URBAS: Mulova Corporate, S.L. y Epcenor Proyectos Inmobiliarios, S.A. correspondientes a 2 de julio de 2006, así como los estados financieros (no auditados) de la sociedad participada Urbanijar Ibérica, S.L. correspondientes al ejercicio 2005 y a julio de 2006;
    - Tasación realizada por EUROTASA con fecha 1 de agosto de 2006 de la promoción del edificio de 50 viviendas de Epcenor Proyectos inmobiliarios, S.A.;
    - Estructura accionarial de URBAS a 2 de julio de 2006;
    - Hojas de negocio de las promociones inmobiliarias con las proyecciones de los flujos de tesorería (ingresos por reservas, por letras, etc., y gastos por construcción, solar, proyectos de ejecución, legales, etc.) previstos para toda la vida de cada una de las promociones;
    - Detalle de las existencias correspondientes a las promociones incluidas en las proyecciones financieras al 2 de julio de 2006;
    - Desglose por promoción de la partida de deuda financiera del balance de situación de la compañía a 2 de julio de 2006;
    - Tasaciones realizadas por GESVALT, TINSA y EUROTASA de los terrenos e inmuebles que componen la cartera de suelo a 2 de julio de 2006 (ver Anexo 2);
    - Tasaciones realizadas por GESVALT con fecha 5 de julio de 2006 del terreno de Nijar, Almería, propiedad de Urbanijar Ibérica, S.L. (ver Anexo 2);
    - Contratos de anticipos de compraventa de varias parcelas (ver Anexo 2 con un desglose de la información recibida a este respecto).

## Información (2 de 3)

- GPU
  - Cuentas Anuales auditadas correspondientes a los ejercicios 2004, 2005 y al cierre a 2 de julio de 2006;
  - Estados financieros (no auditados) de las sociedades participadas Larisa Capital, S.L., Guadahermosa Proyectos Urbanísticos del Mediterráneo, S.L., Guadalmería, S.L. y Teleoro Medios, S.L. correspondientes al ejercicio 2005 y a 2 de julio 2006;
  - Estructura accionarial de GPU a 2 de julio de 2006;
  - Hojas de negocio de las promociones inmobiliarias con las proyecciones de flujos de tesorería (ingresos por reservas, anticipos, por letras, etc., y gastos por construcción, solar, proyectos de ejecución, legales, etc.) previstos para toda la vida de cada una de las promociones;
  - Hoja de negocio de la promoción "Parque Tropical" de Guadalmería, S.L. con los mismos datos que las facilitadas en el caso de GPU;
  - Hoja de negocio de la promoción "VISTAHERMOSA 1 (del Mediterráneo)" de Guadahermosa Proyectos Urbanísticos del Mediterráneo, S.L., con los mismos datos que las facilitadas en el caso de GPU;
  - Detalle de las existencias correspondientes a las promociones incluidas en las proyecciones financieras a 2 de julio de 2006;
  - Desglose por promoción de la partida de deuda financiera del balance de situación de la compañía a 2 de julio de 2006;
  - Tasaciones realizadas por TINSA y GESVALT de los terrenos que componen la cartera de suelo a 2 de julio de 2006 (ver Anexo 2);
  - Contratos de anticipos de compraventa de varias parcelas (ver Anexo 2 con un desglose de la información recibida a este respecto);
  - Contratos correspondientes a los 3 arrendamientos en los que la compañía actúa como arrendadora del inmueble.

## Información (3 de 3)

- **COSTA REY**
  - Cuentas anuales no auditadas correspondientes a los ejercicios 2003, 2004 y cuentas anuales auditadas correspondientes al ejercicio 2005 así como el cierre intermedio auditado a 2 de julio de 2006;
  - Hojas de negocio de las promociones inmobiliarias con las proyecciones de pagos y cobros por diversos conceptos (ingresos por reservas, anticipos, por letras, etc., y gastos por construcción, solar, proyectos de ejecución, legales, etc.) de caja previstos para toda la vida de cada una de las promociones;
  - Tasación realizada por GESVALT a fecha 4 de julio de 2006 del hotel en construcción situado en la urbanización PUERTO REY de Vera (Almería), actualmente en construcción;
  - Valor de mercado actual según tasación de GESVALT a fecha 5 de julio de 2006 del terreno de Cerro Alto, en Vera (Almería) (ver Anexo 2);
- Adicionalmente hemos mantenido diversas reuniones y conversaciones con las siguientes personas:
  - D. Javier de Irizar Ortega, representante de Guadahermosa Grupo Inmobiliario, S.L. como Presidente del Consejo de Administración de URBAS y accionista de GPU a través de la sociedad Iror Inversiones, S.L.
  - D. Juan Antonio Ibáñez, Consejero Delegado con carácter ejecutivo del Consejo de Administración de URBAS y accionista de GPU a través de la sociedad Dos Provincias Construcciones, S.L.
  - D. Ricardo Calvo, accionista de GPU a través de la sociedad Arrabal del Agua, S.L.
  - Dña. Almudena Plaza, Directora General de URBAS.
- Para el desarrollo de nuestro trabajo hemos utilizado asimismo información pública del sector, de compañías comparables y transacciones recientes en la industria.

---

## Sección 3

### Las Compañías

---

## Descripción del negocio: Resumen de Compañías (1 de 3)

- Las principales magnitudes financieras de cada una de las Compañías y sus filiales para el ejercicio 2005 son las siguientes:

Compañía	Ingresos de Explotación	BAJI	BAIDA	Resultado Neto	Activos Totales	Fondos Propios
<b>URBAS</b>						
Epcenor Proyectos Inmobiliarios, S.A.	820	4.177	4.178	3.934	16.152	5.794
Mulova Corporate, S.L.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Urbanijar Ibérica, S.L.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
	15.586	4.057	4.057	2.633	10.611	6.756
<b>GPU</b>						
Teleoro Medios, S.L.	70.833	5.008	5.029	2.293	103.700	7.650
Guadalmería, S.L.	415	16	15	9	228	13
Larisa Capital, S.L.	4.613	(181)	(181)	(129)	10.440	(148)
Guadahermosa Proyectos del Mediterráneo, S.L.	18	(0)	(0)	(0)	1.053	3
	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3	3
<b>COSTA REY</b>						
	6.421	(269)	(267)	(434)	20.257	2.328

Cifras en Miles de Euros

Fuente: Estados Financieros correspondientes al ejercicio 2005 facilitados por las Compañías



## Descripción del negocio: Resumen de compañías (2 de 3)

- Las Compañías que son objeto de la operación de fusión mencionada son las siguientes:
- **URBAS:** se constituyó el día 20 de octubre de 1.944 en Barcelona con el nombre Urbanizaciones y Transportes, S.A. El 25 de junio de 1.994 trasladó su domicilio social a Madrid, calle de la Princesa nº 61, recientemente ha cambiado su denominación social a la actual Urbas Proyectos Urbanísticos, S.A. y su domicilio social a la calle Ronda de Segovia, 2-E (Madrid). Si bien en sus primeros años centró sus actividades fundamentalmente en el ámbito del transporte de pasajeros (explotación de líneas de autobús) y en menor medida la promoción inmobiliaria y la construcción; posteriormente abandonó la actividad de transporte para centrarse en la actividad inmobiliaria, que tras su paralización desde 1988 hasta 2004, retomó a raíz de la entrada de Guadahermosa Grupo Inmobiliario, S.L. en el Capital Social de URBAS en ese mismo año. En la actualidad cuenta con una promoción en curso en Pioz (Guadalajara), así como con cartera de suelo de 0,5 millones de metros cuadrados edificables y 0,789 millones de metros cuadrados rústicos, para el desarrollo de nuevas promociones inmobiliarias en el futuro. URBAS participa a su vez en las siguientes compañías:
  - **Urbanijar Ibérica, S.L.:** (en adelante "URBANIJAR") cuenta con un terreno en Nijar, Almería, de 0,777 millones de metros cuadrados rústicos. Está participada en un 42,63% por URBAS.
  - **Epcenor Proyectos Inmobiliarios, S.A.:** (en adelante "EPCENOR") cuenta con un edificio en construcción de 50 viviendas situado en Madrid, con una superficie de 8.922 metros cuadrados. Está participada en un 49,91% por URBAS.
  - **Mulova Corporate, S.L.:** (en adelante "MULOVA") está participada en un 50% por URBAS y en la actualidad se encuentra inactiva.
- **COSTA REY:** centra su actividad en la promoción inmobiliaria, cuenta con varias promociones en curso en Vera (Almería) (Ver Anexo 1), también cuenta con cartera de suelo de 0,061 millones de metros cuadrados en la misma localidad.

## Descripción del negocio: Resumen de compañías (3 de 3)

- **GPU:** centra su actividad en la promoción inmobiliaria, en la actualidad cuenta con varias promociones en curso (Ver Anexo 1) y una cartera de suelo de 0,650 millones de metros cuadrados edificables y 0,5 millones de metros cuadrados rústicos para el desarrollo de futuras promociones. Asimismo cuenta con una participación en el Capital Social de URBAS de un 24,43% (23,91% directo y 0,52% de manera indirecta a través de URBANIJAR) como consecuencia de la reciente ampliación de capital de marzo de 2006. En la actualidad GPU es el principal accionista de URBAS y ha manifestado su vocación de permanencia en el accionariado de la misma. URBAS participa a su vez en las siguientes compañías:
  - **Guadalmeria, S.L.:** (en adelante “GUADALMERIA”) cuenta con una promoción en curso de 192 viviendas (Parque Tropical) en Vera (Almería). Está participada al 100% por GPU.
  - **Guadahermosa Proyectos Urbanísticos del Mediterráneo, S.L.:** (en adelante “GPU DEL MEDITERRANEO”) cuenta con una promoción en curso de 15 viviendas en Vera (Almería). Está participada al 100% por GPU.
  - **Larisa Capital, S.L.:** (en adelante “LARISA”) cuenta con un terreno situado en Horche (Guadalajara). Está participada en un 50% por GPU.
  - **Teleoro Medios, S.L.:** (en adelante “TELEORO”) centra su actividad en la edición de el periódico local ‘El Decano’. Está participada en un 34% por GPU

## Perspectivas generales del sector inmobiliario en España\* (1 de 2)

- En los últimos ejercicios, la cifra de negocio de las promotoras inmobiliarias y de las constructoras ha mantenido una tendencia marcadamente alcista, como consecuencia del buen comportamiento experimentado por la mayor parte de sus líneas de negocio.
- La promoción inmobiliaria residencial ha tenido como factor destacable el continuo avance del precio de la vivienda, que no ha inhibido el comportamiento dinámico de las ventas. Sin embargo, a lo largo de 2005 la demanda residencial se moderó suavemente, del mismo modo que lo hizo la iniciación de viviendas.
- Las previsiones a corto plazo apuntan hacia una prolongación de dicha tendencia de crecimiento del volumen de negocio derivado de la comercialización de inmuebles residenciales, si bien con una tasa de incremento moderadamente inferior a la contabilizada en periodos anteriores. Se prevé que la inversión residencial continúe expandiéndose en 2006 a un ritmo del 7,6%.
- Según los informes consultados, el 55% de las viviendas de nueva creación en 2005 se preveía que lo fueran en las provincias costeras más turísticas y el 7% en las grandes ciudades.
- Adicionalmente, el aumento de oferta de vivienda nueva y de segunda mano junto con una relativa moderación de la demanda está provocando un alargamiento del plazo de venta de las promociones inmobiliarias junto con una suavización de los crecimientos de los precios.
- Para el año 2006, las expectativas sitúan en más de 750.000 las viviendas iniciadas durante el año, a pesar de la mencionada moderación esperable de la demanda y del impacto de subida de tipos de interés, para descender a 560.000 iniciaciones en 2009.
- Desde finales de 2004 en Madrid y Barcelona los precios de la vivienda muestran una tendencia significativa hacia la desaceleración. Sin embargo, los datos del primer trimestre señalan un repunte de la tendencia no esperado, especialmente en las Comunidades Autónomas con mayor peso: Cataluña casi un 17%, y Madrid, algo más de un 9,5%. Esto supone una evolución más elevada que la tendencia para la media nacional.
- La tasa de crecimiento interanual del precio de las viviendas españolas hasta febrero de 2006 ha sido del 13,5%. En las zonas insulares y el litoral mediterráneo los precios han tenido un comportamiento en línea e incluso superior al de la media nacional. En este sentido, destacan los incrementos habidos en Valencia, en torno al 16%. Por otro lado, en la Comunidad Murciana y en Málaga los crecimientos en el 2005 se han estabilizado respecto a la evolución experimentada por los mismos en el 2004.

