

Ultimo precio 6,21 €

COMPRAR

Precio objetivo 11,37 €

Potencial 83,1%

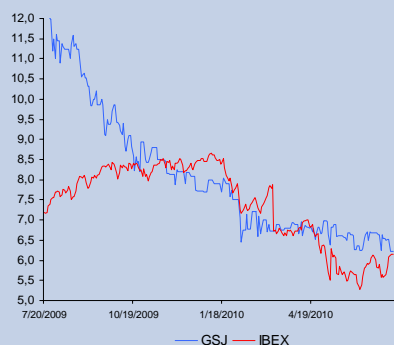
13 Julio 2010

Construcción

España

Analista Marta Olba
Tel 91 338 91 52
Email molbasub@banesto.es

Evolución del Valor



Fuente: Bloomberg

Evolución 1 mes -38,5%
Evolución 6 meses -49,0%
Evolución desde 1 enero -47,7%

Datos bursátiles

| | |
|-------------------------------|--------|
| Número de acciones (mn) | 65,03 |
| Capitalización (€ mn) | 262 |
| Valor de empresa (€ mn) | 2.166 |
| Vol. medio diario (miles acc) | 3 |
| Rotación diaria | 0,0% |
| Código Bloomberg | GSJ SM |
| Peso Ibex-35 | |
| Peso DJ Euro Stoxx 50 | |
| Máximo 52 semanas (€) | 14,0 |
| Mínimo 52 semanas (€) | 5,6 |

Principales accionistas

| | |
|-------------------|-------|
| Jacinto Rey | 45,9% |
| Julia Avalos | 12,6% |
| Valjoyval holding | 5,9% |
| Udra Valor | 6,3% |
| Free Float | 22,0% |

Fuente: Bloomberg y datastream

EL VALOR DE UN PROYECTO UNICO

■ GSJ, una compañía constructora con diversificación en inmobiliario y otros sectores.

Es la séptima constructora nacional (líder en no residencial) y tras la integración con la inmobiliaria Parquesol es uno de los mayores grupos españoles del sector con activos de primer nivel. El mix de negocio actual está compuesto por 84% de construcción, 9% inmobiliaria y un 6% de otras actividades (energía, concesiones y servicios).

■ Consideramos acertado el giro al negocio internacional.

GSJ ha exportado su modelo de negocio a países donde ya tenía presencia y en mercados con potencial de crecimiento de la inversión en infraestructuras y servicios. Actualmente el 19% de su facturación procede de mercados internacionales y el 33% de su cartera pendiente de ejecutar.

■ DUCH, su gran proyecto de futuro, su gran valor oculto.

GSJ posee el 27,5% de DUCH (Desarrollo Urbanístico Chamartín), el consorcio adjudicatario del desarrollo de 3,28 mn. m2 en la zona norte de Madrid, considerada la mayor actuación urbanística en Europa de los próximos 30 años. Hace unos meses, ha sido aprobada por el Ayuntamiento, Ministerio de Fomento y Comunidad de Madrid.

■ La refinanciación alcanzada reduce la presión de la elevada deuda.

El elevado volumen de deuda del grupo (€1666mn 1T10) es un factor de riesgo, aunque matizado por el acuerdo de refinanciación alcanzado en abril '09.

■ Valoramos GSJ en 11,37 €/acc. y recomendamos COMPRAR.

Valoramos GSJ por suma de partes, aplicando múltiplos conservadores a construcción y asumiendo un descuento del 50% al NNAV de los activos inmobiliarios. En esta valoración incluimos el valor de DUCH (€5,4/acc.), que supone la mitad del precio objetivo y un gran valor para la compañía. *Por tanto, invertir hoy en GSJ implica básicamente apostar por el desarrollo futuro de DUCH, que haga emerger su valor.*

Datos financieros

| Ejercicio a 31 de diciembre | 2.008 | 2.009 | 2010e | 2011e |
|-----------------------------|---------|---------|--------|--------|
| Ventas (€ mn) | 1.349,7 | 1.083,5 | 843,7 | 728,1 |
| EBITDA (€ mn) | 82,1 | 71,0 | 50,8 | 42,3 |
| Bº neto (€ mn) | -46,4 | -43,7 | -15,6 | -2,5 |
| BPA (€) | -0,33 | -0,67 | -0,24 | -0,04 |
| DPA (€) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Crecim. EBITDA | -47,5% | -13,6% | -28,4% | -16,7% |
| Crecim. BPA | | 105,5% | -64,3% | -84,2% |
| Margen EBITDA | 6,1% | 6,6% | 6,0% | 5,8% |
| Apalancamiento | 364% | 393% | 397% | 384% |
| Ebitda/Gtos financieros | -8,2 | 0,9 | 0,7 | 0,6 |
| ROCE | -0,4% | 0,6% | 1,7% | 1,5% |
| PER | -46,2 | -14,6 | -28,9 | -183,0 |
| PER ordinario | -44,4 | -14,6 | -28,9 | -183,0 |
| P/CF | 47,7 | 43,7 | 1680,9 | 38,4 |
| P/BV | | 1,7 | 1,1 | 1,2 |
| EV/Ventas | 3,0 | 2,1 | 2,7 | 3,1 |
| EV/EBITDA | 48,6 | 32,1 | 44,9 | 53,9 |
| Rentabilidad por dividendo | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

Fuente: compañía y estim. Banesto Bolsa

INDICE

1. Tesis de inversión
2. Descripción de la compañía
 - 2.1. Accionariado
3. Líneas de negocio
 - 3.1. Construcción (83% de las ventas y 59,6% EBITDA).
 - 3.2. Inmobiliaria (13,9% de las ventas y 41% EBITDA)
 - 3.2.1. Actividad de promoción
 - 3.2.2. Patrimonio en renta
 - 3.2.3. Grandes desarrollos urbanísticos
 - 3.2.3.1. Desarrollo Urbanístico Chamartín (DUCH).
 - 3.2.3.2. Carlos Casado SA.
 - 3.2.3.3. La Tablada, Buenos Aires.
 - 3.3. Energía-medioambiente.
 - 3.4. Concesiones y servicios
 - 3.5. Otras actividades
 - 3.6. Negocio internacional.
4. Evolución de los sectores clave para GSJ
 - 4.1. Construcción.
 - 4.2. Inmobiliario
 - 4.3. Resto de actividades.
5. Estrategia y claves de crecimiento
 - 5.1. Negocio construcción
 - 5.2. Negocio inmobiliario
 - 5.2.1. Actividad de promoción
 - 5.2.2. Negocio de patrimonio
 - 5.2.3. Grandes desarrollos urbanísticos
6. Factores de riesgo
7. Análisis financiero
 - 7.1. Cuenta de Resultados
 - 7.2. Política de dividendos
8. Tablas comparativas sectoriales
9. Valoración del Grupo San José.
 - 9.1. Actividad Construcción.
 - 9.2. Actividad Promoción e inmobiliaria
 - 9.2.1. Valoración de la participación en DUCH.
 - 9.3. Otros negocios.
 - 9.4. Valoración del Grupo San José.

1. Tesis de inversión

Grupo San José, fundado en 1962, es una compañía fundamentalmente constructora, con diversificación en el sector inmobiliario, energía y servicios, y presencia en proyectos de desarrollo urbanístico de gran potencial. Es la séptima constructora nacional (4º por facturación en edificación y líder en no residencial, especializada en obras con alto nivel de especialización y proyectos singulares) y tras la integración con la inmobiliaria Parquesol, es uno de los mayores grupos españoles del sector con activos inmobiliarios de primer nivel. A estos hay que añadir proyectos singulares de gran potencial (p.e. DUCH y Carlos Casado). Tras una política de diversificación durante los últimos ejercicios, el mix de negocio actual de Grupo San José está compuesto por 84% de construcción, 9% inmobiliaria y un 6% de otras áreas (energía, concesiones y servicios) procediendo un 19% de mercados internacionales. Cuenta como accionista, con carácter de permanencia, a Jacinto Rey que ostenta el control a través de una participación mayoritaria del 46,85%. La refinanciación cerrada en abril de 2009 otorga estabilidad financiera del grupo durante los próximos 5 años.

