

Comisión Nacional del Mercado de
Valores
Ps. de la Castellana, 15
28046 MADRID

Madrid, 28 de mayo de aa

Muy Sres. nuestros:

Con relación al "Folleto informativo continuado de renta variable y renta fija de Vallehermoso, S.A." (Modelo RFV), adjuntamos una copia en soporte informático cuyo contenido coincide con el folleto informativo registrado por la C.N.M.V. el día 24 de mayo de 2002.

Atentamente,

Fdo: José Antonio Rodríguez Álvarez
Secretario General y del Consejo de Administración



Vallehermoso

vallehermoso, S.A.

**FOLLETO INFORMATIVO CONTINUADO DE RENTA VARIABLE Y RENTA FIJA
DE VALLEHERMOSO, S.A.**

El presente folleto se encuentra inscrito en los Registros Oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha de mayo de 2002 y constituye un folleto continuado y completo (modelo RFV), redactado de acuerdo con lo establecido en el Real Decreto 291/1992 de 27 de marzo, modificado por el Real Decreto 2590/1998 y desarrollo por la circular 2/1999 de 22 de abril de la C.N.M.V.

Madrid, de mayo de 2002

CAPÍTULO I

PERSONAS QUE ASUMEN LA RESPONSABILIDAD DE SU CONTENIDO

- I.1. Personas que asumen la responsabilidad por el contenido del folleto
- I.2.- Organismos supervisores.
- I.3. Auditores que ha verificado las cuentas anuales

CAPÍTULO III

EL EMISOR Y SU CAPITAL

- III.1 Identificación y objeto social.
- III.2 Informaciones legales
- III.3 Informaciones sobre el capital.
- III.4 Número y valor nominal del total de las acciones adquiridas y conservadas en cartera.
- III.5 Beneficios y dividendos por acción en los últimos tres años.
- III.6 Grupo de Sociedades de la que forma parte y posición que ocupa dentro de él.
- III.7. Sociedades participadas.

CAPÍTULO IV

ACTIVIDADES PRINCIPALES DEL EMISOR

- IV.1 Evolución de las actividades económicas de la sociedad
- IV.2 Actividades principales
 - IV.2.1. Descripción de las principales actividades
 - IV.2.1.1.- Actividad de Alquiler
 - IV.2.1.2.- Actividad de Promoción

- IV.2.1.3.- Actividad de servicios
- IV.2.2 Descripción de los principales “inputs” que conforman los costes, servicios o líneas de actividad
 - IV.2.2.1.- Variación de ingresos, costes y resultados. Efecto volumen y precio por actividades
 - IV.2.2.2.- Variación de los gastos generales y financieros
 - IV.2.2.3.- Cuenta de resultados analítica y balance de situación: estructura y evolución.
 - IV.2.2.4.- Rentabilidad y solvencia: explicación analítica
 - IV.2.2.4.1.- Magnitudes económicas y físicas
 - IV.2.2.4.2.- Relación entre magnitudes
- IV.2.3 Principales centros comerciales, industriales o de servicios
- IV.2.4 Posición del grupo respecto a otras sociedades del sector inmobiliario
- IV.2.5 Resumen de los efectos de la incorporación de Testa al grupo Vallehermoso
- IV.3 Circunstancias condicionantes
 - IV.3.1 Grado de estacionalidad del negocio
 - IV.3.2 Patentes, contratos y marcas en las actividades de la sociedad
 - IV.3.3 Política de investigación y desarrollo
 - IV.3.4 Indicación de cualquier litigio o arbitraje
 - IV.3.5 Interrupciones de las actividades
- IV.4. Información laboral
 - IV.4.1 Número medio del personal empleado
 - IV.4.2 Negociación colectiva
 - IV.4.3 Política en materia de ventajas al personal
- IV.5. Política de inversiones
 - IV.5.1 Indicaciones relativas a las principales inversiones
 - IV.5.2 Indicaciones relativas a las principales inversiones en curso de realización

CAPÍTULO V

EL PATRIMONIO, LA SITUACIÓN FINANCIERA Y LOS RESULTADOS DE LA SOCIEDAD

- V.1 Informaciones contables individuales de Vallehermoso, S.A.
 - V.1.1 Cuadros comparativos del balance y cuenta de pérdidas y ganancias de Vallehermoso, S.A.

- V.1.2 Cuadros de financiación de Vallehermoso, S.A., comparativos al 31 de diciembre de los años 1999, 2000 y 2001
- V.2. Cuentas consolidadas
 - V.2.1 Balances de situación y cuentas de pérdidas y ganancias del Grupo Vallehermoso
 - V.2.2 Cuadro de financiación consolidado del Grupo Vallehermoso comparativo al 31 de diciembre de los años 1999, 2000 y 2001.
- V.3 Comentarios sobre las cuentas anuales consolidadas
 - V.3.1 Inversión
 - V.3.1.1 Inmovilizaciones materiales
 - V.3.1.2 Inmovilizaciones financieras
 - V.3.1.3 Existencias
 - V.3.1.4 Deudores
 - V.3.2 Financiación
 - V.3.2.1 Fondos Propios
 - V.3.2.2 Endeudamiento con coste
 - V.3.2.3 Acreedores comerciales y otras deudas
 - V.3.2.4 Fondo de maniobra y período medios de maduración
 - V.3.2.5 Endeudamiento y servicio de la deuda
 - V.3.3 Resultados
 - V.3.3.1 Valor añadido
 - V.3.3.2 Resultados netos de explotación
 - V.3.3.3 Resultados financieros
 - V.3.3.4 Resultados extraordinarios
 - V.3.3.5 Resultados netos
- V.4 Comentarios sobre cuadro de financiación consolidado
- V.5 Bases de presentación
 - V.5.1 Tratamientos específicos del plan general contable de inmobiliarias
 - V.5.1.1 Registro de ventas
 - V.5.1.2 Registro de costes de comercialización
 - V.5.1.3 Registro de anticipo de clientes y deudas de clientes a largo plazo.
 - V.5.1.4 Otros tratamientos específicos.

CAPÍTULO VI

LA ADMINISTRACIÓN, DIRECCIÓN Y EL CONTROL DE LA SOCIEDAD

- VI.1 Identificación y función de los administradores y altos directivos
 - VI.1.1 Miembros del Órgano de Administración.
 - VI.1.1.1 Delegación de facultades en el Consejo de Administración
 - VI.1.1.2 Comisiones del Consejo de Administración
 - VI.1.1.3 Reglamento del Consejo de Administración
 - VI.1.1.4 Reglamento Interno de Conducta
 - VI.1.2. Directores y demás personas que asumen la gestión al nivel más elevado.
- VI.2. Conjunto de intereses en la sociedad de las personas citadas en el apartado anterior.
 - VI.2.1 Acciones con derecho de voto y otros valores que den derecho a su adquisición, de los que dichas personas sean titulares o representantes, directa o indirectamente.
 - VI.2.2. Participación de dichas personas en las transacciones inhabituales y relevantes de la Sociedad, en el transcurso del último ejercicio y del corriente.
 - VI.2.3. Importe de los sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier clase devengadas por las citadas personas en el último ejercicio.
 - VI.2.3.1 Miembros del Consejo de Administración
 - VI.2.3.2 Altos directivos de la Sociedad
 - VI.2.4 Importe de las obligaciones contraídas en materia de pensiones y seguros de vida respecto de los fundadores miembros antiguos y actuales del órgano de administración y directivos actuales y sus antecesores.
 - VI.2.5 Importe global de todos los anticipos, créditos concedidos y garantías en vigor constituidas por Vallehermoso.
 - VI.2.6 Mención de las principales actividades que los miembros del órgano de administración ejercen fuera de la sociedad.
- VI.3 Personas físicas o jurídicas que, directa o indirectamente, aislada o conjuntamente, ejerzan o puedan ejercer un control sobre la sociedad.
- VI.4 Preceptos estatutarios que supongan o puedan llegar a suponer una restricción o limitación a la adquisición de participaciones importantes de la sociedad.
- VI.5 Participaciones significativas en el capital social de Vallehermoso.

- VI.6 Número aproximado de accionistas de la sociedad.
- VI.7 Identificación de las personas o entidades que sean prestamistas de la sociedad.
- VI.8 Existencia de clientes o suministradores cuyas operaciones de negocio con Vallehermoso sean significativas.
- VI.9 Esquemas de participación del personal en el capital de la sociedad.
- VI.10 Relación de la sociedad con los auditores de cuentas.

CAPÍTULO VII

EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS DE LA SOCIEDAD

- VII.1 Evolución de los negocios de la Sociedad con posterioridad al cierre del último ejercicio.
- VII.2 Perspectivas de la sociedad: estimación de las perspectivas comerciales, industriales y financieras del grupo Vallehermoso.
 - VII.2.1 Perspectivas de negocio.
 - VII.2.2 Política de distribución de resultados y dividendos
 - VII.2.3 Evolución futura de los fondos propios y política de endeudamiento
 - VII.2.4 Política de amortizaciones

VALLEHERMOSO, S.A.

CAPITULO I

**PERSONAS QUE ASUMEN LA RESPONSABILIDAD DE
SU CONTENIDO Y ORGANISMOS SUPERVISORES DEL
FOLLETO**

I.1. Personas que asumen la responsabilidad por el contenido del folleto

I.1.1 D. José Antonio Rodríguez Álvarez, mayor de edad, de nacionalidad española y con D.N.I. número 5.646.799, en su calidad de Secretario del Consejo de Administración de Vallehermoso, S.A. Sociedad domiciliada en Madrid, Pº de la Castellana, 83-85, 28046, C.I.F. A-28013811, asume la responsabilidad del contenido del presente folleto informativo .

I.1.2 Veracidad del contenido del folleto y no omisión de datos relevantes.

D. José Antonio Rodríguez Álvarez, declara que los datos e informaciones comprendidos en el folleto son verídicos y no existen omisiones susceptibles de alterar la apreciación pública de la Sociedad, y no se omite ningún dato relevante ni induce a error.

- Persona a contactar para ampliaciones o comentarios:

D. José Luis Rodríguez Flecha - Director General Servicios Corporativos.
Teléfono: (91) 556-10-65

1.2. Organismos supervisores del folleto:

1.2.1 Este folleto continuado modelo RFV ha sido inscrito en los Registros Oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha de mayo de 2002.

El presente folleto ha sido redactado de conformidad con lo establecido en la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores (modificada por la Ley 37/1998 de 16 de noviembre), el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisión y oferta pública de venta de valores, el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores, y la Orden Ministerial de 12 de julio de 1993, Orden Ministerial 23 de abril de 1998 y la Circular 2/1999 de 22 de abril de la Comisión del Mercado de Valores.

El registro del folleto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores no implica recomendación de la suscripción o compra de los valores a que se

refiere el mismo, ni pronunciamiento en sentido alguno sobre la solvencia de la entidad emisora o la rentabilidad de los valores emitidos u ofertados.

1.2.2 El presente folleto informativo continuado de renta variable y renta fija, no precisa autorización ni pronunciamiento administrativo previo distinto de la verificación y registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

I.3. Auditoría de los estados económico-financieros y cuentas anuales.

Price Waterhouse Coopers, con domicilio en Madrid, Pº. de la Castellana, 43, inscrita en el R.O.A.C. con el número S0242 y CIF a79/031290, ha auditado las cuentas anuales y las consolidadas correspondientes a los ejercicios de 1999, 2000 y 2001.

Los respectivos informes de auditoría referidos a los mencionados ejercicios no contienen ninguna salvedad, entendiendo los referidos auditores que las cuentas anuales expresan la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la Sociedad durante los ejercicios citados.

VALLEHERMOSO, S.A.

CAPITULO III

EL EMISOR Y SU CAPITAL

CAPÍTULO III
EMISOR Y SU CAPITAL

III.1. Identificación y objeto social:

III.1.1. Denominación completa del emisor de los valores ofrecidos.

Razón social: VALLEHERMOSO, S.A.
Domicilio social: Pº. de la Castellana, 83-85
28046 - Madrid
C.I.F.: A-28013811

III.1.2. Objeto social. Sector principal de la clasificación nacional de actividades económicas en que se encuadre la Sociedad. Otros posibles sectores de la CNAE en que pudiera encuadrarse su actividad.

A continuación se transcribe el artículo de los Estatutos Sociales que delimita su objeto social.

"Artículo 2º. Objeto social

Constituye el objeto social:

- a) **La adquisición y construcción de fincas urbanas para su explotación en forma de arriendo o para su enajenación.**
- b) **La rehabilitación de edificios para su ulterior arrendamiento o enajenación.**
- c) **La compraventa de terrenos, derechos de edificación y unidades de aprovechamiento urbanístico, así como su ordenación, transformación, urbanización, parcelación, reparcelación, compensación, etc., y posterior edificación, en su caso, interviniendo en todo el proceso urbanístico hasta su culminación por la edificación.**
- d) **La administración, la conservación, el mantenimiento y, en general, todo lo relacionado con las instalaciones y los servicios de fincas urbanas, así como los terrenos, infraestructuras, obras e instalaciones de urbanización que correspondan a los mismos en virtud del planeamiento urbanístico, ya sea por cuenta propia o ajena, y a la prestación de servicios de arquitectura, ingeniería y urbanismo relacionados con dichas fincas urbanas, o con su propiedad.**
- e) **La prestación y comercialización de toda clase de servicios y suministros relativos a las comunicaciones, a la informática y a las**

redes de distribución energéticas, así como la colaboración en la comercialización y mediación en seguros, servicios de seguridad y transporte, bien por cuenta propia o ajena.

- f) La gestión y administración de espacios comerciales; de residencias y centros de la tercera edad, de hoteles y residencias turísticas y de estudiantes.**

Las actividades integrantes del objeto social descrito en los apartados anteriores podrán ser también desarrolladas directamente, a través de la participación en otras entidades o en sociedades con objetos idénticos o análogos".

Los sectores principales de la clasificación nacional de actividades económicas en que se encuadra Vallehermoso son: 70.111 - Promoción inmobiliaria de viviendas y 70.201 - Alquiler de viviendas.

Como Anexo nº. 1 se adjunta certificación acreditativa de la constitución de Vallehermoso y de las posteriores modificaciones estatutarias.

III.2 Informaciones legales:

III.2.1 Fecha y forma de constitución de la Sociedad emisora. Datos de su inscripción en el Registro Mercantil. Momento en que dio comienzo a sus actividades y duración de la Sociedad.

Vallehermoso, S.A. fue constituida, por tiempo indefinido, en su antigua denominación de "Compañía Madrileña de Contratación y Transportes, S.A.", por escritura pública otorgada el día 5 de julio de 1921 ante el Notario de Madrid D. Anastasio Herrero Muro, bajo el número 1.234 de su protocolo.

Mediante escritura pública otorgada el 29 de Enero de 1953, ante el Notario de Madrid, D. José Luis Díez Pastor, número 137 de su protocolo, se cambió su nombre por el actual, cuya inscripción en el Registro Mercantil se efectuó el 17 de Febrero de 1953, tomo 769 general, 327 de la sección 3ª, del Libro de Sociedades, folio 11 hoja nº. 4.571, inscripción 6ª.

El Código de Identificación Fiscal es A-28-013811.

En virtud del acuerdo adoptado por la Junta General de Accionistas del 7 de Junio de 1991, la Emisora ha adaptado sus Estatutos Sociales a la nueva legislación mercantil representada por el R.D. legislativo de 22 de diciembre de 1989.

La información referente a los Estatutos Sociales, estados contables y económico-financieros, así como cualquier otro documento relativo a la Emisora cuya existencia se derive del contenido del presente Folleto, puede consultarse en el domicilio social, P. de la Castellana, 83-85 de Madrid.

III.2.2 Forma jurídica y legislación especial que le sea de aplicación. Se deberá indicar si la actividad de la Sociedad está sujeta a una regulación específica y cual sea ésta.

- Como se ha dicho, la emisora tiene la forma jurídica de Sociedad Anónima.
- No le es aplicable ninguna legislación especial.

III.3. Informaciones sobre el capital:

III.3.1 Importe nominal del capital suscrito y del desembolsado hasta la fecha de redactar el folleto.

El capital social a la fecha de la redacción de este folleto es de 154.764.041 euros, representado por 154.764.041 acciones al portador de 1 euro de valor nominal, cada una, totalmente suscritas y desembolsadas.

III.3.2 Indicación de los importes a liberar, plazos y forma en que debe tener lugar.

No es de aplicación.

III.3.3 Clases y series de acciones que lo componen, derechos políticos y económicos, forma y representación.

Las 154.764.041 acciones que representan el capital social son de la misma clase y serie, de un valor nominal de un euro, están totalmente suscritas y desembolsadas y tienen los mismo derechos políticos y económicos.

Las acciones de Vallehermoso están representadas por medio de anotaciones en cuenta, siendo el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, la entidad encargada de su registro contable, con domicilio en la calle Orense nº. 50 en Madrid.

III.3.4 Evolución del capital social en los últimos tres años.

Se señalan a continuación las ampliaciones de capital llevadas a cabo por Vallehermoso durante los tres últimos ejercicios cerrados.

Año	Capital anterior	Importe ampliación	Capital resultante
1999	21.295.399.950 pesetas (129.063.030 accs. de 165 pts v. n.)	178.881.360 pesetas	129.063.030 euros (*) (21.474.281.310 pesetas) (129.063.030 accs. de 1 euro v. n.)
2000	129.063.030 euros (129.063.030 accs. de 1 euro v. n.)	-	129.063.030 euros (129.063.030 accs. de 1 euro v. N.)
2001	129.063.030	25.701.011 euros	154.764.041 euros** (de 1 euro v.n.)

(*) Con fecha 26 de abril de 1999 se redenominó a euros la cifra del capital social de Vallehermoso y se redondeó a un euro el valor nominal de todas sus acciones para lo que fue necesario ampliar el capital social con cargo a reservas de libre disposición en la cifra de 1.075.098,6 euros (178.881.360 pesetas), 0,84% del capital existente a la fecha.

** Con fecha 19 de abril de 2001 se amplió el capital en 25.701.011 euros para atender la contraprestación en acciones de la OPA sobre Testa Inmuebles en Renta, S.A.

III.3.5 Existencia de empréstitos de obligaciones convertibles, canjeables o con "warrants"

No hay actualmente en circulación obligaciones convertibles, canjeables o con "warrants".

III.3.6 Títulos que representen ventajas atribuidas a fundadores y promotores.

No es de aplicación.

III.3.7 Capital autorizado:

La Junta General del 10 de mayo de 2001 delegó en el Consejo de Administración, en los términos y con las condiciones y limitaciones previstas en el apartado 1.b) del artículo 153 de la Ley de Sociedades Anónimas, la facultad de ampliar el capital social, en el plazo de 5 años, hasta en la cantidad máxima de 77.382.020 euros (12.875.284.780 Pts.), quedando autorizado el citado Órgano de Administración, en las ampliaciones que acuerde haciendo uso de esta delegación, para excluir el derecho de suscripción preferente -si se cumplen los requisitos y exigencias legales pertinentes- en los términos que resultan del artículo 159.2 de la ley de Sociedades Anónimas. De esta autorización no se ha hecho uso hasta la fecha del presente Folleto.

La Junta General de 20 de marzo de 2002, delegó en el Consejo de Administración, al amparo de lo dispuesto en el artículo 319 del Reglamento del Registro Mercantil y en el régimen general sobre emisión de obligaciones, y aplicando por analogía lo previsto en los artículos 153.1 b) y 159.2 de la Ley de Sociedades Anónimas, y con expresas facultades de sustitución en la Comisión Ejecutiva o en uno o varios de los Consejeros, la facultad de emitir valores de renta fija de conformidad con las siguientes condiciones:

1. La emisión de los valores de renta fija podrá efectuarse en una o en varias veces dentro del plazo máximo de cinco (5) años a contar desde la fecha de adopción del presente Acuerdo.
2. El importe máximo total de la emisión o emisiones de valores de renta fija que se acuerden al amparo de la presente autorización, unido al de las demás emisiones de la Sociedad en circulación en cada momento, no podrá exceder del límite máximo de la cifra de capital social desembolsado más las reservas que figuren en el último balance aprobado y las cuentas de regularización y actualización de balances aceptadas por el Ministerio de Economía y Hacienda previsto en el apartado 1 del artículo 282 de la Ley de Sociedades Anónimas.

3. Los valores de renta fija emitidos podrán ser obligaciones, bonos, pagarés y demás valores de renta fija tanto simples como, en el caso de obligaciones, canjeables y/o convertibles en acciones de la Sociedad.
4. La autorización para emitir valores de renta fija se extenderá a la fijación de los distintos aspectos y condiciones de cada emisión (valor nominal, tipo de emisión, precio de reembolso, tipo de interés, relación de canje, amortización, cláusulas antidilución, garantías de la emisión, admisión a cotización, etc.).
5. En el caso de emisión de obligaciones convertibles, la autorización comprenderá también las siguientes facultades:
 - (i) la facultad de aumentar el capital en la cuantía necesaria para atender las solicitudes de conversión. Dicha facultad sólo podrá ser ejercitada en la medida en que el Consejo, sumando el capital que aumente para atender la emisión de obligaciones convertibles y los restantes aumentos de capital que hubiera acordado al amparo de autorizaciones concedidas por la Junta, no exceda el límite de la mitad de la cifra de capital social previsto en el artículo 153.1 b) de la Ley de Sociedades Anónimas;
 - (ii) la facultad para excluir el derecho de suscripción preferente cuando ello sea necesario para la captación de los recursos financieros en los mercados internacionales o de otra manera lo exija el interés social; y
 - (iii) la facultad para determinar la relación de conversión, siempre que se asegure que el valor nominal de las obligaciones cubra, cuando menos, el valor nominal de las acciones en función de la relación de conversión establecida, la forma de dicha relación de conversión, que podrá ser fija o variable, el momento de la conversión, que podrá limitarse a un período predeterminado, la titularidad del derecho de conversión, que podrá atribuirse a la sociedad o a los obligacionistas y, en general, cuantos extremos y condiciones resulten necesarios o convenientes para la emisión.
6. Asimismo, se autoriza al Consejo de Administración para que se garanticen por la Sociedad las obligaciones de todo orden que se puedan derivar para sus sociedades filiales de las emisiones de valores de renta fija por ellas efectuadas a fin de captar financiación para el Grupo Vallehermoso, por un plazo máximo de cinco (5) años a contar desde la fecha de adopción del presente Acuerdo.
7. El Consejo de Administración, en las sucesivas Juntas Generales que celebre la Sociedad, informará a los accionistas del uso que, en su caso, se haya hecho hasta el momento de las delegaciones a las que se refiere este Acuerdo.

Quedan sin efecto las delegaciones para la emisión de valores de renta fija simple y de obligaciones convertibles y/o canjeables otorgadas por la Junta General Ordinaria de Accionistas el 10 de mayo de 2001.

III.3.8 Condiciones a las que los Estatutos someten las modificaciones del capital social.

Los Estatutos Sociales de Vallehermoso no establecen para las modificaciones de capital condiciones diferentes a las contenidas en la Ley de Sociedades Anónimas.

III.4 Número y valor nominal del total de las acciones adquiridas y conservadas en cartera por la propia sociedad o por persona interpuesta.

Hasta 14 de abril de 2000, Vallehermoso no poseía acciones propias ni directa ni indirectamente a través de filiales.

La Junta General celebrada el 14 de abril de 2000 autorizó a Vallehermoso y a sus filiales para adquirir acciones propias hasta un máximo del 5% del capital social, siendo la duración de esta autorización de 18 meses.

Al amparo de dicha autorización, Vallehermoso adquirió directamente acciones propias representativas de un 4,42% de su capital social aproximadamente. Sin embargo, con posterioridad, el día 2 de junio de 2000, tal y como se comunicó a la CNMV el día 5 del mismo mes, parte de esas acciones propias, en concreto 5.697.614 acciones, representativas de aproximadamente un 4,415% del capital social, se permutaron por acciones representativas del 50% del capital social de Hispaland, S.A., que eran propiedad de General Electric Pension Trust (G.E.P.T.). Posteriormente se han seguido comprando acciones para la autocartera cuyo saldo al 31 de diciembre de 2001 es de 1.290.630 acciones, es decir el 0,83% del capital social. A la fecha de presentación de este folleto, no ha sufrido variación.

Cuadro detalle:

FECHA DE COMPRA	Nº ACCIONES	IMPORTE EFECTIVO PAGADO (MILES EUROS)	PRECIO POR ACCIÓN (Euros)	% S/CAPITAL SOCIAL AL 31-12-2000
19/04/00	3.086.356	21.450	6,95	2,3914
19/04/00	300.000	2.064	6,88	0,2324
20/04/00	303.633	2.138	7,04	0,2353
25/04/00	430.824	3.080	7,15	0,3338
26/04/00	261.522	1.878	7,18	0,2026
27/04/00	412.877	3.035	7,35	0,3199
28/04/00	50.574	368	7,28	0,0392
02/05/00	68.560	513	7,48	0,0531
03/05/00	69.397	514	7,41	0,0538
04/05/00	37.395	275	7,35	0,0290
05/05/00	34.500	256	7,41	0,0267
08/05/00	29.107	213	7,31	0,0226
09/05/00	16.756	120	7,18	0,0130
10/05/00	34.000	239	7,04	0,0263

FECHA DE COMPRA	Nº ACCIONES	IMPORTE EFECTIVO PAGADO (MILES EUROS)	PRECIO POR ACCIÓN (Euros)	% S/CAPITAL SOCIAL AL 31-12-2000
11/05/00	27.671	194	7,00	0,0214
12/05/00	18.061	128	7,07	0,0140
15/05/00	7.280	52	7,11	0,0056
16/05/00	12.717	92	7,24	0,0099
17/05/00	20.450	149	7,29	0,0158
18/05/00	41.204	300	7,27	0,0319
19/05/00	38.893	277	7,12	0,0301
22/05/00	109.805	791	7,20	0,0851
23/05/00	101.292	727	7,18	0,0785
24/05/00	64.715	460	7,11	0,0501
25/05/00	35.025	250	7,13	0,0271
26/05/00	23.214	165	7,12	0,0180
29/05/00	15.540	111	7,16	0,0120
30/05/00	51.246	362	7,06	0,0397
TOTAL COMPRA	5.702.614	40.200	7,05	4,4185
VENTA (G.E.P.T.)	5.697.614	40.250 (**)	7,06	4,4146
Saldo 31/05/00	5.000	35	7,05	
13/6/00	145.000	982	6,77	0,1123
14/6/00	100.000	649	6,49	0,0775
15/6/00	99.585	639	6,42	0,0772
16/6/00	100.000	638	6,38	0,0775
19/6/00	88.000	557	6,33	0,0682
20/6/00	70.000	445	6,35	0,0542
21/6/00	47.340	299	6,31	0,0367
22/6/00	33.000	209	6,35	0,0256
23/6/00	28.691	182	6,33	0,0222
26/6/00	60.632	384	6,34	0,0470
27/6/00	103.019	665	6,45	0,0798
28/6/00	75.372	490	6,50	0,0584
29/6/00	64.608	413	6,39	0,0501
30/6/00	56.768	361	6,37	0,0440
3/7/00	29.215	184	6,30	0,0226
4/7/00	33.171	212	6,39	0,0257
5/7/00	63.659	407	6,40	0,0493
6/7/00	68.907	438	6,35	0,0534
7/7/00	18.663	116	6,20	0,0145
Total	1.290.630	8.305	6,43	

Con fecha 20 de abril de 2001, para atender parte de la contraprestación de la OPA sobre TESTA, se amplió el capital social en 25.701.011 acciones, resultando, como consecuencia de ello, un porcentaje de la autocartera sobre el capital social de:

Saldo Autocartera (*)	1.290.630 Acc.	8.345 Miles €(**)	0,83%
------------------------------	-----------------------	--------------------------	--------------

(*) Saldo a la fecha de presentación del presente folleto explicativo.

(**) Incluye comisiones.

Estas operaciones de compra han sido realizadas por Vallehermoso directamente a través de Santander Central Hispano Bolsa, S.V., S.A. como único intermediario.

Las compras de acciones propias tienen por objeto atender los compromisos derivados de los planes de opciones establecidos en el apartado IX del capítulo VI del presente Folleto.

Asimismo, la Junta General de Accionistas de 20 de marzo de 2002 autorizó, dejando sin efecto la autorización acordada por la Junta de Accionistas de 10 de

mayo de 2001, en la parte no dispuesta, a Vallehermoso, S.A. a adquirir acciones propias, cuyo importe, sumado, en su caso, al de las que ya posea, directa o indirectamente, no excederán del máximo del 5% del capital social.

III.5 Beneficios y dividendos por acción de los tres últimos ejercicios.

El siguiente cuadro refleja los datos relativos a los resultados y a los dividendos por acción del Grupo Vallehermoso:

Cifras en miles de euros	1999	2000	2001
Beneficio ejercicio	50.185	80.153	140.978
Capital fin ejercicio	129.063	129.063	154.764
Nº acciones fin ejercicio	129.063.030	129.063.030	154.764.041
Beneficio por acción	0,39	0,62	0,96
PER(*)	17,94	10,43	7,30
Pay-out %	41	32	27
Dividendo por acción (euros)	0,16	0,20	0,25

(*) PER calculado sobre el precio de cierre de cotización del 31 de diciembre de cada ejercicio.

III.6 Grupo del que forma parte la Sociedad y posición que ocupa en el mismo.

El capital social de Vallehermoso, S.A. está participado en un 26,95% por el Banco Santander Central Hispano, S.A.

III.7 Participaciones de Vallehermoso, S.A.

A continuación se contiene un cuadro que muestra el conjunto de participaciones que directamente posee la Sociedad a fecha 22 de abril de 2002.

Ninguna persona tiene el control de Vallehermoso de conformidad con lo dispuesto en el artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores.

**Banco Santander Central
Hispano, S.A.**

26,95%

VALLEHERMOSO, S.A.

VALORIZA, S.L.U
100%

- Valleágora, S.A.100,00%
- Erantos, S.A.100,00%
- Integra, M.G.S.I., S.A.46,25%
- Vallehermoso Telecom, S.A.75%
- Euroresidencias Gestión, S.A.30%
- Comunicaciones Avirón, SA18,67%
- M Capital, S.A.6,29%
- Habitat Network, S.A.10%
- Adisa, S.A.10%

**VALLEHERMOSO
DIVISIÓN PROMOCIÓN,
S.A.U.**
100%

- Tromoto S.L.100,00%
- Navinca, SA.50,00%
- Castellana Norte, S.A.30,00%
- P. Resid. Sofetral, S.A.30,00%
- Nova Benicalap. S.A.22,50%
- Tricefalo, S.A.30,00%
- Proeixample, S.A.0,29%
- Comerciliz. Of. Pozuelo24,95%
- Tradirmi.S.L.100,00%
- Capace,S.L.100,00%
- Iparan Promoc.Inmob.SL.100,00%

**TESTA
INMUEBLES EN RENTA,
S.A.**
99,20%

- Prima Investment International BV100,00%
- Campo Salinas, S.A.100,00%
- Hormimeco, S.A.6,80%
- Maag Holdings AG20,25%
- Centre D'Oci les Gavarres, S.L.21,50%
- Nisa VH, S.A.100,00%
- Trade Center Hotel, S.L.100,00%
- Parking del Palau, S.A.33,00%
- Lusivial, S.A.49,00%
- Nova Icaria, S.A.10,00%
- Vallehermoso Patrimonio S.I.I., S.A.100,00%

BUILD.COM ESPAÑA, S.A.
9,09%

INVERSIONES FINANCIERAS AL 31-DICIEMBRE-2001* (Miles de Euros)

VALLEHERMOSO, S.A.

SOCIEDADES	DOMICILIO	ACTIVIDAD	% Participac.	Costeen Libros de la Participac.	Valor Técnico Contable de la Partic.	Datos de cada sociedad participada				
						CAPITAL	RESERVAS	RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	DIVIDENDO A CTA	Valor Técnico Contable
TESTA INMUEBLES EN RENTA, S.A.	Pedro de Valdivia, 10 – Madrid	Inmobiliaria	99,19	790.194,2	746.098	692.854,7	(48.652,6)	107.988,2	-	752.190,3
VALLEHERMOSO DIV. PROMOCIÓN, S.A.U.	Pº Castellana, 83/85 – Madrid	Inmobiliaria	100,00	271.887,0	314.361	97.343,2	184.349,7	64.521,7	(31.853,6)	314.361
VALORIZA S.L.U.	Pº Castellana, 83/85 – Madrid	Inmobiliaria	100,00	2.905,1	1.880	589,0	1.289,2	2,4	-	1.880,6
TOTAL										

TESTA INMUEBLES EN RENTA, S.A.