(\*) Fuentes: Informes "Sociedades inmobiliarias", 2004, DBK S.A.;  
"Situación inmobiliaria julio 2006", SEE BBVA

## Perspectivas generales del sector inmobiliario en España (2 de 2)

- El volumen de negocio generado por la actividad de **arrendamiento de oficinas** registró tasas de crecimiento moderadas, del orden del 2-3% en 2004 y 2005, para repuntar ligeramente en 2006, año en el que se espera un crecimiento del 5% en las principales ciudades españolas.
- En lo que respecta a la cifra de negocio derivada de las actividades de **rehabilitación de inmuebles**, de cara al bienio 2005-2006 se prevén tasas de variación de alrededor del 20%.
- El segmento de **comerciales** es el de mayor atractivo del sector por rentabilidad, y tanto centros comerciales como grandes superficies copan los dos primeros puestos. Los hoteles suben en el ranking por preferencia, aunque bajen su rentabilidad. Además existe una tendencia en separar inmueble de negocio hotelero.
- La **financiación** hipotecaria continúa avanzando a tasas similares a las de años anteriores y el crédito a la promoción inmobiliaria avanza a tasas del 50% en lo que llevamos de 2006.
- Las condiciones de acceso a la vivienda continuarán mostrando ratios aceptables desde el punto de vista de la demanda dado que se mantendrá la capacidad financiera de las familias, que en 2006 superará los 210.000 euros de media.
- Por otro lado, las entidades de Capital Riesgo cada vez se muestran más interesados en negocios inmobiliarios.
- Los principales **riesgos** que afronta el sector son los siguientes:
  - Mayor vulnerabilidad de los hogares a choques externos (tipos de interés al alza, ritmos de aumento registrados en la deuda, carga financiera de los hogares...)
  - Aumenta la posibilidad de que los mercados se ajusten más bruscamente (y no de manera gradual) por aumentos de precios de la vivienda o de los tipos hipotecarios.
  - Se está produciendo un cambio en la normativa de suelo que supondrá un nuevo método de valoración así como nuevos porcentajes a destinar a vivienda protegida.
  - Otro aspecto que podría impactar sobre el comportamiento del sector sería la evolución del mercado de construcción en España después de la pérdida sufrida de los fondos de la UE a partir del 2007.

---

## Sección 4

### Enfoque de Patrimonio Neto Corregido

---

## Enfoque de Patrimonio Neto Corregido (1 de 11)

- El Enfoque de "Patrimonio Neto Corregido" indica el valor razonable de los Fondos Propios de una empresa ajustando los activos y pasivos a su valor de mercado equivalente. Para la aplicación de este enfoque es necesario obtener un valor de mercado para cada activo relevante utilizando uno o varios enfoques.
- El valor razonable del 100% de los Fondos Propios será igual a la suma de los valores de mercado de los activos menos el de los pasivos.
- Este enfoque es apropiado cuando el objetivo a valorar es:
  - una sociedad holding/conglomerado (donde el valor recae en la capacidad para generar ingresos de los activos, que puede valorarse separadamente utilizando otros métodos apropiados para ello).
  - empresas intensivas en activos tangibles
  - empresas inmobiliarias

- Para la valoración de URBAS, GPU y COSTA REY, así como para todas sus sociedades participadas (10 compañías en total), la metodología que hemos utilizado ha sido la del Valor Patrimonial Corregido. Los principales activos del Grupo se han valorado del siguiente modo:

ACTIVO	MÉTODO DE VALORACIÓN
Inmov. Financiero: participaciones	Valor patrimonial corregido de cada sociedad por valor de cada participación
Existencias: Promociones	DFCa
Existencias: Cartera de Suelo	Valor de mercado (tasaciones de terceros)
Existencias: Anticipos de compraventa	Capitalización de los anticipos a una tasa igual al 'Cost of Equity'

## Enfoque de Patrimonio Neto Corregido (2 de 11)

- Las promociones en curso (o aquéllas en las que, habiéndose incurrido todos los costes, aún tenían importe neto contable en la partida de existencias y ventas pendientes de materializar a fecha de valoración) se han valorado mediante un Descuento de Flujos de Caja para el accionista (“DFCa”) y posteriormente dicho valor se ha sido sustituido por su valor contable reflejado en la partida de existencias.
- El DFCa estima el valor de una promoción basándose en el valor presente de los flujos de caja que se espera genere dicha promoción en el futuro. Estos flujos de caja se descuentan a una tasa (coste de los fondos propios o “*cost of equity*”) que incluye el valor del dinero en el tiempo y los riesgos asociados a la consecución de los planes futuros.
- Las distintas promociones de las Compañías reflejan niveles de apalancamiento financiero diverso, con lo que los compromisos de pago de intereses y de devolución de principal son también muy variables y en ocasiones significativos. El DFCa es el método que mejor recoge el efecto de estos movimientos futuros de financiación.
- Los flujos de caja para el accionista son los fondos disponibles para repartir al accionista después de atender las necesidades operativas de fondos, las necesidades de inversión en activos fijos, y de atender las obligaciones de pago con los proveedores de deuda (intereses y amortizaciones de deuda más captación de nueva financiación ajena). Estos flujos se deben descontar a una tasa que recoja la rentabilidad requerida por los accionistas para su inversión o rentabilidad de los recursos propios. El valor resultante será el valor de mercado de la promoción en cuestión.
- El método del DFCa implica seguir los pasos siguientes a partir del modelo de proyecciones financieras de un negocio:
  - Estimar los flujos de caja futuros para el accionista de cada una de las promociones durante todo el periodo estimado de construcción y venta.
  - Determinación de una tasa de descuento adecuada para el riesgo del negocio, o coste de los recursos propios.
  - Estimación del valor actual de los flujos de caja futuros para el accionista, en base a la tasa de actualización estimada, obteniendo así el valor de mercado de cada promoción.

## Enfoque de Patrimonio Neto Corregido. Tasa de Descuento (3 de 11)

- El coste de los recursos propios se calcula como la suma de la tasa libre de riesgo y la prima de mercado ponderada por el riesgo sistemático del sector, medido a través del factor Beta. El factor Beta mide el diferencial de riesgo inherente del sector respecto al riesgo medio del mercado. Esta se calcula sobre la base de la beta media del sector, ajustada para reflejar el diferencial de riesgo inherente de la actividad de la empresa objeto de valoración.
- Una prima por tamaño se aplica fundamentalmente a empresas que no cotizan en ningún mercado organizado, si bien también es aplicable a empresas cotizadas con pequeña capitalización. Esta prima refleja el riesgo por invertir en una compañía de pequeña capitalización y se deriva de diferencias históricas en rendimientos entre grandes y pequeñas compañías, según estudios recientes publicados.
- Al aplicar el método de DFCa, los flujos de caja esperados se descuentan a su valor presente empleando una tasa de descuento equivalente al Coste de los Recursos Propios. Este Coste de los Recursos Propios expresa la rentabilidad exigida por los accionistas como contraprestación por invertir en la sociedad en lugar de invertir en otros activos con riesgo equivalente.
- Hemos obtenido y aplicado a las promociones en curso un Coste de los Recursos Propios de **11,54%**.

CÁLCULO DEL COSTE DEL CAPITAL	
	%
Tasa libre de riesgo <sup>1</sup>	4,07%
Coficiente Beta	0,68
Prima de riesgo del mercado <sup>2</sup>	4,50%
Prima por tamaño menor <sup>3</sup>	4,39%
<b>Coste de los Fondos Propios</b>	<b>11,54%</b>

<sup>1</sup> Rentabilidad de las obligaciones del Estado a 10 años a 30 junio de 2006

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

<sup>3</sup> Prima por tamaño aplicable a empresas de menor capitalización según estudios empíricos recientes realizados por Ibbotson Associates.



## Enfoque de Patrimonio Neto Corregido (4 de 11)

- El valor razonable de las Compañías se encuentra recogido en los siguientes activos y actividades:

### Promociones en curso

- Hemos revisado la información financiera que nos ha facilitado la Dirección de las Compañías en relación con las promociones en curso (o terminadas, pero con ventas pendientes), que se encuentran recogidas contablemente en las partidas de "Existencias de Terrenos y Solares" y en la partida de "Existencias Terrenos y Solares Obra en Curso" en el caso de URBAS; y en la partida "Existencias Terrenos y Obras en Curso" en el caso de GPU y COSTA REY. El Anexo 1 recoge el listado de las promociones en curso de las Compañías, indicando el total de ventas, los costes de intereses por deudas financieras, el margen neto estimado, la ubicación, el porcentaje de obra terminada, el valor contable a 2 de julio de 2006, la metodología utilizada en su valoración (DFCa), y el valor estimado de cada promoción.

### Cartera de suelo

- A 2 de julio de 2006, la cartera de suelo de las Compañías está constituida por 3,3 millones de m<sup>2</sup> aproximadamente (Ver Anexo 2), que se compone de terrenos que serán destinados a la construcción y promoción de viviendas, pero sobre los que en la actualidad no se dispone de un plan de negocio determinado. La suma de los valores contables a 2 de julio de 2006 de estos activos para cada una de las Compañías concuerda con la partida contable de "Existencias, Terrenos y Solares" en el caso de URBAS y con la partida "Existencias, Terrenos y Obras en Curso" en el caso de GPU y COSTA REY. El Anexo 2 incluye el listado de terrenos de las Compañías, indicando su ubicación, metros cuadrados, valor contable a 2 de julio de 2006, el valor de mercado estimado a partir de las tasaciones recientes elaboradas por expertos independientes (TINSA, GESVALT y otros) y la plusvalía neta de impuestos correspondiente a cada terreno.
- GPU y URBAS cuentan, además, en las partidas de "Existencias Terrenos y Obras en Curso" y de "Anticipos" con cantidades entregadas como adelanto por la compra de terrenos (ver desglose en el Anexo 2).

## Enfoque de Patrimonio Neto Corregido (5 de 11)

### Inmuebles arrendados

- Según hemos sido informados, sólomente GPU cuenta con inmuebles arrendados a terceros, dichas construcciones arrendadas se encuentran recogidas contablemente en el Inmovilizado Material. A la fecha del presente informe, existen 3 contratos vigentes de arrendamiento con personas físicas, dos de los cuales tienen opciones de compra una vez venza el plazo del contrato;
- Dada la poca materialidad de los inmuebles arrendados por GPU, que según hemos sido informados se corresponden con tres viviendas que representan entre un 5% y un 10% del total de la partida del Inmovilizado Material "Terrenos y construcciones" (1,8 Millones de Euros) el criterio utilizado para estos inmuebles ha sido el valor contable por el que se encuentran recogidos en el Balance de Situación de GPU.

### Inmovilizaciones financieras – Participaciones en empresas del Grupo y Asociadas

- Las sociedades incluidas como participadas en las partidas de inmovilizado financiero de las Compañías son:
  - URBAS: URBANIJAR (42,63%), MULOVA (50%), EPCENOR (49,91%). Los Fondos Propios de estas sociedades han sido también ajustados siguiendo, la misma metodología del Patrimonio Neto Corregido, procediendo a su ajuste en el inmovilizado financiero de URBAS por los porcentajes de participación correspondientes. En el caso de EPCENOR, la participación fue adquirida en abril de 2006, y por tanto se ha asumido que el precio pagado en esa fecha se corresponde con el valor de mercado de la participación. Ver Anexo 3.
  - GPU: Utilizando la misma metodología hemos procedido a ajustar los Fondos Propios en función de su porcentaje de participación en las siguientes sociedades: URBAS (23,91%), COSTA REY (50%), GUADALMERIA (100%), TELERO (34%), LARISA (50%), URBANIJAR (57,37%) y GPU DEL MEDITERRANEO (100%).
  - COSTA REY no cuenta con ninguna participación en otras sociedades, y su Inmovilizado Financiero corresponde en más de un 99% a préstamos a largo plazo con socios de la propia compañía.