GSJ, un grupo líder constructor con significativa diversificación y potente cartera. Con una facturación de €1.083mn, un EBITDA de €71mn en 2009 y una extensa plantilla repartida en más de 10 países es un grupo diversificado por negocios y geográficamente, cuyas dos principales áreas de actividad son la construcción (84% ingresos) y, tras la fusión con Parquesol en julio de 2009, la inmobiliaria (9% de los ingresos). Su cartera de obra asciende a €2.053mn (+12% interanual que garantiza más de 22 meses de actividad en el área construcción).

Su presencia internacional ha sido creciente en los últimos años, y actualmente supone el 33% de la cartera pendiente de ejecutar. La compañía ha exportado su modelo de negocio, tanto constructor como inmobiliario, en los países donde ya tenía presencia y en mercados con potencial de crecimiento en infraestructuras y servicios. Actualmente tiene presencia estable en Perú, Chile y Argentina además de obras singulares en diversos países de Europa, América, Asia y África. El 19% de la facturación y el 33% de la cartera proceden del exterior.

Especialmente relevante es su participación del 27,5% en DUCH (Desarrollo Urbanístico Chamartín), el consorcio adjudicatario del desarrollo del que será la mayor actuación urbanística en Europa de los próximos años y que ya ha sido aprobado por el Ministerio de Fomento, Ayuntamiento, y Comunidad de Madrid. La operación supone actuar sobre 3,28mn m2 de terreno en la zona Norte de la capital (2,6mn m2 para DUCH) e incluye la construcción de 17.000 nuevas viviendas (4.000 protegidas), oficinas, hoteles, y la ampliación del Paseo de la Castellana en casi tres kilómetros.

La inversión en Grupo San José supone confiar en la capacidad del experimentado equipo gestor para, basados en el conocimiento del mercado y los valiosos activos de la compañía, afrontar **tres grandes retos:**

1. **Incremento de su actividad.** Debido a: i) la ejecución de la cartera de obra pendiente (que representa actualmente más de 22,5 meses de actividad en el área de construcción), ii) la mayor diversificación de negocio (que aporta recurrencia y estabilidad, con rentabilidades más atractivas que la construcción; p.e. +158% cartera de concesiones y servicios 1T10/09) y iii) la expansión internacional (de elevado potencial gracias a su ya fuerte posicionamiento en Latinoamérica) en nuevos mercados (especialmente en Chile y Brasil, India, Emiratos Árabes o Cabo Verde), con el fin de minimizar el impacto de la caída del mercado residencial en España.
2. **Mantenimiento de su estabilidad financiera, apoyada por el cumplimiento del plan de negocio establecido.** La refinanciación cerrada en abril '09 dota de estabilidad

financiera al grupo durante los próximos 5 años. Para ello será necesario, en todo caso, el cumplimiento del plan de negocio establecido, para lo cual GSJ deberá realizar una política de contención de costes, sin que sea necesario desinvertir activos ni realizar ampliaciones de capital a corto plazo. En este punto, destacar que el Grupo posee una estructura flexible que permite reasignar recursos entre las distintas áreas de actividad y zonas geográficas donde tiene presencia, con una ajustada estructura de costes (5,9% s/ventas en costes fijos de estructura) para el cumplimiento de estos objetivos.

3. **Afloración futura de valor a través del desarrollo de los importantes proyectos inmobiliarios singulares.** A largo plazo, consideramos clave la generación de valor con el desarrollo de mencionada 'Operación Chamartín' por la afloración que supondría.

Conclusión. En la medida que el Grupo San José pueda hacer frente a estos tres grandes retos, supondrá una clara generación de valor, no contemplada en la actual cotización.

Consideramos que los factores de riesgo, que entramos a analizar en el interior del informe, son: recurrencia de los ingresos futuros teniendo en cuenta la situación de la economía nacional (81% s/ventas) y su impacto en los sectores en los que está posicionado (especialmente construcción e inmobiliaria, 93% de la cifra de negocios), exposición al cliente público (82% s/cartera), riesgo financiero y descuento por iliquidez de las acciones.

El elevado volumen de deuda es un factor de presión. Destacar el volumen de deuda del grupo (€1666mn 1T10). Adicionalmente, consideramos que existe un potencial riesgo de empeoramiento del circulante debido al aumento del endeudamiento de las Administraciones públicas (71% s/total clientes del Grupo) que podría traducirse en un alargamiento de los plazos de cobro.

Valoramos GSJ en €740mn (€11,37/acc.) y recomendamos COMPRAR. Hemos llegado a esta valoración por suma de partes, dada la heterogeneidad de los sectores que lo componen, aplicando múltiplos conservadores para el área de construcción y asumiendo un descuento del 50% al NNAV de los activos inmobiliarios de la compañía. En esta valoración incluimos el valor de DUCH (€5,4/acc.), que supone la mitad del precio objetivo y un gran valor para la compañía. *Por tanto, invertir hoy en GSJ implica básicamente apostar por el desarrollo futuro de DUCH, que haga emerger su valor.*

2. Descripción de la compañía

Grupo San José fue fundado en el año 1962 en Pontevedra, dedicado a la construcción y la rehabilitación. Posteriormente se extendió por todo el territorio nacional e inició su posicionamiento internacional en Portugal (1993), Alemania (1995), Argentina (1996), Estados Unidos (1996) y Uruguay (1997).

Se sitúa como la séptima constructora nacional, líder en edificación no residencial, centrada en actividades con un alto nivel de especialización (p.e. tramos del AVE Madrid-Valencia) y proyectos singulares, con obras emblemáticas como la ampliación del Museo del Prado en Madrid. La construcción aporta actualmente el 75,3% del EBITDA 1T10.

Sus principales áreas de actividad (ver explicación detallada en el punto 3) son, además de la ya mencionada división de construcción, la actividad inmobiliaria, energía y medio ambiente, concesiones y servicios, y otras inversiones.

Destacamos su presencia en el sector inmobiliario. Tras la OPA sobre la inmobiliaria cotizada Parquesol por €917,63mn en 2006, se ha convertido en uno de los mayores grupos nacionales. Esta operación facilitó la salida a bolsa del Grupo, proceso que culminó el 20 de julio de 2009 con la integración de la inmobiliaria y la fusión de diferentes empresas bajo la

denominación de Grupo San José. Actualmente, el 16,3% del EBITDA procede de actividades inmobiliarias. Posee una atractiva cartera de patrimonio en renta con oficinas y hoteles en Madrid, Barcelona, Lisboa y París, además de activos en fase de crecimiento. Atendiendo al valor patrimonial bruto (GAV) a diciembre de 2009, alcanzaba los €2.317mn, el mix de negocio de la compañía está representado en un 52% por suelo (con un 77% de finalista), 29% patrimonio y un 18% por promoción (80% en primera vivienda).

Creemos que los factores de crecimiento de la compañía vendrán determinados por la capacidad del management para afrontar con éxito tres grandes retos: 1) generación de caja en una coyuntura adversa de sus principales áreas (construcción e inmobiliaria) debido a su mayor exposición internacional (países con potencial de crecimiento y riesgo controlado); 2) sostenibilidad de su cartera de activos y 3) creación de valor vía el desarrollo de importantes proyectos urbanísticos (pe. DUCH, Carlos Casado, La Tablada) a medio plazo.

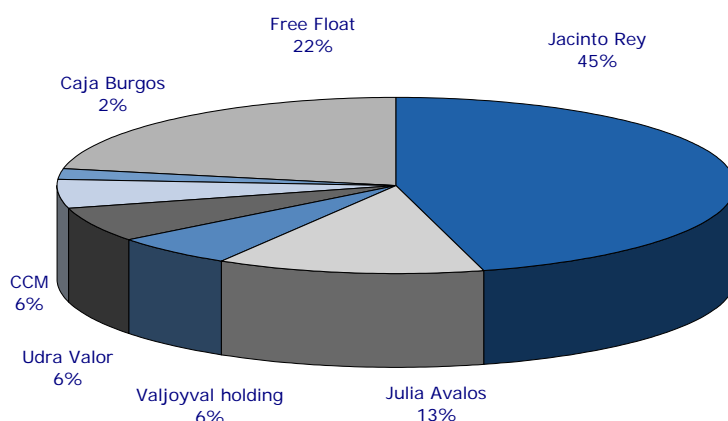
El pasado ejercicio, GSJ cerró un proceso de refinanciación permitiendo la estabilidad financiera del grupo durante los próximos 5 años tras la refinanciación de su deuda financiera (por un importe máximo de €2185mn) incluyendo los créditos de suelo y promotor.