SOCIEDADES	DOMICILIO	ACTIVIDAD	% Participac.	Costeen Libros de la Participac.	Valor Técnico Contable de la Partic.	Datos de cada sociedad participada				
						CAPITAL	RESERVAS	RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	DIVIDENDO A CTA	Valor Técnico Contable
VALLEH. PATRIMONIO SOC. INV. INMOB, S.A.	Ps. de la Castellana, 83-85 – 28046 Madrid	Inversión Inmb.	100,00	17.642,9	19.228,6	18.607,3	-	621,3	-	19.228,6
CENTRE D'OCI LES GAVARRES	Viriato, 47 –Barna	Inmobiliaria	21,50	542,7	457,8	2.524,3	(285,1)	(110)	-	2.129,2
CAMPO SALINAS	Pedro Valdivia, 10 Madrid	Inmobiliaria	100,0	627,3	549,4	571,0	3,4	(25,0)	-	549,4
NISA, VH, S.A.	Avda. Diagonal, 490-Barna.	Inmobiliaria	100,00	1.133,8	1.528,2	1.133,8	368,5	25,9	-	1.528,2
LUSIVIAL, S.A.	Avda. Libertades, 245 – Lisboa	Inmobiliaria	49,00	17.498,7	8.494,7	24.222,4	(6.989)	102,8	-	17.336,2
PARKING PALAU, S.A.	Pza. América, 3-Valencia	Inmobiliaria	33,00	1.594,6	1.554,9	4.832,1	(458,6)	338,3	-	4.711,8
NOVA ICARIA, S.A. (2)	Balmes, 201-Barna.	Inmobiliaria	10,00	128,3	115,5	1.823,9	(675,7)	6,9	-	1.155,1
TRADE CENTER HOTEL, S.L.	Avda. Diagonal, 489-Barna	Conces. Hotel.	100,00	60,1	58,4	60,0	(1,4)	(0,3)	-	58,4
PRIMA I. INTERNACIONAL	Amsterdam	Inmobiliaria	100,00	17,1	(21,3)	18,2	(28,2)	(11,3)	-	(21,3)
HORMIMECO, S.A.	Hermes s/n – Meco – Madrid	Inmobiliaria	10,10	601,0	0,6	6,01				6,01
MAAG HOLDINGS LTD (1)	Harstrasse, 219 – Zurich	Inmobiliaria	20,24	38.548,5	33.744,0	50 CHF	229,5 CHF	17,5 CHF	-	297 CHF

(1) Es una sociedad que cotiza en la Bolsa de Zurich, la cotización al cierre del ejercicio 2001 fue de 242 francos suizos (163,19 euros), habiéndose efectuado una provisión de 4.804 miles de euros

(2) Datos de la sociedad referidos a 31 de diciembre de 2000 (en liquidación)

VALLEHERMOSO DIVISIÓN PROMOCIÓN, S.A.U.										
						Datos de cada Sociedad Participada				
SOCIEDADES	DOMICILIO	ACTIVIDAD	% Participac.	Costeen Libros de la Participac.	Valr Teorico Contable de la Participac.	CAPITAL	RESERVAS	RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	DIVIDENDO A CTA	VALOR TEORICO CONTABLE
NAVINCA, S.A.	Barcelona	Inmobiliaria	50,00	901,5	702,0	1.803,0	(375,1)	(23,9)	-	1.404,0
TROMOTO, S.A.	Elcano, 9-Bilbao	Inmobiliaria	100,00	784,7	25,6	26,4	(0,8)	-	-	25,6
CASTELLANA NORTE, S.A.	Pza. del Pueblo, 1 Alcobendas- Madrid	Gestión Urbanística	30,00	18,0	30.911,1	60,1	42.910,0	26,0	-	42.996,1
TRICEFALO, S.A.	Pº Castellana, 83/85-Madrid	Inmobiliaria	30,00	2.704,6	2.674,9	9.015,2	(63,7)	(35,0)	-	8.916,5
NOVA BENICALAP, S.A.	Guillén de Castro, 4-Valencia	Inmobiliaria	22,50	81,1	55,8	360,6	(122,3)	9,6	-	247,9
PROEIXAMPLE, S.A. (1)	Valencia,307-Barcelona	Inmobiliaria	0,29	17,2	17,8	6.010,1	119,9	0,1	-	6.130,1
IPARAN PROMOCIONES INMOBILIARIAS, S.L.	Elcano, 9 – 48001 Bilbao	Serv. Relativos a propiedad industrial	100,00	60,1	60.102,0	60.102,0	-	-	-	60.102,0
PROMOC. RES.SOFETRAL,S.A.	Pza. Carlos Trías Bertrán, 7 Madrid	Inmobiliaria	30,00	3.083,2	2.906,9	10.277,3	(55,7)	(531,9)	-	9.689,7
COMERCIALIZ. OFIC. POZUELO	Av. de Europa (Pozuelo de Alarcon) Madrid	Administradora de bienes	24,95	14,0	14,0	60,10	-	-	-	60,10
VALORIZA, S.L.U.										
						Datos de cada Sociedad Participada				
SOCIEDADES	DOMICILIO	ACTIVIDAD	% Participac.	Costeen Libros de la Participac.	Valr Teorico Contable de la Participac.	CAPITAL	RESERVAS	RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	DIVIDENDO A CTA	VALOR TEORICO CONTABLE
ERANTOS, S.A.	Pza. Conde Valle Suchil, 19- Madrid	Gestión de Cooperativas	100,00	246,4	623,6	150,3	256,2	217,1	-	623,6
INTEGRA MGSI, S.A.	Pradillo, 5--Madrid	Servicios Mantenimiento	46,25	2.189,5	2.003,4	472,5	2.674,1	1.185,2	-	4.331,8
VALLEAGORA, S.A.	Pº Castellana, 83/85-Madrid	Inmobiliaria	100,00	528,2	2.447,1	60,1	1.766,8	620,2	-	2.447,1
VALLEHERMOSO TELECOM, S.A.	Pza. Independencia,5 bis- Madrid	Telecomuni-caciones	75,00	901,5	(496,4)	1.202,0	(525,0)	(1.338,9)	-	(661,9)
M. CAPITAL, S.A.	Puerta del Mar, 20-Málaga	Inmobiliaria	6,29	187,8	170,3	1.792,2	601,9	313,7	-	2.707,8
ADISA	Vallehermoso, 30-Madrid	Construcción	10,00	76,3	258,2	350,6	1.546,0	685,4	-	2.582,0
EURORESIDENCIAS GESTIÓN, S.A.	Velázquez, 90-Madrid	Residencias Geriátricas	30,00	8.011,5	4.253,9	4.713,5	9.801,0	(334,7)	-	14.179,8
COMUNICACIONES AVIRON, S.A.	Villanueva, 16-Madrid	Telecomuni-caciones	18,67	733,3	77,6	830,2	592,0	(1.006,5)	-	415,6
HABITAT NETWORK, S.A	Gran Vía, 15 – Madrid	Telecomunicaciones	10,00	1.685,8	288,6	421,31	3.521,1	(1.056,4)	-	2886,0
BUILDCOM ESPAÑA, S.A.	Ventura Rodríguez, 7 – Madrid	Telecomunicaciones	9,09	2.175,6	45,35	1.210,0	1.647,0	(2.358,1)	-	498,9
TOTAL INVERSIONES AL 31 DICIEMBRE 2001				1.167.781,6						

(1) Datos de la sociedad referidos a 31 de diciembre de 2000

* Las cuentas de las tres filiales de Vallehermoso (Testa Inmuebles en Renta, S.A.U, Vallehermoso División Promoción, S.A.U. y Valoriza, S.L.U.) han sido auditadas a la fecha del presente Folleto.

Con posterioridad al cierre del ejercicio 2001 se han incorporado a Vallehermoso División Promoción S.A.U., las siguientes sociedades

SOCIEDADES	DOMICILIO	ACTIVIDAD	% Participac.	Coste en Líneas de la Participac.	Valor Teórico Contable de la Partic.	CAPITAL	RESERVAS	RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	DIVIDENDO A CTA.	VALOR TEORICO CONTABLE
CAPACE, S.L.	Ps. de la Castellana, 83-85 – Madrid	Inmobiliaria	100,00	3,0	3,0	3,0	-	-	-	-
TRADIRMI, S.L.	Ps. de la Castellana, 83-85 – Madrid	Inmobiliaria	100,00	3,0	3,0	3,0	-	-	-	-

A 31 de diciembre de 2001, Testa Inmuebles en Renta, S.A. tenía 2.920.132 acciones de WCM (1,24% del capital de la sociedad). En el mes de diciembre de 2001 se tomó la decisión de poner a la venta estas acciones, pasando de inmovilizaciones financieras a inversiones financieras temporales.

En enero de 2002 se han vendido a precio de mercado 1.500.000 acciones, con una plusvalía superior a diez millones de euros. La sociedad tiene la intención de continuar vendiendo acciones a precio de mercado.

CAPITULO IV

ACTIVIDADES PRINCIPALES DEL EMISOR

CAPITULO IV

IV.1 EVOLUCIÓN DE LAS ACTIVIDADES ECONÓMICAS DEL EMISOR

Vallehermoso fue constituida bajo la denominación “Compañía Madrileña de Contratación y Transportes, S.A.” el 5 de julio de 1.921 mediante escritura autorizada por el que fue Notario de Madrid D. Anastasio Herrero Muro con el número 1.234 de orden de su protocolo.

Vallehermoso inició su actividad como compañía inmobiliaria promotora en 1953, dedicándose a la adquisición y construcción de fincas urbanas para su explotación en forma de arriendo, dedicando a la venta los porcentajes que la legislación permitía en cada momento.

En 1989, Vallehermoso se fusionó con Corporación Inmobiliaria Hispamer, S.A. e Inmobanif, S.A., formando una Empresa con una mayor diversificación geográfica, al mismo tiempo que se amplió la tradicional actividad económica en los campos de vivienda, oficinas y locales de negocio al desarrollo de centros comerciales y aparcamientos.

Simultáneamente y con motivo de la fusión antes mencionada, Vallehermoso inició su actividad hacia el área de servicios relacionados con su negocio básico: mantenimiento de inmuebles, telecomunicaciones y domótica en viviendas y otros edificios, promoción y gestión de centros comerciales, de cooperativas y de Fondos de Inversión Inmobiliaria.

Recientemente Vallehermoso ha iniciado su actividad en la edificación y alquiler de Hoteles y Residencias de tercera edad.

De conformidad con lo acordado por la Junta General de Accionistas de Vallehermoso celebrada el día 28 de julio de 2000, Vallehermoso ha llevado a cabo un proceso de filialización de sus actividades de renta, promoción y servicios.

La operación de filialización vino motivada por la voluntad de Vallehermoso de intensificar su respuesta estratégica a los cambios que se están produciendo en el mercado inmobiliario español, con la finalidad de asegurar sus expectativas de crecimiento y la creación de valor para sus accionistas. En este contexto, la filialización pretendía racionalizar la estructura organizativa de Vallehermoso y hacer que esta se adaptase y respondiese a las tres áreas netamente diferenciadas que constituyen su actividad: (i) arrendamiento de inmuebles, (ii) promoción inmobiliaria y (iii) servicios.

Esta reorganización corporativa permitirá a Vallehermoso acometer retos y responder a las necesidades que cada uno de estos sectores demanda.

La nueva estructura permitirá asimismo dotar a cada actividad de su propia identidad jurídica, estableciendo perfiles claros sobre su patrimonio y resultados, lo que redundará en beneficio de los accionistas e inversores, que obtendrán una mejor y más transparente valoración del grupo Vallehermoso. Esta reorganización ofrece igualmente posibilidades adicionales de optimización de la gestión y de la generación de valor en cada área de actividad para los accionistas de Vallehermoso.

Como consecuencia del proceso de filialización señalado, tres fueron las sociedades a través de las cuales el Grupo Vallehermoso materializó su proyecto de filialización.

- a) Vallehermoso Renta, S.A. Unipersonal, a la que se aportó la actividad de renta del grupo Vallehermoso;
- b) Vallehermoso División Promoción, S.A.U. que ha sido beneficiaria de la actividad de promoción del grupo; y
- c) Valoriza, S.L.U, sociedad a la que se ha aportado toda la rama de actividad de servicios.

Por lo que se refiere a Vallehermoso Renta, S.A. Unipersonal, ésta se fusionó con Prima Inmobiliaria, S.A. (hoy Testa), fusión que se elevó a escritura pública el 24 de enero de 2001, actuando ésta última como sociedad absorbente, por lo que Vallehermoso Renta, S.A.Unipersonal se extinguió sin liquidación de su patrimonio que se transmitió en bloque a la sociedad absorbente (Testa). Como consecuencia de la fusión Vallehermoso pasó a controlar un 64,96% del capital social de la sociedad resultante de dicha fusión. Mediante la OPA llevada a cabo en abril de 2001 Vallehermoso adquirió el 34,24% del capital social de Testa poseyendo al 31-03-02 el 99,20% .

La potenciación del negocio de renta de Vallehermoso mediante la adquisición de Prima Inmobiliaria, consolida la orientación estratégica de Grupo inmobiliario mixto y equilibrado e incrementa la estabilidad y recurrencia de sus resultados.

IV.2 ACTIVIDADES PRINCIPALES DEL EMISOR

A continuación se contiene un cuadro con datos seleccionados del grupo Vallehermoso.

CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA POR ACTIVIDADES						
(Miles de Euros)	PERIODO: ENERO-DICIEMBRE 2001					
	VSA	Grupo V.División Promoción	Grupo Testa	Grupo Valoriza	Ajustes Consolidación	TOTAL GRUPO
ACTIVIDAD DE VENTAS						
Ventas	22.484	573.269	181.223	90	(34.329)	742.737
Costes	(2.597)	(409.926)	(98.265)	(84)	12.855	(498.017)
Resultado en ventas	19.887	163.343	82.958	6	(21.474)	244.720
ACTIVIDAD DE ARRENDAMIENTOS						
Ingresos	0	0	120.960	0	(691)	120.269
Costes	0	0	(23.536)	0	139	(23.397)
Amortizaciones	0	0	(15.422)	0	(1.563)	(16.985)
Resultado en arrendamiento	0	0	82.002	0	(2.115)	79.887
ACTIVIDAD DE SERVICIOS						
Ingresos	0	0	2.049	32.268	(3.786)	30.531
Gastos	0	0	(721)	(26.847)	3.786	(23.782)
Resultado en servicios	0	0	1.328	5.421	0	6.749
Resultados financieros	(14.178)	(29.636)	(34.150)	(396)	0	(78.360)
Ingresos varios	1.184	1.316	361	246	(619)	2.488
Ingresos/Gastos Refacturados (*)	24.311	(17.988)	(6.076)	(246)	0	(0)
Gastos Generales	(22.093)	(11.906)	(7.224)	(4.520)	1.190	(44.553)
Amortizaciones	(746)	(42)	(2.771)	(499)	(5)	(4.063)
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	8.365	105.087	116.428	12	(23.024)	206.868
Dividendos	44.607	0	577	30	(44.607)	607
Resultados sociedades p.equivalencia	(1.965)	(2.542)	(20.422)	(90)	(1)	(25.020)
Provisiones	(156)	(752)	(2.266)	769	1	(2.404)
Resultado cartera valores	0	(174)	138	(108)	0	(144)
Resultado total (A.D.I.)	50.851	101.619	94.455	613	(67.631)	179.907
Impuesto de Sociedades	(3.919)	(36.505)	(865)	(757)	3.642	(38.404)
Resultado total (D.D.I.)	46.932	65.114	93.590	(144)	(63.989)	141.503
Atribuible a intereses minoritarios	0	0	859	(334)	0	525
Atribuible a Vallehermoso	0	65.114	92.731	190	0	140.978

(*) Corresponde a la refacturación de los gastos operativos de Vallehermoso, S.A. quien, en su calidad de Centro Corporativo del Grupo, realiza servicios para sus sociedades participadas mediante los recursos alojados en ella y por los que recibe su correspondiente contraprestación económica a precios de coste.

El Grupo Valoriza, si bien obtiene unos pequeños beneficios antes de impuestos, presenta pérdidas después de impuestos debido a la contribución negativa de resultados de la Sociedad Vallehermoso Telecom. Esta, siguiendo criterios de prudencia no ha contabilizado como ingreso el crédito fiscal a que dan lugar sus pérdidas. Esta Sociedad, que inició sus operaciones en el último cuatrimestre de 2000, está en un estadio incipiente de su actividad comercial con una estructura operativa plenamente desarrollada.

De la observación de la Cuenta de Resultados por Actividades se desprende la siguiente estructura del Grupo en términos de Cash-flow operativo antes de impuestos (EBITDA), para las 3 actividades operativas:

	Cash-Flow Operativo	
	Miles €	%
. Vallehermoso División Promoción	133.839	44,0%
. Testa	167.220	54,9%
. Valoriza	1.598	0,5%
. Ajustes	1.678	0,6%
GRUPO VALLEHERMOSO	304.335	100,0%

Grupo Vallehermoso

RESULTADOS (miles de euros)	2001	2000	1999
+ Importe neto de la cifra de negocios	727.618	476.113	330.947
+ Ingresos de explotación	3.018	966	619
- Aprovisionamientos, Gastos Externos y de Explotación	-475.893	-313.289	-216.172
- Gastos de Personal	-33.517	-27.617	-20.867
- Amortizaciones y Provisiones	-28.913	-11.123	-13.018
= Resultado de explotación	192.313	125.050	81.509
+/- Resultados financieros	-83.895	-27.420	-15.783
+/- Amortización Fondo Cons./Reversión Dif. Neg. Cons	-150	-	-1.244
+/- Rstods. Soc. Puestas Equivalencia	-132	103	54
= Resultados Actividades Ordinarias	108.136	97.733	64.537
+/- Resultados extraordinarios	71.771	24.100	13.793
- Impuesto de Sociedades	-38.404	-41.519	-27.641
= Resultados del ejercicio	141.503	80.314	50.689
+/- Resultado atribuido a socios externos	-525	-161	-505
= Resultados Atribuidos a Sociedad Dominante	140.978	80.153	50.184
Plantilla media	721	688	497
Resultado explotación / Cifra de negocio	26,4%	26,3%	24,6%
Resultado ordinario / Cifra de negocio	14,8%	20,5%	19,5%
Resultado del ejercicio / Cifra de negocio	19,4%	16,8%	15,1%

BALANCE (miles de euros)	2001	2000	1999
Inmovilizado inmaterial y Gastos establecimiento	71.785	37.774	37.341
Inmovilizado material	1.464.181	685.745	563.401
Inmovilizado financiero + Deudores tráfico I.p.	112.619	65.148	42.582
Fondo comercio de consolidación	3.944	-	-
Inmovilizado Total	1.652.529	788.667	643.323
Gastos Distribuir Varios Ejercicios	12.579	6.847	9.238
Existencias	1.053.470	744.861	569.032
Deudores	368.583	325.609	191.705
Inversiones financieras temporales y tesorería	32.235	4.714	4.826
Activo Circulante	1.454.288	1.075.184	765.563
ACTIVO = PASIVO	3.119.396	1.870.698	1.418.124
Fondos Propios	901.262	651.130	609.006
Socios Externos (neto de desembolsos pendientes)	5.914	2.742	2.753
Ingresos a distribuir en varios ejercicios	11.037	4.401	1.178
Diferencia negativa consolidación	601	601	601
Provisiones riesgos y gastos	31.203	18.775	17.129
Emisión obligaciones y otros valores negociables	108.081	108.081	138.131
Deudas con entidades de crédito	947.765	319.052	140.180
Otras deudas a largo plazo	166.232	165.055	164.431
Acreeedores a Largo Plazo	1.222.078	592.188	442.742
Emisión obligaciones y otros valores negociables	179.328	176.917	107.028
Deudas con entidades de crédito	178.636	58.036	11.924
Otras deudas a corto plazo	589.337	365.908	225.763
Acreeedores a Corto Plazo	947.301	600.861	344.715
Endeudamiento financiero bruto*	1.467.210	718.167	457.815
Fondo Maniobra Neto**	506.984	474.319	450.771
Activo circulante / Deudas a corto plazo	153,5%	178,9%	221,90%
Endeudam. Financiero / Fondos propios	162,8%	110,3%	75,20%
Endeudamiento Financiero / Deudas totales	67,6%	60,2%	58,10%
Deudas totales / Total pasivo	69,5%	63,7%	55,60%

Los datos proceden de las cuentas auditadas de los ejercicios 2001, 2000 y 1999

* Véase capítulo V apartado 3.2.5

** Véase capítulo V apartado 3.2.4

Grupo Vallehermoso

El Grupo Vallehermoso desarrolla la actividad inmobiliaria en las siguientes facetas: patrimonio en renta (Testa Inmuebles en Renta, S.A.), promoción para venta (Vallehermoso División Promoción S.A.U.) y servicios (Valoriza, S.L.U.).

Es un grupo estratégicamente diversificado y posicionado para competir globalmente en el sector; para ello ha venido incrementando su presencia geográfica y ampliando su gama de productos y servicios, extendiendo su ámbito operativo a los distintos subsectores del negocio inmobiliario: residencial, oficinas, aparcamientos, locales, centros comerciales, naves industriales, hoteles, residencias para la tercera edad, etc.

Su orientación estratégica apunta a potenciar las tres áreas de actividad comentadas, al objeto de consolidar la actual posición dentro del sector inmobiliario español.

Hasta noviembre de 1989, el Grupo Vallehermoso desarrolló su actividad primero en Madrid y, más tarde, además, en Barcelona y Sevilla. A partir del 2 de noviembre de 1989, fecha en la que se absorben las sociedades Corporación Inmobiliaria Hispamer,

S.A. e Inmobanif, S.A., la situación varía extraordinariamente, tanto en cuanto a cifras de volumen de negocio como a puntos de actuación o delegaciones.

En la actualidad, al no dedicarse a la actividad constructora, realiza sus inversiones en construcciones a través de terceros, mediante contratos de ejecución de obra, siendo los principales contratistas: Dragados y Construcciones, Grupo Ferrovial, FCC Construcciones, Adisa, Construcciones Franca S.L., Construcciones Fontela, S.L., Arpada, S.A., A.C.S., Constructora Level, S.A., Noriega, S.A., Constructora San José, S.A., Construcciones Sando, S.A., Euro-Construc, S.A. Urcotex, S.A., Sedes, S.A., Ceyd, S.A. y Construcciones Vera, S.A: además de otros constructores locales.

El desarrollo de nuevos productos - Centros Comerciales (iniciada en 1989) y Hoteles (cuya actividad se inicia en 1999)- ha constituido un trazo fundamental de la actividad de la Empresa y en el año 2000 con Residencias de tercera edad.

Como se ha indicado anteriormente, a partir del proceso de filialización aprobado por la Junta General de Accionistas de Vallehermoso celebrada el 27 de julio de 2000, las actividades de alquiler, promoción y servicios pasaron a ser desarrolladas por las filiales Vallehermoso Renta, S.A.U Unipersonal (actualmente extinguida y transmitido su patrimonio en bloque a Testa Inmuebles en Renta,S.A.), Vallehermoso División Promoción, S.A.U. y Valoriza, S.L.U respectivamente.

Las filiales que nacieron a partir del año 1990, al amparo de la política de diversificación de actividades en el ámbito internacional, telecomunicaciones, domótica, promoción y gestión de centros comerciales etc., han consolidado su actividad.

En el ámbito internacional, a través de Testa, Vallehermoso participa en un 49% en Lusivial, S.A., empresa inmobiliaria portuguesa. Dicha sociedad promovió un edificio que tiene 11.700 m² de oficinas, 1.200 m² de locales comerciales y 367 plazas de aparcamiento, situado en el n.º. 145 de la Av. da Liberdade de Lisboa. El inmueble disfruta de un grado de ocupación del 100%. Debido a las condiciones favorables en el mercado se han vendido: oficinas, equivalentes al 58% del total; locales, equivalentes al 32% del total y 122 plazas de garaje, equivalentes al 33% del total.

A 31 de diciembre de 2001, el Grupo Vallehermoso explotaba un parque de inmuebles en alquiler de 1.138.185 m² compuesto por oficinas, centros comerciales, viviendas, hoteles, naves industriales y aparcamientos.

Promueve asimismo viviendas y otros edificios para su venta con una estructura de gestión de dimensión nacional en continuo crecimiento. Para ello, a fecha 31 de diciembre de 2001 contaba con una cartera de suelo para promociones pendientes de iniciar y de promociones iniciadas de 2.727.616 m² edificables.

Hace 9 años comenzó a diversificar su actividad hacia el área de los servicios relacionados con su negocio básico: mantenimiento de inmuebles, promoción y gestión de centros comerciales, prestación de servicios para la promoción, gestión y administración de sociedades cooperativas de viviendas y de comunidades de bienes y

de propietarios así como, más recientemente, reventa de telefonía, seguridad y paquetes de programación de televisión, siendo gestionada por las sociedades filiales.

La valoración de activos inmobiliarios del Grupo Vallehermoso, realizada por Richard Ellis, S.A. a 31 de diciembre de 2001, se adjunta como Anexo nº 2.

IV.2.1 DESCRIPCIÓN DE LAS PRINCIPALES ACTIVIDADES

A continuación se contiene un cuadro en el que se muestran las tres principales actividades desarrolladas por el Grupo Vallehermoso, como son la actividad de promoción, la actividad de alquiler y la prestación de servicios en el que se muestra la evolución de cada una de las actividades durante los tres últimos ejercicios.

Datos de las principales actividades desarrolladas por el Grupo Vallehermoso

		Grupo Vallehermoso			
		2001	2000	1999	
Actividad Promoción	de Ventas	573.269	386.751	252.942	
	de Coste	409.926	273.069	180.682	
	de Margen	Importe	163.343	113.682	72.260
		Porcentaje	28%	29%	28%
Actividad Arrendamiento	de Ventas inmuebles en arrendamiento	181.223	41.951	28.867	
	de Coste	98.265	22.094	15.248	
	de Margen	Importe	82.958	19.857	13.619
		Porcentaje	46%	47%	47%
	de Ventas por alquileres	120.960	65.360	56.513	
	de Coste	38.958	24.449	23.397	
	de Margen	Importe	82.002	40.911	33.116
		Porcentaje	68%	63%	59%
Actividad Servicios	de Ventas	32.268	24.822	19.869	
	de Coste	26.847	19.737	15.789	
	de Margen	Importe	5.421	5.085	4.080
		Porcentaje	17%	20%	21%
Total	Ventas	907.720	518.884	358.191	
	Coste	573.996	339.349	235.116	
	Margen	Importe	333.724	179.535	123.075
		Porcentaje	37%	35%	34%

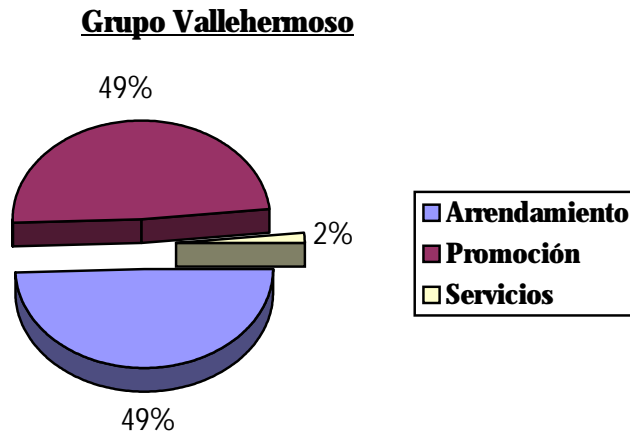
ESTRUCTURA

		Grupo Vallehermoso		
		2001	2000	1999
Actividad Promoción	de Ventas	63%	75%	71%
	de Coste	71%	80%	77%
	de Margen	49%	63%	59%
Actividad Arrendamiento	de Ventas de activo fijo	20%	8%	8%
	de Coste	17%	7%	6%
	de Margen	25%	11%	11%
	de Ventas por alquileres	13%	13%	16%
	de Coste	7%	7%	10%
	de Margen	24%	23%	27%
Actividad Servicios	de Ventas	4%	5%	6%
	de Coste	5%	6%	7%
	de Margen	2%	3%	3%
Total	Ventas	100%	100%	100%
	Coste	100%	100%	100%
	Margen	100%	100%	100%

Grupo Vallehermoso.-

Como se ha indicado anteriormente y se desprende del cuadro anterior, la actividad del Grupo Vallehermoso se desarrolla fundamentalmente en tres sectores: el arrendamiento de inmuebles, la promoción inmobiliaria y la prestación de servicios.

La distribución porcentual en el ejercicio 2001 de las cifras de resultados directos en operaciones de las tres actividades indicadas es la que se muestra en el siguiente gráfico:



IV.2.1.1 A) ACTIVIDAD DE ALQUILER: (TESTA INMUEBLES EN RENTA, S.A.)

Tras el proceso de filialización llevado a cabo por Vallehermoso, S.A. que dio como resultado la aportación de la actividad de renta de Vallehermoso, S.A. a Vallehermoso Renta, S.A Unipersonal y la posterior fusión entre esta sociedad y Testa mediante la absorción de aquella por esta, las actividades de alquiler del Grupo Vallehermoso son desarrolladas en la actualidad a través de Testa (filial de Vallehermoso, que posee un 99,20% de su capital social).

Con posterioridad, y con la intención de optimizar la gestión y reducir los costes de administración, Testa decidió disolver la mayor parte de sus filiales (Porto Pi, S.A., Menalvaro, S.A., San Juva, S.A., Indumob, S.A.) y ceder globalmente sus activos y pasivos a la propia compañía matriz.

Factores de riesgo y su gestión.-

El Grupo Vallehermoso centra una rama de su actividad como compañía inmobiliaria dedicada a la tenencia, adquisición y promoción de fincas urbanas para su explotación en forma de arriendo. Este perfil patrimonialista asegura al Grupo una fuente de ingresos recurrente y de gran estabilidad. A pesar de ello existen determinados riesgos que pueden afectar a dicha estabilidad.

Cambio de ciclo económico.

Una hipotética desaceleración significativa de la economía acompañada de una subida de los tipos de interés, podría afectar a la actividad de alquiler con una ralentización de la demanda en el sector terciario (residencias de la tercera edad, hoteles, naves industriales, oficinas, centros comerciales y plazas de aparcamiento) con la consecuente ralentización de precios.

Ante la posibilidad de que esto ocurra, Testa opta por una política conservadora de alquileres a plazos del entorno de cinco años de obligado cumplimiento.

Por otro lado, este riesgo se ve minorado por la composición de su patrimonio, de manera que el sector residencial mantiene su tradicional estabilidad en cuanto a altísimos niveles de ocupación, que se podrá ver beneficiado por las subidas de los tipos de interés y la subida de los precios en venta, lo cual consolida unos eficientes grados de accesibilidad en alquiler con relación a la capacidad de compra. La buena evolución del mercado de trabajo facilita las emancipaciones de jóvenes y desplazamientos de los lugares de trabajo con el consiguiente aumento de la demanda de vivienda en alquiler.

Impagados

Sigue una política de disminución del riesgo de impagados, puesto que plantea todos los contratos con avales del arrendatario que garanticen el cobro de las rentas ante la posibilidad de algún desahucio.

Concentración.

Ante el riesgo evidente de mantener una cartera muy concentrada por productos o geográficamente, opta por una política de diversificación de sus productos y su localización.

Por este motivo trabaja todos los productos inmobiliarios susceptibles de ser explotados en arrendamiento, y estratégicamente diversificado tanto por productos como geográficamente.

El desarrollo de nuevos productos (Centros Comerciales y Hoteles) ha constituido un trazo fundamental de la actividad en los años 1998 a 2001, y recientemente en Residencias de Tercera Edad.

Obsolescencia de la cartera.

Testa mantiene el firme propósito de seguir aumentando su base de negocio de alquiler y a la vez, proporcionar una renovación de activos que permita aumentar los niveles de competencia y rentabilidad.

La cifra de alquileres se sitúa en la actualidad por encima de los 11.000 miles de euros mensuales y con unas previsiones para el patrimonio existente, sólo por revisiones y actualizaciones de renta, que se situarán en 12.800 miles de euros mensuales. Así el desfase entre precios de mercado y la capacidad de Testa de revisión de rentas en edificios consolidados, implica un potencial de crecimiento importante de los ingresos del Grupo, muy superior al IPC.

Por lo tanto, la progresiva actualización de las rentas en función del mercado de alquileres, así como por la aplicación de la Nueva Ley de Arrendamientos Urbanos, constituye uno de los objetivos prioritarios en la gestión patrimonial del Grupo Vallehermoso.

La gestión y atención a sus clientes es otro de los ámbitos básicos de la gestión patrimonial de Testa que actualmente cuenta con una cartera de mas de 3.000 clientes.

Esta gestión integral y comercialización del patrimonio la realiza Testa directamente con su personal, excepto en el caso de Centros Comerciales, donde cuenta con la colaboración de Valleágora, S.A., sociedad del Grupo Vallehermoso, como empresa especializada en el sector.

Esta política de actualización de la cartera se plasma claramente en los nuevos proyectos, puesto que Testa crea y desarrolla proyectos propios, con el fin de ofrecer al mercado productos singulares y específicos que se adapten a una demanda en constante evolución y que proporcionen unas rentabilidades mas elevadas que los productos que ofrece el mercado y, sobre todo, la confianza en sus propios productos. Esto no quiere decir que Testa renuncie a la inversión en productos terminados cuando las condiciones de calidad, ubicación y precio sean favorables.

La actividad inmobiliaria tiene relación con determinados elementos característicos de las distintas fases de los ciclos económicos. Los valores de los inmuebles, el precio de los alquileres y las tasas de desocupación están directamente relacionados con el estado de la economía, los tipos de interés y otros factores.

El progresivo saneamiento de la economía española, la fuerte creación de empleo, la intensa reducción de los tipos de interés y la recuperación de la confianza de las economías familiares y de las empresas, han fortalecido significativamente el mercado inmobiliario español desde finales de 1996. No obstante un significativo deterioro de la coyuntura económica podría afectar a la evolución de dicho mercado.

El Grupo Vallehermoso ha estado adoptando una serie de medidas con el fin de atenuar los efectos de un cambio de ciclo en su actividad patrimonial. Entre ellas cabe destacar la formalización a largo plazo de contratos de arrendamiento, la diversificación en productos y la financiación a largo plazo, mayoritariamente a tipos de interés fijos.