## Enfoque de Patrimonio Neto Corregido URBAS (6 de 11)

- El Anexo 4 recoge la corrección valorativa de las partidas del balance al objeto de reflejar el valor de mercado de dichas partidas para todas las Compañías.
- El valor razonable del 100% de las acciones de URBAS mediante el Patrimonio Neto Corregido se sitúa, según nuestros cálculos, en 49,1 Millones de Euros según el siguiente detalle:

Cifras en Miles de Euros	Euros
<b>URBAS - PATRIMONIO NETO CORREGIDO</b>	<b>34.011</b>
Fondos propios a 2 de julio de 2006	
MENOS: Valor neto contable de Existencias	(31.003)
MENOS: Valor neto contable de Participación en empresas del grupo	(6.102) (1)
MENOS: Gastos de establecimiento (Valor liquidativo nulo)	(543)
MÁS: Valor de mercado de Existencias	42.640 (1)
MÁS: Valor de mercado de Participación en empresas del grupo	10.144

**PATRIMONIO NETO CORREGIDO A 2 DE JULIO DE 2006** **49.147**

(1) Ver Anexo 3 Inmovilizado Financiero: Participaciones

- A continuación, mostramos un desglose de la partida de existencias y los ajustes de valor que hemos realizado:

### AJUSTE DE LAS PARTIDAS DE EXISTENCIAS - CARTERA DE SUELO Y PROMOCIONES

DESGLOSE DE EXISTENCIAS	Valor Contable	Valor de mercado	Valor de mercado después de impuestos	Ajuste Neto	Metodología
Terrenos y Solares - Cartera de suelo (incluyendo provisiones)	11.579	18.095	15.814	4.235	Tasaciones
Terrenos y Solares - Promociones en curso	13.837	21.231	21.231	7.394	DFCA
Anticipos por contratos de Compra a plazo de terrenos	1.802	1.815	1.810	8	Capitalización a 'Coste del Capital'
Terrenos y obras en curso - Promociones	3.681	3.681	3.681	0	VNC
Edificios adquiridos	35	35	35	0	VNC
Anticipos a proveedores	68	68	68	0	VNC
<b>TOTAL</b>	<b>31.003</b>	<b>44.924</b>	<b>42.640</b>	<b>11.637</b>	

Cifras en Miles de Euros

## Enfoque de Patrimonio Neto Corregido URBAS (7 de 11)

- El Anexo 3 recoge los ajustes realizados en el Inmovilizado Financiero de URBAS. Los valores contables de las sociedades participadas por URBAS han sido ajustados teniendo en cuenta los Patrimonios Netos Corregidos de dichas sociedades como resultado de los ajustes de sus activos (excepto MULOVA, actualmente sin actividad, y EPCENOR que se ha adquirido en abril de 2006 (ver Anexo 3), con VNC igual al valor de mercado). Siguiendo esta metodología, el valor razonable del 100% de las acciones de URBANÍJAR se situarían en 9,5 Millones de Euros según el siguiente detalle:

Cifras en Miles de Euros

<b>URBANÍJAR - PATRIMONIO NETO CORREGIDO</b>		<b>Euros</b>
Fondos propios a 2 de julio de 2006		7.176
MENOS:	Valor neto contable de Existencias (Terrenos)	(2.418)
MENOS:	Valor neto contable de Cartera de valores	(746)
MÁS:	Valor de mercado de Existencias	3.862
MÁS:	Valor de mercado de Cartera de Valores	1.609
<b>PATRIMONIO NETO CORREGIDO A 2 DE JULIO DE 2006</b>		<b>9.483</b>

URBANÍJAR cuenta con un terreno en Níjar, Almería, de 777 mil metros cuadrados con un valor de mercado de 4,6 Millones de Euros según tasación realizada por GESVALT. El ajuste se ha realizado teniendo en cuenta la plusvalía neta de impuestos.

## Enfoque de Patrimonio Neto Corregido GUADAHERMOSA PROYECTOS URBANÍSTICOS (8 de 11)

- El valor razonable del 100% de las acciones de GPU mediante el Patrimonio Neto Corregido se podría situar en 82,6 Millones de Euros según el siguiente detalle:

Cifras en Miles de Euros	<b>GPU - PATRIMONIO NETO CORREGIDO</b>	<b>Euros</b>
Fondos propios a 2 de julio de 2006		8.310

MENOS: Valor neto contable de Existencias	(92.173)
MENOS: Valor neto contable del Inmovilizado financiero	(8.965) (1)
MÁS: Valor de mercado de Existencias	143.198
MAS: Valor de mercado del Inmovilizado financiero	32.283 (1)

**PATRIMONIO NETO CORREGIDO A 2 DE JULIO DE 2006**

(1) Ver Anexo 3 Inmovilizado Financiero: Participaciones

- La partida de inmovilizado financiero incluye la participación del 23,918% que GPU tienen en URBAS, ajustada (Ver Anexo 3).
- A continuación, mostramos un desglose de la partida de existencias y los ajustes de valor que hemos realizado:

### AJUSTE S PARTIDAS EXISTENCIAS - CARTERA DE SUELO Y PROMOCIONES

DESGLOSE DE EXISTENCIAS	Valor Contable	Valor de mercado	Valor de mercado después de impuestos	Ajuste neto	Metodología
Obra (promociones) en curso - Cartera de suelo	34.438	66.682	55.396	20.958	Tasaciones
Obra (promociones) en curso - Promociones en curso	56.423	86.489	86.489	30.066	DFCA
Anticipos a proveedores	1.312	1.313	1.312,65	0,85	Capitalización a 'Coste del Capital'
<b>TOTAL</b>	<b>92.173</b>	<b>154.484</b>	<b>143.198</b>	<b>51.025</b>	

Cifras en Miles de Euros

## Enfoque de Patrimonio Neto Corregido GUADAHERMOSA PROYECTOS URBANÍSTICOS (9 de 11)

- El Anexo 3 recoge los ajustes realizados en el Inmovilizado Financiero de GPU. Los valores contables de las sociedades participadas por GPU (GUADALMERIA, GPU DEL MEDITERRANEO, LARISA y TELEORO) han sido ajustados teniendo en cuenta los Patrimonios Netos Corregidos de dichas sociedades como resultado de los ajustes de sus activos, con excepción de TELEORO que se ha considerado inmaterial (Ver Anexo 5). Siguiendo esta metodología los valores razonables del 100% de las acciones de GUADALMERIA, GPU DEL MEDITERRANEO y LARISA se situarían en 5,5 Millones de Euros, 1,02 Millones de Euros y 0,24 Millones de Euros respectivamente según el siguiente detalle:

Cifras en Miles de Euros	Euros
<b>GUADALMERIA - PATRIMONIO NETO CORREGIDO</b>	
Fondos propios a 2 de julio de 2006	(224)
MENOS: Valor neto contable de Existencias Terrenos y Obras (promociones) en curso	(16.240)
MÁS: Valor de mercado de Existencias Terrenos y Obras (promociones) en curso	21.976
<b>PATRIMONIO NETO CORREGIDO A 2 DE JULIO DE 2006</b>	<b>5.512</b>

GUADALMERIA cuenta con una promoción en curso de 192 viviendas (Parque Tropical) en Vera (Almería) en existencias. Siguiendo la metodología del DFCa hemos obtenido un valor de mercado de la promoción de 21,98 Millones de Euros (Ver Anexo 1), el patrimonio neto ajustado resultante se sitúa en 5,5 Millones de Euros.

Cifras en Miles de Euros	Euros
<b>GPU DEL MEDITERRANEO - PATRIMONIO NETO CORREGIDO</b>	
Fondos propios a 2 de julio de 2006	347
MENOS: Valor neto contable de Existencias	(1.418)
MÁS: Valor de mercado de Existencias	2.087
<b>PATRIMONIO NETO CORREGIDO A 2 DE JULIO DE 2006</b>	<b>1.016</b>

GPU DEL MEDITERRANEO cuenta con una promoción en curso de 15 viviendas en Vera (Almería) en existencias. Siguiendo la metodología del DFCa hemos obtenido un valor de mercado de la promoción de 2,08 Millones de Euros (Ver Anexo 1), el patrimonio neto ajustado resultante se sitúa en 1,01 Millones de Euros.

## Enfoque de Patrimonio Neto Corregido GUADAHERMOSA PROYECTOS URBANÍSTICOS (10 de 11)

Cifras en Miles de Euros

	Euros
<b>LARISA CAPITAL - PATRIMONIO NETO CORREGIDO</b>	<b>3</b>
Fondos propios a 2 de julio de 2006	
MENOS: Valor neto contable de Existencias	(1.041)
MÁS: Valor de mercado de Existencias	1.276
<b>PATRIMONIO NETO CORREGIDO A 2 DE JULIO DE 2006</b>	<b>238</b>

LARISA cuenta con un terreno situado en Horche (Guadalajara) en la partida de Existencias Terrenos y obras en curso. El valor de mercado obtenido mediante tasación (Ver Anexo 2) es de 1,28 Millones de Euros, el patrimonio neto ajustado resultante se sitúa en 0,238 Millones de Euros.

## Enfoque de Patrimonio Neto Corregido COSTA REY (11 de 11)

- El valor razonable del 100% de las acciones de COSTA REY mediante el Patrimonio Neto Corregido se podría situar en 18,6 Millones de Euros según el siguiente detalle:

Cifras en Miles de Euros	
	Euros
<b>COSTA REY - PATRIMONIO NETO CORREGIDO</b>	2.354
Fondos propios a 2 de julio de 2006	
MENOS: Valor neto contable de Existencias	(19.031)
MÁS: Valor de mercado de Existencias	35.330
<b>PATRIMONIO NETO CORREGIDO A 2 DE JULIO DE 2006</b>	<b>18.654</b>

- A continuación, mostramos un desglose de la partida de existencias y los ajustes de valor que hemos realizado:

### AJUSTE S PARTIDAS EXISTENCIAS - CARTERA DE SUELO Y PROMOCIONES

DESGLOSE DE EXISTENCIAS	Valor Contable	Valor de mercado	Ajuste neto	Metodología
Terrenos y Obras en curso - Cartera de suelo	548	548	0	VNC
Terrenos y Obras en curso - Promociones en curso	18.483	34.782	16.299	DFCA
<b>TOTAL</b>	<b>19.031</b>	<b>35.330</b>	<b>16.299</b>	

Cifras en Miles de Euros



---

## **Sección 5**

### **Valor Justo o Razonable**

---

## Determinación del valor razonable (1 de 2)

- Para la estimación del valor justo o razonable de las Compañías, se ha aplicado una prima al patrimonio neto corregido expuesto en las secciones anteriores. Esta prima viene determinada por la importante diferencia existente entre el Patrimonio Neto Corregido de URBAS y su cotización (la cotización media en el período comprendido entre el 2 de enero y el 2 de julio de 2006 ha sido 2,83 Euros por acción).

Cotización URBAS (2 enero - 2 julio)



Fuente: Datos cotización Bloomberg (homogeneizados para recoger la cotización real del valor)

## Determinación del valor razonable (2 de 2)

- Esta prima sobre el patrimonio neto corregido supone un 262% y podría estar explicada por los siguientes motivos:
  - Planes de expansión de la compañía;
  - Creciente búsqueda de nueva financiación y ánimo de crecimiento, a través de las recientes ampliaciones de capital;
  - Estabilidad del principal socio de referencia de la compañía, expresamente manifestada por el mismo (GPU);
  - Percepción en el mercado de posibilidades de fusión o de integración con otras compañías.
- Esta prima se ha aplicado también a los patrimonio netos corregidos de GPU y de COSTA REY por tratarse de negocios muy similares al de URBAS (promoción de inmuebles), por el tipo de activos que estas compañías tienen en sus balances, y por desarrollar todas ellas sus negocios en ámbito geográfico similar. Estas razones, unidas a otra no menos importante y que hace referencia al contexto mismo del proceso de fusión de las tres compañías, donde la meta de la homogeneidad y del justo trato a todas las partes y accionistas no puede perderse de vista, nos han llevado a aplicar tato a GPU como a COSTA REY la misma prima que en el caso de URBAS.
- Además de lo explicado, para GPU y COSTA REY, se ha estimado un descuento por falta de liquidez (el 10% de acuerdo con estudios empíricos para empresas de similar tamaño) que recoge el hecho de que sus acciones no coticen en ningún mercado organizado. De acuerdo con esto, el valor justo o razonable de las Compañías serían los siguientes:

Compañía	PNC (1)	Prima aplicable	Descuento por iliquidez	Valor razonable (2)
URBAS	49.147	262%		178.148
GPU	82.653	262%	10%	273.901
COSTA REY	18.654	262%	10%	60.854

Cifras en Miles de Euros

(1) PNC (Patrimonio Neto Corregido)

(2) Patrimonio Neto Corregido ajustado en función de la prima aplicable a URBAS y del descuento por iliquidez aplicado a GPU y COSTA REY

---

## Sección 6

### Relación de Canje

---

## Relación de Canje (1 de 2)

- Para la estimación de la relación de canje aplicable en la Fusión hemos partido del valor justo ó razonable al de cada una de las Compañías, tal como hemos expuesto en la Sección 5. Es importante señalar que la cantidad resultante de agregar dichos valores es en este caso superior al valor total de la sociedad resultante de la Fusión (este valor no debe interpretarse en ningún caso como el valor de mercado de la sociedad resultante de la fusión), como consecuencia de las participaciones que actualmente detenta GPU en URBAS y COSTA REY.
- Posteriormente, hemos considerado aquellos hechos significativos que han ocurrido desde la fecha de valoración (2 de julio de 2006) hasta la fecha de la Fusión (31 de octubre de 2006). En este periodo la actividad de las Compañías se ha desarrollado en líneas generales de acuerdo con los planes previstos en el momento de la valoración, por lo que únicamente hemos considerado que tienen un efecto claro en el canje de acciones en la fecha de la Fusión los siguientes hechos:
  - Ampliación de capital por aportaciones dinerarias por un importe de 22.032 miles de euros que se suscribió al 100% el 13 de octubre de 2006. Al tratarse de una aportación dineraria, el valor justo o razonable de URBAS se modifica exactamente en el importe de la aportación como resultado de la ampliación:
- La siguiente tabla muestra el valor justo ó razonable de los Fondos Propios de las Compañías considerando los ajustes por los hechos posteriores al 2 de julio y hasta el momento de la Fusión:

Compañía	PNC (1)	Valor razonable (2)	Ampliación de capital	Valor razonable + ampliación
URBAS	49.147	178.148	22.032	200.180
GPU	82.653	273.901		273.901
COSTA REY	18.654	60.854		60.854
<b>(A) Suma de aportaciones</b>	<b>138.699</b>	<b>512.902</b>		<b>534.935</b>
<b>(B) Valor % de GPU en URBAS (23,91%)</b>		<b>(42.609)</b>		<b>(47.878)</b>
<b>(C) Valor % de GPU en COSTA REY (50%)</b>		<b>(30.427)</b>		<b>(30.427)</b>
<b>(A) - (B) - (C)</b>		<b>439.867</b>		<b>456.630</b>

Cifras en Miles de Euros

(1) PNC (Patrimonio Neto Corregido)

(2) Patrimonio Neto Corregido ajustado en función de la prima aplicable a URBAS y del descuento por iliquidez aplicado a GPU y COSTA REY

## Relación de Canje (2 de 2)

- Como consecuencia de los valores razonables estimados y del accionariado actual de las Compañías, la composición del accionariado de la sociedad resultante se muestra en la siguiente tabla:

Accionista	Compañía	% de participación	s/ PNC Ajustado	% en la nueva Sociedad
D. Javier de Irizar	GPU	33,3%	91.300	19,99%
D. Juan Antonio Ibañez	GPU	33,3%	91.300	19,99%
D. Ricardo Calvo	GPU	33,3%	91.300	19,99%
<b>Total socios de referencia</b>				<b>59,98%</b>
Gedena	COSTA REY	5,0%	3.043	0,67%
TJ Construcciones	COSTA REY	15,0%	9.128	2,00%
Alquileres y Ventas Alven, S.L.	COSTA REY	30,0%	18.256	4,00%
Free Float (incluyendo Consejo de Adi	URBAS	76,08%	152.302	33,35%
<b>Total participaciones</b>			<b>456.630</b>	<b>100,0%</b>

Cifras en Miles de Euros

- Teniendo en cuenta dichos valores razonables de las Compañías, el canje de acciones aplicable sería en el caso de GPU de **13.788,56 acciones de URBAS por cada acción de GPU** y en el de COSTA REY de **1.067,77 acciones de URBAS por cada acción de COSTA REY**.