Destaca como accionista de referencia, con carácter de permanencia, Jacinto Rey con un 45,9% de participación directa. Jacinto Rey lleva en el sector desde el año 1970 y el equipo cuenta con una larga experiencia tanto en el sector constructor como en el inmobiliario.

2.1. Accionariado

El accionariado de Grupo San José está compuesto, por el fundador Jacinto Rey con el 45,9% del capital, la Familia Ávalos (otro de los fundadores de San José) representada por el 12,6% de Julia Ávalos y Valjoyval holding con el 5,9%. Además tienen participación dos entidades financieras, ex accionistas de Parquesol, que son Caja Castilla-La Mancha que posee el 5,5% desde abril de 2005 y Caja Municipal de Burgos con el 1,79% que firmó su incorporación en enero de 2006.

Composición accionarial

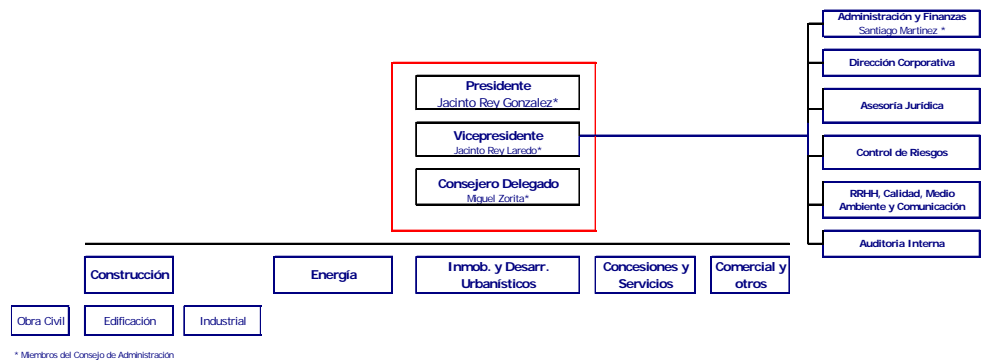


Fuente: Grupo San José

3. Líneas de negocio

A continuación entramos a describir en detalle las líneas de negocio de Grupo San José:

Organigrama y líneas de negocio de Grupo San José

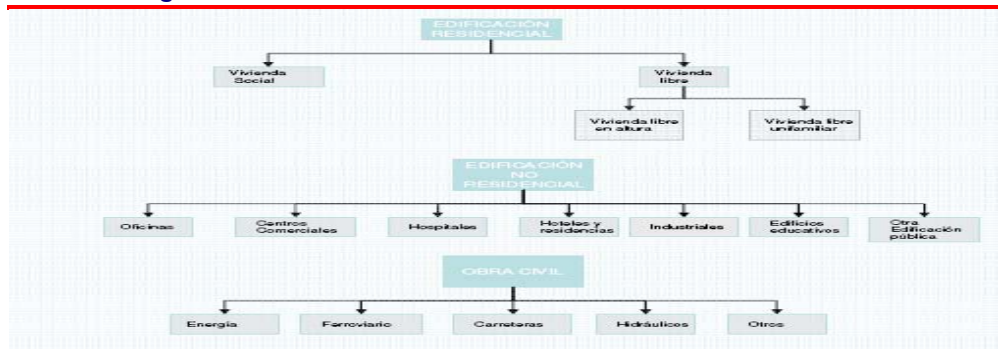


Fuente: Grupo San José

3.1. Construcción (84% de las ventas y 75% EBITDA).

Constituye el origen del grupo. Hoy, Constructora San José es la séptima constructora española por volumen de negocio, líder en edificación no residencial, consolidada en el mercado de las infraestructuras, y con capacidad para ejecutar cualquier obra que puedan demandar tanto las Administraciones Públicas (el cliente público ha ido creciendo en importancia y ya representa más del 71% s/total ingresos, 82% de la cartera) como empresas privadas. Destaca el incremento de la exposición internacional de la división (ver detalle de la exposición internacional del grupo en el punto 3.7), que ya representa actualmente el 19% de ingresos de la división frente a 15% en diciembre 2008.

Líneas de negocio de San José Constructora



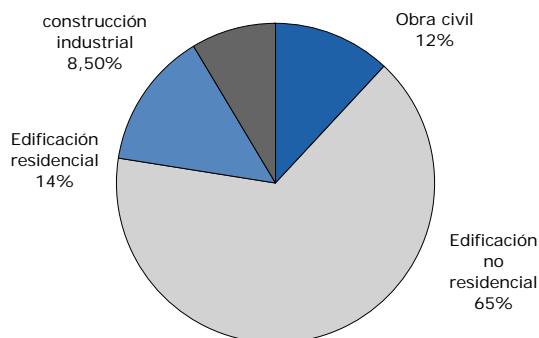
(*) desde el pasado septiembre, se incluye la subárea Construcción industrial Fuente: Grupo San José

La división de construcción se divide en cuatro grandes áreas:

- i) **Infraestructuras-obra civil** (carreteras, ferroviarias, aeroportuarias, marítimas, hidráulicas, urbanizaciones...), que aporta el 12% de los ingresos del área 1T10;
- ii) **Edificación No Residencial** (obras especiales, sanidad, educación, centros comerciales, centros deportivos, edificios administrativos, hoteles, rehabilitación, etc.), que supone el 65% de los ingresos;
- iii) **Edificación residencial-vivienda**, tanto VPO como libre; que supone el 14%.
- iv) **Construcción Industrial-Tecnología**. Incorporada desde el pasado septiembre en Construcción tras la reorganización del grupo (a fin de optimizar recursos). Centra su actividad en la realización de proyectos llave en mano, mantenimiento, gestión integral

y diseño de todo tipo de instalaciones (infraestructuras y Transporte y Plantas industriales). Supone el 8,5% del total del área

Áreas de la división construcción



Fuente: Grupo San José



Entre los proyectos singulares en que ha participado GSJ Constructora merecen mención especial la ampliación del Museo del Prado, el Pabellón de España de la Expo Zaragoza 2008, Autovía A-50 o el AVE Madrid-Valencia (Tramo Embalse de Contreras-Villargordo del Cabriel, uno de los de mayor dificultad técnica realizados). Es un referente en los grandes proyectos de obra civil dentro y fuera de nuestro país. En el exterior, destacar la reforma del aeropuerto Ronald Reagan de Washington y la rehabilitación del Teatro Colón en Buenos Aires. En construcción industrial, destaca los proyectos realizados tanto para empresas privadas (Telefónica, Real Madrid, IKEA, Carrefour, El Pozo, Airbus) como públicas (Hospital Gregorio Marañón –Madrid- o Vall d´Hebrón –Barcelona-, Ayuntamiento de Madrid, AENA).

Actualmente su cartera de obra pendiente de ejecutar alcanza los €1168mn que garantiza más de 22 meses de actividad.

Evolución de la cartera pendiente de ejecutar

| | 9m09 | 2009 | 1T10 |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Cartera TOTAL | 2.109 | 2.070 | 2.054 |
| nacional | 1.544 | 1.433 | 1.375 |
| % s/total | 73% | 69% | 67% |
| internacional | 565 | 637 | 678 |
| % s/total | 27% | 31% | 33% |
| Cartera Construcción | 1299 | 1212 | 1168 |
| % s/total | 61,6% | 58,6% | 56,9% |
| meses de actividad CONSTRUCCION | 17,6 | 16,0 | 22,5 |
| Obra civil | 348 | 339 | 359 |
| % s/total | 26,8% | 28,0% | 30,7% |
| meses de actividad Obra civil | 21,8 | 21,0 | 58,4 |
| Edif. no resid. | 684 | 635 | 581 |
| % s/total | 52,7% | 52,4% | 49,7% |
| meses de actividad No residencial | 18,0 | 14,8 | 17,1 |
| Edif. Resid. | 226 | 192 | 186 |
| % s/total | 17,4% | 15,8% | 15,9% |
| meses de actividad Residencial | 13,3 | 13,1 | 25,5 |
| construcción industrial | 41 | 47 | 42 |
| % s/total | 3,2% | 3,9% | 3,6% |
| meses de actividad industrial | 14,4 | 20,5 | 9,4 |

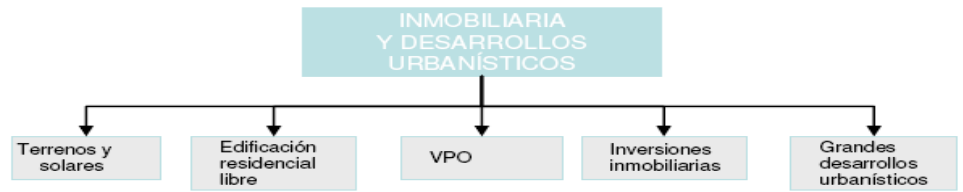
Fuente: Grupo San José

3.2. Inmobiliaria (9% de las ventas y 16% EBITDA).

Esta división se potencia con la adquisición por parte del GSJ de Parquesol en 2006 y se configura dentro del grupo en 2009 tras la fusión por absorción de la inmobiliaria, paso previo para la admisión a cotización del Grupo.