Todo ello contribuirá a una atenuación en el caso de que existiese una recesión en el sector inmobiliario, aunque afectaría de forma adversa a las proyecciones y situación financiera de la compañía.

Descripción general.-

Durante los últimos años, ha continuado la evolución positiva del mercado, con la normalidad en la aplicación de la nueva Ley de Arrendamientos Urbanos y con la obtención de unos resultados muy positivos. Los incrementos de rentas y beneficios por este concepto (es decir por incrementos de rentas derivados de la aplicación de la nueva Ley de Arrendamientos Urbanos) durante el año 2001 fueron de 2.000 miles de euros. Hay que tener en cuenta que se están produciendo importantes ventas de estos activos en muy buenas condiciones. En concreto, durante 2001, Testa vendió el 7% de viviendas afectadas por la Ley de Arrendamientos Urbanos.

Tanto las viviendas, como las oficinas, locales comerciales (a pie de calle o centros comerciales) y aparcamientos, consolidan la recuperación iniciada en 1998 con significativos incrementos del precio de alquiler, sobre todo en oficinas y locales comerciales, siendo el precio medio del m² en alquiler en 2001 de 9,99 euros/mes.

Ingresos, costes y amortizaciones.-

Los ingresos por alquiler en el ejercicio 2001 ascendieron a 120.960 miles de euros y el resultado atribuido a esta actividad fue de 82.002 miles de euros.

	2001	2000	1999
Actividad de Arrendamiento			
Ingresos	120.960	65.360	56.513
Costes	(23.536)	(16.107)	(15.783)
Amortizaciones	(15.422)	(8.342)	(7.615)
Total	82.002	40.911	33.115

Cifras miles de euros

Desglose de ingresos por conceptos.-

A continuación se desglosan los ingresos de alquileres por productos:

Producto	Peso específico: % sobre el total		
	2001	2000	1999
Oficinas	66.096 (54,6%)	27.832 (42,6%)	22.959 (40,7%)
Viviendas	12.665 (10,5%)	12.213 (18,7%)	10.999 (19,5%)
Comerciales	31.853 (26,3%)	18.457 (28,3%)	15.422 (17,3%)
Naves Industriales	6.738 (5,6%)	1.094 (1,6%)	1.034 (1,8%)
Hoteles	1.863 (1,5%)	1.641 (2,5%)	601 (1,0%)
Aparcamientos	1.745 (1,5%)	4.123 (6,3%)	5.498 (9,7%)
Totales	120.960	65.360	56.513

Cifras en miles de euros

Distribución geográfica.-

Aproximadamente el 70% de la actividad de arrendamiento se desarrolla en la Comunidad de Madrid. El siguiente cuadro muestra la distribución geográfica de la actividad de arrendamiento del grupo:

Localización	Importe (Miles de euros)	Porcentaje
Madrid	81.548	67%
Barcelona	16.463	14%
Malaga	5.882	5%
Baleares	3.938	3%
Asturias	5.050	4%
Resto	8.079	7%
TOTAL	120.960	100%

a) Arrendamiento de Oficinas.-

La cartera de oficinas está situada principalmente en Madrid, área que por otra parte tiene unas excelentes perspectivas de crecimiento a largo plazo.

A continuación se relacionan los principales inmuebles destinados a arrendamiento para oficinas con los que cuenta en Madrid, encontrándose totalmente alquilados al 31 de marzo de 2002:

- ≠ El edificio Princesa se encuentra situado en la zona centro de Madrid y posee 11 plantas y 950 plazas de aparcamiento interiores. La superficie que ocupa es de 33.668 m². El inmueble cuenta asimismo con 441 viviendas.
- ≠ Los edificios situados en el Campo de las Naciones de Madrid cuentan con 5 plantas cada uno de ellos y una superficie total de arrendamiento para oficinas de 37.692 m² y 663 plazas de aparcamiento. La superficie total de los inmuebles (incluyendo las plazas de aparcamiento) es de 56.972 m².
- ≠ Atica 7, en Pozuelo de Alarcón, constituye un complejo de 4 edificios exclusivos de 4 y 5 plantas y su superficie total de oficinas es de 23.395 m². El complejo, que posee igualmente 502 plazas de aparcamiento.
- ≠ El edificio "Raqueta" se encuentra situado en la colonia de Mirasierra de Madrid. Consta de 8 plantas, lo que hace una superficie total de 16.000 m² y 335 plazas de garaje.
- ≠ Edificio O'Donnell, edificio de oficinas de 27.679 m² y 436 plazas de garaje .
- ≠ Edificio Castellana, 83-85 con una superficie de 14.979 m² y 271 plazas de aparcamiento.
- ≠ Edificio Martínez Villegas, 49, con una superficie de 24.424 m² y 537 plazas de aparcamiento.
- ≠ Edificio en Capitán Haya, 41, cuenta con una superficie alquilable de 21.759 m² distribuidos en 13 plantas y 381 plazas de aparcamiento.

≠# Edificio en Príncipe de Vergara, 187, actual sede central de ENDESA, cuenta con una superficie alquilable de 10.732 m² y 165 plazas de aparcamiento.

En el ejercicio 2001 se ha incorporado para su explotación el edificio Cedro, en Arroyo de la Vega (Alcobendas) con 17.049 m² s/r y 387 plazas de aparcamiento, alquilado a Cap Gemini. Edificio alquilado a Abbot, situado en la calle Josefa Valcarcel con 10.614 m². Edificio en la calle Pedro de Valdivia número 10 con 7.075 m² y 89 plazas de aparcamiento.

En el ejercicio 2002 se ha llevado a cabo las ventas del edificio Cedro en Arroyo de la Vega en Alcobendas y el edificio TR3, situado en la colonia Mirasierra de Madrid, compuesto de cuatro plantas y una superficie total de oficinas de 6.000 m² más 136 plazas de garaje y edificio de General Perón, 38, con una superficie de 6.552 m². El precio total de estas ventas asciende a 120 millones de euros habiéndose obtenido un beneficio aproximado de 56 millones de euros

En Barcelona cabe destacar:

≠# Muntadas, edificio de 24.407 m² situado en el parque de negocios del aeropuerto de la ciudad, la ocupación del edificio es del 100%.

≠# Edificio de oficinas Prima Sant Cugat, un proyecto de 15.374 m² de oficinas de alta calidad, cuya construcción terminó en septiembre del año 2000.

≠# Edificio situado en el Paseo de Gracia 28, un edificio singular de 5 plantas y 35 plazas de garaje, con una superficie total de 3.212 m² sobre rasante.

≠# Edificio de oficinas en Diagonal, 605, con una superficie alquilable de 14.795 m² y 217 plazas de aparcamiento.

≠# Edificio de oficinas en Diagonal 514, con una superficie alquilable de 5.721 m² y 64 plazas de aparcamiento.

≠# En el ejercicio 2001 se ha adquirido edificio de oficinas de Paseo de Gracia, 56, con una superficie total de 8.212 m² y 32 plazas de aparcamiento.

Durante el ejercicio 2002, se ha puesto en explotación un edificio de oficinas en Arroyo de la Vega (Alcobendas-Madrid), con una superficie de 18.058 m² sobre rasante y 457 plazas de garaje, con una superficie de 11.100 m² y una planta de oficinas en la c/ Diagonal, 514 (Barcelona).

b) Arrendamiento de Centros Comerciales.-

La composición de la cartera de centros comerciales incluye:

- a) centro comercial situado en la Plaza de los Cubos de Madrid (calle de la Princesa, 3 y 5),
- b) centro comercial Larios en Málaga,
- c) centro comercial Porto Pí en Mallorca,
- d) centro comercial Los Fresnos (Gijón)
- e) centro comercial Parque Corredor y Centro Oeste (Madrid)
- f) centro comercial Parque Astur (Asturias)

g) centro comercial de Lakua (Vitoria)

A continuación se detallan las inversiones antes mencionadas en centros comerciales:

- ## El centro comercial Larios situado en Málaga (Avda. de la Aurora) obtuvo la oportuna licencia de apertura en 1996. Tiene una superficie construida de 59.000 m² con dos plantas destinadas a actividades comerciales y otras dos de aparcamiento, siendo titular de 21.546 m². Actualmente lo ocupan 153 tiendas, destacando la existencia de un hipermercado (Eroski) que tiene una superficie de 14.644 m².
- ## El Grupo posee 14.000 m² en el centro comercial Porto Pí situado en Palma de Mallorca. La superficie del referido centro comercial es de 53.000 m². Consta de dos plantas destinadas a la actividad comercial con 137 tiendas y otras dos plantas de aparcamiento. Posee un hipermercado (Carrefour) con 22.077 m² de superficie. También posee 4.157 m² de Las Terrazas.
- ## En julio de 2000 adquirió al grupo Mall el centro comercial Los Fresnos en Gijón de 18.000 metros cuadrados de superficie bruta alquilable y de otros 2.500 metros cuadrados correspondientes a 7 salas de cine. El centro comercial está situado en pleno centro urbano de Gijón entre la avenida del Llano y la calle del Río. Esta zona, dotada de excelentes infraestructuras, también tiene conexión con la autopista de acceso a la ronda de Avilés a Oviedo.
Los Fresnos tiene alrededor de 185 locales comerciales distribuidos entre cinco plantas (incluyendo la terraza) de las que la cuarta y quinta planta están destinadas, fundamentalmente, a ocio y restauración. El centro, que entró en explotación en 1992, tiene instalado un supermercado Carrefour. Además, cuenta con negocios en explotación de enseñas muy arraigadas en el mercado como Zara, Mango, Yves Rocher, Foot Locker y Viajes Halcón, entre otros.
El edificio, que destaca por su concepción arquitectónica vanguardista, cuenta con una superficie bruta alquilable de 35.000 metros cuadrados. La zona de influencia del centro se extiende a más de 500.000 habitantes y el número de visitantes anuales se eleva a 11 millones de personas.
- ## En Centro Oeste, 28 locales comerciales, con una superficie alquilable de 9.323 m². El centro, inaugurado en 1996, está situado en una zona residencial periférica de alto standing, 20 km. al oeste de Madrid y liderado por un hipermercado Carrefour de 17.000 m², El Corte Inglés, Zara y Cortefiel.
- ## En Parque Corredor, posee un total de 34.044 m² de superficie alquilable, distribuidos en 136 locales situados en la galería comercial. El centro, ubicado en un área residencial en plena expansión, da servicio a un área que cuenta con 1 millón de habitantes situados a menos de 20 minutos, y cuenta con "locomotoras" como un hipermercado Alcampo de 24.000 m², El Corte Inglés y numerosas cadenas comerciales nacionales. El centro está actualmente ocupado por completo.
- ## En el año 2000 se inauguró el centro comercial y de ocio Parque Astur en Avilés (Asturias), con 129 locales comerciales y una superficie alquilable de 75.000 m², de los que el Grupo Vallehermoso posee 58 locales con una superficie de 9.119 m².

≠# En el ejercicio 2001 se ha puesto en funcionamiento el centro comercial Lakua Centro ubicado en la Avenida Wellington, a aproximadamente 3 km. del centro de Vitoria y dispone de un parking con más de 500 plazas. La superficie total de Lakua Centro es de 32.500 m², de los cuales 12.410 m² son de S.B.A. (Superficie Bruta Alquilable). El centro comercial cuenta con aproximadamente 67 locales comerciales distribuidos en cuatro plantas, entre los que se encuentra un amplio supermercado Sabeco, un parque infantil y 9 salas de cine de la compañía Ster Cines.

c) Locales en calles comerciales

Durante el ejercicio 2001 Testa ha seguido consolidando su cartera de locales en calles comerciales en toda España.

≠# El centro comercial Plaza de los Cubos está situado en el centro de Madrid, en la calle Princesa, próximo a la Plaza de España. Obtuvo la licencia de apertura en 1973 y desde entonces se encuentra destinado a alquiler para el desarrollo de actividades comerciales y de ocio. En particular existen en la actualidad 21 tiendas y 4 cines con 21 salas. Tiene una planta baja y semisótano. Su superficie es de 16.206 m².

≠# Posee 11 locales comerciales en la Plaza de Castilla de Madrid frente al intercambiador de autobuses. La superficie total de los locales es de 2.127 m² destinados a distintas actividades comerciales.

≠# En Madrid (en Pavones Este) posee un conjunto de locales comerciales con una superficie total de 347 m² y un conjunto de locales comerciales en la zona de Valdebernardo, con una superficie total de 500 m².

≠# Asimismo, posee en Alcorcón (Madrid) una superficie de 956 m² destinada a locales comerciales.

d) Arrendamiento de Naves Industriales.-

Los factores claves que condicionan el mercado de alquiler industrial en España son los siguientes:

- ◆ Cartera fuertemente dirigida al sector logístico.
- ◆ Confianza creciente del inversor en el sector, tanto por parte de agentes locales como internacionales.
- ◆ Cambios estructurales y de negocio han creado nuevos perfiles de demanda.
- ◆ La demanda de unidades logísticas modernas aumenta paulatinamente.

Principales naves industriales:

≠# Una de las zonas que ha atraído más interés entre los demandantes de nuevos almacenes es Azuqueca de Henares (Guadalajara), con 125.916 m². El polígono, situado a 45 Km. al este de Madrid y a pie de la autovía N-II (Madrid-Barcelona),

ha atraído hasta ahora a numerosos operadores internacionales y locales, por ofrecer espacios de almacenaje mayores y de nueva construcción a menor coste, dotados con numerosos muelles y ubicados en un polígono de alta calidad, totalmente arrendado.

≠ Centro logístico en Guadalajara de 39.879 m² arrendado a Aitena. El arrendamiento de estos inmuebles está pactado por períodos largos de duración, totalmente arrendado.

≠ Nave en el polígono situado en la autovía N-II (Madrid-Barcelona) en Cabanillas del Campo (Guadalajara), destinada al almacenaje mayor, de nueva construcción, con una superficie de 58.445 m², alquilada en un 20%.

≠ Puerto Seco, S.L.I. situado en Azuqueca de Henares (Guadalajara), con una superficie de 27.592 m².

≠ Asimismo, Testa ha concluido las obras de reacondicionamiento del complejo logístico Coslada 1, de 28.186 m², situado en el principal polígono industrial de Madrid. En este mismo polígono, Testa finalizó las obras de edificación de Coslada III, promoción que comprende tres almacenes que totalizan 7.728 m², arrendados a Naga, Supermercados Sabeco (parte del grupo Auchan) y NCR, totalmente arrendado.

≠ En Barcelona, 1 nave en Llyca del Val con 14.909 m² alquilada a Benckiser, totalmente arrendada.

e) Arrendamiento de Viviendas.-

Durante el año 2001, la evolución positiva del mercado ha permitido el aumento de la actividad normal de arrendamientos de viviendas con mejores porcentajes de ocupación y renegociaciones de contratos. El incremento de la actividad de arrendamiento de viviendas ha sido debido a la incorporación de un nuevo edificio de 80 viviendas de VPO, alquiladas íntegramente al IVIMA, en el polígono de "Campo de Tiro" de Leganés(Madrid)

El régimen jurídico de los contratos de arrendamiento de viviendas es el siguiente:

Régimen jurídico del patrimonio en alquiler de viviendas del Grupo Vallehermoso			
	m²	Porcentaje sobre total m²	Unidades
Libre mercado	135.183	68,10	1.594
Indefinidos con revisión	17.695	8,91	169
LAU 1995 anteriores a abril 1985	45.623	22,99	359
Totales	198.501	100	2122
Vacios *	6.274	3,2	35

* De las 35 viviendas vacías, 17 (2.157 m²) están destinadas a venta.

La distribución geográfica del patrimonio de viviendas en alquiler del Grupo Vallehermoso es la siguiente:

Distribución geográfica de viviendas en arrendamiento a 31-12-2001	
Provincia	Viviendas (número de unidades)
Madrid	1.697
Sevilla	67
Toledo	103
San Sebastián	255
Total	2.122

f) Arrendamiento de Hoteles

≠# Hotel situado en Plaza de Castilla en Madrid, cuenta con 263 habitaciones y una superficie de 13.180 m².

≠# Hotel situado en la Av. de la Aurora en Málaga, cuenta con 136 habitaciones y una superficie de 6.000 m².

En el ejercicio 2002 se ha incorporado para su explotación el Hotel Word Trade Center en Barcelona, con una superficie de 20.030 m² sobre rasante. Un Hotel en Jerez de la Frontera, con una superficie de 4.637 m² sobre rasante y 97 plazas de garaje. Un Hotel en Mas Blau en Barcelona, con una superficie de 10.125 m² sobre rasante y 150 plazas de garaje.

A continuación se especifica el desglose por sectores del Patrimonio de Inmuebles en arrendamiento a 31 de diciembre de 2001.

Desglose del patrimonio en inmuebles a 31 de diciembre de 2001

CIUDAD	VIVIENDAS		OFICINAS (inquilinos)		COMERCIAL (Inquilinos)		INDUSTRIAL		PLAZAS GARAJE		HOTELES		TOTALES	
	M ²	UNIDADES	M ²	UNIDADES	M ²	UNIDADES	M ²	UNIDADES	M ²	UNIDADES	M ²	UNIDADES	M ²	UNIDADES
Madrid	162.360	1.697	261.480	84	61.703	205	35.914	15	197.708	6.811	13.180	1	732.345	8.813
Barcelona		0	74.388	96	120	1	14.909	1	35.721	1.226		0	125.138	1.324
Málaga		0		0	21.546	124		0		0	6.000	1	27.546	125
Sevilla	7.070	67		0		0		0	2.583	98		0	9.653	165
Palma de Mallorca		0		0	14.447	116		0		0		0	14.447	116
Asturias		0		0	29.278	115		0		0		0	29.278	115
Zaragoza		0		0		0	21.579	1		0		0	21.579	1
Toledo	10.327	103		0		0		0	2.864	103		0	13.191	206
San Sebastián	18.744	255		0		0		0	7.938	277		0	26.682	532
Vitoria		0		0	12.410	38		0		0		0	12.410	38
Guadalajara		0		0		0	125.916	1		0		0	125.916	1
TOTALES	198.501	2.122	335.868	180	139.504	599	198.318	18	246.814	8.515	19.180	2	1.138.185	11.436
%SUPERFICIE	17,4		29,5		12,3		17,4		21,7		1,7		100%	
INGRESOS (miles de euros)	VIVIENDAS		OFICINAS		COMERCIAL		INDUSTRIAL		PLAZAS GARAJE		HOTELES		TOTALES	
	MM	% TOTAL	MM	% TOTAL	MM	% TOTAL	MM	% TOTAL	MM	% TOTAL	MM	% TOTAL	MM	% TOTAL
	12.665	10,5	66.096	54,6	31.865	26,3	6.738	5,6	1.745	1,5	1.863	1,5	120.972	100
OCUPACIÓN	VIVIENDAS		OFICINAS		COMERCIAL		INDUSTRIAL		PLAZAS GARAJE		HOTELES		TOTALES	
	M ²	% TOTAL	M ²	% TOTAL	M ²	% TOTAL	M ²	% TOTAL	M ²	% TOTAL	M ²	% TOTAL	M ²	% TOTAL
SUPERFICIE	198.501		335.868		139.504		198.318		246.814		19.180		1.138.185	
ALQUILADA	192.227	96,8	328.793	97,9	131.655	94,4	151.562	76,4	234.331	94,9	19.180	100	1.057.748	92,9
VACIA	6.274	3,2	7.075	2,1	7849	5,6	46.756	23,6	12.483	5,1	0	0	80.437	7,1

ALQUILER	VIVIENDAS	OFICINAS	COMERCIAL	INDUSTRIAL	PLAZAS GARAJE	HOTELES	TOTALES
Bruto Mes	1.194.751	6.331.207	2.377.784	577.732	127.401	159.403	10.768.278

EUROS.M²/MES	VIVIENDAS	OFICINAS	COMERCIAL	INDUSTRIAL	PLAZAS GARAJE	HOTELES	TOTALES
Alquilado	6,22	19,26	18,06	3,81	1,99	12,09	12,22
Alquilable	6,02	18,85	17,04	2,91	1,99	12,09	11,27

B) Venta de Inmuebles.-

La calidad de los productos del Grupo Testa, que le permiten tener una oferta diferenciada como se ha señalado con anterioridad, obliga a la rotación de los inmuebles más maduros y menos atractivos.

Esos activos menos interesantes por madurez, rentabilidad y calidad van a ser sustituidos en un plan a cuatro años por inversiones más actuales en sectores que Testa considera estratégicos.

Así, se tiene previstas inversiones por un importe de unos 736.000 miles de euros que producirán unas rentas superiores a los 7.360 miles de euros, y con precomercializaciones importantes como Amena, Sema Group o Indra en oficinas y Hotusa o Tryp en Hoteles.

La óptima gestión del patrimonio del Grupo Vallehermoso con el objetivo de aumentar la rentabilidad y crear valor para sus accionistas, implica una política activa en la rotación y modernización del patrimonio. En este sentido la política del Grupo contempla la venta de inmuebles que hayan alcanzado la suficiente madurez y que son atractivos para inversores de manera que permitan materializar las plusvalías reales que tantas veces se reflejan en el ámbito teórico en estos productos.

A continuación se muestran las cifras relativas a las ventas de activos en alquiler de Testa producidas durante los tres últimos ejercicios:

	2001	2000	1999
Venta	181.223	41.951	28.867
Coste	98.265	22.094	15.248
Beneficio	82.958	19.857	14.346

Durante el año 2001 se han producido ventas de activos por un precio de venta de 181.223 miles de euros con una plusvalía de 82.958 miles de euros, generando un beneficio entorno al 46%.

Las principales ventas efectuadas para generar estos resultados se componen de:

- ## Un total de 250 viviendas (57 en Madrid, 65 en Villa Olímpica de Barcelona y 128 en la Ciudad Expo de Sevilla).
- ## El edificio de oficinas situado en Paseo Calvo Sotelo 19 (Santander) de 3.194 m² s/r.
- ## El centro comercial de Serrano 47 junto con los locales comerciales del edificio de oficinas de Castellana 83-85, dentro de una amplia operación con una importante firma de distribución en la que se incluía también la venta de un centro comercial en Avilés que estaba en construcción y la revisión de los contratos de alquiler de oficinas en el edificio de 16.000 m² s/r, situado en Travesía de Costa Brava 2 en Mirasierra.

- ≠# El edificio de 3.000 m² s/r de oficinas (TR-2) situado en la zona de Mirasierra.
- ≠# Un centro comercial de 2.681 m² s/r situado en la urbanización promovida por Vallehermoso, S.A. en Somosaguas.
- ≠# Un conjunto de 10 naves industriales (4.023 m² s/r) en Barcelona.
- ≠# El edificio "Oasis" de oficinas (11.626 m² s/r) situado en el Km. 11 de la carretera de La Coruña.

En total se han vendido aproximadamente 122.500 m², de los cuales 33.000 corresponden a viviendas, 20.000 a centros comerciales, 20.000 a oficinas, 14.000 a locales comerciales y 10.000 a naves industriales. Los 25.000 m² restantes corresponden a los aparcamientos de los edificios vendidos.

El conjunto de las ventas efectuadas ha representado una reducción de ingresos netos de alquiler, durante el año 2001, de 4.610 miles de euros aproximadamente, que en términos anualizados se eleva a 9.800 miles de euros.

Es significativo observar que la compañía ha vendido activos por 180.000 miles de euros con pérdidas de ingresos netos anuales de alquiler de 9.800 miles de euros, y con una rentabilidad del 5,4% y al mismo tiempo ha incorporado nuevos activos por 165.300 miles de euros, con ingresos netos anuales de alquiler de 13.500 miles de euros, con una rentabilidad del 8,2%.

C) Expansión internacional.-

El Grupo Vallehermoso desarrolla su actividad internacional, solamente, a través de su filial Testa.

Lusivial, S.A. Esta es una empresa inmobiliaria portuguesa en la que Vallehermoso participa con un 49%. Ha promovido un edificio de 11.700 m² de oficinas, 1.200 m² de locales comerciales y 367 plazas de aparcamiento situado en el número 145 de la Avenida da Liberdade, próximo a la plaza del Marqués de Pombal. Esta zona es reconocida como un centro empresarial de Lisboa. Posee un diseño vanguardista y una avanzada tecnología en sus instalaciones. El inmueble tiene un grado de ocupación del 100%.

Debido a las condiciones favorables en el mercado de oficinas y locales de Lisboa, se han vendido a particulares, empresas y Fondos de Inversión Inmobiliarios portugueses: oficinas, equivalentes al 58% del total; locales, equivalentes al 32% del total, y 122 plazas de garaje, equivalentes al 33% del total.

Otras inversiones extranjeras:

Maag Holdings, AG: Es una compañía inmobiliaria suiza que cotiza en la bolsa de Zurich en la que la compañía participa en un 20,23%. La cartera que posee, que

engloba edificios con una superficie total de mas de 350.000 m² y mas de 2.900 plazas de garaje, se encuentra repartida por toda Suiza y la mayor parte de sus ingresos por arrendamiento se generan en el triángulo urbano Zurich-Basilea-Berna, no se incorpora para consolidación, estando prevista la venta de la participación.

D) Sociedad de Inversión Inmobiliaria

El Grupo Vallehermoso ha sido pionero en España en la constitución durante el año 2001 de la primera sociedad de inversión inmobiliaria denominada Vallehermoso Patrimonio SII, SAU (filial al 100% de Testa) que persigue compatibilizar el objetivo de obtención de un tratamiento fiscal favorable (cuota del 1% en el Impuesto de Sociedades, manteniendo los coeficientes de inversión en viviendas exigidos en la normativa) con la promoción activa de una política de alquiler de viviendas que contribuya a satisfacer las necesidades que demanda la sociedad española.

El plan de inversiones se orienta a nuevos y futuros proyectos inmobiliarios y pretende que en el plazo de tres años la sociedad alcance un patrimonio de 60 millones de euros.

E) Fondo de Inversión Inmobiliario

Continúa el desarrollo del Fondo de Inversión Inmobiliario que el Grupo Vallehermoso comercializa y administra para la Sociedad Gestora Santander Central Hispano Activos Inmobiliarios, S.A.

Los servicios que se prestan a este fondo de inversión inmobiliario se centran en el asesoramiento de inversiones, comercialización y administración de los inmuebles (a través de Testa Inmuebles en Renta, S.A.), el asesoramiento técnico y jurídico (Vallehermoso, S.A.) y el mantenimiento integral de los inmuebles (INTEGRA MGSI, S.A.)

Durante el año 2001, el Fondo Inmobiliario ha alcanzado la cifra de activo de 827,6 millones de euros, lo que representa un incremento del 38,9% con respecto al año 2000. Estos datos consolidan a este Fondo como el mayor y el más activo de los existentes en España. La rentabilidad para los partícipes ha sido del 7,25%.

La vivienda constituye un 47% del activo inmobiliario y un 26,32% del total, ascendiendo el número de partícipes a más de 38.000.

Tanto la satisfactoria rentabilidad obtenida (13,73% acumulada en los dos últimos años) como la rentabilidad contenida de los activos monetarios sin riesgo, consecuencia de los bajos tipos de interés, hacen suponer que el crecimiento de este fondo continuará en niveles similares a los dos años anteriores.

IV.2.1.2 ACTIVIDAD PROMOTORA: (VALLEHERMOSO DIVISION PROMOCION, S.A.U.-

Como se ha señalado, la actividad promotora, tras el proceso de filialización llevado a cabo en el año 2000, la desarrolla actualmente Vallehermoso a través de su filial **Vallehermoso División Promoción, S.A.U**, sociedad constituida el 31 de octubre de 2000.

Esta actividad se desarrolla mediante compra-venta de edificaciones (viviendas, oficinas, locales, centros comerciales, garajes, etc.) construidos por empresas constructoras subcontratadas por Vallehermoso División Promoción, S.A.U., compra-venta de suelo, etc.

El desglose de estas ventas contabilizadas a nivel consolidado es como sigue:

GRUPO CONSOLIDADO			
Miles de euros	2001	2000	1999
Desglose de las ventas			
Ventas de promociones, de compromisos anteriores	255.148	165.032	73.564
Ventas de promociones, de compromiso propio año	318.121	221.719	179.378
Total (*)	573.269	386.751	252.942

Miles de euros	2001	2000	1999
Desglose de los costes			
De ventas	409.921	273.069	180.682

Miles de euros	2001	2000	1999
Resultados brutos de ventas			
De ventas	163.343	113.682	72.260
Total	163.343	113.682	72.260
Margen	28%	29%	28%
Viviendas vendidas nueva producción (unidades)	3.039	2.034	1.647
Total	3.039	2.034	1.647

Factores de riesgo y su gestión.-

Vallehermoso División Promoción, no asume el riesgo derivado de las actividades de construcción al no ser una empresa constructora. El riesgo derivado de la actividad de construcción se limita al compromiso de finalización en el plazo convenido de la totalidad de las viviendas de cada promoción, al haber asumido una obligación formal con los compradores de las viviendas, garantizándose este compromiso mediante avales de afianzamiento.

Los factores de riesgo que afectan a la actividad promotora son los siguientes:

- Que afectan a la DEMANDA

≠# Los derivados de inestabilidad o de alteración del ciclo económico tales como subidas significativas de tipos de interés, pérdida de confianza de las

economías familiares en la evolución de la economía, proceso de destrucción de empleo, nivel de actividad de la economía.

En ciclos temporales largos la discontinuidad de la base demográfica de la población en edad para acceder a la compra de vivienda.

- Que afectan a la OFERTA

El poco eficiente mercado del suelo que incorpora incertidumbre en los costes y en la disponibilidad del elemento básico en la promoción inmobiliaria.

No obstante, la previsible estabilidad del ciclo económico en España, el potencial de crecimiento con diferencial positivo respecto a la media de la Unión Europea y el proceso de previsible creación de empleo, en un escenario macroeconómico de fuerte saneamiento presupuestario, hace pensar en un alentador ritmo de persistencia de la demanda que potencialmente existe en España y que se verá reforzada por el crecimiento de la riqueza de las familias y por los flujos migratorios de otros países hacia España.

Las medidas que se adoptan para la reducción del riesgo en la actividad de promoción son:

- reducción del tamaño de los solares adquiridos y de las fases dentro de cada promoción.
- incremento de diversificación geográfica y del tipo de producto de las promociones.

Circuito Económico de la Actividad de Promoción.-

El circuito económico de la actividad promotora puede resumirse en los siguientes pasos:

1. Estudio de la compra de suelo, basado en estudios técnicos, financieros y comerciales.
2. Gestión urbanística del suelo.
3. Desarrollo Técnico, Proyectos, Concurso y adjudicación de Obra.
4. Inicio del proceso de comercialización y ejecución de la promoción.
5. Seguimiento, control y cierre de la promoción.
6. Escrituración y entrega de viviendas.

Promociones iniciadas.-

En el ejercicio 2001, se iniciaron promociones que suponen 640.952 m² construidos y 3.795 viviendas. Comparando esta situación con la del año 2000 se produce un aumento del 12% y del 16,3%, respectivamente.

Delegación	2001			2000			1999		
	Miles de euros	M/2	Unidades	Miles de euros	M/2	Unidades	Miles de euros	M/2	Unidades
Andalucía	142.829	128.205	720	82.086	87.320	569	80.848	95.141	549
Cataluña	113.685	86.600	585	105.093	93.465	581	113.754	83.028	529
Centro	159.140	129.045	715	231.804	177.782	880	176.289	167.589	876
Expansión	161.754	124.279	759	146.731	64.586	289	0	0	0
Levante	97.503	101.037	545	45.070	56.757	337	24.113	37.481	212
Norte	78.077	71.786	471	101.018	92.334	607	71.929	78.611	602
Totales	752.988	640.952	3.795	711.802	572.244	3263	466.933	461.850	2.768

El volumen total de ventas comprometidas alcanzado en 1999 ascendió a 386.433 miles de euros, con un incremento del 42,1% sobre el obtenido el año anterior. En el ejercicio 2000, el volumen total de ventas comprometidas ascendió a 584.490 miles de euros, con un incremento del 51,25% sobre el obtenido el año anterior. Por lo que respecta al ejercicio 2001, el volumen total de ventas comprometidas ascendió a 667.300 miles de euros, con un incremento del 14,17% sobre el obtenido el año anterior.

De esta última cifra, se han trasladado a la Cuenta de Resultados 255.148 miles de euros, correspondientes a las promociones terminadas y entregadas a clientes, y 412.152 miles de euros a la cuenta de Anticipos de Clientes. El número de viviendas vendidas ascendió en el ejercicio 2001 a 3.249 , con un incremento del 5,25% sobre el año anterior.

Promociones terminadas:

Durante el ejercicio 2001, se terminaron promociones con un total de 559.039 m² construidos y 3.173 viviendas. Estas cifras son superiores a las de 2000 en un 59% en cuanto a los metros cuadrados construidos y en un 49% en cuanto al número de viviendas.