---

## Sección 7

### Limitaciones Generales

---

## Limitaciones Generales

- En la realización de nuestro trabajo nos hemos apoyado en la información financiera facilitada por la Dirección de las Compañías. No hemos realizado una auditoría de acuerdo con Normas de Auditoría Generalmente Aceptadas de los estados financieros de URBAS, GPU y COSTA REY a ninguna fecha, ni de las demás informaciones financieras que aparecen en el presente Informe, así como tampoco hemos realizado ninguna Due Diligence o trabajo similar y, por tanto, no estamos en condiciones de expresar nuestra opinión profesional sobre las mismas. De haber realizado dicha auditoría, podrían haberse detectado otros puntos que les hubieran sido comunicados y que podrían afectar a los valores estimados.
- No hemos realizado revisiones de tipo legal, fiscal o laboral respecto a los negocios de Compañías ni de sus filiales. Por ello, no estamos en posición de expresar nuestra opinión sobre estos aspectos de los negocios de dichas Compañías ni de sus filiales.
- No hemos realizado estudios de mercado sobre las promociones en curso de las Compañías que permitan confirmar las expectativas de crecimiento de ventas, ni la evolución de los costes, al no ser objeto de nuestra propuesta de servicios. Por ello, no estamos en posición de expresar nuestra opinión profesional respecto a la razonabilidad de las hipótesis desde un punto de vista comercial. No obstante, si hemos analizado la razonabilidad global económico-financiera de las cifras proyectadas por la Dirección de las Compañías.
- Nuestras estimaciones de valor están basadas en métodos de valoración comúnmente aceptados en la profesión. Estimamos que nuestra valoración es razonable y defendible sobre la base de la información disponible, si bien debemos indicar que las valoraciones de negocios no son una ciencia exacta, sino un ejercicio basado en la experiencia y en el empleo de hipótesis, que contienen cierta dosis de subjetividad. En estas circunstancias, no podemos asegurar que terceras partes estén necesariamente de acuerdo con nuestras conclusiones.





Nombre: Miguel Sanjurjo  
Tel. no. +34 91 568 4372  
e-mail [miguel.sanjurjo@es.pwc.com](mailto:miguel.sanjurjo@es.pwc.com)  
<http://www.pwc.com/es>

Fernando Beltrán  
+34 91 568 4372  
[fer.beltran@es.pwc.com](mailto:fer.beltran@es.pwc.com)

© 2006 PricewaterhouseCoopers. PricewaterhouseCoopers refers to the network of member firms of PricewaterhouseCoopers International Limited, each of which is a separate and independent legal entity. All rights reserved.

---

## **Anexo 1**

### **Promociones en curso de las Compañías**

---

## Promociones: URBAS

### Promociones

Promociones	% Obras	Ubicación	Tipo	Num. Viviendas	M2	Fecha final	VNC 30.06.2006	Valor de mercado	Ajuste
<b>URBAS</b>									
1 PROMOCION FASE 4 VALCASTILLO	44,98%	Pioz (Guadalajara)	PAREADAS	54	8.953	ene-07	5.474	7.411	1.937
2 PROMOCION FASE 5 VALCASTILLO	SIN COMENZAR	Pioz (Guadalajara)	PAREADAS	127	20.230	ene-07	6.444	9.648	3.404
3 PARCELAS FASE 6 VALCASTILLO	SIN COMENZAR	Pioz (Guadalajara)	PAREADAS	93	16.267	ene-07	5.601	7.654	2.053
<b>TOTAL</b>				<b>274</b>	<b>45.450</b>		<b>17.518</b>	<b>24.913</b>	<b>7.394</b>

## Promociones: GPU, GUADALMERIA y GPU DEL MEDITERRANEO

### Promociones

Promociones	% Obras	Ubicación	Tipo	Núm. Viviendas	M2	Fecha final	VNC 30.06.2006	Valor de mercado	Ajuste
<b>GUADALMERIA PROYECTOS URBANÍSTICOS</b>									
1 Promocion Montealle	78,37%	PIOZ(GUADALAJARA)	ADOSADAS	32	4.380	dic-06	2.904	3.717	813
2 Promocion Jardin del Pozo II	20,56%	EL POZO (GUADALAJARA)	SIN DETERMINAR	21	3.153	abr-07	1.468	2.228	760
3 Promocion Balcon de Garrucha	100,00%	GARRUCHA(ALMERIA)	EN BLOQUE	76	3.904	jun-06	4.586	6.499	1.913
4 Promocion Edif. La Atalaya	SIN COMENZAR	GARRUCHA(ALMERIA)	EN BLOQUE	18	2.312	ene-08	431	1.002	571
5 Promocion Mirador de Torija	n.d	TORIIJA (GUADALAJARA)		n.d.	n.d.	n.d.	-	-	-
6 Promocion Valcastillo 1ª Fase	100,00%	PIOZ(GUADALAJARA)	PAREADAS	119	19.133	sep-06	9.951	14.912	4.960
7 Promocion Valle del Henares 1ª Fase	40,00%	YUNQUERA(GUADALAJARA)	CADRU/PAREADAS	52	8.003	jun-07	3.267	4.833	1.566
8 Promocion Valle del Henares 2ª Fase	11,17%	YUNQUERA(GUADALAJARA)	SIN DETERMINAR	48	9.118	jun-07	3.061	4.427	1.366
9 Promocion Hospital 2	10,00%	GUADALAJARA	EN BLOQUE	6	243	jun-07	534	701	167
10 Calle Arrabal del Agua	SIN COMENZAR	GUADALAJARA	SIN DETERMINAR	23	1.885	nov-07	2.146	4.065	1.919
11 Promocion Valcastillo 2ª Fase	90,00%	PIOZ(GUADALAJARA)	PAREADAS	56	10.608	oct-06	4.916	7.499	2.583
12 Promocion Valcastillo 3ª fase	76,00%	PIOZ(GUADALAJARA)	PAREADAS	27	4.427	ene-07	2.023	3.232	1.209
13 Promocion Mirador Torija 1ª Fase	43,00%	TORIIJA (GUADALAJARA)	ADOSADAS	43	6.217	ene-07	2.343	3.703	1.360
14 Promocion Jardin Pozo I	100,00%	EL POZO (GUADALAJARA)	PAREADAS	28	2.862	jun-06	599	689	90
15 Promocion La Cancelada	SIN COMENZAR	ESTEPONA (MÁLAGA)	SIN DETERMINAR	n.d.	2.749	dic-07	59	797	737
16 Promocion Bejaque	100,00%	GUADALAJARA	EN BLOQUE	12	1.197	jun-06	2.345	3.992	1.637
17 Promocion La Chopera	1,00%	GUADALAJARA	EN BLOQUE	6	547	nov-07	342	711	369
18 Promocion Plaza de Toros	8,94%	VERA(ALMERIA)	EN BLOQUE	33	2.147	ago-07	485	878	393
19 Promocion Plaza Oñete, 2	0,00%	GUADALAJARA	EN BLOQUE	8	577	ene-08	530	643	113
20 Promocion Marina Tropical 1ª Fase	100,00%	MARINA DE CASARES(MALAGA)	APARTAMENTOS TU	58	3.270	jun-06	998	1.986	988
21 Promocion Marina Tropical 2ª Fase	100,00%	MARINA DE CASARES(MALAGA)	APARTAMENTOS TU	60	3.562	jun-06	2.275	3.275	1.000
22 Promocion Tropical Garden	100,00%	TURRE(ALMERIA)	EN BLOQUE	71	5.603	jun-06	4.109	6.060	1.951
23 Promocion Edif.San Sebastian	100,00%	GUADALAJARA	EN BLOQUE	8	727	jun-06	989	1.180	192
24 Promocion Plaza Mayor 8	SIN COMENZAR	GUADALAJARA	EN BLOQUE	6	507	nov-07	1.160	1.522	362
25 Promocion Miguel Fluiter 29	98,00%	GUADALAJARA	EN BLOQUE	6	512	jun-06	1.082	1.532	450
26 Promocion Mirados de Torija: 2ª fase	SIN COMENZAR	TORIIJA (GUADALAJARA)	SIN DETERMINAR	48	6.700	feb-08	1.970	3.760	1.790
27 Promocion Viv Libres Yunquera (1333)	SIN COMENZAR	YUNQUERA(GUADALAJARA)	PRECIO TASADO Y LIBI	46	n.d.	abr-08	927	1.808	881
28 Promocion VPO Yunquera (41)	SIN COMENZAR	YUNQUERA(GUADALAJARA)	VPO	41	n.d.	abr-08	922	848	(74)
<b>TOTAL GPU</b>				<b>865</b>	<b>104.342</b>		<b>56.423</b>	<b>86.489</b>	<b>30.066</b>
<b>GUADALMERIA</b>									
1 PARQUE TROPICAL		VERA (ALMERIA)	VIVIENDAS	192	13.456	dic-06	16.240	21.976	5.736
<b>GPU MEDITERRANEO</b>									
1 VISTAHERMOSA 1 (del Mediterraneo)		VERA (ALMERIA)	APARTAMENTOS TU	15	1.414	ago-07	1.418	2.087	669

## Promociones: COSTA REY

### Promociones

Promociones	% Obras	Ubicación	Tipo	Núm. Viviendas	M2	Fecha final	VNC 30.06.2006	Valor de mercado	Ajuste
<b>COSTA REY</b>							422		0
1 VISTAHERMOSA 1		VERA(ALMERIA)	UNIFAMILIARES	60				422	1.791
2 PUERTO REY 1		VERA(ALMERIA)	APARTAMENTOS TU	72	1.610	ene-07	5.410	7.202	794
3 VISTAHERMOSA 2		VERA(ALMERIA)	EN BLOQUE	94	6277		5.065	5.859	2.785
4 PUERTO REY 2		VERA(ALMERIA)	APARTAMENTOS TU	54	1.129	ene-07	3.105	5.890	3.346
5 PUERTO REY 3		VERA(ALMERIA)	APARTAMENTOS TU	63	1.789	nov-06	3.009	6.355	7.583
6 PUERTO REY 4 (HOTEL)	27,72%	VERA(ALMERIA)	HOTEL	75 habitac.	941		1.472	9.055	16.299
<b>TOTAL</b>				<b>343</b>	<b>11.746</b>		<b>18.483</b>	<b>34.782</b>	