Está presente en prácticamente la totalidad de los segmentos del mercado inmobiliario.

Divisiones del negocio inmobiliario

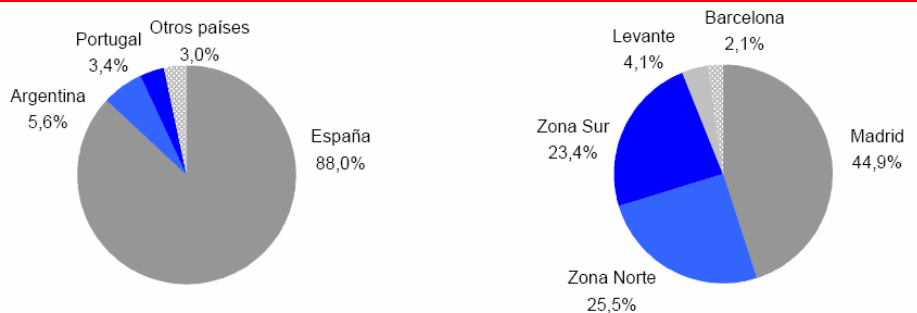


Fuente: Grupo San José y Banesto Bolsa

Esta actividad tiene cuatro áreas:

- i) **Patrimonio en renta.** Genera ingresos recurrentes procedentes de sus activos en renta en localizaciones “prime” como Madrid, Barcelona, París o Lisboa en oficinas, hoteles y centros comerciales, aportando el 18% de los ingresos del área 09;
- ii) **Promoción Residencial, tanto de vivienda libre como, de forma cada vez más importante, VPO (vivienda de protección oficial).** La venta de viviendas supone el 83% de la actividad del área. Se dedica a promociones de tamaño medio pequeño a fin de diluir el riesgo. Durante el año 2009 se contrataron 406 viviendas y escriturado 487 unidades en Madrid, Barcelona, Valladolid, Málaga, Sevilla y Oporto y ha iniciado la comercialización de promociones en Sevilla y Valladolid.
- iii) **Desarrollos Urbanísticos.** Posee una importante cartera de suelo que garantiza el crecimiento de la actividad inmobiliaria a medio y largo plazo. Especialmente significativa es su participación del 27,5% en DUCH (Desarrollo Urbanístico Chamartín) junto con BBVA (72,5%) con 17.000 viviendas previstas y considerado el mayor desarrollo urbanístico europeo para los próximos años (ver detalle en el punto 3.2.3). Además, destaca su participación en: a) el proyecto urbanístico de La Tablada (Buenos Aires) con la promoción de una ciudad con 20.000 viviendas y b) en Carlos Casado, SA (GSJ tiene el 50.4%) con activos inmobiliarios en Buenos Aires y 310.000 hectáreas en el Chaco paraguayo (límite de Argentina, Bolivia y Brasil) dedicadas al cultivo de pastos para ganadería y a las que se han incorporado cerca de 3.000 cabezas de vacuno.
- iv) **Gestión de suelo.** Se trata de suelo (2,9 mn m2) mayoritariamente finalista (90% a junio 2009) y altamente diversificado geográficamente. No se espera su comercialización a corto plazo.

Distribución de la cartera de suelo por países y en España



Fuente: Grupo San José

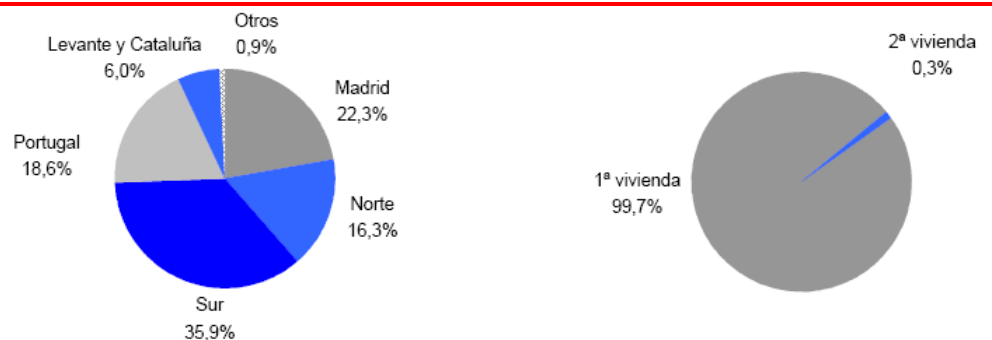
El valor bruto de los activos (GAV) de Grupo San José alcanzó a diciembre de 2009 los €2317mn (según tasación de Savills). Su cartera se estructura en un 24% patrimonio; 52% suelo y 20% promociones en curso y terminadas. En este cálculo no se asigna ningún valor a la participación en Desarrollos Urbanísticos Chamartín, DUCH.

3.2.1. Actividad de promoción

Enfocada en el mercado de la vivienda para rentas medias, medias-altas; con promociones de tamaño mediano (80-100 viviendas) y mayoritariamente dirigidas al mercado de primera vivienda (80% de las promociones) en la zona Norte, Sur, Levante y Centro de la Península. Con motivo de la actual situación del mercado, GSJ está orientando la promoción de viviendas hacia la VPO. Durante el 1T10, se han entregado 41 viviendas por importe de €11mn y llevado a cabo 134 preventas (€14,5mn).

En el 1T10, esta división creció un 7,8%, hasta los €17,45mn, por las entregas de pisos materializadas. A cierre de marzo, el grupo cuenta con una cartera de preventas de 499 pisos, si bien más de la mitad (260 unidades) corresponden a viviendas sociales que construye en Perú.

Distribución de las preventas geográficamente y actividad



Fuente: Grupo San José

3.2.2. Patrimonio en renta

Centrado en el segmento de oficinas, locales, hoteles y desarrollo de centros comerciales, (ver gráfico adjunto) que le proporcionan ingresos recurrentes (actualmente generan una renta anual de €25mn) donde se espera mantenimiento en la rentabilidad de los contratos y no contracción de precios a medio plazo.

El Grupo San José tiene 167.625,2m² de patrimonio en renta en localizaciones prime (en Madrid, Barcelona, Valladolid, Lisboa, Paris) con una ocupación media del 75% (96% si consideramos exclusivamente los activos estratégicos) a arrendatarios de primer nivel y con un 79% de sus contratos a más de 1 año (40% a más de 5 años).

3.2.3. Grandes desarrollos urbanísticos

3.2.3.1. Desarrollo Urbanístico Chamartín (DUCH).

El denominado Proyecto Chamartín, también conocido como Operación Chamartín o Prolongación de Castellana (Madrid), procede de la histórica iniciativa de RENFE de poner en valor determinados terrenos ubicados en el recinto ferroviario de Chamartín con una superficie aproximada de 62 hectáreas de terreno y que resultaban innecesarios para la prestación del servicio público ferroviario.

RENFE convocó un concurso público 1993 que fue adjudicado al consorcio Desarrollo Urbanístico Chamartín (DUCH) participado en un 27,5% por Grupo San José y en un 72,5% por el BBVA. Ambas controlan el 60% de la cartera total del suelo.