A continuación se detallan los datos citados anteriormente por Direcciones Regionales.

	m²	Viviendas
Andalucía	73.370	402
Cataluña	72.159	462
Centro	176.696	868
Levante	73.450	421
Norte	111.033	744
Expansión	52.331	276
Total	559.039	3.173

El desglose de las promociones terminadas durante los años 2001, 2000 y 1999 es el siguiente:

Delegación	2001			2000			1999		
	Miles de euros	M/2	Unidades	Miles de euros	M/2	Unidades	Miles de euros	M/2	Unidades
Andalucía	64.221	73.370	402	73.600	77.376	459	39.619	58.510	389
Cataluña	80.358	72.159	462	25.321	25.362	191	65.528	65.194	443
Centro	199.189	176.696	868	178531	152.094	815	49.686	52.693	307
Expansión	70.614	52.331	276	16.474	10.031	100	0	0	0
Levante	56.895	73.450	421	26.210	39.142	230	12.874	22.466	153
Norte	121.372	111.033	744	38.964	47.709	333	42.516	48.262	319
Totales	592.649	559.039	3.173	359.100	351.714	2.128	210.223	247.125	1.611

Ventas realizadas.-

El desglose de las ventas realizadas, en los ejercicios 2001, 2000 y 1999 por delegaciones es el que se expresa a continuación:

Delegación	2001			2000			1999		
	Miles de euros	M/2	Unidades	Miles de euros	M/2	Unidades	Miles de euros	M/2	Unidades
Andalucía	72.759	81.335	432	62.613	65.176	417	40.045	60.334	388
Cataluña	78.294	67.917	454	25.417	29.223	168	65.546	72.477	440
Centro	210.426	175.957	889	181.758	128.593	781	88.036	57.894	332
Expansión	46.001	33.463	179	16.900	18.161	121	1.911	478	1
Levante	55.461	74.066	421	51.417	37.522	229	14.785	27.260	163
Norte	110.328	95.382	664	48.646	55.546	318	42.618	52.014	323
Total	573.269	528.120	3.039	386.751	334.221	2.034	252.942	270.457	1647

Gestión urbanística.-

Una de las fortalezas estratégicas de Vallehermoso División Promoción la constituye la reserva de suelo disponible para su desarrollo futuro. A final del año 2001 la reserva de suelo y de producto se elevaba a 2.727.616 m². Dicha reserva de suelo protege al grupo de forma razonable ante posibles situaciones negativas del mercado inmobiliario dada su buena calidad por localización y coste.

	2001	2000	1999
Reserva de suelo y producto (m ²)	2.727.616	2.253.261	2.254.140

El uso previsible de la citada reserva de suelo y producto es el siguiente: 89,35% residencial, 6,15% comercial, 3,5% industrial y 1% oficinas.

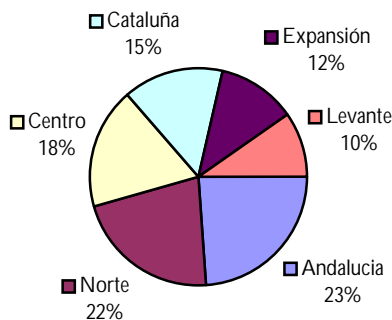
El 33% de la reserva de suelo y producto de carácter residencial está concentrado en dos regiones, Madrid y Cataluña estando el otro 67% ubicado en Andalucía, Levante Pais Vasco, Cantabria, Aragón La Rioja, Galicia, Asturias, Castilla La Mancha, Tenerife, Baleares, Murcia y Castilla León

No obstante al volumen actual de reserva de suelo, el Grupo Vallehermoso seguirá adquiriendo terrenos para desarrollar nuevos proyectos, ampliando su presencia en diversas ciudades, para aumentar significativamente su cuota de mercado.

La distribución geográfica de las promociones en curso, se localizan en las siguientes regiones:

Centro:	Madrid, Pozuelo de Alarcón, Alcobendas, Leganés y Valdemoro, Majadahonda, Las Rozas, Fuenlabrada, Toledo, Ciudad Real, Valladolid, Salamanca, Avila y Segovia.
Andalucía:	Sevilla, Málaga, San Pedro de Alcántara, Jerez de la Frontera, Puerto de Santa María, Córdoba, Granada y Cádiz
Cataluña:	Barcelona, Mataró, Mollet del Vallés y Tarragona, Salou y Lerida.
Levante:	Valencia, Alicante, Castellón, Murcia y Albacete
Norte:	Bilbao, Santander, (Castro Urdiales), Zaragoza (Calatayud) Oviedo, Gijon, A Coruña, León, Logroño y Burgos.
Canarias:	Palma de Mallorca, Tenerife

RESERVA DE SUELO Y PRODUCTO (USO RESIDENCIAL)



IV.2.1.3ACTIVIDAD DE SERVICIOS: (VALORIZA, S.L.U.)

Descripción general

Durante 2001, Vallehermoso ha seguido impulsando la actividad de servicios. Tras el proceso de filialización llevado a cabo por la Sociedad durante el año 2000, la actividad de servicios la desarrolla Vallehermoso a través de su filial **Valoriza, S.L.U**

Los resultados de la Actividad de Servicios, durante los ejercicios 2001, 2000 y 1999 han sido los siguientes:

	2001	2000	1999
Miles de euros			
Ingresos	32.268	24.822	19.869
Gastos	26.847	19.737	15.789
Resultado en servicios	5.421	5.085	4.080

Las sociedades que forman parte del Grupo Valoriza, S.L.U., son las que se detallan a continuación:

Sociedades participadas	Tipo de servicios que presta	Particip.	Capital social (Miles euros)	Facturac.	Fecha constitución
Valoriza, S.L.U	Tenencia de participaciones	100%	588,9	-	31-10-2000
Valleágora, S.A.	Explotación centros comerciales	100%	60,1	2.773	26-7-1991
Erantos, S.A.	Gestión cooperativas viviendas	100%	150,3	811	02-02-1996
Integra, MGSI, S.A	Conservación / Mantenimiento	46,25%	472,5	62.631	12-12-1990
Vallehermoso Telecom., S.A.	Telecomunicaciones	75%	1.202,0	532	23-03-2000
Adisa	Servicios para la construcción	10%	350,5	-	02-06-1962
Euroresidencias Gestión, S.A.	Gestión residencias para la tercera edad	30%	4.713,5	319	21-07-1998
Comunicaciones Avirón, S.A.	Telecomunicaciones	18,67%	830,2	-	12-01-1999
M Capital	Tenencia de participaciones	6,29%	1.792,2	-	29-03-1989
Habitat Network, S.A.		10%	383,0	183	15-03-2000
Buildcom España, S.A.(1)		9,09%	1.100,1	-	25-09-2000

(1) Esta sociedad en el ejercicio 2002, ha pasado a depender directamente de Vallehermoso, S.A.

Sociedades más significativas

A continuación se analizan las empresas más características que componen este Grupo.

Integra MGSI, S.A.

Sergesa se ha fusionado con otra empresa de servicios a inmuebles: Mantenimiento Integrado y Mejora, S.A. (MYM), perteneciente al Grupo Dragados, la sociedad resultante denominada: Integra MGSI, S.A. ha seguido demostrando en 2001 una capacidad sostenida de crecimiento.

La apuesta por la innovación en esta sociedad ha pasado por la incorporación de servicios tales como los de Imagen y Publicidad (Imagen Corporativa, Páginas Web, Presentaciones Multimedia), Telemantenimiento (mantenimiento de edificios a distancia) o Gestión Integral del Equipamiento (inventario, mudanzas y mantenimiento de mobiliario de oficinas).

Dentro de su política de diversificación y crecimiento, durante el año 2001 ha tomado una participación (70%) en BUROSOFT, SISTEMAS DE INFORMACIÓN, S.L., empresa dedicada a la prestación de servicios relacionados con las tecnologías de la información.

Muchas de las más importantes empresas privadas y organismos públicos del país han confiado a Integra la gestión y el mantenimiento de sus edificios e inmuebles.

Integra, cuenta con unas ventas, al cierre de 2001, de 62.631 miles de euros, y una estructura de capital de un 46,25% de Valoriza, S.L.U. otro 46,25% de Dragados y un 7,50% del Grupo EP.

El desglose de los resultados es el siguiente:

	2001	2000	1999*
Miles de euros:			
Ingresos	62.631	50.504	22.688
Resultados netos	1.185	983	871

* Cifras correspondientes a Sergesa, S.A. antes de la fusión con MYM.

Integra apuesta por la calidad real de servicio (la satisfacción del cliente), el desarrollo de nuevos productos de alto valor añadido y la expansión geográfica, tanto dentro como fuera del territorio nacional.

Valleágora, S.A.

Esta Sociedad se dedica a la explotación de centros comerciales.

El desglose de los resultados es el siguiente:

	2001	2000	1999
Miles de euros:			
Ingresos	2.773	2.288	1.611
Resultados netos	620	443	301

Los Centros Comerciales de Porto Pí (Palma de Mallorca), Larios (Málaga), Sociedad Azucarera Larios (Vélez Málaga) y Lakua (Vitoria), han llevado su nivel de ocupación al 100% . El Centro Comercial de Los Fresnos en Gijón ha alcanzado un nivel de ocupación del 80%

Al inicio del ejercicio 2002 se ha incorporado la comercialización de Parque Corredor en Torrejón de Ardoz y Centro Oeste en Majadahonda.

Los ingresos de Valleágora en el ejercicio 2001 han crecido en un 21%, lo que ha permitido incrementar los resultados en un 40% respecto a 2000.

Erantos, S.A.

Valoriza, ha continuado su actividad en el sector de la gestión de promociones en Régimen de Comunidad a través de su filial Erantos en la que participa con un 100%.

Recientemente ha iniciado un proceso de especialización hacia el sector de la vivienda protegida, mediante la constitución y gestión de Sociedades Cooperativas

de Viviendas. Para ello, Erantos se ha presentado y continuará haciéndolo en los próximos meses a concursos de suelo para este tipo de viviendas en los distintos municipios de la Comunidad de Madrid.

En el año 2001, la facturación de Erantos, S.A. se ha incrementado en relación con el año anterior, en un 14%.

El desglose de los resultados es el siguiente:

	2001	2000	1999
Miles de euros:			
Ingresos	811	712	649
Resultados netos	217	239	234

Se ha iniciado una comunidad en la zona de Arroyo de Meaques en Pozuelo de Alarcón - Madrid y ha sido adjudicada una parcela para 48 viviendas protegidas en el Sector Valdelasfuentes (Alcobendas-Madrid) en un concurso al que se presentaron más de cien ofertas para cada parcela.

También se ha iniciado la segunda fase de la Comunidad de Residencial Oasis II (56 viviendas en la Ciudad Jardín Loranca en Fuenlabrada.Madrid), asimismo se ha iniciado la Comunidad situada al final de la Av. de la Albufera en Madrid (70 viviendas).

Vallehermoso Telecom, S.A.

Sociedad del Sector de Telecomunicaciones, constituida en el año 2000, con una participación de Vallehermoso, S.A. del 75% del capital social.

Los servicios ofertados en el ejercicio 2001 han sido los siguientes:

- ## Reventa de Telefonía Fija Directa.
- ## Reventa de Telefonía Fija Indirecta.
- ## Distribuidor de Telefonía Móvil
- ## Reventa de Servicio de Seguridad.
- ## Reventa de paquetes de programación de Televisión.

En breve plazo ofrecerá los servicios de acceso a Internet, así como una plataforma de servicios para el usuario.

El desglose de los resultados es el siguiente:

	2001	2000
Miles de euros:		
Ingresos	532	47
Resultados netos	(1.339)	(525)

IV.2.2 DESCRIPCIÓN DE LOS PRINCIPALES “INPUTS” QUE CONFORMAN LOS COSTES, SERVICIOS O LÍNEAS DE ACTIVIDAD.

IV.2.2.1 Variación de ingresos, costes y resultados: efecto volumen y precio por actividades

Grupo Vallehermoso

A continuación, se hace una descripción de en qué medida ha incidido el incremento del precio por metro cuadrado en el aumento de metros cuadrados en el volumen de ingresos por ventas comprometidas, en la actividad promotora del Grupo Vallehermoso, en el transcurso de los ejercicios 1999, 2000 y 2001

Delegación	2001			2000			1999		
	Miles de euros	M/2	€/m ²	Miles de euros	M/2	€/m ²	Miles de euros	M/2	€/m ²
Andalucía	107.021	107.385	997	84.749	115.357	735	60.720	65.787	923
Cataluña	111.955	78.817	1.420	102.376	73.188	1.399	58.773	62.345	943
Centro	198.130	149.917	1.322	212.428	182.226	1.166	147.825	113.512	1.302
Expansión *	67.313	51.584	1.305	47.209	35.866	1.316	10.422	6.257	1.666
Levante	82.855	83.343	994	55.342	68.927	803	52.595	57.869	909
Norte	100.026	84.635	1.182	82.386	68.634	1.200	56.098	67.165	835
Totales	667.300	555.681	1.201	584.490	544.198	1.074	386.433	372.935	1.036

* Expansión engloba promociones de Galicia, Canarias y Baleares.

De las cifras anteriores se desprende que el incremento del precio del m² durante el año 2001 en venta de promociones ha supuesto un 11,8% con respecto al año 2000.

El saldo a 31 de diciembre de 2001 de compromisos contraídos con clientes, cuya contabilización en la cuenta de resultados se hará en ejercicios próximos, asciende a 537.348 miles de euros.

Por lo que respecta a la incidencia del efecto precio y el efecto volumen en la actividad de arrendamiento del Grupo Vallehermoso, este se muestra en el siguiente cuadro:

RENTAS POR M²/MES DEL GRUPO VALLEHERMOSO

Sector	2001		2000	
	M ² Sup/ Media ocupada	Renta Media €/m ²	M ² Sup/ Media ocupada	Renta Media €/m ²
Viviendas	188.425	5,58	200.463	5,05
Oficinas	317.621	17,21	183.312	13,10
Locales	38.071	11,09	61.258	10,60

Sector				
Centros Comerciales	117.524	19,07	46.066	17,50
Industrial	148.311	3,79	22.188	4,13
Hoteles	18.827	7,93	18.579	7,36
Plazas	174.421	0,85	220.736	0,90
TOTAL	108.200	99	72.612	721

El incremento de la superficie media ocupada con respecto al año 2000, ha sido de un 33,3 %.

El incremento medio de la renta/mes con respecto al año 2000 ha sido de un 38%

IV.2.2.2 Variación de los gastos generales y financieros: explicación analítica de los más significativos. Gastos financieros.

Grupo Vallehermoso

A continuación se muestra la composición de los gastos generales del Grupo Vallehermoso en los ejercicios 2001, 2000 y 1999:

Miles de euros

CONCEPTO	31/12/2001	31/12/2000	31/12/1999
Gastos de personal	24.708	19.996	15.993
Tributos	968	1.923	1.845
Trabajos, Suministros y Servicios exteriores	13.835	5.632	2.783
Gastos diversos	5.042	3.648	3.522
TOTAL	44.553	31.199	24.143

Análisis de variaciones de las principales partidas de gastos:

- Gastos de personal

El incremento de los gastos de personal es consecuencia del aumento de la plantilla durante dichos ejercicios; en concreto, la plantilla media pasó de 688 personas en 2000 a 721 en el año 2001, consecuencia de la mayor implantación geográfica en la actividad de Promoción, del desarrollo de nuevas actividades de Servicios y de la incorporación de la antigua Prima Inmobiliaria al Grupo Vallehermoso.

- Tributos

Los tributos corresponden principalmente al IVA soportado no deducible como consecuencia de la aplicación de la regla de Prorrata.

- Trabajos y suministros exteriores

La cifra de trabajos y suministros exteriores corresponde a gastos por servicios contratados a profesionales externos, arquitectos, abogados, seguros, consultorías, etc. y otros conceptos de su propia naturaleza.

- Gastos diversos

Corresponden a gastos de publicidad y relaciones públicas, así como a gastos de viaje, material de oficina, cuotas y otros gastos varios.

- Resultados financieros

	Años		
	2001	2000	1999
Resultados financieros *	78.360	27.785	16.083

* Según contabilidad analítica

Por lo que se refiere a la actividad financiera, la materialización de la OPA sobre Prima Inmobiliaria, el desarrollo del amplio plan de inversiones materializado en activos para alquiler, el fuerte programa de compra de suelo para promociones a desarrollar, el efecto de la climatología en la fecha de terminación de alguna promoción y la incorporación de la deuda financiera procedente de la antigua Prima Inmobiliaria, han determinado el nivel de endeudamiento financiero neto del Grupo Vallehermoso que, a 31 de diciembre, se situaba en 1.452.730 miles de euros.

El incremento del endeudamiento retribuido medio en un 143%, parcialmente compensado por la reducción del coste medio en 1,6%, es la principal causa del aumento de los costes financieros netos en un 182% respecto a 2000. La cobertura de los intereses de la deuda con cash-flow operativo antes de impuestos presenta un valor de 3,7 veces y los costes financieros netos representan el 22,5% del cash-flow directo en operaciones

La favorable evolución de los resultados operativos ha absorbido y superado ampliamente el efecto del aumento de los costes financieros netos y de los gastos generales, generando un excedente de explotación, antes de dotaciones a provisiones y de resultados extraordinarios, superior en un 70,3% al del año precedente.

IV.2.2.3 Cuenta de resultados analítica y balance de situación: estructura y evolución

Grupo Vallehermoso

	2001	%	2000	%	1999	%
Actividad de venta de promociones						
Ventas	573.768		386.751		252.942	
Costes	(410.383)		(273.070)		(180.682)	
Resultado en ventas	163.385	49%	113.681	63%	72.260	28%
Actividad de venta de activos fijos						
Ventas	168.969		41.950		28.867	
Costes	(87.634)		(22.093)		(15.248)	
Resultados en ventas	81.335	25%	19.857	11%	13.619	11%
Actividad de arrendamiento						
Ingresos	120.269		65.360		56.514	
Costes	(23.397)		(16.107)		(15.783)	
Amortizaciones	(16.985)		(8.342)		(7.615)	
Resultado en arrendamiento	79.887	24%	40.911	23%	33.116	23%
Actividad de servicios						
Ingresos	30.531		24.822		19.869	
Gastos	(23.782)		(19.737)		(15.788)	
Resultado en servicios	6.749	2%	5.085	3%	4.081	3%
Total resultados actividades	331.356	100%	179.534	100%	123.075	100%
Resultados financieros	(78.360)	23,6%	(27.785)	(15,4%)	(16.083)	(15,4%)
Ingresos varios	2.488	0,8%	1.545	(0,8%)	2.494	(0,8%)
Gastos generales	(44.553)	13,4%	(31.198)	(17,3%)	(24.143)	(17,3%)
Amortizaciones	(4.063)	1,2%	(589)	(0,3%)	(1.833)	(0,3%)
Resultados de explotación	206.868	62,4%	121.507	67,7%	83.510	67,7%
Dividendos	607	0,2%	18	0,01%	6	0,01%
Resultados sociedades p.equivalencia	(25.020)	7,5%	(2.050)	(1,14%)	54	(1,14%)
Provisiones	(2.404)	0,7%	2.254	1,3%	(3.840)	1,3%
Resultado cartera valores	(144)	0,01	102	0,05%	(1.400)	0,05%
Resultado total (A.D.I.)	179.907	54,3%	121.831	67,9%	78.330	67,9%
Impuesto de Sociedades	(38.404)	11,6%	(41.518)	(23,1%)	(27.641)	(23,1%)
Resultado total (D.D.I.)	141.503	42,7%	80.313	44,7%	50.689	44,7%
Atribuible a intereses minoritarios	525	0,2%	162	0,09%	505	0,09%
Atribuible a Vallehermoso	140.978	42,5%	80.151	44,6%	50.184	44,6%
CASH-FLOW (D.D.I)	193.550	58,4%	89.767	50%	60.883	50%

Las principales magnitudes del balance consolidado del Grupo Vallehermoso de los ejercicios 2001, 200 y 199 son las siguientes:

Miles de euros

	2001	%	2000	%	1999	%
Inmovilizado	1.652.529	53,0	788.666	42,1	643.323	45,4
Activo circulante	1.454.288	46,6	1.075.186	57,5	765.563	54,0
Gastos a distribuir	12.579	0,4	6.846	0,4	9.238	0,6
Total Activo	3.119.396	100,0	1.870.698	100,0	1.418.124	100,0
Fondos propios	901.262	28,9	651.131	34,8	609.006	43,0
Socios externos	5.914	0,2	2.741	0,1	2.753	0,2
Diferencias negativas de consolidación	601	0	601	0,0	601	-
Ingresos a distribuir en varios ejercicios	11.037	0,4	4.399	0,2	1.178	0,1
Provisiones para riesgos y gastos	31.203	0,1	18.776	1,0	17.129	1,2
Total acreedores a largo plazo	1.222.078	39,2	592.189	31,7	442.742	31,2
Total acreedores a corto plazo	947.301	30,2	600.861	32,2	344.715	24,3
Total Pasivo	3.119.396	100,0	1.870.698	100,0	1.418.124	100,0

IV.2.2.4 Rentabilidad y solvencia: explicación analítica

IV2.2.4.1 Magnitudes económicas y físicas

Grupo Vallehermoso

Datos más característicos de los ejercicios 2001, 2000 y 1999 del Grupo Vallehermoso son los siguientes:

Miles de euros

	2001	%	2000	%	1999
1. Magnitudes Económicas					
Beneficio neto atribuible	140.978	75,9	80.153	59,7	50.185
Cash-Flow	193.550	115,6	89.767	47,4	60.883
Ventas	742.737	73,3	428.702	52,1	281.809
Ingresos por alquileres	120.269	84,0	65.360	15,7	56.513
Ingresos por servicios	30.531	23,0	24.822	24,9	19.869
Inversión en activo inmovilizado	466.211	228,3	142.019	259,1	39.553
Compra de suelo	355.619	88,8	188.351	10,0	171.294
Recursos propios	901.262	38,4	651.131	6,9	609.006
Endeudamiento financiero	1.452.730	102,3	718.167	56,9	457.815
Activo inmovilizado neto	1.665.110	109,3	795.514	21,9	652.567
Beneficio por acción (euros)	0,96	55,1	0,62	59,7	0,39
Cash-Flow por acción (euros)	1,32	89,3	0,70	47,4	0,47
Dividendo por acción (euros)	0,25	25,0	0,20	25,0	0,16
Capitalización bursátil	1.081.801	29,4	836.328	(7,1)	900.860
2. Magnitudes Físicas					
Viviendas vendidas de nuevas					
Promociones (unidades)	3.249	5,2	3.087	48,0	2.086
Superficie en alquiler (m ²)	1.048.878	38,6	757.009	(1,7)	770.350
Plantilla a 31 de diciembre	676	(7,0)	727	38,0	527
Reserva de suelo y producto (m ²)	2.727.616	21,1	2.253.261	0,0	2.254.140
(%) variación s/año anterior					

IV.2.2.4.2 Relación entre magnitudes:

Estructura Financiera %

CONCEPTO	2001 %	2000 %	1999 %
Recursos propios	28,9	34,8	43,2
Recursos ajenos a largo plazo	40,7	33,1	34,6
Recursos permanentes	69,6	67,9	77,8
Recurso ajenos a corto plazo	30,4	32,1	22,2
Total Pasivo	100,0	100,0	100,0
Fondo de maniobra (miles de euros)	566.984	474.319	450.771
% /Activo circulante	34,9	44,1	58,9

Evolución de ratios %:

Resultados/capital medio:

Antes de impuestos	122,25	94,40	60,69
Después de impuestos	95,48	62,23	39,28

Resultados/recursos propios:

Antes de impuestos	19,96	18,71	12,86
Después de impuestos	15,70	12,33	8,32

Reservas/capital:

Antes de la distribución de resultados	355,93	322,59	326,45
Después de la distribución de resultados	386,25	384,70	365,33

IV.2.3 PRINCIPALES CENTROS COMERCIALES, INDUSTRIALES O DE SERVICIOS.

El Grupo Vallehermoso desarrolla la mayor parte de su actividad en España, estando estructurada su organización en cinco Direcciones Regionales: Centro, Andalucía, Cataluña, Norte y Levante, situando sus delegaciones en las siguientes ciudades:

Madrid: Ps. de la Castellana, 83-85- 28046 Madrid

A Coruña: Av. de Rubine, 6, bis – 2º Dcha. – 15004 A Coruña

Alicante: Reyes Católicos, 31 – 2º. C - 03003 Alicante

Barcelona: Diagonal, 490 - 08006 Barcelona

Bilbao: Elcano, 9 - 48008 Bilbao

Las Palmas de Gran Canaria: Puccini, 11 – 35005 Las Palmas

Málaga: Compositor Lemberg Ruiz, 9 Of. 4 Edif. Jábega - 29007 Málaga

Oviedo: Longoria Carvajal, 2 - 1º. C - 33002 Oviedo

Palma de Mallorca: Avda. Jaime III, 3 - 1º - 07012 Palma de Mallorca

Sta. Cruz de Tenerife: Av. Reyes Católicos, 29 - 1º - 38005 Santa Cruz de Tenerife

Santander: Av. Calvo Sotelo, 19 Ofic. 2.2 - 39002 Santander

Sevilla: Av. República Argentina, 25 – 8ª planta – 41011 Sevilla

Valencia: Pza. América, 3 - 46004 Valencia.

Valladolid: De Santiago, 1 – 2º izda. – 47001 Valladolid

Vigo: Colón, 34 – 5º. Of. 3 – 36202 Vigo

Zaragoza: Plaza de Aragón, 10 - 50004 Zaragoza

Albacete: Tesifonte Gallego, 5 – 02002 Albacete
 Granada: Mesones, 1 – 18001 Granada
 San Sebastian: Av. Libertad, 17 – 24004 San Sebastian
 Burgos: Vitoria, 4 – 09004 Burgos

Se carece de la información necesaria para poder precisar cual sea el porcentaje que representa en el conjunto nacional la actividad de Vallehermoso tanto en el arrendamiento como en la venta de inmuebles; no obstante puede afirmarse que se encuentra entre las más importantes empresas de su sector a nivel nacional, según cuadro adjunto.

IV.2.4 POSICIÓN DEL GRUPO RESPECTO A OTRAS SOCIEDADES DEL SECTOR INMOBILIARIO

Sector inmobiliario - principales grupos cotizados
Ejercicio 2001 (*)

	Vallehermoso (1)	Metrovacesa (1)	Urbis(1)	Inmobiliaria Colonial
Beneficio Atribuido	140.978	100.286	62.804	60.413
Ventas	575.148	262.047	454.579	208.251
Ingresos Alquileres	120.269	125.934	32.070	81.296
Ingresos Servicios	32.201	29.084	20	-
Activo Total	3.119.397	1.890.070	1.667.704	1.373.474
Recursos Propios	901.262	650.075	585.048	641.303
Plantilla	721	366	178	120
<hr/>				
Ventas s/total ingresos	64,37%	52,80%	90,93%	66,56%
Ing. Alquiler s/total ingresos	13,46%	25,37%	6,42%	25,98%
Ing. Servicios s/total ingresos	3,60%	5,86%	-	-
Beneficios s/total ingresos	15,78%	20,21%	12,56%	19,31%
Beneficios s/ recursos propios	15,64%	15,43%	10,73%	9,42%

(1) Cifras consolidadas

(*) Datos obtenidos de los Informes Semestrales presentados en la C.N.M.V. por las respectivas empresas.

IV.2.5 RESUMEN DE LOS EFECTOS DE LA INCORPORACIÓN DE TESTA AL GRUPO VALLEHERMOSO

La incorporación de Testa en el Grupo Vallehermoso ha producido un aumento de tamaño en el segmento de rentas de mercado inmobiliario, fortaleciendo de manera inmediata el volumen total de recursos propios, lo que le permite una gestión más flexible del capital que combine, de forma eficiente, la capacidad para atender nuevos proyectos de creación de valor con el incremento de la remuneración directa al accionista.

Sinergias:

La operación de integración de Testa en el Grupo Vallehermoso se ha traducido en ventajas operativas para el grupo resultante que ha afectado tanto a los ingresos como a los gastos de explotación.

Respecto a los ingresos, las sinergias se plasman en los siguientes aspectos:

- €# Aumento de la capacidad de gestión en rotación de activos.
- €# Sustitución de externalizaciones de terceros en el área de servicios de Testa por Integra, la empresa de servicios del Grupo.
- €# Ampliación de la base potencial de clientes por los servicios de telecomunicaciones.

Las sinergias que se han conseguido en los gastos de explotación hacen referencia a:

- €# Mejora de la capacidad de gestión en costes de explotación por mayor capacidad de compra.
- €# Mayor eficiencia en el uso de las capacidades técnicas corporativas.
- €# Racionalización y eficiencia en la estructura del Grupo.
- €# Mejora de la capacidad crediticia.

Fortalecimiento

La adquisición de Testa consolida al Grupo Vallehermoso como el Grupo Inmobiliario más potente y equilibrado del mercado español, facilitando:

- €# El fortalecimiento de su posición competitiva.
- €# La potenciación de la actividad de alquiler, lo que redundará en un aumento de la recurrencia y estabilidad de los resultados económicos.
- €# La complementariedad geográfica y por tipo de activo.

El fuerte impulso operativo del Grupo se ha visto acompañado de un notable incremento de sus resultados lo que permite aumentar los recursos retenidos y, por tanto, su capacidad de inversión a la vez que incrementar la retribución a sus accionistas.

IV.3 CIRCUNSTANCIAS CONDICIONANTES:

IV.3.1 GRADO DE ESTACIONALIDAD DEL NEGOCIO.

Grupo Vallehermoso

Existen factores estacionales que pueden influir, aunque no decisivamente en las actividades de la Sociedad

El Grupo Vallehermoso desarrolla su actividad empresarial en torno a tres grandes líneas de negocio, siendo la de alquileres y promoción las más importantes:

- **Alquileres:** Que no comporta estacionalidad significativa; de esta línea de negocio se han obtenido unos ingresos recurrentes durante los últimos años, cuya evolución ha sido la siguiente:

	<u>2001</u>	<u>% Var.</u>	<u>2000</u>	<u>% Var.</u>	<u>1999</u>
Ingresos por alquileres (Miles de euros)	120.269	84,0%	65.360	15,6%	56.514

El arrendamiento de inmuebles, no presenta un carácter estacional. Hay que constatar, sin embargo, que sí se ve influida por el nivel de actividad económica y por otros factores característicos de la evolución económica general. Los valores de los inmuebles, el precio de los alquileres y las tasas de desocupación están directamente relacionados con el estado de la economía, los tipos de interés y otros factores. Este hecho se puso de manifiesto en la crisis vivida por el sector desde 1991 hasta 1996 a causa de la recesión económica del mismo, en que se vio sumida nuestra economía. Aunque el sector inmobiliario español ha experimentado una fuerte recuperación desde 1996, no se puede garantizar la duración del ciclo. En este sentido, si bien es cierto que puede haber una cierta ralentización en la evolución de las tasas de crecimiento, la actividad económica seguirá creciendo a mayor ritmo que los otros países del entorno euro, según los datos proporcionados por el Ministerio de Economía.

Como se ha indicado anteriormente, la actividad del Grupo Vallehermoso está relacionada con determinados comportamientos de la economía española por lo que una hipotética desaceleración de ésta, acompañada de una subida de los tipos de interés, podría afectar a la actividad de alquiler con una ralentización de la demanda en el sector terciario con la consecuente incidencia en precios.

Ante la posibilidad de que esto ocurra, Vallehermoso opta por una política conservadora de alquileres a plazos del entorno de cinco años de obligado cumplimiento.

Por otro lado, este riesgo se ve minorado por la composición de la cartera de Vallehermoso, de manera que el sector residencial mantiene su tradicional estabilidad en cuanto a altísimos niveles de ocupación, que se podrá ver beneficiado por las subidas de los tipos de interés y la subida de los precios en venta, lo cual consolida unos eficientes grados de accesibilidad en alquiler con relación a la capacidad de compra. La buena evolución del mercado de trabajo facilita las emancipaciones de jóvenes y desplazamientos de los lugares de trabajo con el consiguiente aumento de la demanda de vivienda en alquiler.

- **Promoción inmobiliaria:** Es una línea de actividad de mayor estacionalidad que la de alquileres, por cuanto que la demanda de productos inmobiliarios de carácter residencial se ve influenciada por la evolución de las condiciones generales de la economía, tales como tipos de interés, crecimiento de la actividad económica, evolución del empleo, etc.

El Grupo Vallehermoso ha alcanzado un grado alto de desarrollo de la actividad comercial que le está produciendo una recurrencia significativa de ingresos por ventas como queda reflejado en la satisfactoria evolución de su cifra de ventas en los últimos años.

	<u>2001</u>	<u>%Var.</u>	<u>2000</u>	<u>%Var.</u>	<u>1999</u>
Cifra de ventas (Miles de euros)	573.269	48,23	386.751	52,90	252.942

IV.3.2 PATENTES, CONTRATOS Y MARCAS EN LAS ACTIVIDADES DE LA SOCIEDAD.

Las actividades de la Sociedad no están influenciadas por la existencia de patentes, asistencias técnicas o contratos en exclusiva. La actividad de alquiler inmobiliario se instrumentaliza, desde el punto de vista jurídico, a través de contratos de arrendamiento sometido, en la mayor parte de los casos, a la LAU/1994.

La actividad de venta de producto residencial se desarrolla, igualmente, a través de reservas, contratos privados y escrituras públicas de compraventa, de acuerdo con las disposiciones del Código Civil y Leyes Civiles y Mercantiles especiales que le son de aplicación.

El Grupo Vallehermoso tiene registradas en propiedad a su favor diversas marcas que identifican su negocio. Las principales marcas registradas son: El nombre comercial de **Vallehermoso** y su gráfico; **Vallehermoso Promoción** y **Grupo Vallehermoso**, tanto a nivel nacional como comunitario.

IV.3.3 POLÍTICA DE INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO.