---

## **Anexo 2**

### **Cartera de Suelo de las Compañías**

---

Anexo 2 - Cartera de Suelo de las Compañías

# Cartera de Suelo

Terrenos

URBANA	Nº	Nombre	Empaquetamiento	Metros cuadrados	VNC	Eur/m2	Valor de mercado	Plusvalía bruta	IS (65%)	Plusvalía neta	Tasador	Fecha tasación	Metodología	Tipo de suelo
	1	SUELO PLAZA MAYOR/ SAN OIL	Guadalejara, GUADALAJARA	1.148,11	1.348	1.499,32	1.722	375	131	244	TINSA	abr-06	Tasación: hip. lrm. Terminado	Edificio
	2	URBANIZACION SOTOLARGO - GUADALAJARA	Valdeavencelo, GUADALAJARA	207.132	7.590	7.644	7.644	54	19	35	EURTOTASA	26-jul-06	Tasación: método comparación	No urbanizable
	3	TERRENO TORTOLA SECTOR 3	Tortola de Henares, GUADALAJARA	17.421	94	54,09	100	6	2	4	n.a.		Capitalización del VNC	Urbanizable
	4	TERRENO LA LLANERA DE LUCONES	Lugones, GUADALAJARA	109.181	1.030	50,82	1.030	-	-	-	n.a.		VNC = V. Mercado	Urbanizable
	5	HORCHE 3	Horchel, GUADALAJARA	144.473	686	5,23	7,96	70	24	45	n.a.		Capitalización del VNC	Urbanizable
	6	FINCA EL CAUTIVO (ALMERIA)	Nijar, ALMERIA	789.782	832	6,86	6,643	6.011	2.104	3.807	GESVALT	5-jul-06	Tasación: método comparación	Rústico
	<b>TOTALES</b>			<b>1.328.138,25</b>	<b>11.579</b>	<b>13,61</b>	<b>18.095</b>	<b>6.515</b>	<b>2.280</b>	<b>4.325</b>				

Terrenos

GUADALAJARA PROYECTOS URBANÍSTICOS														
Nº	Nombre	Empaquetamiento	Metros cuadrados	VNC	Eur/m2	Valor de mercado	Plusvalía bruta	IS	Plusvalía neta	Tasador	Fecha tasación	Metodología	Tipo de suelo	
1	Promoción Ambrosio Pérez	Cabanillas del Campo, GUADALAJARA	840	215	1.250,6	1.058	843	285	548	GESVALT	23-jun-06	Tasación: método residual dinámico	Suelo urbano	
2	Promoción Barranco D Juan (S-4-6 Caban)	Cabanillas del Campo, GUADALAJARA	18.124	2.062	163,1	3.800	1.438	503	925	TINSA	29-jul-06	Tasación: valor residual	Urbanizable	
3	Promoción Pozo Sector 5	Pozo de Guadalajara, GUADALAJARA	40.093	3.438	134,6	5.386	1.958	685	1.273	GESVALT	jun/jul-06	Tasación: método residual dinámico	Urbanizable	
4	Promoción Sue 6 Rafiel de la Pica	Guadalejara, GUADALAJARA	1.579	1.424	1.476,3	2.331	907	317	589	TINSA	20-jul-06	Tasación: valor residual	Urbanizable	
5	Prom. Finca 22364 Nijar-Almería	Nijar, ALMERIA	500.000	3.000	6,0	2.965	(14)	(5)	(9)	GESVALT	5-jul-06	Tasación: método comparación	Rústico	
6	Promoción Sue 4 Pozo (Los charquilles)	Pozo, GUADALAJARA	51.414	1.852	138,4	7.119	5.264	1.842	3.421	TINSA	3-mar-06	Tasación: valor residual	Urbanizable	
7	Promoción Sue 6 Pozo	Pozo, GUADALAJARA	107.330	9.219	140,7	15.087	5.877	2.057	3.620	GESVALT	28-jun-06	Tasación: método residual dinámico	Urbanizable residencial	
8	Promoción Sue 6-A Pozo	Trancastello, POZO, GUADALAJARA	41.080	4.059	135,8	5.578	1.521	532	988	GESVALT	4-jul-06	Tasación: método residual dinámico	Urbanizable residencial	
9	Pal. Ind. Torija	Torija	n.d.	57	n.d.	57	-	-	-	n.a.	n.a.		Suelo urbanizable industrial	
10	Promoción SUE-16	Guadalejara, GUADALAJARA	2.651	626	1.344,9	3.865	2.739	959	1.780	TINSA	19-oc-06	Tasación: valor residual	Urbanizable	
11	Promoción Sue 12 Pozo	Pozo, GUADALAJARA	107.319	70	n.d.	70	-	-	-	n.a.	n.a.		Urbanizable	
12	Promoción Tortola	Tortola de Henares, GUADALAJARA	296.348	6.281	63,4	16.676	10.615	3.715	6.889	GESVALT	jun-06	Tasación: método residual dinámico	Urbanizable	
13	Promoción Sue 62 Tascena	Tascena, GUADALAJARA	3.429	374	179,3	815	240	84	158	GESVALT	5-jul-06	Tasación: método residual dinámico	Urbanizable	
14	SUE 4 Yunqueira	Promocon Sue 62 Tascena	10.701	728	90,0	983	235	82	153	GESVALT	6-jul-06	Tasación: método comparación	Urbanizable	
15	Promocon Arcas (Sector 1 Cabanillas)	Cabanillas del Campo, GUADALAJARA	2.124	414	215,2	457	43	15	28	TINSA	3-ago-06	Tasación: valor residual	Urbanizable	
16	Sue 2 Pozo	Pozo, GUADALAJARA	n.d.	71	71	71	-	-	-	n.a.	n.a.		Urbano	
17	Promocon Béjarque 2	Guadalejara, GUADALAJARA	533	410	1.854,4	989	578	202	376	GESVALT	30-jun-06	Tasación: método residual estático	Urbano	
	<b>TOTALES</b>		<b>1.153.865</b>	<b>34.438</b>	<b>97,80</b>	<b>68.882</b>	<b>32.244</b>	<b>11.285</b>	<b>20.868</b>					

COSTA REY

Nº	Nombre	Empaquetamiento	Metros cuadrados	VNC	Eur/m2	Valor de mercado	Plusvalía bruta	IS	Plusvalía neta	Tasador	Fecha tasación	Metodología	Tipo de suelo
1	CERRO ALTO	Vera, ALMERIA	60.689	546	9,03	548	-	-	-	GESVALT	5-jul-06	Tasación: método comparación	Rústico

URBANJAR

Nº	Nombre	Empaquetamiento	Metros cuadrados	VNC	Eur/m2	Valor de mercado	Plusvalía bruta	IS	Plusvalía neta	Tasador	Fecha tasación	Metodología	Tipo de suelo
1	TERRENO LAS VESERAS	Nijar, ALMERIA	778.899	2.418	5,87	4.640	2.223	778	1.445	GESVALT	5-jul-06	Tasación: método comparación	Rústico

LARISA CAPITAL

Nº	Nombre	Empaquetamiento	Metros cuadrados	VNC	Eur/m2	Valor de mercado	Plusvalía bruta	IS	Plusvalía neta	Tasador	Fecha tasación	Metodología	Tipo de suelo
1	Sector 25	Horchel, GUADALAJARA	21.652	1.023	63,97	1.395	382	127	235	TINSA	2-feb-06	Tasación: valor residual	Urbanizable industrial

## Cartera de Suelo. Contratos de compra a plazo.

ANTICIPOS de COMPRA URBAS						
CONTRATO / OPCIÓN	VNC	Vencimiento	Valor de mercado	Diferencia	Impuesto	Diferencia neta
ANT. SOLAR SAN MARTÍN DE LA VEGA	974	Vencido	974	-	-	-
TÁNGER	828	17-ago-06	840	12	4	8
<b>TOTAL</b>	<b>1.802</b>		<b>1.815</b>	<b>12</b>	<b>4</b>	<b>8</b>

ANTICIPOS U OPCIONES DE COMPRA GPU						
CONTRATO / OPCIÓN	VNC	Vencimiento	Valor de mercado	Diferencia	Impuesto	Diferencia neta
Anticipo opción compra SUE 9 Guadaluajara	600,40	Indeterminado	600,40	-	-	-
Anticipo opción compra La Cancelada	502,84	Indeterminado (*)	502,84	-	-	-
Anticipo opción compra Apto.6 Vera Playa	20,00	23-ene-07	21	1,31	0,46	0,85
Anticipo compra SUE62 Taracena	2,08	Indeterminado	2,08	-	-	-
Anticipo compra Valdenoches	186,48	11-abril (50% del terreno)	186,48	-	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>1.312</b>		<b>1.313</b>	<b>1,31</b>	<b>0,46</b>	<b>0,85</b>



---

## **Anexo 3**

### **Inmovilizado Financiero: Participaciones**

---

## Inmovilizado Financiero: URBAS

Compañía	PARTICIPADAS URBAS				Ajuste
	% de participación	Valor contable participación	Valor razonable de la participación		
URBANIJAR	42,63%	0,39	4,042	4,042	0
MULOVA	50,00%	32	6,070	6,070	0
(1) EPCENOR	49,91%	6,070			0
<b>TOTAL PARTICIPACION EMPRESAS DEL GRUPO</b>		<b>6,102</b>	<b>10,144</b>	<b>10,144</b>	<b>4,042</b>
Créditos a empresas del grupo y asociadas		1,344	1,344	1,344	0
Depositos y fianzas entregados a largo plazo		4	4	4	0
Provisiones		(32)	(32)	(32)	0
<b>INMOVILIZADO FINANCIERO URBAS</b>		<b>7,419</b>	<b>11,461</b>	<b>11,461</b>	<b>4,042</b>

Cifras en Miles de Euros

(1) Se ha considerado que el valor razonable estimado para la participación de EPCENOR es igual al VNC, tomando como referencia el precio pagado por la adquisición de dicha participación en abril de 2006.

## Inmovilizado Financiero: GPU

### PARTICIPADAS GUADAHERMOSA PROYECTOS URBANISTICOS

Compañía	% de partic.	Valor contable participación	Valor razonable participación	Ajuste
GUADALMERIA	100,00%	298	5.512	5.214
TELEORO	34,00%	0,67	0,67	0,00
LARISA	50,00%	0,78	119	118
URBANIJAR	57,37%	4.516	5.440	924
GPU DEL MEDITERRANEO	100,00%	244	1.016	771
<b>TOTAL PARTICIPACION EMPRESAS DEL GRUPO</b>		<b>5.059</b>	<b>12.087</b>	<b>7.028</b>
COSTA REY	50,00%	2.045	9.327	7.282
URBAS	23,918%	2.747	11.755	9.008
<b>TOTAL PARTICIPACION EMPRESAS ASOCIADAS</b>		<b>4.791</b>	<b>21.082</b>	<b>16.290</b>
Otras participaciones		21	21	0
Creditos a empresas del grupo y asociadas		47	47	0
Otros creditos a LP		856	856	0
Otros valores de renta fija		6	6	0
Provision por depr.valores Guadalmeria		(295)	(295)	0
Prov. Por deprec. Valores Urbanijar Iberica, S.L.		(640)	(640)	0
Prov. Por depr. Valores Costa Rey		(881)	(881)	0
<b>INMOVILIZADO FINANCIERO GPU</b>		<b>8.965</b>	<b>32.283</b>	<b>23.318</b>

Cifras en Miles de Euros

---

## **Anexo 4**

**Enfoque de Mercado y Múltiplos de compañías comparables y de transacciones**

---

## Enfoque de mercado

- El enfoque de mercado indica el valor de mercado de las acciones de una sociedad basándose en la comparativa de la compañía con otras sociedades comparables que sean cotizadas o que hayan participado en una transacción pública o privada. Este enfoque también contempla transacciones con las acciones de la propia compañía realizadas en el pasado. Se ejecuta principalmente en base a los denominados métodos de Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables, Múltiplos de Transacciones Recientes y Venta de acciones de la compañía en el pasado.

### Múltiplos de compañías comparables

- El método de Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables indica el valor de mercado de las acciones de una compañía comparándolo con los múltiplos resultantes de compañías cotizadas con líneas de negocio similares. Las condiciones y las expectativas de las compañías comparables dependen de factores tales como la demanda global de sus productos y servicios.
- Después de identificar y seleccionar las compañías comparables cotizadas, se analiza su negocio y sus resultados financieros para establecer la similitud relativa. Se calculan los múltiplos de precio y valor de negocio de las compañías comparables y después se ajustan con factores tales como el tamaño, el crecimiento, la rentabilidad, el riesgo y el retorno de la inversión. Los múltiplos ajustados se aplican a los resultados de la compañía analizada para estimar un valor de mercado.

### Múltiplos de transacciones recientes en el sector

- El método de Múltiplos de Transacciones Recientes en el sector indica el valor de mercado basado en el precio de transacciones en el sector y en los precios ofrecidos por participaciones de control en compañías que están siendo ofrecidas a la venta en la actualidad. El proceso esencialmente incluye la comparación y la correlación de la compañía a valorar con otras compañías comparables. Han de ser considerados los ajustes antes mencionados (por ejemplo, tamaño, crecimiento, rentabilidad, etc.).

### Ventas de acciones de la compañía en el pasado

- También se tienen en consideración cualquier venta de acciones de la compañía en el pasado (incluidas las destinadas a los programas de opciones sobre acciones para empleados). Los siguientes factores tienen influencia en ese análisis:
  - El número de acciones vendidas;
  - La relación entre las partes involucradas en la transacción;
  - El momento de la transacción en relación con la fecha de la valoración; y
  - La situación financiera, y la estructura de la compañía en el momento de la venta.