Está considerado como el desarrollo urbanístico más importante de Europa durante los próximos 30 años (asimilable a La Defense en París o Canary Wharf en Londres). Se prevé

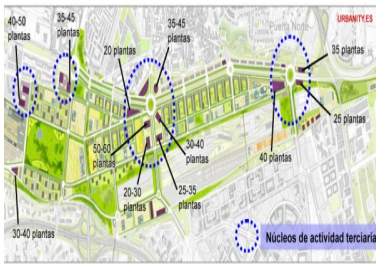


prolongar el paseo de la Castellana en 2,6 kilómetros con una inversión prevista de €13.443mn (€4300mn para urbanización e infraestructuras -€1900mn aportado por los propietarios, €1000mn por el Ministerio de Fomento y Adif, y €1400mn por parte del Ayuntamiento de Madrid-, €6.753mn para edificación y €1000mn para construir el By-pass Norte a fin de cerrar la M-30 en esta zona).

Los trabajos podrían iniciarse en 2012 y se desarrollarán por un periodo estimado de 12 años, aunque los plazos pueden ser superiores debido al elevado número de autorizaciones necesarias.

Tras un bloqueo de varios años, en noviembre de 2009 el Ayuntamiento de Madrid aprobó el Plan Parcial de Prolongación de la Castellana. Se espera que éste llegue al Pleno probablemente en el 4T10 y los trabajos arranquen a partir de 2012 para culminar en unos doce años. Los plazos orientativos para su desarrollo son:

- Periodo de alegaciones al proyecto, resolución e introducción de nuevos cambios en el desarrollo (fase actual).
- Aprobación definitiva por parte del consistorio municipal del Plan Parcial (fase esperada a partir del 3T 2010 (frente al 2T10 inicial).
- Redacción de los pliegos para las obras de infraestructuras y urbanización (2011e).
- Obtención de la financiación del proyecto (por parte del Ayuntamiento de Madrid, la Comunidad de Madrid, Ministerio de Fomento, BBVA, Grupo San José y particulares).
- Inicio de las obras de urbanización (1mn m3 se dedicará a oficinas y hoteles) y edificación de viviendas (en 2012).
- Efectiva ejecución de la Operación Chamartín (2014-2023) con cerca de 17.000 viviendas (4.000 viviendas de VPO) para 52.000 personas, 20 rascacielos de oficinas (de los cuales hasta 10 podrían superar los 150 metros) con un total de 1.204 mil m², 165 mil m² de uso hotelero, 165 mil m² de uso comercial, 5 estaciones de metro y 3 nuevas estaciones de Cercanías, entre otros equipamientos. El plan incluye la ampliación y remodelación de la estación de Chamartín, que aumentará en un 50% sus vías (de 21 a 32 más).



Operación Chamartín



Fuente: Grupo San José



Dentro de la operación podemos apreciar 3 zonas (orientativas) de construcción:

- i. **Estación de Chamartín-Parque sobre las vías (tras su soterramiento).** Al Este del parque, se espera la construcción de una torre de 30-40 plantas, y al otro lado, frente a las 4 torres CTBA, de 45-56 plantas, se situarán 4 torres de oficinas de entre 35-50.
- ii. **Unidad Fuencarral.** Destaca especialmente una gran plaza central que se creará en la confluencia del Paseo de La Castellana-Herrera Oria con dos rascacielos.
- iii. **Ultima fase-Puerta Norte.** Con 3 edificios de 25-40 plantas.

3.2.3.2. Carlos Casado SA.

Fundada en 1909, y en la que GSJ posee la mayoría desde 2007 (50,4%), Carlos Casado cotiza en la bolsa de Buenos Aires (1958) y Nueva York (2009). Tiene entre sus principales activos 310.000 hectáreas en el Chaco paraguayo, en el límite de con Argentina, Bolivia y Brasil, donde mayoritariamente cultiva pastos para ganadería y a las que se han incorporado cerca de 3.000 cabezas de vacuno.

Tras importantes acuerdos alcanzados con varios socios (Patagonia Bioenergía y Celulosa Argentina), pretende tanto la consolidación de sus actividades históricas (agropecuarias e industriales) como el desarrollo de sus otras nuevas (Bioenergía y Biocombustibles – con el cultivo de la jatrofa, una especie rústica que se adapta a diferentes condiciones extremas, de crecimiento rápido y que tiene una semilla con alto contenido de aceite, ideal para la producción de biodiésel-, biofarmacia y turismo Ecológico), ambas con elevadas perspectivas de crecimiento. Carlos Casado pretende ejecutar un plan que posibilitará contar a finales de 2010 con 6.000 hectáreas en producción (soja, maíz, ...) y otras 4.000 hectáreas para ganado vacuno. Todo ello en el marco de un acuerdo de sociedad firmado con la empresa Cresud (especializada en el sector y cotizada en New York) y que contempla una primera etapa de 40.000 hectáreas y una opción por 100.000 hectáreas adicionales, lo que refrenda que se trata de un desarrollo a gran escala.

Además posee otros activos, como un terreno de 26.000 metros cuadrados en la localidad bonaerense de Pilar y una participación minoritaria del Alarion Financial Bank en el estado de Florida (Estados Unidos).

3.2.3.3. La Tablada, Buenos Aires.

Proyecto dedicado a la promoción y construcción de 20.000 viviendas de la Transformación Urbana de La Matanza-Buenos Aires (diseñada por el arquitecto Álvaro Siza), además de la ejecución de las infraestructuras (viales, canales de riego y diversos hospitales).

3.3. Energía-medioambiente (0,3% de las ventas y 1,3% EBITDA).



San José Energía y Medio Ambiente se dedica a la promoción, desarrollo y explotación de proyectos de energías renovables. Destaca la explotación de varios proyectos de cogeneración en hospitales (pe. Jaén, Oviedo) y la gestión y construcción de las instalaciones de Poligeneración (proceso de generación de energía eléctrica y térmica con producción de frío-calor) del Centro Direccional de Cerdanyola del Vallés (Barcelona). También en esta área destaca la puesta en marcha de una Planta Fotovoltaica en Les Borges Blanques (Gerona), la contratación bajo la modalidad de EPC de la Planta Termosolar en Alcázar de San Juan, y varias plantas de biomasa aprovechando residuos.

Cartera pdte. ejecutar Energía

| (mn€) | 2009 | 2010e | 2011e | 2012e |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Cartera Energía | 504,0 | 515,0 | 520,0 | 521,0 |
| meses de actividad Energía | 1.260,0 | 1.626,3 | 1.560,0 | 1.524,9 |

Fuente: Grupo San José y Banesto Bolsa

Su cartera alcanza los €504mn (no incluye los 142MW de energía eólica que fueron adjudicados a Enerxías Renovables de Galicia por la Xunta en febrero de 2009, actualmente en suspensión).

3.4. Concesiones y servicios (3,6% de las ventas y 6,8% EBITDA).



El área de Concesiones y servicios se dedica al mantenimiento, explotación y conservación de carreteras, infraestructuras aeroportuarias, hospitales, edificios e instalaciones públicas y privadas, mobiliario urbano y parques y jardines. Entre las principales concesiones destaca la explotación y/o mantenimiento de las factorías de Airbus en Getafe (Madrid), sistemas de seguridad y control de gestión de seguridad del Aeropuerto de Madrid-Barajas, hospitales del Servicio de Salud de Cataluña, Andalucía y Madrid, Ciudad Telefónica (Madrid), instalaciones del Real Madrid y diversos parques y jardines de la capital de España.

Se trata de un área de crecimiento debido a la creciente subcontratación de esta actividad por parte de las compañías y organismos públicos, además de proporcionar una elevada recurrencia de negocio al tratarse de contratos de 5-10 años.

Su cartera pendiente de ejecutar alcanza los €382mn a 1T10 (+158% interanual) que garantiza 171 meses de actividad.

Cartera pdte. ejecutar Concesiones y Servicios

| (mn€) | 2009 | 2010e | 2011e | 2012e |
|--|-------|-------|-------|-------|
| Cartera Concesiones y Servicios | 353,5 | 352,0 | 350,0 | 348,0 |
| meses de actividad Concesiones y Servicios | 122,3 | 121,2 | 115,0 | 108,7 |

Fuente: Grupo San José y Banesto Bolsa

3.5. Otros actividades (2,5% de las ventas y 0,4% Ebitda).

Esta área engloba distintas áreas, siendo la más significativa Comercial Udra. Es una de las principales distribuidoras nacionales de prendas deportivas y de moda de prestigio internacional, con marcas como Arena, And1, Teva, Hunter, Fred Perry, Dr. Martens, Levi's kid's, Footwear, Filippa K o Boxfresh.