Uno de los acontecimientos más relevantes en 2001 ha sido la promoción de la primera Casa Internet de España. El Proyecto desarrollado por el Grupo Vallehermoso junto con Cisco Systems, líder mundial en infraestructuras en Internet, recoge la utilización de las soluciones Internet (a través de la integración de ocio, domótica y tecnología adaptadas al hogar) para el desarrollo de servicios y soluciones integrales para la familia, que aportan comodidad y un mayor tiempo y estilo de ocio.

La Casa Internet anticipa las demandas del mercado inmobiliario y las relacionadas con el acceso y utilización de Internet, con espacios y soluciones tecnológicas puestas al servicio del hogar. Se trata además de un proyecto vanguardista internacional que permite la integración de sistemas y equipos de 'lenguajes' diferentes. Vallehermoso Telecom se ha ocupado de la coordinación técnica del proyecto.

El Grupo Vallehermoso esta implantando un plan tecnológico que contempla, fundamentalmente, el desarrollo de un novedoso website y de un sistema de planificación de recursos empresariales S.A.P. El proyecto cuenta con el

asesoramiento de las consultoras A.T. Kearney, a cargo de la website, y Gesfor, que se está ocupando de la implantación del S.A.P.

El Grupo Vallehermoso se prepara para el futuro mediante un plan tecnológico que potencia la fidelización de los clientes y está en línea con la estrategia de constante mejora e innovación de la compañía. Además, la política del Grupo Vallehermoso basada en la diversificación geográfica y en la diversificación de producto (viviendas, oficinas, hoteles, residencias de la tercera edad, servicios de telecomunicaciones, etcétera) hace necesaria la implantación de nuevas tecnologías especializadas que se adaptan a la gran transformación que se está produciendo en la compañía y a los cambios que se produzcan en el futuro.

Vallehermoso presenta un nuevo punto de referencia para el sector inmobiliario: www.vallehermoso.es. Un portal cuya implantación tecnológica -basada en la tecnología J2EE- permite incorporar gradualmente nuevas funcionalidades, logrando con ello un alto grado de escalabilidad, fiabilidad y rapidez.

Tiene en funcionamiento el apartado de información corporativa, donde destaca la información especializada para accionistas y analistas, y la sala de prensa, específica para periodistas. En este último apartado, existen dos buscadores: uno de noticias de Vallehermoso y otro de dossier de prensa. También se incluye material específico para prensa que permite la descarga de fotografías, logos, etcétera.

Sistema S.A.P.

El Grupo Vallehermoso ha comenzado a implantar un E.R.P., sistema de planificación de recursos empresariales, de la empresa S.A.P. Se trata de un programa adaptado a las necesidades de gestión del Grupo Vallehermoso compuesto por 9 paquetes que sirven como herramienta de información y gestión para cada una de las áreas de la compañía: económica-financiera, producción, logística-comercial... Son procesos integrados y automatizados que permiten compartir en tiempo real información por toda la organización. Ofrece la posibilidad realizar comercio electrónico. Y también ha servido de apoyo para la implantación de la Intranet de Vallehermoso, ya en funcionamiento.

IV.3.4 INDICACIÓN DE CUALQUIER LITIGIO O ARBITRAJE.

Vallehermoso, S.A. y su Grupo consolidado, carecen de litigios o arbitrajes a nivel individual o consolidado, que puedan tener o hayan tenido una incidencia importante.

IV.3.5 INTERRUPCIONES DE LAS ACTIVIDADES

El Grupo Vallehermoso no ha tenido en el pasado reciente, ni espera tener, ninguna interrupción en su actividad como consecuencia de su situación financiera o de sus negocios.

IV.4 INFORMACIÓN LABORAL.-

IV.4.1 NÚMERO MEDIO DEL PERSONAL EMPLEADO.

Grupo Vallehermoso

La evolución de la plantilla media durante los ejercicios 2001, 2000 y 1999 ha sido la siguiente:

Categorías	2001		2000		1999	
	Scdad	Grupo	Scdad	Grupo	Scdad	Grupo
Dirección	33 (31%)	82 (11%)	38 (16%)	60 (9%)	44 (17%)	51 (10%)
Técnicos y Tit. Sup.	34 (31%)	138 (19%)	71 (30%)	120(17%)	70 (27%)	91 (19%)
Administrativos	31 (29%)	168 (23%)	105 (45%)	160 (23%)	112 (43%)	131 (26%)
Operarios y Subalternos	10 (9%)	333 (47%)	20 (9%)	348 (51%)	33 (13%)	224 (45%)
Totales (100%)	108	721	234	688	259	497
Gasto total de personal (miles de euros.)						
	33.517		27.616		20.867	

<u>Distribución geográfica(Grupo)</u>	2001		2000		1999	
Andalucía	24	3,33%	23	3,34%	18	3,62%
Cataluña	21	2,91%	15	2,18%	12	2,41%
Centro	617	85,58%	600	87,20%	433	87,12%
Expansión	19	2,64%	16	2,32%	9	1,81%
Levante	14	1,94%	12	1,74%	9	1,81%
Norte	26	3,60%	22	3,22%	16	3,23%
	721	100,00%	688	100,00%	497	100,00%

Distribución ctos fijos vs. eventuales

<u>Contratos</u>	2001		2000		1999	
Fijos	421	58 %	358	52%	333	67%
Eventuales	300	42%	330	48%	164	33%
	721	100%	688	100%	497	100%

Coste medio de personal

El coste medio de personal del Grupo Vallehermoso durante los últimos tres ejercicios es el que se muestra en el siguiente cuadro, en miles de euros por empleado:

Categorías	2001	2000	1999
Dirección	136,4	113,6	113,6
Técnicos y Licenciados	63,7	62,5	61,9
Administrativos	32,5	30,7	30,1
Operarios y Subalternos	23,4	24,0	24,6
Total*	45,7	40,3	42,1

* Incluye Sueldos y Salarios y Seguridad Social a cargo de la empresa.

En el ejercicio 2001, la plantilla del Grupo Vallehermoso ha aumentado en 52 personas (excluyendo la actividad de servicios). El aumento de personal en la

actividad patrimonial fue de un 58%, debido a la fusión de Vallehermoso Renta con Prima Inmobiliaria (Testa)

IV.4.2 NEGOCIACIÓN COLECTIVA

El Grupo Vallehermoso se rige por el convenio de oficinas y despachos de la Comunidad de Madrid.

IV.4.3 POLÍTICA EN MATERIA DE VENTAJAS AL PERSONAL.

Grupo Vallehermoso.-

Para cubrir determinadas obligaciones complementarias con miembros del Consejo y la dirección, la Sociedad realiza pagos en concepto de primas de seguros, habiéndose devengado durante el ejercicio 2001 por este concepto 5.587 miles de euros.

La Sociedad, tiene concertado con Compañías de Seguros, pólizas de vida y de invalidez para su personal. (El montante de la prima para la Sociedad ha sido de 607 miles de euros en el año 2001).

En lo que a Formación se refiere, es de destacar el impulso de nuevas acciones formativas orientadas al óptimo desarrollo profesional, habiéndose realizado 8.315 horas de formación en el ejercicio 2001.

En relación con el ámbito de integración y atención social, Vallehermoso continúa aplicando recursos en actividades de contenido social (atendiendo a problemas familiares, concediendo becas de estudio, ayudas a minusválidos, etc) que son gestionadas por la Comisión de Prestaciones Sociales.

IV.5. POLÍTICA DE INVERSIONES.-

La política de inversiones que desarrolla el Grupo Vallehermoso está orientada a la consecución de los siguientes objetivos estratégicos:

- €# Aumento de la estabilidad y recurrencia de los resultados.
- €# Consolidación de la definición de Grupo Inmobiliario Mixto y Equilibrado entre sus actividades principales (Promoción y Renta).
- €# Refuerzo de la posición competitiva y de liderazgo en el mercado español.

Para ello, el Grupo ordena su plan de Inversiones en torno a sus dos actividades principales de Promoción y de Patrimonio en Renta, con las siguientes prioridades:

- €# Actividad de Promoción

Establece su plan de compra de suelo, y consiguiente desarrollo de promociones, para aumentar su diversificación e implantación geográfica y de producto con un doble objetivo:

≠# Incrementar su Cuota de Mercado en la actividad de Promoción Inmobiliaria.

≠# Proteger su actividad promotora de las posibles discontinuidades regionales en esta actividad.

≠# Compra de suelo.....327.400 miles de euros

El desarrollo de este plan de compra de suelo y el consiguiente desarrollo y puesta en el mercado de las respectivas promociones permitirá aumentar fuertemente la oferta de producto pasando de, aproximadamente, 105 promociones en comercialización en el año 2001 a 130 en el año 2002, con un número de viviendas de 6.300 en 2001 a 7.900 en 2002.

≠# Actividad de Patrimonio en Renta

El Grupo Vallehermoso planea el desarrollo propio de productos y la compra de activos terminados para potenciar su presencia en los subsectores definidos de interés tales como el de Oficinas, Centros Comerciales, Hoteles, Residencias de la 3ª edad y Naves Industriales, etc.

Su actividad inversora en esta área de negocio patrimonial en renta persigue aunar la mejor combinación entre rentabilidad y riesgo de su cartera de activos.

Por todo ello, el Grupo Vallehermoso tiene establecido un plan de inversiones para el año 2002:

≠# Inversión a desarrollar.....212.800 miles de euros

A esta política de inversiones el Grupo Vallehermoso acompaña una política de desinversiones para ajustar sus activos en explotación o en curso de producción a las características deseadas de implantación geográfica, de tipo de producto, de mix de cartera etc.

Esta fuerte renovación de activos, por inversión y por desinversión, no tendrá efectos significativos en la superficie en explotación, manteniéndose ésta en niveles parecidos a los del ejercicio 2001.

Actualmente están en construcción:

- **Hoteles** en: Madrid y Valencia, con una superficie total para alquiler de 13.225 m/2 y un total de 297 habitaciones.
- **3 Edificios de oficinas** 2 en Madrid, para las sedes sociales de: Sema Group y Grupo Vallehermoso (oficinas nueva sede en Arturo Soria) con

7.366 m² y en Barcelona Edificio Muntadas con una superficie total para alquiler de 3.800 m/2.

- **5 Residencias de la Tercera Edad:** en Madrid, Zaragoza, Barcelona y Coruña con una superficie total para alquiler de 50.743 m/2 y 885 camas.
- **2 Bloque de viviendas** en Madrid, con una superficie total para alquiler de 21.993 m/2 y 243 viviendas.

IV.5.1 INDICACIONES RELATIVAS A LAS PRINCIPALES INVERSIONES.-

Grupo Vallehermoso

Está orientada a fortalecer estratégicamente la posición competitiva del Grupo, tanto en lo que se refiere a la actividad de alquileres como a la actividad de promoción, venta y servicios.

Como consecuencia de esta política el Grupo Vallehermoso dispone actualmente de unos activos en renta de alta calidad y convenientemente diversificados.

En los tres últimos ejercicios, la inversión en activo inmovilizado efectuada por el Grupo ha sido la siguiente:

	<u>2001</u>	<u>2000</u>	<u>1999</u>
Inv. activos en alquiler	442.900	128.436	36.722
Inv. financiera (1)	23.311	13.583	2.831
Inversión (Miles de euros.)	466.211	142.019	39.553

(1) Las inversiones financieras del año 2001, se han aplicado a Habitat Network, S.A. Buildcom España, S.A., Euroresidencias Gestión Valleagora, S.A., Comunicaciones Avirón, así como gastos de establecimiento y aplicaciones informáticas.

También se ha adquirido suelo para promoción por los siguientes importes:

	<u>2001</u>	<u>2000</u>	<u>1999</u>
Promoción	355.619	188.351	171.288
Compra de suelo (Miles de euros.)	355.619	188.351	171.288

Las inversiones en construcción durante estos ejercicios han sido las siguientes:

	<u>2001</u>	<u>2000</u>	<u>1999</u>
Inv. en construcción (Miles de euros.)	342.463	292.092	151.407

IV.5.2 INDICACIONES RELATIVAS A LAS PRINCIPALES INVERSIONES EN CURSO DE REALIZACIÓN.

Grupo Vallehermoso

En cuanto a la actividad de venta a contratar de promociones, se estima, que para el ejercicio 2002, tenga un crecimiento superior al 20%, para lo que se continuará con una política fuerte de compra de suelo por unos 327.400 miles de euros.

Actualmente se están promoviendo:

Dirección Regional Centro:

Ámbito territorial

La actividad de esta Dirección Regional se desarrolla en Madrid y en su corona metropolitana y en Ciudad Real, Salamanca, Avila y Guadalajara, con promociones en Madrid, Alcobendas, Las Rozas, Majadahonda, Pozuelo de Alarcón, Valdemoro, Villaverde y Moratalaz.

El número de viviendas en construcción es de 676 con una superficie sobre rasante de 96.412 m².

Dirección Regional Cataluña:

Ámbito territorial

La actividad de esta Dirección Regional se centra mayoritariamente en Barcelona y en el entorno de su área metropolitana, igualmente, es responsable de la actividad que corresponde a la Delegación de Baleares.

El Grupo Vallehermoso está presente en Barcelona ciudad, Badalona, Sabadell, Mollet del Vallés, Mataró, San Vicenç de Montalt en el Maresme, Barberá del Vallés y El Prat de Llobregat "Polígono Mas Blau", Girona, Tarragona, Lleida y Palma de Mallorca.

El número de viviendas en construcción es de 1.101 con una superficie de 133.451 m², sobre rasante.

Dirección Regional Norte:

Ámbito territorial

La actividad de esta Dirección Regional se centra en Bilbao, Santander, Zaragoza, Oviedo, San Sebastián, Logroño, Valladolid, Vitoria, Astillero (Santander), Leioa (Vizcaya), Avilés (Asturias), Calatayud (Zaragoza), La Bañeza (León) y Burgos.

El número de viviendas en construcción es de 578 con una superficie de 66.544 m².

Dirección Regional Andalucía:

Ámbito territorial

Esta Dirección Regional comprende todo el territorio de la Autonomía Andaluza con promociones en Málaga, San Pedro de Alcántara (Málaga), Torremolinos (Málaga), Sevilla, Dos Hermanas (Sevilla), Mairena (Sevilla), Tomares (Sevilla), Córdoba, Cádiz, Puerto de Santa María (Cádiz) y Jerez (Cádiz) y Granada.

El número de viviendas en construcción es de 751 con una superficie de 86.159 m².

Dirección Regional Levante:

Ámbito territorial

Esta Dirección se compone de dos Delegaciones situadas en Valencia y Alicante, desarrollando promociones en las citadas ciudades y en Mislata (Valencia), Albacete, Murcia y Castellón.

El número de viviendas en construcción es de 467 con una superficie de 69.422 m².

Dirección de Expansión:

Esta Dirección tiene un ámbito geográfico de actuación que complementa al resto de Direcciones Regionales donde éstas no están implantadas, incidiendo especialmente donde el mercado aconseja iniciar nuestra actividad. Actualmente, se está operando en Tenerife, Las Palmas y Galicia Norte, con promociones en Santa Cruz de Tenerife, Adeje y A Coruña.

El número de viviendas en construcción es de 592 con una superficie de 119.770 m².

El Grupo Vallehermoso seguirá desarrollando su actividad tanto de alquiler como de promoción; para ello realizará inversiones para finalizar los actuales proyectos en curso, seguirá con nuevas inversiones para desarrollo de productos, fundamentalmente de carácter residencial, con destino a la venta y también a alquiler, de oficinas, centros comerciales, hoteles y residencias de tercera edad.

Las inversiones previstas para el ejercicio 2002 en inmovilizado para alquiler, ascenderán a 212.800 miles de euros

En cuanto a las inversiones previstas para compra de suelo, en el presente ejercicio, superarán los 327.400 miles de euros.

Las inversiones previstas para construcción, en el presente ejercicio, superarán previsiblemente la cifra de 567.600 miles de euros.

Los sistemas de financiación normales son los siguientes:

- a) Bancaria, mediante la formalización de los instrumentos habituales con garantía personal: créditos y préstamos bancarios. Préstamos

hipotecarios y préstamos hipotecarios subrogables por los compradores de viviendas. Esta deuda bancaria representa a 31 de diciembre de 2001, el 80,5% del total de la deuda.

- b) No bancaria, mediante la emisión de pagarés, bonos u obligaciones. Esta deuda representa a 31 de diciembre de 2001, el 19,5% del total de la deuda
- c) Recursos propios, autogenerados o captados del mercado bursátil.

Para atender todas estas inversiones, el Grupo Vallehermoso cuenta con unas líneas de crédito a 31 de diciembre de 2001 de 406 millones de euros, de las cuales solamente estaban dispuestas 86 millones de euros. También se tiene prevista una emisión de obligaciones convertibles, así como con recursos autogenerados procedentes de las ventas, ingresos por alquileres y desinversiones.

IV.5.3 Principales inversiones futuras del emisor que han sido objeto de compromiso en firme.

Durante el ejercicio 2001, la Sociedad ha realizado el ejercicio del derecho de opción de compra que tenía sobre un edificio de oficinas situado en el 1111 de Brickell Avenue en Miami (Florida) y conocido como Barclays Financial Center. El inmueble que se encuentra situado en el corazón del propio centro financiero del ámbito de negocios de la ciudad, se encuentra completamente finalizado y en explotación. Es un inmueble calificado en Estados Unidos como "Clase A" (primera clase) y consta de treinta pisos, con una superficie disponible neta de 48.560 m² y 1.105 plazas de garaje. En la actualidad el nivel de ocupación y arrendamientos de las oficinas asciende al 87% con inquilinos como Barclays Bank, Lehman Brothers, DLJ, Prudential, Credit Suisse First Boston, Morgan Stanley Dean Witter, etc.

El desembolso total de la operación con las mejoras efectuadas en el edificio para los inquilinos, se sitúa en el entorno de los 135 millones de dolares (de los que 20 ya se han anticipado)

El saldo en la cuenta de anticipos de proveedores, para compras de suelo, a 31 de marzo de 2002 es superior a 24.000 miles de euros, con unas obligaciones de pago a largo plazo superiores a 98.000 miles de euros. Una de las opciones de compra más importantes, realizada por Vallehermoso División Promoción S.A.U. en el año 2001 fue para la adquisición de terrenos en Alcorcón (Madrid), con la condición suspensiva de que se apruebe la Modificación Puntual del P.G.O.U. de Alcorcón, habiéndose abonado 2.854 miles de euros.

VALLEHERMOSO, S.A.

CAPITULO V

**EL PATRIMONIO, LA SITUACIÓN FINANCIERA Y LOS RESULTADOS
DEL EMISOR**

CAPÍTULO V

EL PATRIMONIO, LA SITUACIÓN FINANCIERA Y LOS RESULTADOS DEL EMISOR

V.1 INFORMACIONES CONTABLES INDIVIDUALES DE VALLEHERMOSO ,S.A.

V.1.1 CUADROS COMPARATIVOS DEL BALANCE Y CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DE VALLEHERMOSO.

A continuación se detalla la información de los años 2001, 2000 Y 1999 correspondiente a los balances de situación y a la cuenta de pérdidas y ganancias de Vallehermoso, S.A., al 31 de diciembre.

La información referida a los ejercicios 1999 y 2000 es anterior a la fusión de Vallehermoso Renta, S.A. y Testa, y a la filialización de Vallehermoso.

Como Anexo nº 3, se incorpora al presente folleto explicativo el informe de auditoría de Vallehermoso, S.A., acompañado de las cuentas anuales, (Balance, Cuenta de Pérdidas y Ganancias), y el informe de gestión correspondiente al ejercicio 2001.

VALLEHERMOSO, S.A.
BALANCE DE SITUACIÓN AL 31 DE DICIEMBRE DE 2001, 2000 Y 1999 (Miles de euros)

ACTIVO	2001	2000	1999
Inmovilizado:			
Gastos de establecimiento	1.174	9	6
Inmovilizaciones inmateriales	3.515	276	18.265
Inmovilizaciones material			
Terrenos			35.977
Construcciones para arrendamiento			371.455
Construcciones para uso propio	880	4.412	4.772
Otros conceptos	6.630	4.956	4.580
Construcciones en curso	2.034	-	60269
Amortización acumulada	(4.230)	(4.798)	(48.904)
Provisión por depreciación	-	-	(2.404)
	5.314	4.570	425.745
Inmovilizaciones financieras	1.582.120	1.053.490	141.911
Deudores a largo plazo	3.848	3.768	10.752
Acciones propias	8.345	8.345	-
Total inmovilizado	1.604.316	1.070.458	596.679
Gastos a distribuir en varios ejercicios	4.497	1.993	9.039
Activo Circulante			
Existencias:			
Inmuebles			16.564
Promociones en curso	1.339	-	95.020
Solares			413.328
Adaptación de terrenos			21.402
Anticipos a proveedores	1	-	6.749
Provisión depreciación			(1.232)
Total	1.340	-	551.831
Deudores	12.897	10.694	172.496
Inversiones financieras temporales	16.227	727	3.426
Tesorería	61	25	661
Ajustes por periodificación			108
Total activo circulante	30.525	11.446	728.522
TOTAL ACTIVO	1.639.338	1.083.897	1.334.241

PASIVO	2001	2000	1999
Fondos propios			
Capital suscrito	154.764	129.063	129.061
Prima de emisión	285.182	182.378	182.377
Reserva de revalorización	12.901	12.901	12.904
Reservas	291.135	264.474	237.496
Beneficio del ejercicio	46.932	52.226	47.630
Dividendo a cuenta	(19.184)	(25.565)	(8.444)
Total fondos propios	771.730	615.477	601.024
Ingresos a distribuir en varios ejercicios			721
Provisiones para riesgos y gastos	11.365	9.477	16.065
Acreeedores a largo plazo			
Emisiones de obligaciones y otros valores negociables	108.081	108.081	138.131
Entidades de crédito	394.631	70.613	91.119
Empresas del Grupo y asociadas			7.933
Otros acreedores	8.753	62.163	157.694
Desembolsos pendientes sobre acciones no exigidos			144
Total acreedores a largo plazo	511.465	240.857	395.021
Acreeedores a corto plazo			
Emisiones de obligaciones y otros valores negociables	179.327	176.917	107.028
Entidades de crédito	92.768	13.172	9.538
Empresas del Grupo y asociadas	-	112	1.292
Acreeedores comerciales	2.906	1.032	152.759
Otras deudas no comerciales	69.777	26.831	50.792
Ajustes periodificación	-	22	
Total acreedores a corto plazo	344.778	218.086	321.409
TOTAL PASIVO	1.639.338	1.083.897	1.334.241

VALLEHERMOSO, S.A.

**CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS PARA LOS EJERCICIOS ANUALES TERMINADOS EL 31 DE
DICIEMBRE DE 2001, 2000 Y 1999 (Miles de euros)**

GASTOS	2001	2000	1999
Gastos de explotación			
Aprovisionamientos	1.339	288.899	294.364
Movimiento interno entre existencias e inmovilizado	-	(25.133)	39.306
Gastos de personal	9.340	15.565	15.248
Dotaciones para amortizaciones de inmovilizado	743	4.209	5.607
Variación de las provisiones de tráfico	-	(124)	78
Variación de las provisiones para riesgos y gastos	1.967	-	4.700
Otros gastos de explotación	12.901	21.110	21.053
Total gastos de explotación	26.290	304.526	301.744
Beneficios de explotación	587	69.567	67.397
Gastos financieros			
Gastos financieros y gastos asimilados	42.088	30.261	19.911
Variación de las provisiones de inversiones financieras	-	(74)	(769)
Total gastos financieros	42.088	30.187	19.142
Resultados financieros positivos	30.579	-	-
Beneficio de las actividades ordinarias	31.166	53.805	58.478
Pérdidas y gastos extraordinarios			
Variación de las provisiones de inmovilizado	-	3.462	(1.587))
Pérdidas procedentes del inmovilizado	-	481	877
Gastos extraordinarios	-	5.880	6.299
Gastos de ejercicios anteriores	225	141	42
Total pérdidas y gastos extraordinarios	225	9.964	5.631
Resultados extraordinarios positivos	19.684	24.324	14.076
Beneficios antes de impuestos	50.850	78.129	72.554
Impuesto sobre Sociedades	(3.918)	(25.903)	24.924
BENEFICIO DEL EJERCICIO	46.932	52.226	47.630

INGRESOS	2001	2000	1999
Ingresos de explotación			
Importe neto de la cifra de negocios	25.185	274.070	278.581
Aumento de existencias	1.339	99.608	90.212
Otros ingresos de explotación	353	415	349
Total ingresos de explotación	26.877	374.093	369.142
Ingresos financieros			
Ingresos de participaciones en capital	44.607	21	3.257
Ingresos de otros valores mobiliarios y de créditos del activo inmovilizado	28.057	9.431	1.803
Intereses intercalarios y otros gastos incorporados a producción	-	4.609	4.652
Otros intereses e ingresos asimilados	3	364	511
Total ingresos financieros	72.667	14.425	10.223
Resultados financieros negativos	-	15.762	8.919
Beneficios e ingresos extraordinarios			
Beneficios en enajenación de inmovilizado	19.842	32.282	15.170
Beneficios en enajenación de participaciones en empresas del Grupo			3.071
Ingresos extraordinarios	45	1.082	1.310
Ingresos de ejercicios anteriores	22	924	156
Total beneficios e ingresos extraordinarios	19.909	34.288	19.707

V.1.2 CUADROS DE FINANCIACIÓN DE VALLEHERMOSO, S.A. COMPARATIVOS AL 31 DE DICIEMBRE DE LOS AÑOS 2001, 2000 Y 1999

A continuación se presentan los cuadros de financiación individuales de Vallehermoso correspondientes a los ejercicios 2001, 2000 Y 1999. La información referida a los ejercicios de 1999 y 2000 es anterior a la fusión de Vallehermoso Renta, S.A. y Testa, y a la filialización de Vallehermoso.

Miles de euros	Cuadros de financiación individuales de Vallehermoso		
Aplicaciones	2001	2000	1999
Disminución del capital circulante por aportación ramas de actividad	-	634.849	-
Gastos de establecimiento	1.377	-	-
Adquisición de inmovilizado			
Inmovilizaciones materiales	3.761	18.679	31.295
Inmovilizaciones financieras			
Empresas del grupo y asociadas	781.369	37.689	2.825
Otras inversiones financieras	269	146.112	27.220
Inmovilizaciones inmateriales	3.356	3.973	529
Total inmovilizado	790.132	206.454	61.869
Trasposos de existencias a inmovilizado	-	25.134	39.432
Deudores a largo plazo	-	9.947	2.344
Acciones propias	-	8.348	-
Dividendos	-	12.207	9.598
Dividendo a cuenta del ejercicio	19.184	25.567	8.444
Cancelación obligaciones	-	30.051	-
Cancelación o traspaso a corto plazo de deuda a largo plazo			
Empresas Grupo y asociadas	-	-	12.225
Desembolsos pendientes sobre acciones	-	144	-
Otros acreedores	62.163	-	9.171
	62.163	144	21.396
Ingresos a distribuir en varios ejercicios	-	-	391
Gastos a distribuir en varios ejercicios	2.504	-	-
Provisiones para riesgos y gastos	79	1.491	-
Total aplicaciones	874.062	954.191	143.474
Aumento del capital circulante	-	-	40.220
TOTAL	874.062	954.191	183.694

Miles de euros		Cuadros de financiación individuales de Vallehermoso		
Orígenes	2001	2000	1999	
Recursos procedentes de las operaciones	38.463	26.986	39.571	
Ampliación de capital	128.505	-	-	
Deudas a largo plazo				
Emisiones de obligaciones			59.999	
Empresas del grupo y asociadas	-	2.031	-	
Otros acreedores y desembolsos pendientes	-	3.949	-	
Entidades de crédito	324.018	43.339	13.469	
Captación de recursos ajenos a Largo Plazo			73.468	
Ingresos a distribuir en varios ejercicios	-	2.590	-	
Enajenación de inmovilizado				
Inmovilizado financiero			3.937	
Inmovilizado inmaterial	-	90	204	
Inmovilizaciones materiales	22.445	27.082	28.380	
Empresas del grupo y asociadas	-	25.387	-	
Desinversiones			32.521	
Otros movimientos de inmovilizado			126	
Gastos a distribuir en varios ejercicios	-	649	1.953	
Cancelación anticipada o traspaso a corto plazo				
De inmovilizaciones financieras	253.008	208.335	35.808	
Deudores a largo plazo	10	-	-	
Provisiones para riesgos y gastos			246	
Total orígenes	766.449	340.438	183.693	
Disminución del capital circulante	107.613	613.753	-	
	874.062	954.191	183.693	

Las variaciones producidas en el capital circulante de Vallehermoso (en Miles de euros) son las siguientes:

Variaciones de capital circulante de Vallehermoso	2001		2000		1999	
	Aumentos	Disminuciones	Aumentos	Disminuciones	Aumentos	Disminuciones
Existencias	1.340			551.831	94.239	
Deudores	2.203			161.804	64.453	
Acreedores a corto plazo		126.692	103.326			119.530
Inversiones financieras temporales	15.500			2.699	1.442	
Tesorería	36			637		492
Ajustes por periodificación de activo				108	108	
Total	19.079	126.692	103.326	717.079	160.242	120.022
Disminuciones de capital circulante	107.613		613.753			
Aumento del capital circulante	-	-	-	-	-	40.220
	126.692	126.692	717.079	717.079	160.242	160.242

V.2 CUENTAS CONSOLIDADAS

V.21 BALANCES DE SITUACIÓN Y CUENTAS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DEL GRUPO VALLEHERMOSO

A continuación se detalla la información consolidada del Grupo Vallehermoso de los años 2001, 2000 Y 1999, correspondiente a los balances de situación y a la cuenta de pérdidas y ganancias al 31 de diciembre.

Se incorpora como Anexo nº 4 al presente folleto explicativo el informe de auditoría de las cuentas anuales consolidadas a 31 de diciembre de 2001, acompañado de los estados financieros y el informe de gestión del Grupo Vallehermoso y sus sociedades dependientes correspondientes a dicho período.