## Conclusión del enfoque de mercado (1 de 2)

- Como método de contraste a los resultados obtenidos en nuestra valoración, se ha analizado la razonabilidad de los múltiplos subyacentes en el valor atribuido a la actividad de GPU sobre las principales magnitudes financieras representativas de la evolución del negocio de las Compañías, mediante su comparación con Múltiplos de compañías cotizadas comparables y de transacciones en el sector inmobiliario español en los últimos dos años (ver Anexo 5). En el caso de URBAS y COSTA REY, su actividad reciente no refleja una base de ingresos y resultados razonable que permita aplicar múltiplos de mercado.
- Las compañías cotizadas comparables, empresas del sector inmobiliario español han experimentado importantes revalorizaciones en los últimos meses, en algunos casos provocados por operaciones corporativas como en el caso de Metrovacesa, Inmobiliaria Colonial, Fadesa y Urbis. En estos contextos en los que operaciones corporativas han favorecido la subida de las cotizaciones de estas empresas es habitual que dichas empresas coticen con una prima sobre sus NAV ("Net Asset Value") que varían según la compañía de que estemos hablando (algunos ejemplos son Metrovacesa 70% e Inmobiliaria colonial 60%). Por ese motivo parece razonable considerar una prima sobre el Patrimonio Neto Corregido para URBAS.
- Asimismo, según la información publicada en el folleto correspondiente a la salida a bolsa del 25% de las acciones de Astroc Mediterráneo en mayo de 2006, y en base a la evolución de su cotización desde ese momento presenta una prima respecto a su NAV superior al 500%.
- Para la estimación de dicha prima se ha utilizado como referencia la cotización media para los seis meses anteriores a la fecha de la estimación de los valores razonables de las Compañías (2,83 Euros/Acción) y se ha calculado la prima que representa sobre el Patrimonio Neto Corregido de URBAS (262%).

## Conclusión del enfoque de mercado (2 de 2)

- Un detalle de los múltiplos subyacentes en el valor razonable de GPU, se muestra a continuación:

	Magnitudes financieras GPU (miles de euros)	Múltiplos subyacentes		Compañías cotizadas comparables		Transacciones privadas	
		2005		Media		Media	
Ventas	70.833	4,89x	8,52x	7,12x			
BAIDA	5.029	68,86x	20,70x	24,66x			
BAIL	5.008	69,16x	24,47x	30,36x			
PER	2.293	119,44x	24,80x	56,16x			

- El valor del 100% de las acciones de GPU a 2 de julio de 2006 aplicando los múltiplos financieros de las compañías comparables cotizadas, así como los múltiplos de transacciones de compañías inmobiliarias en los dos últimos años en España se podría situar razonablemente en torno a 152,1 Millones de Euros. Dicha cifra representaría una prima sobre el Patrimonio Neto Corregido de GPU de un 84%. A esta cifra se llega partiendo de un valor del negocio de 224,5 Millones de Euros y descontando la posición neta de tesorería de GPU a dicha fecha, 72,4 millones de euros.
- La siguiente tabla muestra la aplicación de los múltiplos a las magnitudes financieras de GPU:

Magnitudes financieras GPU	2005	Estimación del negocio según múltiplos	
		Múltiplos Comparables Cotizadas	Múltiplos Transacciones
Ventas	70.833	603.626	504.331
BAIDA	5.029	104.093	124.006
BAIL	5.008	122.524	152.027
Resultado neto	2.293	56.870	128.789
Valor del Negocio (Promedio)			224.533
(-) Deuda Neta			(72.415)
Valor Compañía			152.118

## Múltiplos de compañías cotizadas comparables

### URBAS

#### MÚLTIPLOS COTIZADAS

Nombre	Market Cap.	EV	EBITDA / Ventas	EBIT / Ventas	Bº Neto / Ventas	EV / Ventas	EV / EBITDA	EV / EBIT	PER
INMOBILIARIA COLONIAL SA	3.707,10	6.420,33	58,0%	50,1%	29,3%	7,1x	12,2x	14,1x	13,92x
INMOBILIARIA URBIS SA	2.594,28	3.847,65	30,7%	30,6%	17,3%	4,5x	14,7x	14,7x	15,74x
METROVACESA SA	7.186,16	15.568,95	47,7%	42,1%	23,5%	9,6x	20,0x	22,7x	18,82x
SACYR VALLEHERMOSO SA	7.171,90	15.747,40	19,5%	14,1%	9,4%	3,6x	18,4x	25,4x	20,65x
INBESÓS SA	67,04	155,46	15,7%	13,8%	10,9%	4,8x	30,8x	34,9x	24,55x
TESTA INMUEBLES EN RENTA S	3.346,49	4.641,39	76,7%	61,8%	28,3%	21,6x	28,2x	34,9x	55,12x
<b>Media</b>			<b>40,0%</b>	<b>35,4%</b>	<b>19,5%</b>	<b>8,52x</b>	<b>20,70x</b>	<b>24,47x</b>	<b>24,80x</b>
<b>Mediana</b>			<b>30,7%</b>	<b>36,4%</b>	<b>18,5%</b>	<b>5,94x</b>	<b>19,22x</b>	<b>24,05x</b>	<b>19,73x</b>



# Múltiplos de transacciones inmobiliarias en España

Cifras en Mils de Euros

Fecha transacción	Nombre adquirida	Nacionalidad	Descripción comprador	Porcentaje adquirido (%)	Precio	Valor de las acciones 100%	Valor negocio (100%)	Múltiplo de Ventas	Múltiplo de EBITDA	Múltiplo de EBIT	PER
23/06/2006	Grupo Inmocearel SA	Spain	Businessman	5,2	28.140	541.154	613.874	16,6x	115,7x	153,9x	677,3x
22/06/2006	Astroc Mediterraneo SA	Spain	Real estate services	5	75.986	1.519.720	1.639.089	8,7x	17,3x	17,3x	23,4x
22/06/2006	Grupo Inmocearel SA	Spain	Individual / investor	2,5	14.110	564.400	637.120	17,3x	120,1x	159,8x	706,4x
16/06/2006	Renta Corporación Real Estate SA	Spain	Individual	1,58	2.560,06 *	165.385	378.361	1,2x	6,5x	6,5x	5,1x
16/06/2006	Astroc Mediterraneo SA	Spain	Individual	5	70.290,00 *	1.405.900	1.525.169	8,1x	16,1x	16,1x	21,6x
14/06/2006	Inmobiliaria Colonial SA	Spain	Corporate and investment banking, Retail banking, Asset	3,87	142.340	3.678.036	6.499.749	11,6x	12,7x	25,0x	41,8x
14/06/2006	Fadesa Inmobiliaria SA	Spain	Individual	0,3	22.646,00 *	7.589.329	8.903.867	9,1x	22,6x	23,7x	27,1x
20/05/2006	Inmobiliaria Urbis SA	Spain	Real estate and property developer, Property leasing services	0,17	4.090	760.000	3.658.550	4,3x	13,4x	13,5x	15,7x
20/05/2006	Astroc Mediterraneo SA	Spain	Banking services	5	38.000	879.369	894.965	4,7x	9,3x	9,3x	11,9x
03/05/2006	Parquesol Inmobiliaria y Proyectos SL	Spain	0	25	193.904	775.616	894.965	4,7x	9,4x	9,5x	11,9x
24/05/2006	Sacri Vallehermoso SA	Spain	Construction services, Property and real estate developer	31,22	285.200	913.663	1.459.042	17,7x	39,9x	44,2x	71,9x
23/04/2006	Sacri Vallehermoso SA	Spain	Venture capital and private equity investment services	0,46	34.335	7.490.392	15.483.021	3,7x	22,2x	26,7x	25,8x
11/04/2006	Renta Corporación Real Estate SA	Spain	Investment services	0,17	12.410	7.343.195	15.345.824	3,7x	22,0x	26,5x	25,4x
09/04/2006	Espenor Proyectos Inmobiliarios SA	Spain	Real estate and property management	1,07	7.487	699.066	866.008	3,8x	25,5x	25,7x	30,6x
09/04/2006	Sacri Vallehermoso SA	Spain	Banking services	48,9	6.000	13.290	15.126	15,1x	n.a.	43,5x	n.a.
03/04/2006	Renta Corporación Real Estate SA	Spain	Real estate and property management	0,5	38.310	7.862.000	15.864.629	3,8x	22,8x	27,4x	27,1x
03/04/2006	Comandantes y Promociones Urbanas SA	Spain	Investor	33	240.100	727.576	884.517	3,9x	26,3x	26,5x	31,9x
01/04/2006	Alasrayu SL	Spain	Real estate services	100	62.000	62.000	58.633	6,2x	45,7x	45,7x	n.a.
09/04/2006	Sacri Vallehermoso SA	Spain	Real estate services	50	24.000,00	48.000,00	50.878.750	51,0x	45,6x	121,7x	209,8x
05/04/2006	Renta Corporación Real Estate SA	Spain	Banking services	0,5	38.310	7.862.000	15.848.666	3,9x	21,8x	26,5x	19,3x
05/04/2006	Sacri Vallehermoso SA	Spain	Banking services	30,06	208.800	7.952.941	8.61.460	3,8x	21,7x	26,4x	30,4x
15/03/2006	Metrovacesa SA	Spain	Savings banking services	3,94	239.653	5.852.652	8.069.914	8,1x	22,9x	23,8x	25,1x
11/09/2005	Inmobiliaria Colonial SA	Spain	Individual	5,2	173.600	2.800.000	4.604.066	9,9x	19,1x	24,6x	17,3x
24/06/2005	Metrovacesa SA	Spain	Motor insurance services	4,1	225.090	5.490.000	7.707.262	7,7x	21,9x	24,6x	23,5x
15/06/2005	Sacri Vallehermoso SA	Spain	Individual	0,45	23.310	5.214.765	13.201.431	3,2x	16,2x	22,1x	12,8x
02/06/2005	Sacri Vallehermoso SA	Spain	Property and real estate developer, Construction services	0,99	44.270	4.471.717	12.458.353	3,0x	17,2x	20,9x	11,8x
27/04/2005	Metrovacesa SA	Spain	Venture capital and private equity investment services	5,96	294.650	4.460.436	12.427.102	3,0x	17,1x	19,6x	12,7x
26/04/2005	Sacri Vallehermoso SA	Spain	Real estate development and selling services	0,11	3.300	2.572.973	3.160.235	5,2x	15,7x	19,4x	8,6x
12/04/2005	Metrovacesa SA	Spain	Savings bank activities	0,08	6.860	1.561.896	1.561.896	2,9x	15,8x	16,7x	12,8x
11/04/2005	Metrovacesa SA	Spain	Real estate development and selling services	0,23	6.920	1.745.671	1.745.671	5,2x	14,8x	20,7x	13,0x
07/04/2005	Pronteco Inmobiliaria y Proyectos SL	Spain	Real estate development and selling services	0,7	295.300	3.028.097	5.263.149	5,2x	28,1x	29,7x	65,8x
08/02/2005	Metrovacesa SA	Spain	Real estate development and selling services	1,85	563.300	3.044.889	5.263.151	5,3x	14,9x	16,8x	13,1x
17/01/2005	Fadesa Inmobiliaria SA	Spain	Businessman	0,19	3.700	2.000.000	3.263.189	3,5x	15,2x	16,4x	16,8x
27/12/2004	Metrovacesa SA	Spain	Businessman	1,5	25.000	2.500.000	4.717.262	4,7x	13,4x	15,1x	10,7x
11/12/2004	Renta Corporación Real Estate SA	Spain	Private investor	10	3.000	200.000	291.975	1,3x	11,3x	11,4x	14,6x
24/11/2004	Renta Corporación Real Estate SA	Spain	Venture capital investment services	1,4	20.000	200.000	4.727.865	6,3x	18,7x	23,4x	12,2x
18/11/2004	Metrovacesa SA	Spain	Savings banking services	3,15	76.900	2.438.947	4.666.832	6,2x	18,4x	23,1x	11,9x
11/11/2004	Sacri Vallehermoso SA	Spain	Savings banking services	2,23	72.000	3.227.252	9.618.929	2,6x	17,6x	21,5x	9,0x
26/10/2004	Metrovacesa SA	Spain	Savings banking services	1,8	17.600	2.262.383	4.510.268	6,0x	17,8x	22,3x	11,2x
20/10/2004	Metrovacesa SA	Spain	Savings banking services	1,8	13.700	761.111	2.988.986	4,0x	11,8x	14,8x	3,7x
07/05/2004	Sacri Vallehermoso SA	Spain	Savings banking services	0,11	3.340	3.150.943	9.542.620	2,9x	17,5x	21,3x	8,8x