Se trata, en todo caso, de una actividad marginal de relevancia no material en el grupo.

Además, el Grupo posee participaciones financieras en diferentes áreas de actividad:

- i. **Corsabe, Sociedad de Capital Riesgo.** Invierte en compañías con alto potencial de expansión, no cotizadas y fuera del sector financiero.
- ii. **Unirisco y Uninvest.** Impulsa la creación de empresas promovidas por investigadores universitarios y/o basadas en tecnologías desarrolladas en la Universidad, aportando capital riesgo en las fases iniciales con un capital de €18,5mn.
- iii. **Filmanova.** Dedicada a la creación, gestión y producción de contenidos y servicios para cine, televisión, publicidad y multimedia, así como a la financiación de cine. Entre sus títulos cabe destacar algunos como "Mar Adentro", "Camarón" o "LT22 Radio La Colifata".
- iv. **Bodegas Altanza.** Elabora y comercializa un vino de Rioja con Denominación de origen en Fuenmayor (La Rioja).



Todas estas inversiones no son representativas para GSJ.

3.6. Negocio internacional (19% de las ventas y 33% de la cartera).

Aunque no existe como tal una División Internacional en GSJ, agrupamos en este punto las diferentes actividades internacionales del grupo que se encuentran encuadradas en cada una de las divisiones, para resaltar la creciente importancia de la diversificación geográfica de la

compañía. De hecho, la facturación internacional ya supone el 19% del total (frente al 15% en 2007).

Su estrategia, como otras competidoras, se basa en la ejecución puntual de una obra emblemática en un determinado país, habitualmente en edificación, para posteriormente consolidar su posición con una sede permanente. A ésta, se exporta el know how de la matriz española para la expansión en el país de otras áreas estratégicas del grupo. Uno de los principales objetivos, es consolidar su presencia en Europa y América, además de aumentar su presencia en otros países.

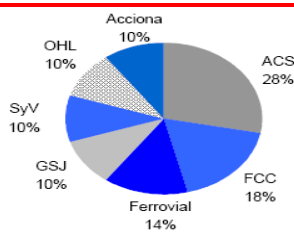
Es importante señalar que en el 1T10 el 33% de la cartera viene del exterior (frente al 13% en 2007), lo que es un reflejo de *la estrategia de GSJ de que la actividad fuera de España vaya aumentando significativamente el peso en la cuenta de resultados en los próximos años.*

Países en los GSJ está presente



Fuente: Grupo San José

Distribución de la facturación 2009 en edificación en España



Fuente: Banesto Bolsa

4. Evolución de los sectores clave para GSJ

A continuación, pasamos a detallar la evolución y perspectivas de las áreas en las que está presente el grupo. GSJ se posiciona en construcción, inmobiliaria y otras áreas (básicamente concesiones y servicios).

4.1. Construcción.

El sector construcción en España está altamente atomizado con un gran número de pequeñas empresas (79% del total tienen una plantilla inferior a los 10 empleados) centradas en la actividad residencial. Los 7 principales grupos del sector, cotizados (Acciona, ACS, FCC, Ferrovial, OHL, SacyrVallehermoso y Grupo San José) tienen una cuota de mercado conjunta del 14,4%.

A diferencia de las de menor tamaño, las grandes centran su actividad en la obra civil. El motivo es que poseen la capacidad técnica (para afrontar estos grandes trabajos), financiera (para hacer frente a los avales necesarios) y el know how suficiente (para ejecutarlas) obteniendo atractivos márgenes. Por tanto, las grandes compañías dependen básicamente de la evolución de la obra civil (57% sobre el total de actividad), y como consecuencia, de la evolución de la licitación pública.

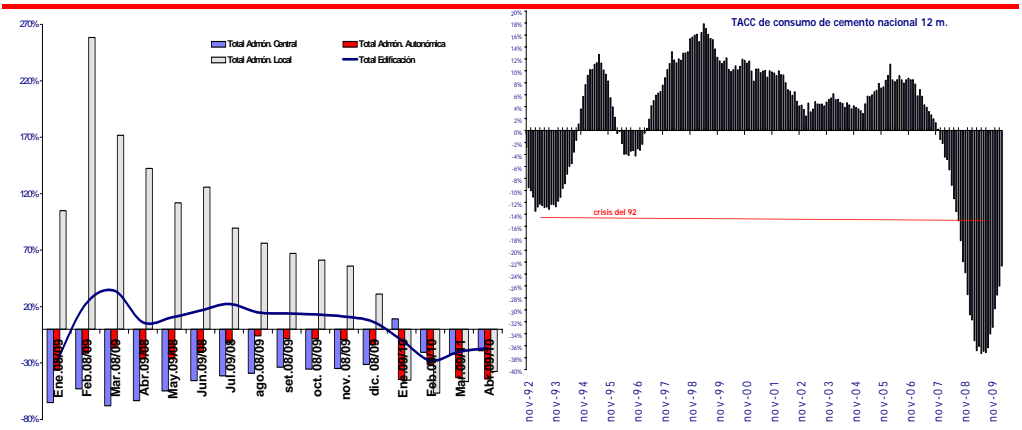
Desde inicios de 2000 y hasta 2007, se beneficiaron, por un lado, del Plan Nacional de Infraestructuras (2000-2007), financiado parcialmente por los fondos de la Unión Europea

(Fondos Estructurales y Fondos de Cohesión, 33%) y, por otro, del boom inmobiliario, lo que se tradujo en un crecimiento del sector significativamente superior al de la economía nacional. Posteriormente, el Plan E con €8000mn ha permitido cierta reactivación de la actividad no residencial.

No obstante, durante los últimos trimestres la coyuntura ha cambiado sustancialmente, hacia una coyuntura de fuerte desaceleración debido a: a) aprobación de diversos planes de recorte de infraestructuras por parte del Ministerio de Fomento, y límite de la inversión de las demás administraciones consecuencia del déficit público, b) la desaparición de las ayudas europeas y la baja licitación pública de las administraciones debido a los problemas de déficit público, c) el impacto en la actividad no residencial de la crisis económica y d) la persistente caída de la actividad residencial consecuencia de la crisis inmobiliaria.

Todo ello se ha traducido en una fuerte contracción de la actividad. Como consecuencia, ha aumentado la competencia en el sector traducido en una leve reducción de márgenes. Adicionalmente, se ha producido un leve incremento de los períodos de cobro, lo cual redundan negativamente en la generación de caja de la actividad.

Evolución licitación En-abr10/ Tasa de variación de consumo de cemento (92-10)



Fuente: Seopan y Banesto Bolsa

Respecto a la evolución futura, debemos tener en cuenta tanto los principales indicadores adelantados (entre los que destacamos la licitación pública y consumo de cemento), la crisis económica así como el fuerte recorte de la actividad en construcción (obra pública) consecuencia del elevado déficit de los gobiernos:

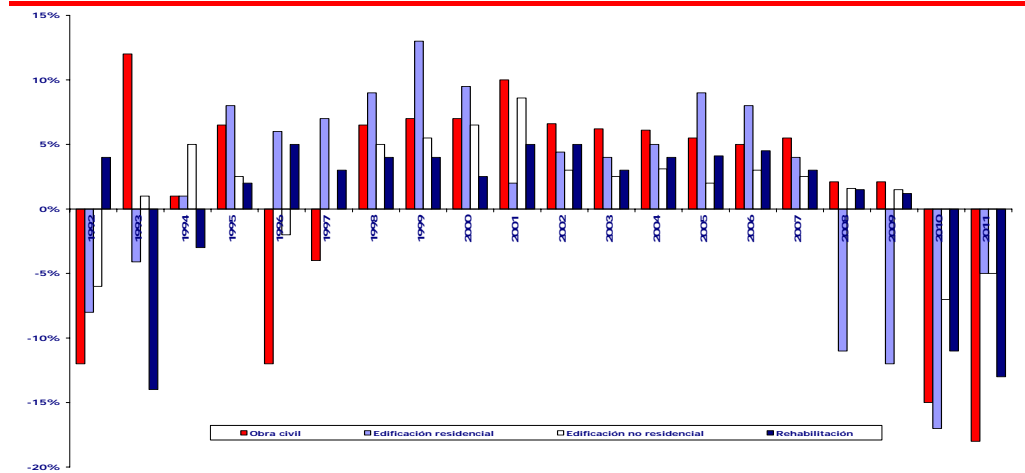
- i) Indicadores adelantados. En licitación pública, que muestra el nivel de ejecución de las inversiones en infraestructuras de los próximos 6-18 meses (es decir 2010-11), se mantienen las caídas (-36% hasta abr 10 frente a -3,5% ene08 y +19% dic08) siendo las caídas especialmente significativas en Administración central (-19%) y Comunidades autónomas (44%). Respecto al consumo de cemento, también presenta importantes caídas en tasa interanual (-22% TAAC acumulado 12 meses en abril), muy superiores a lo descensos registrados en la caída máxima de la anterior crisis del 93 (-13%).
- ii) Fuertes recortes de gasto público en infraestructuras. Destacar el Plan Recorte del Gobierno con un disminución prevista de la inversión pública estatal de €6045mn entre 2010-2011 equivalente a un 16,6% del total, al que hay que añadir el menor gasto establecido en los presupuestos generales y la finalización del Plan E.