**GRUPO VALLEHERMOSO BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO AL 31 DE DICIEMBRE
DE 2001, 2000 Y 1999**

En Miles de euros

ACTIVO	2001	2000	1999
Inmovilizado:			
Gastos de establecimiento	4.777	444	85
Inmovilizaciones inmateriales	67.008	37.329	37.257
Inmovilizaciones materiales			
Terrenos	48.495	21.390	36.355
Construcciones para arrendamiento	1.319.873	624.512	508.348
Construcciones para uso propio	3.702	5.002	4.772
Otros conceptos	9.352	6.293	5.704
Construcciones en curso	165.711	88.787	66.821
Amortización acumulada	(69.237)	(57.835)	(56.195)
Provisión depreciación inmovilizado	(13.715)	(2.404)	(2.404)
Total inmovilizaciones materiales	1.464.181	685.745	563.401
Inmovilizaciones financieras	78.647	30.502	28.999
Deudores a largo plazo	25.627	26.300	13.583
Fondo de comercio de consolidación	3.944	-	-
Acciones propias sociedad dominante	8.345	8.345	-
Total inmovilizado	1.652.529	788.665	643.323
Gastos a distribuir en varios ejercicios	12.579	6.849	9.238
Activo Circulante			
Existencias:			
Inmuebles	72.631	37.850	20.963
Promociones en curso	291.192	224.650	101.397
Solares	647.295	431.730	420.150
Adaptación de terrenos	13.998	10.895	21.504
Anticipos a proveedores	28.371	41.376	6.761
Provisión depreciación	(17)	(1.640)	(1.743)
Total existencias	1.053.470	744.861	569.032
Deudores	368.583	325.610	191.705
Inversiones financieras temporales	31.042	3.932	3.294
Tesorería	1.162	727	1.520
Ajustes por periodificación	31	54	6
Total activo circulante	1.454.288	1.075.184	765.557
TOTAL ACTIVO	3.119.396	1.870.698	1.418.118

En Miles de euros

PASIVO	2001	2000	1999
Fondos propios			
Capital suscrito	154.764	129.063	129.063
Prima de emisión	285.182	182.378	182.377
Reserva de revalorización	12.901	12.901	12.904
Otras reservas de la sociedad dominante	302.485	273.242	244.954
Reservas en sociedades consolidadas por integración global y proporcional	33.650	8.649	7.651
Reservas en sociedades puestas en equivalencia	(9.574)	(9.682)	(9.899)
Diferencias de conversión de sociedades puestas en equivalencia	60	60	156
Diferencias de conv. de sociedades por integración global y prop.	-	(67)	60
Beneficio consolidado	141.503	80.314	50.689
Beneficio atribuido a socios externos	(525)	(161)	(505)
Dividendo a cuenta del ejercicio	(19.184)	(25.567)	(8.444)
Total fondos propios	901.262	651.130	609.006
Socios externos	5.914	2.742	2.753
Diferencias negativas de consolidación	601	601	601
Ingresos a distribuir en varios ejercicios	11.037	4.401	1.178
Provisiones para riesgos y gastos	31.203	18.775	17.129
Acreedores a largo plazo			
Emisiones de obligaciones y otros valores negociables	108.081	108.081	138.131
Entidades de crédito	947.765	319.052	140.192
Otros acreedores	165.610	164.742	159.533
Empresas del grupo y asociadas	622	313	4.742
Desembolsos pendientes sobre acciones no exigidos			143
Total acreedores a largo plazo	1.222.078	592.188	442.741
Acreedores a corto plazo			
Emisiones de obligaciones y otros valores negociables	179.328	176.917	107.028
Entidades de crédito	178.636	58.036	11.924
Acreedores comerciales	383.065	266.357	165.338
Otras deudas no comerciales	204.766	98.999	60.384
Ajustes por periodificación	1.506	552	36
Total acreedores a corto plazo	947.301	600.861	344.710
TOTAL PASIVO	3.119.396	1.870.698	1.418.118

**GRUPO VALLEHERMOSO. CUENTAS DE PERDIDAS Y GANANCIAS
CONSOLIDADAS PARA LOS EJERCICIOS ANUALES TERMINADOS EL 31 DE
DICIEMBRE DE 2001, 2000 y 1999**

En Miles de euros

GASTOS	2001	2000	1999
Aprovisionamientos	744.874	432.386	326.043
Movimiento interno entre existencias e inmovilizado	-	(25.134)	(45.857)
Gastos de personal	33.517	27.617	20.867
Dotaciones para amortizaciones de inmovilizado	20.915	9.108	8.246
Variación de las provisiones de tráfico	252	10.182	66
Variación de las provisiones para riesgos y gastos	7.746	(8.200)	4.700
Otros gastos de explotación	51.878	33.343	23.692
Total gastos de explotación	859.182	479.302	337.757
Beneficios de explotación	192.313	125.082	81.503
Gastos financieros			
Gastos financieros y gastos asimilados de terceros	88.181	34.557	21.775
Perdidas de inversiones financieras temporales	609	-	-
Diferencias negativas de cambio	80	-	-
Variación de las provisiones de inversiones financieras	6.626	90	-
Total gastos financieros	95.496	34.647	21.775
Participaciones en pérdidas de Sociedades en equivalencia	132	-	-
Amortización del fondo de comercio	150	-	1.238
Beneficio de las actividades ordinarias	108.136	97.630	64.537
Variación de las provisiones de inmovilizado inmaterial, material y cartera de control	11.311	-	(1.587)
Pérdidas y gastos extraordinarios			
Pérdidas procedentes del inmovilizado inmaterial, material y cartera de control	3.211	4.168	889
Gastos extraordinarios	1.573	7.247	6.509
Gastos y pérdidas de ejercicios anteriores	1.052	690	42
Total pérdidas y gastos extraordinarios	17.147	12.105	5.854
Resultados extraordinarios positivos	71.771	24.099	13.793
Beneficios antes de impuestos	179.907	121.832	78.330
Impuesto sobre Sociedades	(38.404)	(41.518)	(27.641)
Beneficio del ejercicio	141.503	80.314	50.689
Beneficio atribuido a socios externos	525	161	505
Beneficio del ejercicio atribuible a la sociedad dominante	140.978	80.153	50.185

En Miles de euros

INGRESOS	2001	2000	1999
Ingresos de explotación			
Importe neto de la cifra de negocios	727.618	476.112	330.947
Aumento de existencias	296.885	127.260	84.779
Trabajos efectuados por la empresa para el inmovilizado	23.974	46	2.915
Otros ingresos de explotación	3.018	966	619
Total ingresos de explotación	1.051.495	604.384	419.260
Ingresos financieros			
Ingresos de participaciones en capital	607	21	6
Ingresos de otros valores mobiliarios y de créditos del activo inmovilizado	1.249	305	307
Diferencias positivas de cambio	51	-	-
Intereses intercalarios y otros gastos incorporados a producción	8.616	6.498	5.193
Otros intereses e ingresos asimilados	1.078	371	487
Total ingresos financieros	11.601	7.195	5.992
Resultados financieros negativos	83.895	27.452	15.783
Participaciones en beneficios de Sociedades en equivalencia	-	103	54
Beneficios e ingresos extraordinarios			
Beneficios en la enajenación de inmovilizado	86.621	23.178	15.218
Beneficios en enajenación de participaciones	1.782	10.992	2.795
Ingresos extraordinarios	194	954	1.472
Ingresos y beneficios de otros ejercicios	321	1.080	162
Total beneficios e ingresos extraordinarios	88.918	36.204	19.647
Pérdida atribuida a socios externos	--	-	-

V.2.2 CUADROS DE FINANCIACIÓN CONSOLIDADOS DEL GRUPO VALLEHERMOSO, COMPARATIVO AL 31 DE DICIEMBRE DE LOS AÑOS 2001, 2000 Y 1999.

En Miles de euros

Aplicaciones	2001	2000	1999
Disminución del capital circulante por integración en el Perímetro de consolidación de Prima Inmobiliaria	358.306		
Gastos de establecimiento	2.861	391	60
Adquisiciones de inmovilizado			
Inmovilizaciones materiales	268.695	95.509	37.275
Inmovilizaciones financieras	85	222	7.116
Inmovilizaciones inmateriales	32.002	12.393	697
Otras inversiones financieras	15.476	10.338	-
Otros movimientos inmovilizado material	-	36.090	-
Deudores a largo plazo	-	12.633	2.230
Acciones propias	-	8.345	-
Fondo de Comercio	4.094	-	1.238
Dividendos	-	12.207	9.598
Dividendo a cuenta del ejercicio	19.184	25.567	8.444
Otros movimientos en Fondos Propios	167	252	-
Intereses de socios externos	2.040	12	469
Traspaso de existencias a inmovilizado	-	25.134	45.857
Obligaciones	-	30.051	-
Otros acreedores	21.345	-	20.969
Empresas Grupo y asociadas	-	4.435	-
Gastos a distribuir en varios ejercicios	5.730	-	-
Desembolsos pendientes sobre acciones	-	145	445
Total aplicaciones	729.985	273.725	134.398
Aumento del capital circulante	32.664	53.478	34.865
	762.649	327.203	169.263

En Miles de euros

Orígenes	2001	2000	1999
Recursos procedentes de las operaciones	119.249	62.649	44.241
Emisiones de obligaciones	-	-	59.999
Otros movimientos en fondos propios	-	-	60
Deudas a largo plazo			
Otros acreedores	-	3.294	-
Entidades de crédito	318.126	178.861	20.495
Empresas del grupo y asociadas	309	-	4.604
Enajenación de inmovilizado:			
Inmovilizado inmaterial	1.638	15.362	1.280
Inmovilizaciones materiales	161.951	44.721	29.670
Inmovilizaciones financieras	9.436	7.651	2885
Traspaso de inmovilizado a existencias	7.854	-	-
Cancelación de inmovilizaciones financieras	-	8.847	3.582
Gastos a distribuir en varios ejercicios	-	2.392	1.923
Ingresos a distribuir en varios ejercicios	6.636	3.221	42
Deudores a largo plazo	5.907	-	-
Provisiones para riesgos y gastos	3.038	205	463
Total orígenes	762.649	327.203	169.263
Disminución del capital circulante	-	-	-
	762.649	327.203	169.263

Las variaciones producidas en el capital circulante (en Miles de euros) son las siguientes:

	2001		2000		1999	
	Aumentos	Disminuciones	Aumentos	Disminuciones	Aumentos	Disminuciones
Existencias	308.609	-	175.832	-	89.695	-
Deudores	42.973	-	133.906	-	68.828	-
Acreedores a corto plazo	-	346.440	-	256.152	-	123.057
Inversiones financieras temporales	27.110	-	637	-	-	264
Tesorería	435	-	-	793	-	337
Ajustes por periodificación de activo	-	23	48	-	-	-
Total	379.127	346.463	310.423	256.945	158.523	123.658
Variaciones del capital circulante	-	32.664	-	53.478	-	34.865

V.3 COMENTARIOS SOBRE LAS CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS

En el presente apartado se contiene una descripción de las principales partidas de las cuentas anuales consolidadas. **Una descripción más detallada se encuentra contenida en las cuentas anuales, individuales y consolidadas, de Vallehermoso y Grupo Vallehermoso que se adjuntan como anexos al presente folleto explicativo.**

V.3.1. INVERSIÓN

V.3.1.1. Inmovilizaciones materiales

Grupo Vallehermoso

El detalle de las inmovilizaciones materiales durante los ejercicios anuales terminados en 31 de diciembre de 2001, 2000 y 1999 (expresado en Miles de euros) es el siguiente:

	Saldos al 31.12.01	Saldos al 31.12.00	Saldos al 31.12.99
Coste actualizado			
Terrenos	48.495	21.390	36.355
Construcciones para arrendamiento	1.319.873	624.512	508.348
Construcciones para uso propio	3.702	5.002	4.772
Otros conceptos	9.352	6.293	5.704
Edificios y otras construcciones en curso	165.711	88.787	66.820
Total coste actualizado	1.547.133	745.984	621.999
Total amortización acumulada actualizada	(69.237)	(57.835)	(56.195)
Provisión depreciación inmovilizado	(13.715)	(2.404)	(2.404)
Coste neto actualizado	1.464.181	685.745	563.401

Durante 2001 se han iniciado las obras de edificación de inmuebles cuyo destino es la explotación en régimen de arrendamiento, dando origen a la capitalización de gastos financieros por importe de 602 miles de euros.

Al 31 de diciembre de 2001, determinados inmuebles se encuentran hipotecados por un importe de 480.344 miles de euros, en garantía de la devolución de ciertos préstamos bancarios.

Al 31 de diciembre de 2001 el Grupo tiene inmuebles destinados al arrendamiento por valor de 1.319.873 miles de euros, antes de considerar la amortización acumulada.

V.3.1.2. Inmovilizaciones financieras

Grupo Vallehermoso

(Miles de euros)	2001	2000	1999
Participaciones en empresas del grupo y asociadas no consolidadas	39.394	391	289
Otras inversiones financieras permanentes en Sociedades fuera del Grupo	5.007	1.905	493
Otros créditos a largo plazo	5.223	5.259	6.707
Depósitos y fianzas constituidos	13.677	7.399	5.980
Participaciones en sociedades puestas en equivalencia	20.343	15.638	15.530
	<u>83.644</u>	<u>30.592</u>	<u>28.999</u>
Provisión por depreciación de inversiones financieras	(4.997)	(90)	-
Total	78.647	30.502	28.999

V.3.1.3 Existencias

Grupo Vallehermoso

El detalle de la variación de existencias durante los ejercicios 2001, 2000 y 1999, sin incluir los anticipos a proveedores ni la provisión por depreciación de existencias, es como sigue:

(Miles de euros)	2001	2000	1999
Existencias iniciales	705.125	564.013	478.328
Aumento en el perímetro (fusión con Prima)	25.951	-	-
Aprovisionamientos	744.874	432.386	326.043
Coste de ventas	(458.688)	(266.140)	(194.500)
Movimiento interno entre existencias e inmovilizado	7.854	(25.134)	(45.857)
Existencias finales*	<u>1.025.116</u>	<u>705.125</u>	<u>564.014</u>

* No incluye las partidas de anticipos de proveedores y dotación por depreciación de existencias del balance.

V.3.1.4 Deudores

Grupo Vallehermoso

El detalle de los deudores es como sigue:

(Miles de euros)	2001	2000	1999
A largo plazo			
Cientes – Efectos comerciales a cobrar	17.206	21.431	8.799
Administraciones públicas	8.421	4.869	4.784
	<u>25.627</u>	<u>26.300</u>	<u>13.583</u>
A corto plazo			
Cientes – Compradores	198.136	215.295	138.733
Cientes – Efectos comerciales a cobrar	61.560	57.914	25.741
Cientes – Arrendamientos	5.203	1.869	853
Cientes – Efectos impagados y dudoso cobro	611	540	445
Cuentas corrientes con empresas			
Asociadas y multigrupo	873	800	234
Otros deudores	17.862	15.494	12.579
Administraciones públicas	86.308	36.493	16.281
	<u>370.553</u>	<u>328.405</u>	<u>194.866</u>
Menos provisiones para insolvencias	(1.970)	(2.795)	3.161
	368.583	325.610	191.705

Un detalle de los vencimientos de los efectos comerciales a cobrar a largo plazo al 31 de diciembre de 2001 y 2000 es el siguiente:

	2001	2000
A dos años	12.035	19.821
A tres años	1.768	421
A cuatro años	1.592	126
A cinco años	1.503	36
A más de cinco años	308	1.027
	17.206	21.431

V.3.2. FINANCIACIÓN

V.3.2.1.- Fondos Propios

Grupo Vallehermoso

El siguiente cuadro muestra los movimientos experimentados por las cuentas de fondos propios durante los ejercicios 1999 a 2001:

Miles de euros	2001	2000	1999
Capital	154.764	129.063	129.063
Prima de emisión	285.182	182.378	182.378
Reserva de revalorización	12.901	12.901	12.901
Reserva Legal	25.813	25.813	25.813
Otras reservas	276.672	247.429	219.141
Reserva por integración	33.650	8.649	7.651
Reserva puesta en equivalencia	(9.574)	(9.682)	(9.899)
Diferencia de conversión	60	(7)	216
Beneficio atribuible sociedad dominante	140.978	80.153	50.185
Dividendo a cuenta del ejercicio	(19.184)	(25.567)	(8.444)
Total fondos propios	901.262	651.130	609.005

Al 31 de diciembre de 2001 el capital social de la Sociedad esta representado, por 154.764.041 acciones al portador de 1 euro de valor nominal cada una, totalmente suscritas y desembolsadas.

V.3.2.2.- Endeudamiento con coste

Grupo Vallehermoso

	2001		2000		1999	
	Tipo interés medio	Miles de euros	Tipo interés medio	Miles de euros	Tipo interés medio	Miles de euros
Pagarés	4,62%	177.500	4,33%	143.498	3,17%	104.017
Obligaciones	5,56%	108.081	6,05%	138.131	6,24%	138.131
Préstamos hipotecarios subrogables	4,42%	60.667	4,63%	24.016	3,64%	10.668
Créditos y préstamos	5,61%	1.115.858	6,01%	408.063	5,98%	196.765
Descuento de efectos	4,63%	4.482	4,29%	4.152	3,32%	3.492
Deudas con empresas del grupo	5,50%	622	4,29%	307	3,57%	4.742
Total		1.467.210		718.167		457.815

El total referido al ejercicio 2001 (1.467.210 miles de euros) se descompone en las siguientes partidas del balance: 108.081; 947.765; 622; 179.328; 178.636; más una deuda recogida en acreedores a corto plazo del Banco Vitalicio y La Estrella por 67.292; menos la partida de intereses devengados por 14.514 miles de euros.

El vencimiento de los préstamos y deudas financieras es el siguiente:

Año	2001 (Miles de Euros)	2000 (Miles de Euros)	1999 (Miles de Euros)
2001	-	228.565	56.910
2002	410.742	169.131	90.579
2003	144.802	55.467	12.922
2004	141.088		
2005	94.308		
Posteriores	676.270	265.004	180.063
Total	1.467.210	718.167	340.474

Los préstamos hipotecarios subrogables se encuentran garantizados mediante hipotecas sobre existencias.

Dentro del epígrafe "Créditos y Préstamos" se encuentran préstamos hipotecarios por importes de 480.344 Miles de euros. Además se recoge un préstamo a largo plazo concedido por el Banco Vitalicio de España y la Estrella, S.A. por 62.163, 57.415 Miles de euros referido a los años 2000 y 1999 respectivamente,. En el año 2001 ha pasado a corto plazo.

Las deudas con el principal accionista de la Sociedad Matriz, Banco Santander Central Hispano, referido a los cierres de los ejercicios 2001, 2000 y 1999 han sido de 189.750 139.182 y 83.679 miles de euros respectivamente, se han obtenido a tipos de interés de mercado.

Con fecha 16 de noviembre de 2001, el Grupo ha firmado un contrato de factoring con Banco Santander Central Hispano Factoring y Confirming, S.A., El límite global de los créditos cedidos no puede exceder de 180.304 Miles de euros, por las operaciones mercantiles correspondientes al pago del último plazo de cada compraventa de fincas, cuyo saldo a 31.12.01 asciende a 180.112 millones de euros.

V.3.2.3- Acreedores comerciales y otras deudas

Grupo Vallehermoso

Acreedores:

Miles de euros	2001	2000	1999
Anticipo de clientes	152.424	126.092	63.593
Proveedores	26.308	24.581	18.319
Contratistas	66.677	32.419	16.690
Retenciones a contratistas	9.727	9.881	11.047
Acreedores por prestación de servicios	9.448	8.895	5.157
Efectos a pagar a proveedores	19.360	12.170	7.044
Efectos a pagar a proveedores de solares	99.100	52.228	43.489
Facturas pendientes de recibir	21	91	-
Total	383.065	266.357	165.339

Otras deudas:

Miles de euros	2001	2000	1999
Administraciones públicas	30.898	26.499	19.389
Dividendos a pagar	-	19.162	8.444
Provisión terminación obras	72.659	52.500	29.924
Otras	101.209	838	2.627
Total	204.766	98.999	60.384

El epígrafe "Otros Créditos" recoge en 2001 el préstamo concedido por el Banco Vitalicio de España y la Estrella, S.A., por un importe de 67.290 miles de euros, que vence en diciembre de 2002

V.3.2.4. Fondo de maniobra y período medios de maduración

Grupo Vallehermoso

Miles de euros	2001	2000	1999
Existencias	1.053.470	744.861	569.032
Deudores	368.583	325.610	191.705
Ajustes periodif. Activo	31	54	6
Acreedores comerciales	-383.065	-266.357	-165.338
Otras deudas no comerciales	-204.766	-98.999	-60.384
Ajustes periodif. Pasivo	-1.506	-552	-36
Fondo de Maniobra de Explotación	832.747	704.617	534.985
Fondo de Maniobra de Explotación neto de Existencias	-220.723	-40.244	-34.047
Inversiones financieras Temporales (incluye tesorería)	32.204	4.659	4.814
Deudas con entidades de crédito	-178.636	-58.036	-11.924
Emisiones de Obligaciones y otros Valores	-179.328	-176.917	-107.028

negociables

FONDO DE MANIOBRA (Activo circulante-pasivo circulante)	506.987	474.323	420.84
--	----------------	----------------	---------------

- Periodo de maduración de clientes:

	2001	2000	1999
Clientes por ventas y prestaciones de servicio	259.696	273.209	173.717
Ventas anuales	575.148	384.828	252.107
PERIODO MEDIO DE MADURACIÓN CLIENTES (Clientes / Ventas x 365)	164	259	251

* Los datos se refieren únicamente a clientes de la actividad promotora del grupo, lo que justifica las cifras relativas al periodo de maduración, ya que este es mayor en actividad promotora que en actividad del arrendamiento.

- Periodo de maduración de proveedores:

	2001	2000	1999
Proveedores	221.172	131.279	96.589
Compras	744.874	432.386	326.043
PERIODO MEDIO DE MADURACIÓN PROVEEDORES (Proveedores / Compras x 365)	108	111	242

- Periodo de maduración de existencias (actividad promotora):

	2001	2000	1999
Existencias (*)	1.025.116	705.125	564.014
Compras (*)	744.874	432.386	326.043
PERIODO MEDIO DE MADURACIÓN EXISTENCIAS (Existencias / Compras x 365)	502	595	631

(*) En existencias y en compras están incluidos los terrenos y la obra en curso y terminada.

V.3.2.5.- Endeudamiento y servicio de la deuda

Grupo Vallehermoso

Miles de euros	2001	2000	1999
Endeudamiento a largo plazo	1.056.468	489.603	340.473
Endeudamiento a corto plazo	410.742	228.564	117.342
Endeudamiento bruto (1)	1.467.210	718.167	457.815
+ Inversiones financieras	31.042	3.932	3.294
+ Tesorería	1.162	727	1.521
Disponible	32.204	4.659	4.815
Endeudamiento financiero neto	1.435.006	713.508	453.000
Endeudamiento financ.neto/F.propios	159%	110%	74%
Endeudamiento financ.neto/Total pasivo	46%	38%	32%

(1) Véase apartado V.3.2.2 del presente capítulo donde se contienen los desgloses por vencimientos del endeudamiento bruto. Los citados importes se encuentran igualmente contenidos en la nota 16 de las cuentas anuales consolidadas que se incorporan como anexo al presente folleto explicativo.

V.3.3. RESULTADOS (Grupo Vallehermoso)

V.3.3.1.- Valor añadido

Conceptos	2001		2000		1999	
	Miles de euros	% (*)	Miles de euros	% (*)	Miles de euros	% (*)
+ Cifra de negocio	727.618	100,0	476.112	100,0	330.947	100,0
+/- Otros ingresos	3.018	0,4	966	0,2	619	0,2
+/- Variación existencias	296.885	40,8	127.260	26,7	84.779	25,6
Valor total de la producción	1.027.521	141,2	604.338	126,9	416.345	125,8
- Compras netas	-720.900	-99,1	-407.206	-85,5	-277.271	-83,8
+/- Variación existencias, mercaderías, otros.	-	-	-	-	-	-
- Gastos externos y explotación	-51.878	-7,1	33.343	-7,0	-23.692	-7,2
Valor añadido ajustado	254.743	35,0	163.789	34,4	115.382	34,9

(*) sobre cifra neta de negocio

V.3.3.2.- Resultados netos de explotación

Conceptos	2001		2000		1999	
	Miles de euros	%(*)	Miles de euros	%(*)	Miles de euros	% (*)
Valor añadido ajustado	254.743	35,0	163.789	34,4	115.382	34,9
+/- Otros gastos e ingresos	-	-	-	-	-	-
- gastos personal	-33.517	-4,6	-27.617	-5,8	-20.867	-6,3
Resultado bruto	221.226	30,4	136.172	28,6	94.515	28,6
- Dotación amortización inmovilizado	-20.915	-2,9	-9.108	-1,9	-8.246	-2,5
- Variación provisiones de circulante	-7.998	-1,1	-1.982	-0,4	-4.766	-1,4
Resultado neto de explotación	192.313	26,4	125.082	26,3	81.503	24,6

(*) sobre cifra neta de negocio

V.3.3.3.- Resultados financieros

Conceptos	2001		2000		1999	
	Miles de euros	%(*)	Miles de euros	%(*)	Miles de euros	% (*)
Cifra de negocio	727.618	100,0	476.112	100,0	330.947	100,0
Ingresos financieros (excluido intereses y diferencias de cambio)	4.250	0,6	697	0,1	800	0,2
- Gastos financieros	-88.870	-12,2	-34.557	-7,3	-21.775	-6,6
+ Intereses y diferencias de cambio capitalizados	7.351	1,0	6.498	1,4	5.193	1,6
- Dotación amortización y Provisiones Financ.	-6.626	-0,9	-90	-	-	-
+/- Participación resultados sociedades puestas en equivalencia	-132	0,0	103	-	54	-

- Amortización fondo de comercio de consolidación	-150	0,0	-	-	-1.238	-0,4
Resultado Actividades Ordinarias	108.136	14,9	97.733	20,5	64.537	19,5

(*) sobre cifra neta de negocio

V.3.3.4.- Resultados extraordinarios

Conceptos	2001		2000		1999	
	Miles de euros	%(*)	Miles de euros	%(*)	Miles de euros	%(*)
Cifra de negocio	727.618	100,0	476.112	100,0	330.947	100,0
+/- Resultado procedente inmovilizado y cartera	85.192 (1)	11,7	33.467	7,0	17.123	5,2
- Variación provisiones inmovilizado y cartera	-11.311	-1,6	-3.465	-0,7	1.586	0,5
+/- Resultado ejercicios anteriores	-731	-0,1	390	0,1	120	0,0
+/- Otros resultados	-1.379	-0,2	-6.293	-1,3	-5.036	-1,5
Resultados extraordinarios	71.771	9,9	24.099	5,1	13.793	4,2
Resultado consolidado antes de impuestos	179.907	24,7	121.832	25,6	78.330	23,7

(1) corresponde principalmente a ventas realizadas del inmovilizado material de Testa Inmuebles en Renta, S.A.

(*) sobre cifra neta de negocio

V.3.3.5.- Resultados netos

Conceptos	2001		2000		1999	
	Miles de euros	%(*)	Miles de euros	%(*)	Miles de euros	%(*)
Resultado neto de explotación	192.313	26,4	125.082	26,3	81.503	24,6
- Resultados financieros	-84.177	-11,6	-27.349	-5,7	-16.966	-5,1
+ Resultados extraordinarios	71.771	9,9	24.099	5,1	13.793	4,2
- Impuesto beneficios	-38.404	-5,3	-41.518	-8,7	-27.641	-8,4
- Resultados socios externos	-525	-0,1	-161	0,0	-505	-0,2
Resultados netos	140.978	19,4	80.153	16,8	50.184	15,2

(*) sobre cifra neta de negocio

V.4 COMENTARIOS SOBRE CUADRO DE FINANCIACIÓN CONSOLIDADO

Grupo Vallehermoso

La buena evolución de las diferentes líneas de negocio ha incrementado la generación de recursos, lo que, unido a la ampliación de capital realizada, ha permitido financiar con

recursos propios en un 51% el intenso esfuerzo inversor de 821.830 miles de euros materializado en compra de suelo y en inmovilizado, financiando el resto y la contraprestación en metálico de la OPA sobre Testa con recursos ajenos con coste y con circulante operativo. La financiación de esta gran actividad operativa y corporativa, unida a la incorporación de la deuda de Prima Inmobiliaria, hace que el endeudamiento financiero neto al cierre de diciembre supere en un 102% al del cierre del ejercicio 2000.

La inversión nueva realizada en el año 2001 por el Grupo Vallehermoso en activo inmovilizado, incluido el Fondo de Comercio surgido en la OPA sobre TESTA, ha ascendido a 466.211 miles de euros, de los que el 95% se ha aplicado a inversiones materiales para el desarrollo de nuevas promociones cuyo destino será el alquiler y para mejora de las que están en explotación, correspondiendo el resto a inversiones financieras y otras. Entre éstas destacan las tomas de participación de un 10% en Habitat Network, S.A., sociedad especializada en la prestación de servicios en el área de Internet y tecnología para el sector inmobiliario, de un 9% en Buildcom España, S.A., sociedad especializada en aplicaciones tecnológicas de control de proyectos y servicios para el sector de construcción e inmobiliario, y los aumentos de participación en Euroresidencias Gestión, sociedad especializada en la gestión de residencias de la tercera edad, en Valleagora, especialista en gestión de centro comerciales, y en Aviron, sociedad dedicada a los servicios en el sector de las telecomunicaciones.

Las inversiones brutas en existencias en concepto de compra de suelo, incluso el Fondo de Comercio surgido en la OPA sobre Testa, y de obra en curso han ascendido a 355.619 y 342.463 miles de euros, respectivamente.

El cash-flow generado, después de impuestos, se ha elevado a 193.550 miles de euros, ha aumentado en un 115%.

V.5. BASES DE PRESENTACIÓN:

V.5.1. TRATAMIENTOS ESPECÍFICOS DEL PLAN GENERAL CONTABLE DE INMOBILIARIAS

A los efectos de aplicación de las especialidades contenidas en el Plan General de Contabilidad para las Empresas Inmobiliarias (en adelante, PGCEI) reciben la consideración de empresas inmobiliarias aquellas que actúan sobre bienes inmuebles, transformándolos para mejorar sus características y capacidades físicas y ofrecerlos en el mercado para la satisfacción de las necesidades de alojamiento y sustentación de las distintas actividades de la sociedad. Al contrario, no son empresas inmobiliarias, a los efectos de aplicación del PGCEI, las empresas de agencia o mediación inmobiliaria, las cooperativas de viviendas o las empresas constructoras que realicen exclusivamente la construcción de los inmuebles, las cuentas anuales del Grupo Vallehermoso aplican el Plan General de Contabilidad de Empresas Inmobiliarias

V.5.1.1.- Registro de ventas

En este punto, la especialidad contemplada en el PGCEI consiste en que las ventas de inmuebles se contabilizarán como ingresos por el importe total de los contratos suscritos, sea cual sea la fecha de los mismos, aunque no haya sido efectivamente satisfecho el total de la

cantidad debida, siempre y cuando los referidos contratos se correspondan a inmuebles que estén en condiciones de entrega material a los clientes durante el ejercicio.

Para el caso de ventas de inmuebles en fase de construcción, se entenderá que estos están en condiciones de entrega material a los clientes cuando se encuentren sustancialmente terminados, es decir, cuando los costes previstos pendientes de terminación no sean significativos con relación al importe de la obra. En este punto, se entiende que los referidos costes no son significativos cuando se haya procedido a incorporar, al menos, el 80% de los costes de la construcción sin tener en cuenta el valor del terreno en el que se construye la obra.

Además, en la contabilización de la venta de inmuebles deben tenerse en cuenta las siguientes reglas:

- a) Las ventas se contabilizarán sin incluir los impuestos que gravan estas operaciones.
- b) Los descuentos o similares incluidos en factura que no obedezcan a pronto pago se considerarán como menor importe de la venta.
- c) Los descuentos o similares que obedezcan a pronto pago, estén o no incluidos en factura, se considerarán gastos financieros.
- d) Los descuentos y similares posteriores a la emisión de la factura, originados por defectos en la calidad, incumplimiento de plazos de entrega u otras causas análogas se contabilizarán como devoluciones de ventas.

V.5.1.2.- Registro de costes de comercialización

Los costes de comercialización se contabilizan, en todo caso, como gasto. Sin embargo, cuando los mismos sean considerados gastos por servicios (es decir, siempre y cuando están externalizados y no se trate de gastos de personal) se observarán las siguientes especialidades:

- a) Los gastos del servicio, incluidos los transportes y los impuestos que recaigan sobre los mismos, con exclusión del IVA, se cargarán en la cuenta "certificaciones de obra y gastos de promociones en curso".
- b) Los descuentos y similares incluidos en factura que no obedezcan a pronto pago se considerarán como menor importe del servicio.
- c) Los descuentos o similares que le sean concedidos a la empresa por pronto pago, estén o no incluidos en factura, se considerarán ingresos financieros.
- d) Los descuentos y similares posteriores a la recepción de la factura, originados por defectos en la calidad, incumplimiento u otras causas análogas se contabilizarán como devoluciones de compras u operaciones similares.

V.5.1.3.- Registro de anticipo de clientes y deudas de clientes a largo plazo.

Los compromisos, generalmente contratos privados, relativos a la venta de inmuebles no podrán contabilizarse como venta (y, por tanto, como ingreso) en el caso de que el inmueble no esté sustancialmente terminado, aplicándose para determinar esta circunstancia idénticos criterios que los expuestos anteriormente para el caso de la contabilización de las ventas.

En estos casos, la contabilización de la venta se realizará en la cuenta “anticipos de clientes” o “anticipos de clientes a largo plazo” dependiendo del plazo de entrega del inmueble, por el importe efectivamente anticipado. No obstante lo anterior, los saldos de esas cuentas se considerarán como ingresos cuando la obra pueda considerarse en condiciones de entrega, según los criterios expuestos para la venta de inmuebles.

Por otra parte, hay que tener en cuenta que el IVA repercutido de los efectos comerciales a cobrar se ha de contabilizar como un mayor valor del anticipo recibido.

V.5.1.4.- Otros tratamientos específicos.

En general, pueden considerarse como tratamientos específicos más importantes dentro del PGCEI, con respecto a lo establecido en el Plan General de Contabilidad los siguientes:

- a) Los solares y terrenos de las empresas inmobiliarias, incluso los incorporados a edificios construidos o en construcción, son elementos patrimoniales que pueden actualizarse, ya se encuentren en cuentas de inmovilizado o en existencias.
- b) La contabilización de las existencias de las empresas inmobiliarias recoge elementos cuya permanencia en la empresa puede ser de largo plazo.
- c) Los gastos financieros derivados de financiación específica o no, pueden ser activados e incluidos en el coste de producción o precio de adquisición de las existencias.
- d) Pueden activarse los intereses devengados por la financiación no específica, si bien deben ser excluidos los fondos propios y hasta que el activo esté en funcionamiento.
- e) Se contempla la posibilidad de que determinados elementos incluidos en el inmovilizado se traspasen al grupo de existencias y viceversa.

VALLEHERMOSO, S.A.

CAPITULO VI

**LA ADMINISTRACIÓN, LA DIRECCIÓN Y EL CONTROL DEL
EMISOR**

CAPÍTULO VI

LA ADMINISTRACIÓN, LA DIRECCIÓN Y EL CONTROL DEL EMISOR

VI.1 IDENTIFICACIÓN Y FUNCIÓN DE LOS ADMINISTRADORES Y ALTOS DIRECTIVOS

VI.1.1. Miembros del Órgano de Administración.

Vallehermoso está administrada por un Consejo de Administración que, según lo dispuesto en el artículo 15 de los Estatutos Sociales, está compuesto por un mínimo de 9 y un máximo de 15 miembros. Estos son elegidos por la Junta General de Accionistas por un periodo de 5 años, pudiendo ser reelegidos una o más veces, por periodos de igual duración máxima.

Para ser elegido como miembro del Consejo de Administración no se requiere la cualidad de accionista, salvo en el caso de nombramiento por el procedimiento de cooptación.

El Consejo de Administración, en su reunión del 28 de enero de 1999, dispuso un límite de edad (72 años) para ejercer funciones ejecutivas. Más tarde, en el artículo 22 del Reglamento de Conducta del Consejo de Administración se estableció la obligación de los Consejeros de poner sus cargos a disposición del Consejo al cumplir la edad de 72 años.

Los Estatutos disponen que el Consejo se reunirá cuando lo requiera el interés de la Sociedad, a instancias del Presidente, o a petición, al menos, de la tercera parte de los Consejeros.

Salvo circunstancias especiales, el Consejo de Administración viene reuniéndose una vez al mes, con la excepción del mes de Agosto en el que no se celebran reuniones.