Media	7,12x	24,66x	30,36x	56,16x
Mediana	4,73x	18,31x	22,72x	15,12x

---

## **Anexo 5**

### **Corrección valorativa de las partidas del Balance**

---

## Corrección valorativa. Balance Consolidado de URBAS

### BALANCE de SITUACIÓN - URBAS PROYECTOS URBANÍSTICOS

(Miles de Euros)	ACTIVO			PASIVO		
	Julio 2006	Ajustes	Total	Julio 2006	Ajustes	Total
<b>INMOVILIZADO</b>	<b>8.336</b>	<b>3.499</b>	<b>11.834</b>			
Gastos de establecimiento	543	(543)	0	40.288		40.288
Inmovilizaciones Inmateriales	0	0	0	466		466
Aplicaciones Informáticas	0	0	0	134		134
Derechos sobre bienes en régimen de arrendam. financiero	0	0	0	98		98
Amortizaciones	0	0	0	36		36
<b>Inmovilizaciones Materiales</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Equipos informáticos	6	6	6	(5.624)		(5.624)
Otras instalaciones, utillaje, medios auxiliares, y mobiliario	67	67	67	(1.253)		(1.253)
Otras inmovilizaciones	3	3	3	0		0
Amortizaciones	(9)	(9)	0	0		0
<b>Inmovilizaciones Financieras</b>	<b>7.419</b>	<b>4.042</b>	<b>11.461</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Inmovilizaciones financieras	0	0	0	885		885
Participación en empresas del grupo	0	0	0	0		0
Participaciones puestas en equivalencia	6.102	4.042	10.144	753		753
Créditos a empresas del grupo	0	0	0	0		0
Cartera de valores a largo plazo	1.344	0	1.344	0		0
Otros créditos	0	0	0	0		0
Depósitos y fianzas constituidos a largo plazo	0	0	0	0		0
Otros créditos	4	4	4	0		0
<b>Cilientes a Largo Plazo</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>721</b>	<b>0</b>	<b>721</b>
<b>Acciones propias</b>	<b>306</b>	<b>0</b>	<b>306</b>	<b>678</b>	<b>0</b>	<b>678</b>
<b>Gastos a distribuir en varios ejercicios</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-11</b>	<b>0</b>	<b>-11</b>
<b>CIRCULANTE</b>	<b>38.373</b>	<b>11.637</b>	<b>50.010</b>	<b>10.338</b>	<b>0</b>	<b>10.338</b>
<b>Existencias</b>	<b>31.003</b>	<b>11.637</b>	<b>42.640</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Terrenos y Solares - Cartera de Suelo	25.312	4.235	29.547	0		0
Provisiones por depreciación de terrenos	(13.733)	0	(13.733)	80		80
Terrenos y Solares - Promociones en curso	13.837	7.394	21.231	80		80
Terrenos y Obras en curso - Promociones en curso	3.681	0	3.681	9.908		9.908
Edificios adquiridos	35	0	35	242		242
Anticipos por contratos de Compra a plazo de terrenos	1.802	8	1.810	687		687
Anticipos a proveedores	68	8	76	8.977		8.977
<b>Deudores</b>	<b>2.180</b>	<b>0</b>	<b>2.180</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
Cilientes por ventas y deudores varios	35	0	35	350		350
Deudores, empresas del grupo	0	0	0	364		364
Cilientes efectos comerciales a cobrar	59	0	59	(14)		(14)
Empresas asociadas, deudores	0	0	0	0		0
Personal	26	0	26	0		0
Administraciones Públicas	2.061	0	2.061	0		0
Otros activos corrientes	0	0	0	0		0
Provisiones	0	0	0	0		0
<b>Inversiones Financieras Temporales</b>	<b>1.371</b>	<b>0</b>	<b>1.371</b>	<b>-14</b>	<b>0</b>	<b>(14)</b>
Depositos y fianzas entregados a corto plazo	1.242	0	1.242	0		0
Otros créditos	27	0	27	0		0
Depositos y fianzas entregados a corto plazo	102	0	102	0		0
<b>Tesorería</b>	<b>3.819</b>	<b>0</b>	<b>3.819</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Total Activo</b>	<b>46.708</b>	<b>15.136</b>	<b>61.844</b>	<b>46.708</b>	<b>15.136</b>	<b>61.844</b>

# Corrección valorativa. Balance de GUADAHERMOSA PROYECTOS URBANÍSTICOS

## BALANCE DE SITUACIÓN - GUADAHERMOSA PROYECTOS URBANÍSTICOS

(Miles de Euros)	ACTIVO		PASIVO	
	Julio 2006	Ajustes	Julio 2006	Ajustes
	11.322	23.318	8.310	74.343
	Total		Total	
	34.640		82.653	
<b>INMOVILIZADO</b>				
Gastos de establecimiento	0	0	500	500
Inmovilizaciones Inmateriales	55	0	0	0
Concesiones, patentes, licencias, marcas y similares	50	0	7.149	7.149
Aplicaciones Informáticas	2	0	100	100
Derechos sobre bienes en régimen de arrendamiento financiero	9	9	7.049	7.049
Amortizaciones	(6)	(6)	0	0
<b>Inmovilizaciones Materiales</b>	<b>1.887</b>	<b>0</b>	<b>661</b>	<b>661</b>
Terrenos y construcciones	1.825	1.825	0	0
Otras instalaciones, utillaje, medios auxiliares, y mobiliario	86	86	0	0
Equipos informáticos	43	43	0	0
Amortizaciones	(86)	(86)	0	0
<b>Inmovilizaciones Financieras</b>	<b>8.965</b>	<b>23.318</b>	<b>409</b>	<b>409</b>
Participación en empresas del grupo	5.059	7.028	0	0
Créditos a empresas del grupo	47	47	0	0
Participación en empresas asociadas	4.791	16.290	0	0
Otras participaciones	21	21	0	0
Otros valores de renta fija	6	6	0	0
Cartera de valores a largo plazo	0	0	0	0
Otros créditos	856	856	463	463
Provisiones	(1.815)	(1.815)	0	0
Cientes a Largo Plazo	414	414	0	0
<b>Gastos a distribuir en varios ejercicios</b>	<b>90</b>	<b>90</b>	<b>36.274</b>	<b>36.274</b>
<b>CIRCULANTE</b>	<b>106.359</b>	<b>51.025</b>	<b>7.491</b>	<b>7.491</b>
<b>Existencias</b>	<b>92.173</b>	<b>143.198</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Terrenos y Obras en curso - Cartera de suelo	34.438	55.396	7.491	7.491
Terrenos y Obras en curso - Promociones en curso	56.423	30.066	5.303	5.303
Anticipos a proveedores	1.312	0,85	4.288	4.288
Provisiones por depreciación	0	0	1.015	1.015
<b>Deudores</b>	<b>9.486</b>	<b>0</b>	<b>21.162</b>	<b>21.162</b>
Cientes por ventas y prestaciones de servicio	1.694	1.694	9.098	9.098
Empresas del grupo, deudores	4.593	4.593	4.707	4.707
Empresas asociadas, deudores	59	59	7.357	7.357
Deudores varios	1.073	1.073	0	0
Administraciones Públicas	2.067	2.067	2.318	2.318
<b>Inversiones Financieras Temporales</b>	<b>1.926</b>	<b>0</b>	<b>1.238</b>	<b>1.238</b>
Créditos a empresas del grupo y asociadas	1.207	1.207	1.070	1.070
Otros créditos	1.789	1.789	0	0
Provisiones	(1.142)	(1.142)	0	0
Depósitos y fianzas entregados a corto plazo	72	72	0	0
<b>Tesorería</b>	<b>2.774</b>	<b>2.774</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Ajustes por periodificación	1	1	0	0
<b>Total Activo</b>	<b>117.771</b>	<b>74.343</b>	<b>117.771</b>	<b>74.343</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>117.771</b>	<b>74.343</b>	<b>117.771</b>	<b>74.343</b>

## Corrección valorativa. Balance de COSTA REY

### BALANCE DE SITUACIÓN - COSTA REY

(Miles de Euros)	ACTIVO	Julio 2006	Ajustes	Total	PASIVO	Julio 2006	Ajustes	Total
<b>INMOVILIZADO</b>		<b>2.079</b>	<b>0</b>	<b>2.079</b>	<b>FONDOS PROPIOS</b>	<b>2.354</b>	<b>16.299</b>	<b>18.654</b>
Inmovilizaciones Inmateriales		0	0	0	Capital suscrito	1.701		1.701
Aplicaciones Informáticas		0	0	0	Reservas	1.061		1.061
Amortizaciones		0	0	0	Reserva legal	0		0
Inmovilizaciones Materiales		2	0	2	Otras reservas	0		0
Otras instalaciones, utillaje, medios auxiliares, y mobiliario		0	0	0	Resultados de ejercicios anteriores	(434)		(434)
Equipos informáticos		0	0	0	Resultado del ejercicio-Pérdidas	26		26
Amortizaciones		0	0	0	Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio	0		0
Inmovilizaciones Financieras		2.077	0	2.077	<b>ACREEDORES A LARGO PLAZO</b>	<b>13.973</b>	<b>0</b>	<b>13.973</b>
Participación en empresas del grupo		0	0	0	Deudas con entidades de crédito	13.456		13.456
Créditos a empresas asociadas		0	0	0	Otros acreedores	517		517
					Otras deudas	0		0
					Fianzas y depósitos recibidos a largo plazo	0		0
<b>CIRCULANTE</b>		<b>22.163</b>	<b>16.299</b>	<b>38.463</b>	Acreedores por operaciones de tráfico	0		0
<b>Existencias</b>		<b>19.031</b>	<b>16.299</b>	<b>35.330</b>	<b>ACREEDORES A CORTO PLAZO</b>	<b>7.915</b>	<b>0</b>	<b>7.915</b>
Terrenos y Obras en curso - Cartera de suelo		548	0	548	Deudas con entidades de crédito	23		23
Terrenos y Obras en curso - Promociones en curso		18.483	16.299	34.782	Préstamos y otras deudas	0		0
<b>Deudores</b>		<b>2.310</b>	<b>2.310</b>	<b>2.310</b>	Deudas con empresas del grupo y asociadas	0		0
Clientes por ventas y deudores varios		231	0	231	Deudas con empresas asociadas	0		0
Deudores, Empresas del Grupo		1.367	1.367	1.367	Acreedores comerciales	7.862		7.862
Clientes, efectos comerciales descontados		0	0	0	Anticipos de clientes.	0		0
Cuentas corrientes con empresas del grupo		0	0	0	Deudas por compras de terrenos	0		0
Administraciones Públicas		712	0	712	Deudas por compras o prestaciones de servicios	0		0
Cuentas corrientes con socios y administradores		0	0	0	Deudas representadas por efectos a pagar	0		0
<b>Inversiones Financieras Temporales</b>		<b>24</b>	<b>0</b>	<b>24</b>	Otras deudas no comerciales	29		29
Créditos a empresas del grupo y asociadas		0	0	0	Administraciones Públicas	2		2
Depósitos y fianzas entregados a corto plazo		0	0	0	Otras deudas	28		28
<b>Tesorería</b>		<b>742</b>	<b>0</b>	<b>742</b>	Remuneraciones pendientes de pago	0		0
Ajustes por periodificación		56	0	56	Fianzas	0		0
<b>Total Activo</b>		<b>24.243</b>	<b>16.299</b>	<b>40.542</b>	<b>Total Pasivo</b>	<b>24.243</b>	<b>16.299</b>	<b>40.542</b>

## Corrección valorativa. Balance de URBANÍJAR (1 de 2)

### BALANCE DE SITUACIÓN - URBANÍJAR

(Miles de Euros)	ACTIVO			PASIVO		
	Julio 2006	Ajustes	Total	Julio 2006	Ajustes	Total
<b>INMOVILIZADO</b>	<b>54</b>	<b>0</b>	<b>54</b>			
Gastos de establecimiento	54	0	54	4.123	0	4.123
Inmovilizaciones Inmateriales	0	0	0	0	0	0
Aplicaciones Informáticas	0	0	0	2.633	0	2.633
Amortizaciones	0	0	0	0	0	0
Inmovilizaciones Materiales	0	0	0	419	0	419
Otras instalaciones, utilaje, medios auxiliares, y mobilia	0	0	0			
Amortizaciones	0	0	0			
Inmovilizaciones Financieras	0	0	0			
Clientes a Largo Plazo	0	0	0			
<b>Gastos a distribuir en varios ejercicios</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>			
<b>CIRCULANTE</b>	<b>10.714</b>	<b>2.307</b>	<b>13.021</b>	<b>3.593</b>	<b>0</b>	<b>3.593</b>
Existencias	1.000		1.000			
Terrenos y Solares	2.418	1.445	3.862	2.165	0	2.165
Deudores	2.418	1.445	3.862	0	0	0
Deudores varios	7.344	0	7.344	2.165	0	2.165
Cientes efectos comerciales a cobrar	2	2	4			
Cientes, efectos comerciales descontados	700	0	700			
Cuentas corrientes con empresas del grupo	2.165	0	2.165			
Administraciones Públicas	4.477	0	4.477	7	0	7
Inversiones Financieras Temporales	0	862	862	0	0	0
Cartera de valores a corto plazo	746	862	1.609	7	0	7
Tesorería	206	0	206	1.421	0	1.421
Ajustes por periodificación	0	0	0	1.421	0	1.421
<b>Total Activo</b>	<b>10.768</b>	<b>2.307</b>	<b>13.075</b>	<b>10.768</b>	<b>2.307</b>	<b>13.075</b>
<b>FONDOS PROPIOS</b>				<b>7.176</b>	<b>2.307</b>	<b>9.483</b>
Capital suscrito				4.123		4.123
Prima de emisión				0		0
Reservas				2.633		2.633
Resultados de ejercicios anteriores				0		0
Pérdidas y ganancias				419		419
<b>ACREEDORES A LARGO PLAZO</b>				<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Deudas con entidades de crédito				0	0	0
Otros acreedores				0	0	0
<b>ACREEDORES A CORTO PLAZO</b>				<b>3.593</b>	<b>0</b>	<b>3.593</b>
Deudas con entidades de crédito				2.165	0	2.165
Deudas por intereses.				0	0	0
Préstamos y otras deudas				2.165	0	2.165
Deudas con empresas del grupo y asociadas				0	0	0
Deudas con empresas asociadas				0	0	0
Acreedores comerciales				7	0	7
Anticipos de clientes				0	0	0
Deudas por compras o prestaciones de servicios				7	0	7
Deudas representadas por efectos a pagar				0	0	0
Otras deudas no comerciales				1.421	0	1.421
Administraciones Públicas				1.421	0	1.421
Remuneraciones pendientes de pago				0	0	0

## Corrección valorativa. Balance de URBANIJAR (2 de 2)

Cifras en Miles de Euros

DESCGLOSE DE EXISTENCIAS	Valor Neto Contable	Valor de mercado	Valor de mercado después de Impuestos	Ajuste neto	Metodo logia
Terrenos y Solares	2.418	4.640	3.862	1.445	Tasación
<b>Total Existencias</b>	<b>2.418</b>	<b>4.640</b>	<b>3.862</b>	<b>1.445</b>	

	Valor Neto Contable	% de participación	Valor de mercado	Ajuste bruto
Cartera de valores a corto plazo	746	0,90%	1.609	862

Nota: El valor de mercado de la participación de URBANIJAR en URBAS se ha obtenido en base a la capitalización bursátil de URBAS el 30 de junio de 2006 (178,736 Millones de Euros) multiplicado por el porcentaje de participación que posee en dicha sociedad.