Adicionalmente se esperan dificultades importantes como son la de obtener financiación para la obra civil debido a la actual crisis de crédito que sigue dificultando tanto la financiación de

nuevas concesiones, procesos de refinanciación y políticas de desinversión de activos, así como la elevación de la prima de riesgo española.

Respecto al mercado de obra civil, todo ello se traduce en que esperamos que a medio plazo la coyuntura en obra civil sea de menores descensos de actividad. Esperamos una caída entre el -18% y -20% en 10e de las ventas del área sin garantizar crecimientos en la actividad constructora de obra civil a medio plazo.

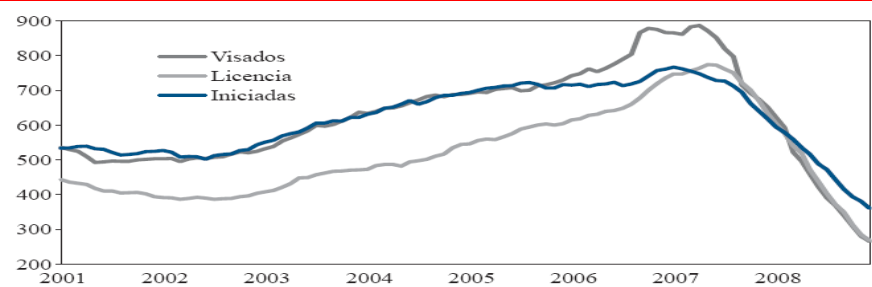
Tasa de variación interanual del sector construcción por áreas (%)



Fuente: SEOPAN, Ministerio de Fomento y Banesto Bolsa

Respecto al mercado de construcción residencial, pensamos que podría continuar la evolución adversa a corto plazo (-15% '09 frente a -22% '08) en términos de actividad, condicionado por el endurecimiento de las condiciones para la obtención de financiación y la no significativa disminución del precio de la vivienda, algo que debería continuar en los próximos meses.

Viviendas iniciadas. visados y licencias



Fuente: Ministerio de la Vivienda y Colegio de arquitectos

El área de construcción no residencial aunque podrían verse ciertos síntomas de estabilización pese al impacto de la crisis económica, deben consolidarse y las expectativas son adversas.

En el área de construcción industrial, la estrategia pasa por centrarse en proyectos de valor añadido a fin de disminuir la dependencia de la situación económica nacional. Algunos de estos negocios podrán beneficiarse de su escasa madurez, conocimiento del cliente público y del proceso de externalización de servicios que están llevando a cabo muchas compañías, además de la política de privatización y la demanda de productos de mayor valor añadido consecuencia de las directivas europeas o Protocolo de Kyoto. Por tanto, aunque los crecimientos futuros esperados son significativamente distintos según las áreas y negocios, las expectativas serían algo más favorables que el conjunto de la economía.

En cuanto a la rentabilidad, esperamos que se agudice la presión en márgenes debido a la mayor competencia en el sector y fuertes bajas medias en las recientes adjudicaciones pudiendo reducirse a niveles de anteriores ciclos a corto plazo.

Evolución de licitadores de obra pública/promedio de bajas (80-10e)



Fuente: SEOPAN, Ministerio de Fomento y Banesto Bolsa

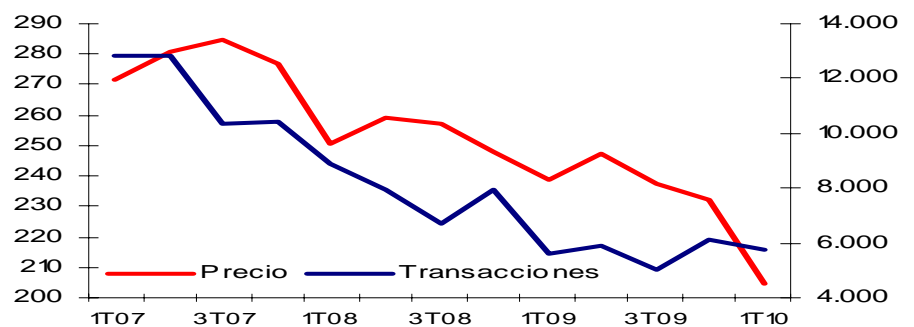
4.2. Inmobiliario

Distinguimos entre las principales áreas del sector: promoción y patrimonio.

Las perspectivas en el sector promoción son de una caída oficial de los precios (-5% 10e/09) y de descenso en el volumen de viviendas iniciadas (sobre las 80.000 unidades 10e frente a las 800.000 de 2005). Las últimas estadísticas muestran ligeras mejoras si bien, los datos siguen siendo desalentadores. Según el Ministerio de Vivienda, el número de operaciones ha caído un 8,77% en 1T10 con un total de 465.318 transacciones. Creemos que todavía hay que esperar para poder hablar de un claro cambio en la tendencia del mercado porque los datos que se están presentando, aunque mejoran, están lejos de mostrar la fortaleza necesaria para hablar de recuperación. Distinguimos entre precios y demanda:

- i. **Precios.** Con el elevado nivel de stock de vivienda existente, dificultades de financiación y una situación económica nacional adversa, es difícil mantener los actuales niveles de precios de la vivienda en España. Según los últimos datos publicados por el Ministerio de la Vivienda en 1T10 muestran una caída en los precios medios del 4,5% interanual (frente al 6,2% que indicaba el trimestre anterior y en términos trimestrales, el descenso es del 1,3%).

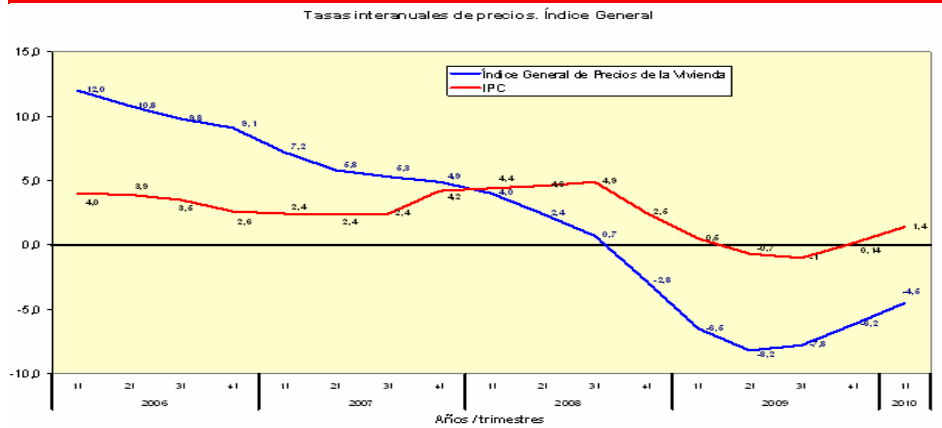
Evolución del precio del suelo en España



Fuente: Ministerio de la vivienda y Banesto Bolsa

El precio del suelo es un indicador adelantado del precio de la vivienda y la caída desde máximos de la vivienda todavía no refleja toda la corrección registrada por el precio del suelo (ésta ha caído un 4,7% y el del suelo un 14% 1T10). Como conclusión, si el precio de la vivienda tiene que reflejar la corrección registrada en el del suelo y la situación en otros mercados europeos, parece prematuro aventurar una recuperación en el sector ya que las cifras siguen siendo malas y todavía no se ve estabilización.