A la fecha de presentación del presente Folleto, el Consejo de Administración de la Sociedad está configurado del siguiente modo:

Consejero	Fecha de primer nombramiento	Carácter
Presidente D. Rodrigo Echenique Gordillo (4)	3 de octubre de 2001	Ejecutivo
Vicepresidente 1º y Consejero Delegado D. Emilio Novela Berlín (1)	2 de noviembre de 1989	Ejecutivo
Vicepresidente 2º D. Pedro Gamero del Castillo y Bayo (2)	20 de julio de 1982	Ejecutivo
Vocales D. Carlos Díaz Lladó General Electric Pension Trust (5) D. José María Cuevas Salvador D. Antonio de Hoyos González D. José Luis Llorente Bragulat D. José Zamora Menárguez D. Juan Fernando Gómez Hall (6) D. Enrique Álvarez López D. Antonio Basagoiti Garcia-Tuñón (4)	26 de junio de 1982 28 de julio de 2000 28 de febrero de 2000 2 de noviembre de 1989 26 de julio de 1995 31 de enero de 2000 30 de noviembre de 2000 26 de marzo de 2001 3 de octubre de 2001	Independiente Dominical Independiente Independiente Independiente Independiente Ejecutivo Independiente Dominical

Secretario (no Consejero) D. José Antonio Rodríguez Álvarez (3)	14 de febrero de 2002	Ejecutivo
---	-----------------------	-----------

- (1) D. Emilio Novela Berlín fue designado Vicepresidente 1º. y Consejero Delegado, el 25 de marzo de 1999.
- (2) D. Pedro Gamero del Castillo y Bayo, es Vicepresidente 2º del Consejo de Administración, teniendo amplísimas facultades.
- (3) D. José Antonio Rodríguez Álvarez, es Secretario del Consejo y Secretario General con amplísimas facultades.
- (4) Representan al BSCH, que es titular de un 26,95% del capital de Vallehermoso.
- (5) Representada en el Consejo de Administración por D. Antonio Rodríguez Mate como persona física representante del consejero.
- (6) D. Juan Fernando Gómez Hall fue nombrado consejero de Vallehermoso en la Junta General de Accionistas celebrada el día 30 de noviembre de 2000, habiendo quedado sometido su nombramiento a una condición suspensiva consistente en la inscripción en el Registro Mercantil de la fusión entre TESTA Inmuebles en Renta, S.A. y Vallehermoso Renta, S.A. Unipersonal. La escritura de fusión fue inscrita en el Registro Mercantil con fecha 25 de enero de 2001.

A efectos de lo señalado anteriormente se entiende:

por Consejero ejecutivo: el vocal que además de ser Consejero, mantiene en la Sociedad una relación laboral común o especial y tiene amplias facultades de gestión;

por Consejero dominical: el vocal que representa a accionistas con participaciones significativas;

por Consejero independiente: el vocal, profesional de reconocido prestigio, que no se encuentra vinculado al equipo ejecutivo ni a los accionistas significativos.

VI.1.1.1 Delegación de facultades del Consejo de Administración

De conformidad con el artículo 15 de los Estatutos Sociales, el Consejo de Administración podrá nombrar en su seno una Comisión Ejecutiva y uno o varios

Consejeros Delegados, sin que en ningún caso puedan ser objeto de delegación las facultades previstas en el párrafo 2º del número 1 del artículo 141 de la Ley de Sociedades Anónimas.

Como se ha indicado, el 3 de octubre de 2001 fue nombrado Presidente del Consejo de Administración D. Rodrigo Echenique Gordillo, con las más amplias facultades delegadas.

VI.1.1.2 Comisiones del Consejo de Administración

Siguiendo las recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, el Consejo de Administración, en su reunión del 26 de junio de 2000, aprobó el Reglamento de Conducta o de Buen Gobierno del Consejo de Administración de Vallehermoso, en el que se dispone la creación de las siguientes comisiones:

a) Comisión Ejecutiva.-

La delegación permanente de facultades por parte del Consejo de Administración a favor de la Comisión Ejecutiva comprenderá todas las facultades del Consejo, salvo las legal y estatutariamente indelegables o las que no puedan ser delegadas por virtud de lo dispuesto en el Reglamento.

La Comisión Ejecutiva celebrará sus sesiones ordinarias con periodicidad en principio, quincenal. Se reunirá también en sesión extraordinaria a convocatoria del Presidente, cuando este lo estime necesario para el buen gobierno de la Sociedad.

En aquellos casos en que, a juicio del Presidente o de tres miembros de la Comisión Ejecutiva, la importancia del asunto así lo aconsejara, los acuerdos adoptados por la Comisión se someterán a ratificación del pleno del Consejo.

La Comisión Ejecutiva ha de informar al Consejo de los asuntos tratados y de las decisiones adoptadas en sus sesiones.

Conforme señala el artículo 13 del reglamento del Consejo de Administración la Comisión Ejecutiva estará compuesta por el número de Consejeros que en cada caso determine el Consejo de Administración, con los requisitos que establecen los Estatutos. En la actualidad la componen los siguientes vocales:

##	D. Rodrigo Echenique Gordillo	Ejecutivo
##	D. Antonio Basagoiti García-Tuñón	Dominical
##	D. Pedro Gamero del Castillo y Bayo	Ejecutivo
##	D. Antonio de Hoyos González	Independiente
##	D. Emilio Novela Berlín	Ejecutivo

Actúa como Presidente de la Comisión Ejecutiva el Presidente del Consejo de Administración, y de Secretario (no Consejero) D. José Antonio Rodríguez Álvarez.

b) Comisión de Auditoría y Cumplimiento.-

Sin perjuicio de otros cometidos que podrá asignarle el Consejo, la Comisión de Auditoría y cumplimiento tiene las siguientes responsabilidades básicas:

- i) proponer la designación del auditor, las condiciones de contratación, el alcance del mandato profesional y, en su caso, la revocación o no renovación;
- ii) revisar las cuentas de la Sociedad, vigilar el cumplimiento de los requerimientos legales y la correcta aplicación de los principios de contabilidad generalmente aceptados, así como informar las propuestas de modificación de principios y criterios contables sugeridos por la dirección;
- iii) servir de canal de comunicación entre el Consejo de Administración y los auditores, evaluar los resultados de cada auditoría y las respuestas del equipo de gestión a sus recomendaciones y mediar en los casos de discrepancias entre aquéllos y éste en relación con los principios y criterios aplicables en la preparación de los estados financieros;
- iv) ejercer la supervisión de los sistemas internos de control y revisar la designación y sustitución de sus responsables;
- v) supervisar el cumplimiento del contrato de auditoría, procurando que la opinión sobre las cuentas anuales y los contenidos principales del informe de auditoría sean redactados de forma clara y precisa;
- vi) supervisar la información financiera periódica que deba suministrar el Consejo a los mercados y sus órganos de supervisión.
- vii) recibir información sobre el cumplimiento del Reglamento Interno de Conducta en los Mercados de Valores, del presente Reglamento y, en general, de las reglas de gobierno de la Compañía y hacer las propuestas necesarias para su mejora. En particular, corresponde a la Comisión de Auditoría y Cumplimiento recibir información y, en su caso, emitir informe sobre medidas disciplinarias a miembros del alto equipo directivo de la Compañía.

La Comisión de Auditoría de Cumplimiento se reunirá periódicamente en función de las necesidades y, al menos, dos veces al año. Una de las sesiones estará destinada necesariamente a evaluar la eficiencia y el cumplimiento de las reglas y procedimientos de gobierno de la Sociedad y supervisar la información que el Consejo de Administración ha de aprobar e incluir dentro de su documentación pública anual.

La Comisión de Auditoría y Cumplimiento estará formada por el número de Consejeros que en cada caso determine el Consejo de Administración, con los requisitos que establecen los Estatutos para la Comisión Ejecutiva. En lo que se refiere a su composición cualitativa, en esta Comisión existirá siempre un mayoría

de Consejeros externos (independientes y dominicales). En la actualidad está compuesta por los siguientes señores:

- ## D. Antonio de Hoyos González (ejerce las funciones de Presidente) (Independiente)
- ## D. José María Cuevas Salvador (Independiente)
- ## D. José Zamora Menarguez (Independiente)
- ## D. José Antonio Rodríguez Álvarez. Es secretario no Consejero.

c) Comisión de Nombramiento y Retribuciones.-

Sin perjuicio de otros cometidos que le asigne el Consejo, la Comisión de Nombramientos y Retribuciones tendrá las siguientes responsabilidades básicas:

- i) elevar al Consejo las propuestas de nombramiento de consejeros para que éste proceda directamente a designarlos (cooptación) o las haga suyas para someterlas a la decisión de la Junta;
- ii) proponer al Consejo los miembros que deben formar parte de cada una de las Comisiones;
- iii) proponer al Consejo de Administración el sistema y la cuantía de las retribuciones anuales de los consejeros y directores generales;
- iv) revisar periódicamente los programas de retribución, ponderando su adecuación y sus rendimientos;
- v) velar por la transparencia de las retribuciones;
- vi) informar en relación a las transacciones que impliquen o puedan implicar conflictos de intereses y, en general, sobre las materias contempladas en el capítulo 9 del presente Reglamento.

La Comisión de Nombramientos y Retribuciones se reunirá cada vez que el Consejo o su Presidente solicite la emisión de un informe o la adopción de propuestas y, en cualquier caso, siempre que resulte conveniente para el buen desarrollo de sus funciones. En todo caso, se reunirá una vez al año para preparar la información sobre las retribuciones de los consejeros que el Consejo de Administración ha de aprobar.

La Comisión de Nombramientos y Retribuciones estará formada por el número de consejeros que en cada caso determine el Consejo de Administración, con los requisitos que establecen los Estatutos para la Comisión Ejecutiva. En lo que se refiere a su composición cualitativa, en esta Comisión existirá siempre una mayoría de consejeros externos (independientes y dominicales). En la actualidad está compuesta por los siguientes señores:

- ## D. Antonio de Hoyos González (Independiente). Ejerce las funciones de Presidente
- ## D. José Luis Llorente Bragulat (Independiente)

D. José Luis Rodríguez Flecha. Es secretario no Consejero.

VI.1.1.3 Reglamento del Consejo de Administración

El 26 de junio de 2000, el Consejo de Administración de Vallehermoso, aprobó el Reglamento de Conducta o de Buen Gobierno del Consejo de Administración de Vallehermoso.

Grado de cumplimiento de las recomendaciones contenidas en el informe elaborado por la Comisión Especial para el Estudio del Código Ético de los Consejos de Administración de las sociedades

El estatuto del Consejo de Administración de Vallehermoso se regula por las normas contenidas en sus Estatutos Sociales, por el Reglamento que, ajustado a las recomendaciones del llamado "Código de Buen Gobierno del Consejo de Administración", aprobado por la Comisión Especial para el Estudio del Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades, aprobó su Consejo de Administración en su reunión del 26 de junio de 2.000, y por un Reglamento Interno de Conducta aprobado en la misma fecha.

A partir de la aprobación del Reglamento la sociedad cumple plenamente veinte de las veintidós recomendaciones del Código. Así, se han implantado las Comisiones de Auditoría y Cumplimiento y de Nombramientos y Retribuciones, como órganos delegados del Consejo, con amplias facultades; se ha regulado la figura del Consejero independiente, con presencia en el Consejo; los consejeros externos (dominicales e independientes) constituyen mayoría sobre los ejecutivos; y, en fin, se cumplen las demás recomendaciones sobre funciones del Consejo, composición cualitativa y cuantitativa, funcionamiento y estatuto de los Consejeros. Otras dos recomendaciones son objeto de cumplimiento parcial. En particular, la Séptima (Comisión Ejecutiva del Consejo se integra por el mismo número de Consejeros ejecutivos que de externos –si bien es cierto que el Consejo tiene conocimiento completo de los asuntos tratados y de las decisiones adoptadas en la misma-) y la Decimoquinta (en cuanto a la política de retribuciones a los Consejeros –que se sujeta a los criterios de moderación y vinculación a los rendimientos de la Compañía- la sociedad se sujeta a lo dispuesto en el artículo 200 de la Ley de Sociedades Anónimas).

Es voluntad de la sociedad continuar su política de cumplimiento de las recomendaciones contenidas en el informe elaborado por la Comisión Especial para el Estudio del Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades.

VI.1.1.4 Reglamento Interno de Conducta

Igualmente con fecha 26 de junio de 2000, el Consejo de Administración de Vallehermoso aprobó el Reglamento Interno de Conducta. En dicha fecha revocó dejando sin efecto, el anteriormente vigente, el cual había sido aprobado por el Consejo de Administración en su reunión del 22 de diciembre de 1993.

VI.1.2. Directores y demás personas que asumen la gestión al nivel más elevado.

Al margen de las funciones al máximo nivel del Consejo de Administración, del Presidente con facultades delegadas y del Consejero Delegado, la gestión de la Sociedad es asumida por el Comité de Dirección compuesto –además de por el Presidente con funciones ejecutivas, por el Consejero Delegado, por el Vicepresidente segundo, y por el Consejero de Vallehermoso y presidente de Testa Juan Fernando Gómez Hall– por las siguientes personas:

- ## D. Fernando Rodríguez-Avial Llardent: Director Gral. de Patrimonio.
- ## D. José Luis Rodríguez Flecha: Director Gral. de Servicios Corporativos.
- ## D. Segundo Rodríguez García: Director Gral. de la Dirección Técnica.
- ## D. José Carlos Moreno de Pablos: Secretario Técnico
- ## D. José Antonio Rodríguez Álvarez: Secretario General y del Consejo de Administración y Director de los Servicios Jurídicos.

Como se ha señalado los anteriores miembros del Comité de Dirección tienen amplísimos poderes.

VI.2. Conjunto de intereses en la Sociedad de las personas citadas en el apartado VI.I. anterior.

VI.2.1 Acciones con derecho de voto y otros valores que den derecho a su adquisición, de los que dichas personas sean titulares o representantes, directa o indirectamente.

Las participaciones en el capital social de Vallehermoso de los miembros de su Consejo de Administración son las siguientes:

	Participación		Participación Total	Porcentaje s/ capital
	Poseída	Representada		
D. Rodrigo Echenique Gordillo	10.000	-	10.000	0,00
D. Pedro Gamero del Castillo y Bayo	300	-	300	0,00
D. José Luis Llorente Bragulat	4.000	-	4.000	0,00
D. Antonio Basagoiti García Tunon (1)	1.000	41.708.909	41.709.909	26,95%
D. Antonio de Hoyos González	-	-	-	-
D. Emilio Novela Berlin	-	-	-	-
D. Carlos Díaz Lladó	-	-	-	-
General Electric Pension Trust (2)	2.912.992	-	2.912.992	1,88%
D. José Zamora Menárguez	1.000	-	1.000	0,00
D. José María Cuevas Salvador	200	-	100	0,00
D. Juan Fernández Gómez Hall	292.500	207.500	500.000	0,32%
D. Enrique Álvarez López	150	-	150	0,00

(1) Representan al BSCH, que es titular de un 26,95% del capital de Vallehermoso.

(2) Representada en el Consejo de Administración por D. Antonio Rodríguez Mate como persona física representante del consejero.

VI.2.2. Participación de dichas personas en las transacciones inhabituales y relevantes de la Sociedad, en el transcurso del último ejercicio y del corriente.

Ni los miembros del Consejo de Administración, ni los altos directivos de la Sociedad, han participado en transacciones inhabituales y relevantes de la Sociedad en el ejercicio anterior y el corriente.

VI.2.3. Importe de los sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier clase devengadas por las citadas personas en el último ejercicio.

VI.2.3.1 Miembros del Consejo de Administración

El artículo 19 de los Estatutos Sociales de Vallehermoso regula la remuneración de los miembros del Consejo de Administración y, a estos efectos, establece:

“Artículo 19.- Retribuciones

El cargo de administrador será retribuido.

El Consejo de Administración, con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias, percibirá una retribución de hasta el 2,5% de los beneficios líquidos obtenidos en el año. A tal efecto, en el ejercicio de que se trate, se hará la correspondiente provisión.

Dicha retribución sólo podrá ser detraída, una vez aprobadas por la Junta General las cuentas del año, después de estar cubiertas las atenciones de reserva legal y de haberse reconocido a los accionistas un dividendo del 4%.

El Consejo de Administración distribuirá entre sus miembros la expresada retribución en la forma y condiciones que estime oportuno, pudiendo entregar cantidades a cuenta en concepto de dietas de convocatoria o de asistencia.

La retribución prevista en este artículo será compatible e independiente de los sueldos, retribuciones, entregas de acciones u opciones sobre acciones, retribuciones referenciadas al valor de las acciones, indemnizaciones, pensiones o compensaciones de cualquier clase, establecidas con carácter general o singular para aquellos miembros del Consejo de Administración que mantengan con la Sociedad una relación laboral común o especial de alta dirección o de prestación de servicios, relaciones que serán compatibles con la condición de miembro del Consejo de Administración”.

La Junta General de Accionistas de 20 de marzo de 2002 aprobó la propuesta de modificar el párrafo 2º del artículo 19 de los Estatutos Sociales (Retribuciones).

Como consecuencia de lo anterior, el artículo 19 queda redactado en adelante de la siguiente forma, estando pendiente de inscripción al día 26 de abril de 2002, en el Registro Mercantil:

“Artículo 19.- Retribuciones

El cargo de administrador es retribuido.

El Consejo de Administración percibirá una retribución consistente en una participación en los beneficios líquidos obtenidos por la Sociedad en el año, que no podrá rebasar el 2,5 por 100 del resultado neto del ejercicio atribuido a la Sociedad en las cuentas anuales consolidadas del Grupo del que es sociedad dominante. A tal efecto, en el ejercicio de que se trate, se hará la correspondiente provisión.

Dicha retribución sólo podrá ser detrída una vez aprobadas por la Junta General las cuentas anuales, después de estar cubiertas las atenciones de reserva legal y de haberse reconocido a los accionistas un dividendo del 4 por 100.

El Consejo de Administración distribuirá entre sus miembros la expresada retribución en la forma y condiciones que estime oportuno, pudiendo entregar cantidades a cuenta en concepto de dietas de convocatoria y asistencia.

La retribución prevista en este artículo será compatible e independiente de los sueldos, retribuciones, entregas de acciones u opciones sobre acciones, indemnizaciones, pensiones o compensaciones de cualquier clase, establecidas con carácter general o singular para aquellos miembros del Consejo de Administración que mantengan con la Sociedad una relación laboral común o especial de alta dirección o de prestación de servicios, que será compatible con la condición de miembro del Consejo de Administración”.

Las remuneraciones devengadas por los miembros del Consejo de Administración en el ejercicio de 2000 y 2001 -en Vallehermoso y en las sociedades que componen su grupo- y los saldos mantenidos al cierre de ese ejercicio, son las siguientes:

Vallehermoso, S.A.	Cifras en miles de euros	
	Año 2001	Año 2000
Sueldo fijo	1.778	1.238
Sueldo variable	1.313	637
Dietas	422	385
Retribuciones estatutarias	553	534
Total	4.066	2.794

(1) Son cantidades a cuenta de la participación en beneficios. En su caso se consolidarán con la aprobación de las cuentas correspondientes al ejercicio 2001.

Las cantidades anteriores devengadas en el ejercicio 2001, han sido totalmente satisfechas.

Otras sociedades del grupo	Cifras en miles de euros (*)					
	Año 2001			Año 2000		
	Dietas	Participac. en beneficios	Total	Dietas	Participac. en beneficios	Total
Valleagora	-	-	-	11	-	11
Integra (antes Sergesa)	-	-	-	9	-	9
I.P.T.	-	-	-	1	-	1
Total	-	-	-	21	-	21

(*)Estas cantidades no han sido tomadas en consideración a los efectos de calcular la retribución de los consejeros en la cuentas anuales consolidadas del Grupo Vallehermoso.

VI.2.3.2 Altos directivos de la Sociedad

Los 5 altos directivos de la Sociedad relacionados en el epígrafe VI.1.2 anterior (quedan excluidos los miembros del Consejo de Administración que pertenecen al Comité de Dirección) devengaron las siguientes retribuciones salariales en el ejercicio 2001:

En Vallehermoso	Cifras en miles de euros	
	Año 2001	Año 2000
Sueldo fijo	952	751
Sueldo variable	624	493

Retribuciones en especie	58	45
Total	1.634	1.289

Otras sociedades del grupo	<i>Cifras en miles de euros</i>					
	Año 2001			Año 2000		
	Dietas	Participac. en beneficios	Total	Dietas	Participac. en beneficios	Total
Valleagora	-	-	-	5,4	-	5,4
Integra (antes Sergesa)	10	-	10	-	7,8	7,8
Adisa	6	-	6	3,0	-	3,0
Total	16	-	16	8,4	7,8	16,2

El total devengado(y percibido) en el año 2000 ascendió a 1.305 miles de euros y hasta el 31 de diciembre de 2001 asciende a 1.650 miles de euros.

VI.2.4 Importe de las obligaciones contraídas en materia de pensiones y seguros de vida respecto de los fundadores miembros antiguos y actuales del órgano de administración y directivos actuales y sus antecesores.

Existe un Plan de Previsión de los Consejeros Ejecutivos y altos directivos – miembros del Comité de Dirección- de Vallehermoso, instrumentado mediante un Reglamento adaptado a la normativa sobre exteriorización de compromisos por pensiones aprobado por el Consejo de Administración en el ejercicio 2.000. El Plan incorpora todos los compromisos asumidos con algunos Consejeros ejecutivos en ejercicios anteriores.

El instrumento elegido para la exteriorización, para todos los participantes, de entre las dos alternativas legales (plan de pensiones o seguros de vida), es el del seguro colectivo de vida. La financiación del Plan se efectúa a través de aportaciones (primas) efectuadas por Vallehermoso, como tomadora de los seguros, a las entidades aseguradoras elegidas (constan en el cuadro), en distintas pólizas. Las Compañías de seguros asumen en contraprestación la obligación de pago de las prestaciones comprometidas.

Las contingencias previstas son: jubilación, fallecimiento e incapacidad permanente de los participantes en el Plan. Las prestaciones son, en resumen, las siguientes:

- Prestación de jubilación. El hecho causante es el cese en la Compañía a partir de los 60 años de edad, en los términos que las normativas reguladoras de la Seguridad Social o de los Planes y Fondos de Pensiones establezcan en cada momento. El beneficiario tiene derecho conforme al Plan a una prestación anual equivalente al 100% del salario regulador (diferencia entre el salario fijo anual en el momento del cese y la pensión pública que pueda percibir el beneficiario).
- Prestación de fallecimiento. La prestación consiste en una renta vitalicia de viudedad equivalente el 60% del salario regulador al tiempo del fallecimiento.
- Prestación de incapacidad (permanente, total o absoluta, o gran invalidez). El beneficiario tiene derecho a la provisión matemática constituida en la fecha del hecho causante.

La Compañía no dispone de una valoración actual actuarial de los compromisos asumidos.

Los pagos efectuados por Vallehermoso al Plan de Pensiones por lo que respecta a los consejeros y directivos a los que se refiere el presente apartado son: 703 miles de euros en el ejercicio de 1999, 5.427 miles de euros en el ejercicio 2000 y 5.587 miles de euros en el ejercicio 2001. El siguiente cuadro muestra la totalidad de las primas satisfechas hasta el 31 de diciembre de 2001 en relación con el Plan de Pensiones de Consejeros y Directivos:

(miles de euros)		Primas satisfechas					
Entidad	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Total
ALICO	1.064	-	-	-	-	-	1.064
MAPFRE	1.346	751	-	-	-	-	2.097
EUROSEGUROS	-	-	475	-	-	-	475
AXA- Seguros	-	-	962	703	-	-	1.665
Santander C. Hispano S&R	-	-	-	-	5.427	5.587	11.014
Total	2.410	751	1.437	703	5.427	5.587	16.315
Cantidades correspondientes a consejeros y directivos							
Consejeros ejecutivos	2.410	751	1.437	703	4.057	4.377	13.735
Directivos	-	-	-	-	1.370	1.210	2.580

En los ejercicios 1999, 2000 y 2001 el efecto en Cuenta de Resultados por gastos para Pensiones de Consejeros ejecutivos y de Directivos ha sido el siguiente:

Año	Millones de Pesetas	Miles de Euros
1999	600	3.606
2000	303	1.821
2001	929	5.587

El efecto neto en Resultados en 2000, 303 millones de pesetas (1.821 miles de euros), es consecuencia de que el gasto por compromisos para pensiones pendiente de materializar en pólizas de seguros hasta esa fecha, 903 millones de pesetas (5.427 miles de euros), fue parcialmente provisionado en 1999 por 600 millones de pesetas (3.606 miles de euros).

De dicha provisión, dotada con anterioridad al cálculo actuarial realizado en 2000 que evaluó individualmente el gasto inherente al compromiso asumido por la empresa correspondiente hasta ese momento, se estimó que correspondería a los consejeros ejecutivos un importe de 337 millones de pesetas (2.025 miles de euros).

El ejercicio 2001 recoge el gasto derivado del compromiso para pensiones asumido por la empresa para el citado colectivo, correspondiente a dicho periodo, que se ha materializado en la póliza de seguros satisfecha dentro del ejercicio.

El gasto devengado en 2001 por Primas de Seguros de Consejeros Ejecutivos se debe, principalmente, a la cobertura del compromiso de pensiones del anterior

Presidente de la empresa, que causó baja en el mes de octubre, y en menor medida del resto de consejeros ejecutivos. El compromiso de pensiones a que se ha hecho referencia fue contraído por la sociedad en virtud de contrato suscrito el 27 de abril de 1999.

Por lo que respecta a seguros de vida y accidente, los datos referidos a 31 de diciembre de 2001 del grupo Vallehermoso referidos a los consejeros (ejecutivos) y directivos a los que hace referencia el presente apartado, son los siguientes:

Entidades	Capital Asegurado (en miles de euros.)					
	1999		2000		2001	
	Consej	Direct	Consej	Direct	Consej	Direct
La Estrella						
Seguro de Rentas (*)						
Fallecimiento	120	361	126	592	126	592
Invalidez	114	367	126	615	126	615
Accidentes						
Fallecimiento	601	541	481	541	481	601
Invalidez	1.202	1.082	962	1.082	962	1.202
Mapfre						
Seguro de Vida						
Fallecimiento	421	631	379	847	317	847
Invalidez	228	631	258	847	252	847

(*) El seguro de rentas cubre la obtención de ingresos en los supuestos de fallecimiento o invalidez del asegurado.

El importe de las primas satisfechas correspondientes a las coberturas de riesgos para los directivos y consejeros a los que se refiere el presente apartado fueron las siguientes:

Primas satisfechas (en miles de euros.) *					
1999		2000		2001	
Consej	Direct	Consej	Direct	Consej	Direct
21,64	34,26	24,64	44,48	25,84	58,30

* Muestra la totalidad de primas satisfechas por cada categoría

La sociedad emisora está al día en el pago de los seguros y dotaciones a pensiones.

VI.2.5 Importe global de todos los anticipos, créditos concedidos y garantías en vigor constituidas por Vallehermoso.

A 31 de diciembre de 2001, el importe total vivo de los créditos concedidos por Vallehermoso a favor de las personas mencionadas en el apartado VI.2.4 anterior es de 126 miles de euros para consejeros y de 176 miles de euros para altos directivos, siendo el interés convenido del 3%.

VI.2.6 Mención de las principales actividades que los miembros del órgano de administración ejercen fuera de la sociedad.

- D. Rodrigo Echenique Gordillo es miembro del Consejo y de la Comisión Ejecutiva del Consejo del Banco Santander Central Hispano y Preside la Comisión de Auditoría; Vicepresidente de Banco Banif de Gestión Financiera; Presidente del Consejo Económico Social de la Universidad Carlos III de Madrid y pertenece actualmente, como Presidente o Vocal, a

diversos Consejos de Administración de distintas sociedades industriales y financieras.

- D. Emilio Novela Berlín es Vicepresidente 1º de Banco Banif de Gestión Financiera; Consejero de Unión Eléctrica Fenosa, S.A., Viajes Marsans, S.A. y Viajes Internacional Expreso, S.A.
- D. José María Cuevas Salvador es Presidente de la Confederación Española de Organizaciones Empresariales; Consejero, Vicepresidente y Director General de Sarrio, S.A.; Vicepresidente y Consejero del Grupo Viscofan; y Consejero de Aristrain, S.A.; Iberpapel, S.A. Reno de Medici, S.A. y Vicepresidente de UNICE.
- D. Antonio de Hoyos González ha sido Director General del BSCH y Secretario de la Comisión Ejecutiva del BSCH.
- D. José Luis Llorente Bragulat es Consejero de la Agencia EFE, S.A.
- D. José Zamora Menárguez es Presidente de Sistemas 4B, S.A.; Presidente de Carpe Diem Comercial Sanitario; y Presidente de Carpe Diem Servicios Sanitarios.
- D. Juan Fernando Gómez Hall es Presidente de Testa.
- D. Enrique Álvarez López es consejero de diversas empresas así como miembro de la Junta Directiva del Círculo de Empresarios y del Consejo Rector de la Asociación para el Progreso de la Dirección (APD)
- D. Antonio Basagoiti García-Tuñon es consejero del Banco Santander Central Hispano y miembro de la Comisión Delegada de Riesgos y de la Comisión de Retribución, Nombramiento y Estatuto del Consejero, así como también Consejero de Unión Fenosa.

Tanto el Presidente, –D. Rodrigo Echenique Gordillo – el Vicepresidente 1º y Consejero Delegado –D. Emilio Novela Berlín– y los Directores Generales, forman parte de Consejos de Administración de algunas sociedades participadas o filiales de Vallehermoso que no cotizan en Bolsa, o son representantes del Administrador Único.

VI.3 Personas físicas o jurídicas que, directa o indirectamente, aislada o conjuntamente, ejerzan o puedan ejercer un control sobre la Sociedad.

A 31 de diciembre de 2001 y de conformidad con la información que había sido comunicada a Vallehermoso, sus principales accionistas eran: Banco Santander Central Hispano, S.A.

Accionista	Participación en el capital de Vallehermoso
Banco Santander Central Hispano, S.A.	26,95 %

El capital representado por estos accionistas en la última Junta General de Accionistas celebrada el día 20 de marzo de 2002, es el que se detalla a continuación:

Banco Santander Central Hispano, S.A. 25,14%

No existen otras personas físicas o jurídicas que, directa o indirectamente, aislada o conjuntamente con otras, ejerzan o puedan ejercer control sobre Vallehermoso.

VI.4 Preceptos estatutarios que supongan o puedan llegar a suponer una restricción o limitación a la adquisición de participaciones importantes de la Sociedad.

En los estatutos de la Sociedad Emisora no existen limitaciones la número máximo de votos que un mismo accionista puede emitir.

El Artículo 13º de los Estatutos de Vallehermoso, establece:

“Artículo 13 Acuerdos de las Juntas Generales

1.- Los acuerdos se adoptarán por mayoría, salvo que por prescripción del nº 2 del artículo 103 de la Ley dichos acuerdos deban adoptarse con el voto favorable de dos terceras partes del capital presente o representado.

2.- Como única excepción a lo señalado en el apartado anterior será necesario para que Vallehermoso, S.A. sea absorbida, o para que se fusione con otra sociedad mediante un proceso en el que se extinga su personalidad jurídica, el que voten a favor del acuerdo accionistas que posean el 70% del capital presente o representado en la Junta.

3.- Los acuerdos por los que Vallehermoso, S.A. absorba a otras sociedades requerirán la mayoría prevista en el artículo 103 de la Ley de Sociedades Anónimas.

4.- Para la modificación del presente artículo será necesario que el acuerdo se adopte con la conformidad al menos del 70% del capital presente o representado”

VI.5 Participaciones significativas en el capital social de Vallehermoso.

Accionista	% Participación Directa	% Participación indirecta
Banco Santander Central Hispano, S.A.	25,14	1,81
Banco Zaragozano, S.A.	3,00	-
General Electric Pensión Trust	1,88	-

Chase Manhattan Bank Sucursal en España ha informado a la compañía que tiene una participación significativa de Capital Social de Vallehermoso, S.A. a 31 de diciembre de 2001 del 6,361%.

Dichas posiciones corresponden siempre a titulares últimos y que no son propiedad de Chase Manhattan Bank.

VI.6 Número aproximado de accionistas de la Sociedad.

Según las relaciones facilitadas por las entidades depositarias con motivo de la celebración de la última Junta General Ordinaria de Accionistas de fecha 20 de marzo de 2002, Vallehermoso tiene aproximadamente 22.500 accionistas. El porcentaje aproximado de capital flotante (free float) es del 68,18%.

VI.7 Identificación de las personas o entidades que sean prestamistas de la Sociedad.

A 31 de diciembre de 2001, el principal prestamista de Vallehermoso era el Banco Santander Central Hispano, S.A. acreedor a esa fecha del 18% de la deuda financiera a largo plazo total del Grupo Vallehermoso.

(miles de euros)

	Total	Largo Plazo	Tipo medio de interés
Deuda financiera del Grupo	1.467.210	1.056.468	5,46%
Deuda financiera con BSCH	189.750	189.750	4,25%
Deuda financiera con BSCH (%)	13%	18%	
Intereses devengados deuda BSCH	8.387		

No existen condicionantes que pudiesen llevar a la anticipación de los vencimientos de la deuda.

VI.8 Existencia de clientes o suministradores cuyas operaciones de negocio con Vallehermoso sean significativas.

No existen clientes o entidades de servicios que participen en un porcentaje superior al 25% en las compras o ventas totales de Vallehermoso.

VI.9 Esquemas de participación del personal en el capital de la Sociedad.