## Corrección valorativa. Balance de MULOVA

<b>BALANCE DE SITUACIÓN - MULOVA</b>				
(Miles de Euros)	<b>ACTIVO</b>		<b>PASIVO</b>	
	Julio 2006	Ajustes	Julio 2006	Ajustes
	3	0	7	0
	<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>7</b>
<b>INMOVILIZADO</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>63</b>	<b>0</b>
Inmovilizaciones Inmateriales	0	0	0	0
Aplicaciones Informáticas	0	0	0	0
Amortizaciones	0	0	0	0
<b>Inmovilizaciones Materiales</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Otras instalaciones, utillaje, medios auxiliares, y mobiliar	0	0	0	0
Equipos informáticos	0	0	0	0
Amortizaciones	0	0	0	0
<b>Inmovilizaciones Financieras</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Gastos Amortizables</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>CIRCULANTE</b>	<b>25</b>	<b>0</b>	<b>21</b>	<b>0</b>
<b>Existencias</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Edificios en construcción	0	0	0	0
Anticipos	0	0	0	0
<b>Deudores</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Clientes	0	0	0	0
Otros deudores	8	0	0	0
Administraciones Públicas	0	0	0	0
<b>Inversiones Financieras Temporales</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>9</b>	<b>0</b>
Otros créditos	0	0	0	0
Provisiones	0	0	0	0
<b>Tesorería</b>	<b>17</b>	<b>0</b>	<b>12</b>	<b>0</b>
<b>Ajustes por periodificación</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,002</b>	<b>12</b>
<b>Total Activo</b>	<b>28,12</b>	<b>0,00</b>	<b>28,12</b>	<b>0,00</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>28,12</b>	<b>0,00</b>	<b>28,12</b>	<b>0,00</b>



## Corrección valorativa. Balance de GUADALMERÍA

### BALANCE DE SITUACIÓN - GUADALMERÍA

(Miles de Euros)	ACTIVO		PASIVO	
	Julio 2006	Ajustes	Julio 2006	Ajustes
	1	0	(224)	5.736
	1	0	1	0
<b>INMOVILIZADO</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
Gastos de establecimiento	0	0	3	3
Inmovilizaciones Inmateriales	0	0	0	0
Aplicaciones Informáticas	0	0	0	0
Amortizaciones	0	0	(151)	(151)
<b>Inmovilizaciones Materiales</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>(76)</b>	<b>(76)</b>
Otras instalaciones, utillaje, medios auxiliares, y mol	1	1	0	0
Amortizaciones	(0)	(0)	0	0
<b>Inmovilizaciones Financieras</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>10.576</b>	<b>0</b>
Ciudadanos a Largo Plazo	0	0	0	0
<b>Gastos a distribuir en varios ejercicios</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>10.027</b>	<b>10.027</b>
Otros acreedores	549	549	0	549
Fianzas y depósitos recibidos a largo plazo	549	549	0	549
<b>CIRCULANTE</b>	<b>17.378</b>	<b>5.736</b>	<b>7.028</b>	<b>0</b>
<b>Existencias</b>	<b>16.240</b>	<b>5.736</b>	<b>27</b>	<b>0</b>
Terrenos y Obras (promociones) en curso	16.240	5.736	0	0
<b>Deudores</b>	<b>775</b>	<b>0</b>	<b>27</b>	<b>27</b>
Ciudadanos	0	0	0	0
Ciudadanos efectos comerciales a cobrar	102	102	0	0
Ciudadanos, efectos comerciales descontados	27	27	0	0
Ciudadanos, efectos comerciales impagados	53	53	0	0
Administraciones Públicas	582	582	0	0
<b>Inversiones Financieras Temporales</b>	<b>46</b>	<b>0</b>	<b>2.611</b>	<b>2.611</b>
Depósitos y fianzas entregados a corto plazo	46	46	0	0
Tesorería	318	318	0	0
<b>Ajustes por periodificación</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
Administraciones Públicas	0	0	2	2
Remuneraciones pendientes de pago	0	0	4	4
<b>Total Activo</b>	<b>17.380</b>	<b>5.736</b>	<b>17.380</b>	<b>5.736</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>17.380</b>	<b>5.736</b>	<b>17.380</b>	<b>5.736</b>
<b>Total</b>	<b>23.114</b>	<b>23.115</b>	<b>23.115</b>	<b>23.115</b>

## Corrección valorativa. Balance de GPU DEL MEDITERRÁNEO

### BALANCE DE SITUACIÓN - GPU MEDITERRÁNEO

(Miles de Euros)	ACTIVO			PASIVO		
	Julio 2006	Ajustes	Total	Julio 2006	Ajustes	Total
<b>INMOVILIZADO</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>347</b>	<b>669</b>	<b>1.016</b>
Inmovilizaciones Inmateriales						
Concesiones administrativas y prop. industrial	0	0	0	248	0	248
Amortizaciones	0	0	0	0	0	0
Inmovilizaciones Materiales						
Terrenos y construcciones	0	0	0	0	0	0
Otras instalaciones, utilaje y mobiliario	0	0	0	0	0	0
Equipos informáticos	0	0	0	0	0	0
Amortizaciones	0	0	0	0	0	0
Inmovilizaciones Financieras						
Gastos de Establecimiento	3	0	3	99	0	99
<b>CIRCULANTE</b>	<b>1.582</b>	<b>669</b>	<b>2.251</b>	<b>1.212</b>	<b>0</b>	<b>1.212</b>
<b>Existencias</b>	<b>1.418</b>	<b>669</b>	<b>2.087</b>	<b>1.212</b>	<b>0</b>	<b>1.212</b>
Terrenos y Obras en curso	1.418	669	2.087	1.212	0	1.212
Anticipos	0	0	0	0	0	0
<b>Deudores</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Clientes	3	0	3	0	0	0
Cuenta corriente con empresas del grupo	0	0	0	0	0	0
Administraciones Públicas	0	0	0	(2)	(2)	(2)
<b>Inversiones Financieras Temporales</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
Depósitos y fianzas entregados a corto plazo	0	0	0	1	0	1
Provisiones	0	0	0	1	1	2
<b>Tesorería</b>	<b>161</b>	<b>0</b>	<b>161</b>	<b>28</b>	<b>0</b>	<b>28</b>
Ajustes por periodificación	161	0	161	28	0	28
<b>Total Activo</b>	<b>1.585</b>	<b>669</b>	<b>2.254</b>	<b>1.585</b>	<b>669</b>	<b>2.254</b>

## Corrección valorativa. Balance de LARISA

### BALANCE DE SITUACIÓN - LARISA CAPITAL

(Miles de Euros)	ACTIVO	Julio 2006	Ajustes	Total	PASIVO	Julio 2006	Ajustes	Total
	<b>INMOVILIZADO</b>	0	0	0	<b>FONDOS PROPIOS</b>	3	235	238
	Inmovilizaciones Inmateriales	0	0	0	Capital suscrito	3		3
	Concesiones administrativas y prop. industrial	0	0	0	Reservas	0		0
	Amortizaciones	0	0	0	Reserva legal	0		0
	<b>Inmovilizaciones Materiales</b>	0	0	0	Otras reservas	0		0
	Terrenos y construcciones	0	0	0	Resultados de ejercicios anteriores	0		0
	Otras instalaciones, utillaje y mobiliario	0	0	0	Pérdidas y ganancias	(0,26)		(0)
	Equipos informáticos	0	0	0				
	Amortizaciones	0	0	0	<b>ACREEDORES A LARGO PLAZO</b>	0	0	0
	Inmovilizaciones Financieras	0	0	0	Deudas con entidades de crédito	0		0
	Gastos de Establecimiento	0	0	0	Deudas con empresas del grupo y asociadas	0		0
					Deudas con empresas asociadas.	0		0
	<b>CIRCULANTE</b>	1.053	235	1.288	Acreeedores por operaciones de tráfico	0		0
	Existencias	1.041	235	1.276	<b>ACREEDORES A CORTO PLAZO</b>	1.050	0	1.050
	Terrenos y Solares	1.023	235	1.258	Deudas con entidades de crédito	0		0
	Terrenos y Obras en curso	18		18	Préstamos y otras deudas			
	Deudores	11	0	11	Deudas con empresas del grupo y asociadas	1.049	0	1.049
	Clientes			0	Deudas con empresas del grupo	1.049		1.049
	Cuenta corriente con socios y administradores	3	3	6	Otras deudas no comerciales	0		0
	Administraciones Públicas	8	8	16	Administraciones Públicas	0		0
	<b>Inversiones Financieras Temporales</b>	0	0	0	Otras deudas no comerciales	0		0
	Depósitos y fianzas entregados a corto plazo	0	0	0	Anticipos de clientes	0		0
	Provisiones	0	0	0	Deudas por compras terrenos	0		0
	Tesorería	0	0	0	Deudas por compras o prestación servicios	0		0
	Ajustes por periodificación	0	0	0	Deudas representadas por efectos a pagar	0		0
	<b>Total Activo</b>	1.053	235	1.288	<b>Total Pasivo</b>	1.053	235	1.288

## Corrección valorativa. Balance de TELEORO

### BALANCE DE SITUACIÓN - TELEORO

(Miles de Euros)	ACTIVO		PASIVO	
	Julio 2006	Ajustes	Julio 2006	Ajustes
	9	0	0	0
	Total		Total	
<b>INMOVILIZADO</b>	<b>9</b>	<b>0</b>	<b>-54</b>	<b>-54</b>
<b>Inmovilizaciones Inmateriales</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>33</b>	<b>33</b>
Concesiones administrativas y prop. industrial	4	0	0	0
Amortizaciones	0	0	0	0
<b>Inmovilizaciones Materiales</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Terrenos y construcciones	0	0	(46)	(46)
Otras instalaciones, utilaje y mobiliario	2	2	(41)	(41)
Equipos informáticos	41	41		
Amortizaciones	(39)	(39)		
<b>Inmovilizaciones Financieras</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Gastos Amortizables	0	0		
<b>CIRCULANTE</b>	<b>145</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Existencias</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Edificios en construcción	0	0		
Anticipos	0	0		
<b>Deudores</b>	<b>105</b>	<b>0</b>	<b>207</b>	<b>207</b>
Clientes	75	75		
Cuenta corriente con socios y administradores	21	21		
Administraciones Públicas	9	9		
<b>Inversiones Financieras Temporales</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Depósitos y fianzas entregados a corto plazo	2	2		
Provisiones	0	0		
<b>Tesorería</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>57</b>	<b>57</b>
<b>Ajustes por periodificación</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Remuneraciones pendientes de pago			8	8
Ajustes por periodificación			21	21
<b>Total Activo</b>	<b>154</b>	<b>0</b>	<b>154</b>	<b>0</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>154</b>	<b>0</b>	<b>154</b>	<b>0</b>

---

## **Anexo 6**

### **Glosario de términos y abreviaturas**

---

## Glosario de términos y abreviaturas

- TACC Tasa Anual de Crecimiento Compuesto
- BAII Beneficio antes de intereses e impuestos
- BAIIDA Beneficio antes de intereses e impuestos, depreciaciones y amortizaciones
- EV Enterprise value (Valor del negocio)
- DFCa Descuento de flujos de caja para el accionista
- FCLa Flujos de caja libres para el accionista
- PE Price to earnings ratio
- Market Cap Capitalización bursátil