Tal y como se comunicó a la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 9 de junio de 2000, la Junta General de Vallehermoso aprobó en su reunión del pasado día 14 de abril de 2000, un programa de incentivos basado en la concesión de opciones sobre acciones de Vallehermoso a favor de altos directivos y administradores que mantengan con la sociedad una relación laboral común o especial de alta dirección.

El número inicial de acciones sobre las que se concederán opciones es de 1.290.630 de 1 euro de valor nominal cada una –que representan el 0,8% del capital social de Vallehermoso a la fecha de presentación de este folleto–. De ellas, el número de opciones a conceder a los administradores con funciones ejecutivas es de 165.000-.

Además, la Comisión de Nombramientos y Retribuciones ha complementado el acuerdo adoptado por la Junta General, en los siguientes términos:

- Oferta a 58 directivos y empleados con responsabilidades significativas.
- Al Comité de Dirección –compuesto por los Consejeros Ejecutivos y directores antes indicados-, a excepción de a su Presidente, se le asignan las siguiente opciones:

	<u>Dchos. de opción</u>
<u>Consejeros ejecutivos</u>	
- D. Emilio Novela Berlín	84.523
- D. Pedro Gamero del Castillo	41.565
- D. Carlos Diaz Lladó	38.912
<u>Directivos ejecutivos</u>	
- D. Fernando Rodríguez-Avial	49.525
- D. José Luis Rodríguez Flecha	49.525
- D. Segundo Rodríguez García	44.219
- D. José Carlos Moreno de Pablos	38.912
- D. José Antonio Rodríguez Álvarez	38.912

Las obligaciones de Vallehermoso derivadas de este programa de incentivos se cubrirán mediante la adquisición de acciones propias, que se mantendrán en autocartera, en desarrollo del acuerdo adoptado por la Junta General, Vallehermoso ha adquirido la autocartera señalada.

Mas datos sobre este Plan de participación de la Sociedad, se puede consultar en el hecho relevante remitido a la CNMV con fecha 9 de junio de 2000. No obstante, los datos más relevantes son:

- el plazo de duración del Plan, es de siete años;
- las opciones son intransmisibles y no podrán ser ejercitadas hasta dos años después de su otorgamiento a un precio que se ha fijado en 6,57 euros por acción;
- el beneficiario podrá ejercitar la opción: bien pagando el precio de ejercicio correspondiente a las acciones que adquiere; bien mediante una liquidación por diferencias en la que se le entregará una cantidad en metálico (diferencia entre precio de ejercicio y el valor de mercado de la acción).

VI.10 Relación de la Sociedad con los Auditores de Cuentas

Los importes facturados al Grupo Vallehermoso por Price Waterhouse Coopers en el ejercicio 2001 en concepto de auditoría de cuentas han sido 209.000 euros y en concepto de consultoría la cantidad de 49.000 euros, no habiendo facturado ningún otro importe las empresas del Grupo Price Waterhouse Coopers en el ejercicio 2001.

VALLEHERMOSO, S.A.

CAPITULO VII

EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS DEL EMISOR

CAPÍTULO VII

EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS DEL EMISOR

VII.1 EVOLUCIÓN DE LOS NEGOCIOS DE LA SOCIEDAD CON POSTERIORIDAD AL CIERRE DEL ÚLTIMO EJERCICIO.

El último ejercicio del EMISOR finalizó el pasado día 31 de diciembre de 2001.

La valoración de activos a 31 de diciembre de 2001 efectuada por CB Richard Ellis, S.A. ascendía a 3.976.984 miles de euros, según el siguiente desglose:

	Miles de Euros
Inmuebles en Renta	1.963.426
Otro inmovilizado: obras en curso y suelo	331.356
Existencias: solares, obras en curso y edificios terminados	1.611.995
Otros activos: uso propio y participaciones minoritarias	70.207
VALOR TOTAL	3.976.984

La valoración ha sido realizada de acuerdo con las Declaraciones del Método de Tasación-Valoración de Bienes y Guía de Observaciones publicado por la Royal Institution of Chartered Surveyors de Gran Bretaña.

Las propiedades han sido valoradas por un valorador cualificado para los efectos de la valoración de acuerdo con el Manual de Valoración y Tasación de la RICS.

Como Anexo número II, se adjunta copia del certificado de valoración y ámbito de trabajo y fuentes de información realizado por CB Richard Ellis, S.A..

Desde la fecha del cierre del último ejercicio hasta el 31 de marzo de 2002 la evolución de los negocios, ha sido la siguiente:

GRUPO VALLEHERMOSO

El Beneficio después de impuestos atribuido a Vallehermoso en el primer trimestre de 2002 ha ascendido a 77.148 miles de euros, superando en un 180,3% al del primer trimestre de 2001.

A esta positiva evolución han contribuido favorablemente los resultados operativos de las distintas actividades troncales de negocio: es de destacar el fuerte aumento de los resultados obtenidos en la venta de producto y suelo, un 108,6%, y el incremento en los de la actividad de alquileres en un 11%; por el contrario, el cambio de método de consolidación de Integra (antes proporcional, ahora por equivalencia) en la actividad de servicios origina que la contribución de los resultados operativos de esta actividad se reduzca en un 36,3%.

Por lo que se refiere a la actividad financiera, el alto nivel de recursos generados, la fuerte desinversión realizada en activos maduros y en activos no estratégicos, así como el suave ritmo de inversión desarrollado, han determinado la reducción del nivel de deuda con coste del Grupo en el primer trimestre de 2002 en 78.791 miles de euros, respecto a la deuda existente al 31 de diciembre de 2001, hasta situar el saldo de endeudamiento financiero neto a 31 de marzo en 1.373.964 miles de euros.

El incremento del 23,7% en los costes financieros netos en el primer trimestre de 2002 respecto a igual período de 2001 se debe, principalmente, al incremento del endeudamiento medio retribuido en un 25,5% originado, entre otros factores, por el pago de la OPA sobre Prima Inmobiliaria.

La cobertura de los gastos financieros con cash-flow operativo antes de impuestos presenta un valor de 5,6 veces y los costes financieros netos representan el 16% del cash-flow directo en operaciones.

La favorable evolución de los resultados operativos y la reducción de los gastos generales ha absorbido y superado ampliamente el efecto del aumento de los costes financieros, generando un excedente de explotación, antes de dotaciones a provisiones, de resultados extraordinarios y de resultados por equivalencia, superior en un 124,5% al del año precedente.

Los resultados extraordinarios, positivos en 9.754 miles de euros, se deben, principalmente, al beneficio obtenido en la venta del 51,3% de la participación de acciones de la sociedad WCM participada minoritariamente por el Grupo, cuya participación, no considerada estratégica, se enajenará totalmente a lo largo del presente ejercicio.

La aplicación del régimen de declaración consolidada de impuestos y la compensación de bases negativas anteriores de Testa originan una tasa impositiva en el trimestre del 11,1%; dicha tasa es muy inferior a la de igual período del año anterior ya que, además del efecto de la declaración consolidada, la aportación de beneficio sin gasto fiscal de Testa al Grupo es proporcionalmente muy superior.

El cash-flow generado, 82.372 miles de euros, ha aumentado en un 155,3 % respecto al mismo periodo del año anterior.

La cifra de negocios ascendió a 242.545 miles de euros, superando en un 33,2 % a la de igual periodo del año anterior; las dos líneas principales de actividad presentan crecimientos significativos tal como se explica en los epígrafes correspondientes.

La inversión realizada en el primer trimestre de 2002 en activos inmovilizados ha sido de 42.318 miles de euros, aplicada en un 81% a inversiones materiales de desarrollo de nuevas promociones cuyo destino será el alquiler y para la mejora de las que están en explotación, correspondiendo el resto a inversiones financieras, a inversiones tecnológicas y otras de uso propio. Las inversiones brutas en

existencias en concepto de compra de suelo y de obra en curso han ascendido a 32.076 y 53.738 miles de euros, respectivamente.

La buena evolución de las diferentes líneas de negocio ha incrementado la generación de recursos, lo que, unido a la desinversión materializada de activos fijos y a los procedentes del fondo de maniobra antes de existencias, han permitido autofinanciar la inversión en inmovilizado, en existencias y disminuir otro pasivo comercial, a la vez que reducir en casi 79 millones de euros el endeudamiento con coste respecto al cierre del ejercicio 2001.

ACTIVIDAD DE VENTAS

Las ventas totales realizadas en el primer trimestre de 2002 por el Grupo Vallehermoso han ascendido a 208.780 miles de euros, lo que representa un crecimiento del 39,7% respecto al año anterior; en este importante incremento de las ventas contabilizadas destaca el fuerte aumento de las ventas de activo fijo patrimonial, un 276,1%.

En relación a las ventas de promoción, si bien las ventas contratadas de producto residencial han aumentado un 12,4%, la programación anual del desarrollo de las promociones y el retraso habido en el grado de ejecución de algunas obras desplazan el reconocimiento contable de las ventas en mayor proporción para los próximos meses, razón por la que se produce el desfase en la comparación del primer trimestre.

Entre las ventas de activo fijo son de destacar, entre otras, varios edificios de oficinas por 102.622 miles de euros cuya enajenación se enmarca en la política de rotación establecida y obedece a distintos motivos: en un caso por ser un activo maduro con escaso potencial de mejora y en otros por ser activos no estratégicos dada su ubicación redundante con otros recientemente desarrollados por el Grupo.

El resultado de las operaciones obtenido en la actividad de ventas, 82.937 miles de euros, ha superado en un 108,6% al resultado obtenido respecto a igual periodo de 2001, a lo que ha contribuido decisivamente el incremento del 40,7% procedente de la venta de producto residencial de promoción y el aumento del resultado en ventas de activo fijo en un 400,7%.

El margen medio aportado por las ventas totales ha sido del 39,7%, correspondiendo a la venta de producto residencial un margen del 48,2%: aquél ha aumentado en 13,1 puntos y el del producto residencial en 21,9 puntos. El margen de la venta de producto residencial es extraordinariamente alto y se debe a la contabilización de promociones desarrolladas sobre suelo adquirido con mucha antigüedad; a lo largo del año, a medida que se contabilicen promociones con suelo de más variada procedencia histórica, el margen se reducirá notablemente tendiendo a niveles semejantes a los del año anterior.

La estructura de Ventas y Resultado en Ventas en el primer trimestre de 2002 ha evolucionado de la siguiente forma:

Miles de Euros	VENTAS			RESULTADO EN VENTAS		
	2001	2002	% Δ	2001	2002	% Δ
Suelo	0	6.618		0	736	
Patrimonio	29.630	111.438	276,10	7.675	38.429	400,70
Promoción	119.782	90.724	(24,26)	32.088	43.772	36,41
. Residencial	118.520	90.724	(23,45)	31.115	43.772	40,68
. Otro	1.262	0	(100,00)	973	0	
TOTAL	149.412	208.780	39,73	39.763	82.937	108,58

Las ventas contratadas en el subsector residencial han evolucionado consistentemente en el trimestre, habiendo alcanzado los 174.405 miles de euros y representando un crecimiento del 12,4% respecto a 2001.

Desde 1997, año de inicio del actual ciclo expansivo inmobiliario, las ventas contratadas del primer trimestre han crecido un 26,6% en tasa anual acumulativa.

A continuación se muestra la evolución de las ventas contratadas de producto residencial del primer trimestre de cada año desde 1997:

VENTAS CONTRATADAS	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Crecimiento	
							2002/01	2002/97 Tasa Anual Acumulativa
Miles de Euros	53.580	67.540	74.400	124.870	155.117	174.405	12,4	26,6%
Nº Unidades	425	520	533	751	753	836	11,0	14,5%

La distribución geográfica de las citadas ventas contratadas en el subsector residencial, 174.405 miles de euros, es la siguiente :

- 27.238 miles de euros en la Zona Andalucía
- 28.580 miles de euros en la Zona de Cataluña
- 68.365 miles de euros en la Zona de Centro
- 22.596 miles de euros en la Zona Levante
- 27.626 miles de euros en la Zona de Norte

ACTIVIDAD DE ALQUILERES

Los ingresos alcanzados por esta actividad en el primer trimestre, 32.490 miles de euros, han crecido un 21,6% respecto a 2001. Los factores que han determinado el referido incremento han sido los siguientes: aumento de la superficie alquilable media en un 7,0%, reducción del nivel de ocupación media en un 4,7%, e incremento del 19,3% en las rentas unitarias medias. El alto incremento habido en

las rentas unitarias medias es consecuencia de varias circunstancias, siendo las más importantes las siguientes: aplicación de las cláusulas contractuales de revisión, con especial incidencia en oficinas y en centros comerciales, el mix de producto, con aumento del peso de oficinas y centros comerciales en detrimento de viviendas y locales comerciales, y el efecto debido a la homogeneización del tratamiento de los gastos repercutidos a inquilinos en los activos procedentes de la antigua Prima Inmobiliaria efectuada en el último trimestre de 2001.

A continuación se muestra la evolución de los factores explicativos de la variación de los ingresos por alquileres respecto al año anterior:

	2001	2002	% Δ
Ingresos (Miles de Euros)	26.709	32.490	21,6
Superficie Ocupada Media (M ²)	1.005.881	1.025.332	1,9
Ingreso Unitario Medio (€ /m ² /mes)	8,85	10,56	19,3
Superficie Alquilable Media (M ²)	1.033.633	1.106.590	7,0
Grado de Ocupación Media	97,3%	92,7%	(4,7)

El beneficio generado en las operaciones ha crecido un 11% ya que, frente al aumento señalado del 21,6% de los ingresos, los costes de explotación y las amortizaciones de los activos se han incrementado en un 57,8% y 41,1% respectivamente, debiéndose parte de estos incrementos a la homogeneización de criterios en la actividad de la antigua Prima Inmobiliaria con los del resto del Grupo realizada en la segunda mitad del año 2001.

ACTIVIDAD DE SERVICIOS

Esta actividad está principalmente afectada por la exclusión de Integra del perímetro de consolidación proporcional del Grupo; las principales variaciones aislando el efecto derivado de esta circunstancia son las siguientes:

Los ingresos procedentes de esta actividad han sido 1.275 miles de euros lo que significa incrementar la cifra del período anterior en un 30%, habiéndose logrado un resultado en las operaciones de 907 miles de euros; dicho resultado crece un 32,2% respecto al obtenido en 2001.

No obstante, dado que en el primer trimestre de 2002 se ha consolidado la sociedad Integra por puesta en equivalencia, cuando en 2001 se consolidaba proporcionalmente, los ingresos obtenidos en 2001 suponen una reducción del 78,5% y los resultados de las operaciones disminuye en un 36,3% respecto a igual periodo de 2001.

GASTOS GENERALES

Si bien la rúbrica de gastos generales presenta una reducción del 14,7% es preciso señalar que parte de esta reducción se debe a la exclusión de Integra del perímetro de consolidación proporcional del Grupo Vallehermoso en 2002 y a que en 2001 se incurrió en gastos no recurrentes derivados de la OPA sobre Prima Inmobiliaria;

aislando estos efectos, los gastos generales se han mantenido estables, ya que el incremento del 1,5% en gastos corrientes de funcionamiento, han sido neutralizados por el menor gasto en tributos indirectos.

La evolución de la plantilla del Grupo está afectada, principalmente, por la exclusión de Integra del perímetro de consolidación por la razón ya aludida de pérdida de control efectivo y consiguiente consolidación por el método de integración proporcional: no se incorporan ingresos ni costes por naturaleza y, en consecuencia, tampoco se considera la plantilla de la citada sociedad.

En términos homogéneos de comparabilidad, la plantilla final del Grupo Vallehermoso crece un 3,7%; este incremento se debe, principalmente, a las incorporaciones habidas en la actividad de promoción en su estrategia de crecimiento y diversificación geográfica y en la actividad corporativa para dar el soporte adecuado al crecimiento operativo del Grupo.

BALANCE DE SITUACION CONSOLIDADA (Miles de Euros)	A 31 de Marzo		% Variac. 02 / 01
	2001	2002	
ACTIVO			
Inmovilizado Material Neto	1.219.285	1.420.132	16,5
Inmovilizado Inmaterial	58.665	89.133	51,9
Otro Inmovilizado y deudores a largo plazo	138.738	117.542	(15,3)
Fondo de comercio de consolidación	0	3.658	
Activo circulante	1.322.551	1.447.684	9,5
TOTAL ACTIVO / PASIVO	2.739.239	3.078.149	12,4
PASIVO			
Recursos Propios	676.133	959.388	41,9
Intereses Minoritarios	253.164	6.320	(97,5)
Endeudamiento sin coste a largo plazo	149.995	195.048	30,0
Endeudamiento financiero a largo plazo	909.950	1.037.506	14,0
Endeudamiento financiero a corto plazo	346.399	350.909	1,3
Otro pasivo a corto plazo	403.598	528.978	31,1

CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA (Miles de Euros)	A 31 de Marzo		% Variac. 02 / 01
	2001	2002	
ACTIVIDAD DE VENTAS			
Ventas	149.412	208.780	39,7
Costes	(109.649)	(125.843)	14,8
Resultado en Ventas	39.763	82.937	108,6
ACTIVIDAD DE ARRENDAMIENTOS			
Ingresos	26.709	32.490	21,6
Costes	(4.093)	(6.459)	57,8
Amortización	(3.107)	(4.384)	41,1
Resultado en Arrendamientos	19.509	21.647	11,0
ACTIVIDAD DE SERVICIOS			
Ingresos	5.938	1.275	(78,5)
Gastos	(4.514)	(368)	(91,8)
Resultado en Servicios	1.424	907	(36,3)
Resultados Financieros	(14.244)	(17.615)	23,7
Ingresos Varios	264	127	(51,9)
Gastos Generales	(11.311)	(9.647)	(14,7)
Amortizaciones	(889)	(852)	(4,2)
RESULTADO DE EXPLOTACION	34.516	77.504	124,5
Dividendos	0	0	
Provisiones	1.148	23	(98,0)
Resultado cartera de valores y otros	(216)	9.754	(4.615,7)
Resultado Soc. puesta en equivalencia	24	62	158,3
RESULTADO TOTAL (A.D.I.)	35.472	87.343	146,2
Impuesto de Sociedades	(7.916)	(9.719)	22,8
RESULTADO TOTAL (D.D.I.)	27.556	77.624	181,7
Atribuible a Minoritarios	36	476	1.222,2
Atribuible a Sociedad Dominante	27.520	77.148	180,3

En el folleto de la OPA sobre Testa Inmuebles en Renta, S.A., las estimaciones financieras para el cierre del ejercicio 2001 referidas al ratio de endeudamiento con coste/endeudamiento+fondos propios eran del 59,6%. Dicho ratio al 31 de diciembre de 2001 ha sido del 61,9%. Este desfase, es debido, principalmente, a las mayores inversiones realizadas en el ejercicio lo que se ha traducido en un incremento del endeudamiento financiero respecto al previsto inicialmente.

Al cierre del primer trimestre de 2002, dicho ratio se situaba en el 59,1%, consecuencia de la reducción de deuda financiera, derivada de los recursos generados, de las desinversiones realizadas y del suave ritmo de inversión desarrollado, y del aumento de Recursos Propios debido al beneficio generado.

VII.2 PERSPECTIVAS DE LA SOCIEDAD EMISORA: ESTIMACIÓN DE LAS PERSPECTIVAS COMERCIALES, INDUSTRIALES Y FINANCIERAS DEL GRUPO VALLEHERMOSO.

En aplicación de lo previsto en la Orden Ministerial de 12 de julio de 1993, por la que se desarrolla el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, se hace constar expresamente que el contenido de este apartado se refiere a previsiones, estimaciones o perspectivas susceptibles de ser realizadas o no. Aunque la información contenida en la totalidad de este apartado VII.2 se corresponde con la mejor estimación de Vallehermoso en relación con dichas perspectivas, las mismas se basan en hechos futuros e inciertos cuyo cumplimiento es imposible determinar en el momento actual.

En este sentido, Vallehermoso no asume responsabilidad por las posibles desviaciones que pudieran producirse en los diferentes factores que influyen en la evolución futura de Vallehermoso ni garantiza, por tanto, el cumplimiento de las perspectivas contenidas en este apartado.

Estas previsiones, estimaciones o perspectivas que, por su propia naturaleza, no suponen ninguna garantía de la evolución futura de los resultados de Vallehermoso, se realizan considerando el siguiente escenario de proyección:

- ## Mantenimiento de las actuales previsiones macroeconómicas respecto de la evolución de la economía española, sin cambios en su evolución que afecten sustancialmente a las actividades desarrolladas por Vallehermoso.
- ## Que no se produzcan cambios de índole legal o fiscal, que afecten de forma significativa a las actividades desarrolladas por Vallehermoso.
- ## Que la expansión de la demanda de los servicios prestados por Vallehermoso en España, evolucione en consonancia con las previsiones de los informes públicos más relevantes.
- ## Que no se produzcan circunstancias excepcionales, catástrofes meteorológicas, situaciones de guerra o alteraciones significativas en el escenario de estabilidad social, económica y política generalmente previsibles.

Que el perímetro de consolidación de Vallehermoso no se altere sustancialmente a lo largo del período considerado; esto es, que no se lleven a cabo adquisiciones o desinversiones sustanciales.

Cualquier desviación de estos presupuestos podría tener, entre otras circunstancias, un impacto sustancial en los resultados futuros de Vallehermoso.

Vallehermoso, S.A. no está participando, ni tiene conocimiento de operación alguna que pudiera dar lugar a un cambio en la estructura accionarial de la compañía.

En consecuencia, Vallehermoso, S.A. no tiene conocimiento alguno, al día de hoy, de informaciones susceptibles de ser consideradas como hechos relevantes.

VII.2.1 PERSPECTIVAS DE NEGOCIO.

Para el ejercicio 2002, Vallehermoso ha establecido un Plan que identifica dos grandes misiones:

- Creación de valor para los accionistas.
- Fortalecimiento de la posición competitiva.

A continuación se exponen las principales líneas de actuación de la Sociedad contenidas en el mismo.

Inversión:

El desarrollo del citado Plan contempla unas inversiones operativas por los siguientes importes:

Miles de euros (* Estimaciones)	Año 2002*	Año 2003*	Año 2004*
Compra de suelo	327.400	253.200	281.300
Inmovilizado para patrimonio en alquiler	212.800	166.100	185.100
Inversiones en obras	567.600	581.400	587.400
Totales	1.107.800	1.000.700	1.053.800

Financiación:

El plan comercial a desarrollar implica un crecimiento anual de las ventas contratadas de producto residencial del 20% y de los ingresos por alquiler del 15%, respecto al ejercicio de 2001; se prevé la siguiente evolución de las mencionadas cifras de venta y de alquileres:

Miles de euros (* Estimaciones)	Año 2002*	Año 2003*	Año 2004*
Ventas contratadas de producto residencial **	860.230	989.250	1.115.470
Ingresos por alquileres	150.230	174.530	182.880
Ingresos por servicios	37.630	49.940	61.080
Totales	1.048.090	1.213.720	1.359.430

** Incluye únicamente producto residencial.

El crecimiento previsto de las ventas contratadas se asienta en una decidida apuesta por la diversificación geográfica, situándose en ciudades de España de

más de 100.000 habitantes. El número de viviendas vendidas se acercará en el ejercicio 2002 a las 4.000 unidades.

Perspectivas comerciales, industriales, y financieras de la Sociedad.-

Asimismo, la aplicación del plan de inversión, la renovación parcial de los contratos actuales, la revisión de rentas de acuerdo a sus condiciones contractuales y el incremento de nuevos contratos originará un crecimiento de los ingresos por alquileres.

Con relación a las perspectivas financieras estimadas en el Plan, cabe destacar las referidas a la evolución de las cifras de RESULTADO ATRIBUIDO al Grupo y de Endeudamiento financiero con coste:

- El Resultado Atribuido al Grupo para el año 2002 se ha presupuestado en 195.440 miles de euros, lo que representará un crecimiento del 38,6% respecto a 2001.
- Por lo que se refiere a la evolución del endeudamiento financiero, es de destacar que el fuerte plan de inversiones operativas previsto realizar se financiará, en su mayoría, con recursos autogenerados.

El Grupo Vallehermoso desarrollará un plan de INVERSIÓN NETA en el ejercicio 2002 de 229.000 miles de euros principalmente destinado a nuevo patrimonio en alquiler, e incremento de existencias por compra de suelo y obra en curso, previéndose su financiación mediante Cash-flow disponible.

Por esta razón se estima que al final del año 2002, la Deuda Financiera con coste se eleve a 1.558.616 miles de euros para unos Recursos Propios estimados a dicha fecha de 1.041.160 miles de euros.

VII.2.2 POLÍTICA DE DISTRIBUCIÓN DE RESULTADOS Y DIVIDENDOS

La política de distribución de resultados seguida por Vallehermoso durante los ejercicios 1999, 2000 y 2001 ha estado presidida por la prudencia, ya que de unos resultados en el Grupo Vallehermoso, después de impuestos, en los períodos citados de 50.185, 80.153 y 140.978 miles de euros respectivamente, el Pay-out ha sido del 41%, 32% y 27%, respecto al resultado consolidado del Grupo Vallehermoso.

En el futuro la política de dividendos seguirá orientada por la prudencia, si bien, en la medida que se confirme la buena evolución de los resultados, es previsible un acompasamiento del dividendo en línea con la evolución del resultado.

Vallehermoso ha fortalecido su capitalización como consecuencia de la retención de una buena parte de sus resultados netos en forma de reservas 62.204 miles de euros, en los tres últimos ejercicios.

A modo de resumen, los recursos propios de Vallehermoso han pasado de 609.006 miles de euros a 31 de diciembre de 1999 a 901.262 al 31 de diciembre de 2001.

En el ejercicio 1999 la Sociedad ha repartido un dividendo equivalente al 16% del valor nominal de las acciones, abonado el día 3 de enero de 2000 (un 6,54%) y el día 19 de abril de 2000 (un 9,46%).

En el ejercicio 2000 la Sociedad ha repartido un dividendo equivalente al 20% del valor nominal de las acciones, abonado el día 3 de julio de 2000 (un 5%) y el día 4 de enero de 2001 (un 15%).

El Consejo de Administración acordó, en su reunión del día 26 de julio de 2001, el pago del primer dividendo a cuenta del ejercicio 2001 por importe de 0,0625 euros por acción (6,25% sobre el nominal de las acciones). Este pago se hizo efectivo el día 30 de julio de 2001. Dicho dividendo se enmarca en el acuerdo adoptado por el Consejo, en la citada sesión, de distribuir trimestralmente cantidades a cuenta en los meses de julio, octubre, enero y un último, el definitivo, dependiente del acuerdo que adopte al respecto la Junta General Ordinaria al decidir sobre la aplicación del resultado del ejercicio. En aplicación del citado acuerdo del Consejo, se hizo efectivo el pago del segundo dividendo a cuenta, por 0,0625 euros por acción, el día 5 de noviembre de 2001, el tercer dividendo a cuenta del ejercicio 2001, también por 0,0625 euros por acción, el día 30 de enero de 2002 y 0,0625 euros por acción, el día 5 de abril de 2002, una vez aprobado por la Junta General de Accionistas celebrada el día 20 de marzo de 2002.

La evolución del pay-out referido al Grupo Vallehermoso, así como su evolución prevista se contienen en el siguiente cuadro:

	1999	2000	2001	2002*
Pay-out (%)	41	32	27	25

* Estimación

VII.2.3 EVOLUCIÓN FUTURA DE LOS FONDOS PROPIOS Y POLÍTICA DE ENDEUDAMIENTO

El Grupo Vallehermoso ha mantenido una sólida estructura financiera derivada de su capacidad para generar fondos.

En las actividades de promoción y alquiler inmobiliario, el Grupo Vallehermoso financiará las inversiones y la amortización del endeudamiento externo aplicando los recursos generados en la explotación de los inmuebles y/o por la enajenación, en su caso, de alguno de ellos. Asimismo, se mantendrá una política de apalancamiento financiero, que, mediante préstamos hipotecarios, financiación bancaria, emisión de renta fija y/o fórmulas mixtas de obtención de recursos ajenos, permitirán acometer nuevas inversiones sobre una base de estructura financiera equivalente entre el 55% y el 60% de financiación ajena y el resto de recursos propios.

A este efecto la Junta General de 20 de marzo de 2002, delegó en el Consejo de Administración, al amparo de lo dispuesto en el artículo 319 del Reglamento del Registro Mercantil y en el régimen general sobre emisión de obligaciones, y aplicando por analogía lo previsto en los artículos 153.1 b) y 159.2 de la Ley de Sociedades Anónimas, y con expresas facultades de sustitución en la Comisión Ejecutiva o en uno o varios de los Consejeros, la facultad de emitir valores de renta fija de conformidad con las siguientes condiciones:

1. La emisión de los valores de renta fija podrá efectuarse en una o en varias veces dentro del plazo máximo de cinco (5) años a contar desde la fecha de adopción del presente Acuerdo.
2. El importe máximo total de la emisión o emisiones de valores de renta fija que se acuerden al amparo de la presente autorización, unido al de las demás emisiones de la Sociedad en circulación en cada momento, no podrá exceder del límite máximo de la cifra de capital social desembolsado más las reservas que figuren en el último balance aprobado y las cuentas de regularización y actualización de balances aceptadas por el Ministerio de Economía y Hacienda previsto en el apartado 1 del artículo 282 de la Ley de Sociedades Anónimas.
3. Los valores de renta fija emitidos podrán ser obligaciones, bonos, pagarés y demás valores de renta fija tanto simples como, en el caso de obligaciones, canjeables y/o convertibles en acciones de la Sociedad.
4. La autorización para emitir valores de renta fija se extenderá a la fijación de los distintos aspectos y condiciones de cada emisión (valor nominal, tipo de emisión, precio de reembolso, tipo de interés, relación de canje, amortización, cláusulas antidilución, garantías de la emisión, admisión a cotización, etc.).
5. En el caso de emisión de obligaciones convertibles, la autorización comprenderá también las siguientes facultades:
 - (i) la facultad de aumentar el capital en la cuantía necesaria para atender las solicitudes de conversión. Dicha facultad sólo podrá ser ejercitada en la medida en que el Consejo, sumando el capital que aumente para atender la emisión de obligaciones convertibles y los restantes aumentos de capital que hubiera acordado al amparo de autorizaciones concedidas por la Junta, no exceda el límite de la mitad de la cifra de capital social previsto en el artículo 153.1 b) de la Ley de Sociedades Anónimas;
 - (ii) la facultad para excluir el derecho de suscripción preferente cuando ello sea necesario para la captación de los recursos financieros en los mercados internacionales o de otra manera lo exija el interés social; y

- (iii) la facultad para determinar la relación de conversión, siempre que se asegure que el valor nominal de las obligaciones cubra, cuando menos, el valor nominal de las acciones en función de la relación de conversión establecida, la forma de dicha relación de conversión, que podrá ser fija o variable, el momento de la conversión, que podrá limitarse a un período predeterminado, la titularidad del derecho de conversión, que podrá atribuirse a la sociedad o a los obligacionistas y, en general, cuantos extremos y condiciones resulten necesarios o convenientes para la emisión.
6. Asimismo, se autoriza al Consejo de Administración para que se garanticen por la Sociedad las obligaciones de todo orden que se puedan derivar para sus sociedades filiales de las emisiones de valores de renta fija por ellas efectuadas a fin de captar financiación para el Grupo Vallehermoso, por un plazo máximo de cinco (5) años a contar desde la fecha de adopción del presente Acuerdo.
7. El Consejo de Administración, en las sucesivas Juntas Generales que celebre la Sociedad, informará a los accionistas del uso que, en su caso, se haya hecho hasta el momento de las delegaciones a las que se refiere este Acuerdo.

Al amparo de la citada delegación, cuya finalidad es dotar a la Sociedad de la flexibilidad necesaria para apelar a los mercados de capitales, la Sociedad podría realizar una o más emisiones de valores de renta fija en un plazo y por un importe no determinados, dentro de los límites autorizados por la Junta General. El importe que la Sociedad podría emitir durante la vigencia del presente folleto continuado con cargo a la citada autorización estará en función de las necesidades de financiación de la Sociedad y de las condiciones del mercado, aunque en el momento actual no se estima que pudiera exceder de 300 millones de euros.

Las previsiones para el ejercicio 2002 se expresan en el siguiente cuadro:

Concepto	2002
Resultado atribuible	195.440
Fondos propios	1.041.160
Endeudamiento con coste (*)	1.558.616
Endeudamiento / endeudam. + fondos propios	59,95%

(*) sobre el concepto utilizado de "endeudamiento" véase apartado V.3.2.2 del capítulo V donde se contienen los desgloses por vencimientos del endeudamiento bruto.

VII.2.4 POLÍTICA DE AMORTIZACIONES:

La dotación a la cuenta de amortizaciones de Vallehermoso en los tres últimos ejercicios 1999, 2000 y 2001, fue de 8.246, 9.616 y 21.048 miles de euros respectivamente.

La amortización de los elementos del inmovilizado material se practica sobre valores de coste o coste actualizado siguiendo el método lineal durante los siguientes periodos de vida útil estimados:

	Años de vida útil
Construcciones para arrendamientos y uso propio	50 a 75
Instalaciones técnicas y maquinaria	10
Otras instalaciones, utillaje y mobiliario	10
Elementos de transporte	5
Equipos para proceso de información	4
Ampliaciones de capital	5

No se prevén cambios en esta política distintos de los que exijan las normativas fiscales y contables en cada momento y los que aconsejen la prudencia empresarial.