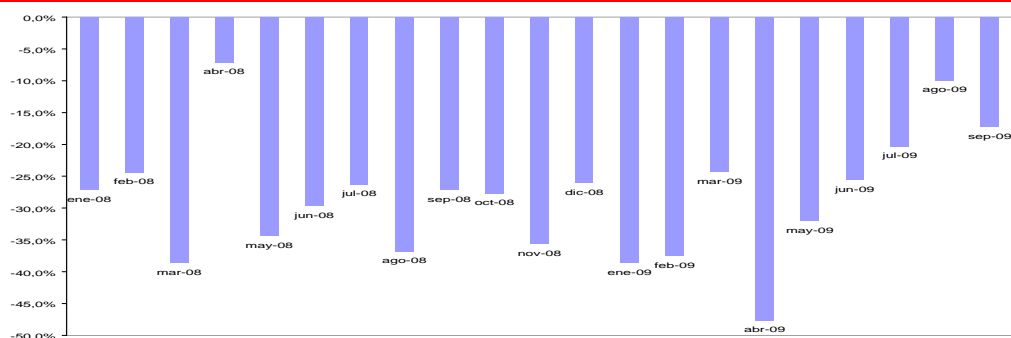
Evolución de los precios de la vivienda en España



Fuente: Idealista.com y Banesto Bolsa

- ii. **En cuanto a la demanda**, hay que distinguir entre residencial, segunda vivienda y demanda extranjera. La venta de viviendas aumentó un +1,5% interanual en el primer trimestre, según el Ministerio de Vivienda, hasta 106.302 operaciones. Se ratifica, de este modo, una cierta recuperación del sector, donde esta actividad había caído continuamente desde el último trimestre de 2006, aunque en datos intertrimestrales la caída es del 19,2%. Durante los últimos 12 meses, las compraventas de viviendas han registrado caídas del 8% (las viviendas nuevas vendidas es de 228.350 unidades, -24,4%). Esta adversa evolución del sector podría continuar en los próximos trimestres aunque con caídas menos significativas.
- iii. **En cuanto a la oferta**, según los últimos datos publicados por el Ministerio de Fomento los visados para la construcción de vivienda nueva en España cayeron un 21% en 1T10 frente a 1T09. El dato interanual del mes de marzo refleja una caída del 11% con 2.788 visados. El punto de inflexión lo marcó la primera parte del año 2009 con una caída del 59% en los dos primeros trimestres y a partir de ese momento la tendencia se ha invertido y a pesar de que las caídas siguen siendo elevadas, son cada vez menores. Otro dato que viene a apoyar este cambio de tendencia y que previsiblemente llevará a caídas inferiores en los próximos trimestres, es el anuncio realizado por algunas compañías del sector, sobre la posibilidad de comenzar la promoción de nuevas viviendas en áreas donde el stock pendiente de venta se ha agotado y la demanda permanece relativamente activa.

Compraventa de viviendas (%)



Fuente: INE Colegio de registradores y Banesto Bolsa

En el área de patrimonio, nos centraremos en el análisis del mercado de oficinas y de hoteles, los dos principales negocios de patrimonio en los que Grupo San José está presente. El negocio de patrimonio se ha visto afectado por fuertes caídas en precios en 2009 (-25%/-30% Madrid, -18%/-20% Barcelona y -15%/-20% París), por elevadas tasas de desocupación (10% MAD, 12% BCN y 7% París), por la debilidad de la demanda y por la falta de liquidez inversora que está a la espera de la estabilización total de los precios.

- **Oficinas.** Nos sigue pareciendo prematuro aventurar una recuperación en el sector, pues aunque las cifras están mejorando siguen siendo adversas. Según el último informe de Richard Ellis:
 - i. **En Madrid.** Durante el 1T10, la demanda se basa en la consolidación de espacios y aprovechamiento de precios sensiblemente inferiores a los de hace un año, y existen síntomas de que se sigue retrasando la toma de decisiones. La absorción bruta ha aumentado significativamente respecto al pasado ejercicio. Debido a la amplia oferta, las rentas máximas tienden a la baja, aunque más moderadamente durante los últimos meses. El tamaño medio de la superficie contratada sigue retrocediendo y las rentas en zona prime se sitúan en 29€/m2/mes (-8% frente 3T09).
 - ii. **En Barcelona.** La contratación en 1T10 superó las expectativas, con un fuerte incremento de la absorción bruta de superficie (+300%), situándose en niveles similares al 1T08 siguiendo la positiva tendencia de incremento de las operaciones de meses anteriores. La renta máxima ha bajado ligeramente durante este primer trimestre (-27,5% desde máximos de 2008) hasta 20,5€/m2/mes 1T10 desde 21,5€/m2/mes 1T09 y 22,5€/m2/mes en 2008 a con una tasa de disponibilidad actual del 12,78% (9,59% 3T09).

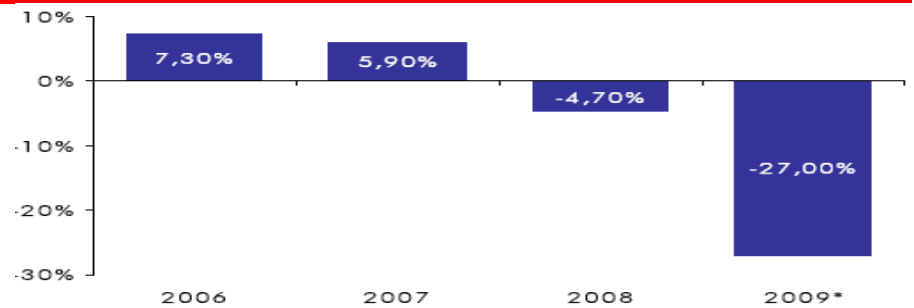
Mercado de oficinas en Madrid

| | Zona Prime | Total Madrid |
|--------------------------------|------------|--------------|
| Parque (mn m2) | 3,32 | 11,790 |
| Absorción (miles m2) | 22,82 | 91,52 |
| Disponibilidad (%) | 5,44% | 10,59% |
| Oferta futura (mn m2 24 meses) | 0,109 | 0,426 |
| Rentas (€/m2/mes) | 29,0 | 29,0 |

Fuente: CB Richard Ellis y Banesto Bolsa

- **Hoteles.** Durante 2009, el retroceso de la demanda, debido a la situación económica actual, junto a la sobreoferta persistente en las principales ciudades (Madrid y Barcelona) se produjo una notable caída de los grados de ocupación. Para los próximos meses, aunque la visibilidad sigue siendo baja, no descartaríamos cierta recuperación en RevPar en Europa en 2010, aunque difícilmente en España, con reducción de las tarifas (-18% 1T09) que complica la rentabilidad de la inversión. No obstante, el factor que a nuestro juicio beneficia a Grupo San José es su unión en la gestión hotelera a Sol Meliá y la ubicación de los hoteles que posee.

Comportamiento del mercado de alojamiento hotelero 2006-2009



Fuente: Smith Travel Research (STR); *Datos hasta octubre 2009

Fuente: Smith Travel Research

4.3. Resto de actividades.

Respecto a las otras actividades de servicios en las que el Grupo San José ha diversificado su negocio (concesiones y servicios, tecnología y otros) deberían, en general, evolucionar en línea con la actividad económica, al ser dependientes de la demanda privada, especialmente aquellos ligados al consumo.

Como consecuencia y debido a que durante los próximos trimestres esperamos que la crisis económica nacional continúe, y sea superior al resto de los países de la zona Euro debido a la dependencia del sector inmobiliario, el área debería presentar caídas en actividad en España. En cuanto al área internacional y debido a la escasa madurez de los activos, deberían presentar crecimientos.

5. Estrategia y claves de crecimiento

Destacamos los seis puntos clave sobre los que el Grupo San José define su estrategia a futuro:

- **Consolidar su posicionamiento como líder en el sector.** La eficiente gestión le garantiza el crecimiento futuro con una inversión en tecnologías, desarrollando procedimientos e innovando en la gestión de la producción para acceder a contratos más complejos y rentables.
- **Creación de valor a través del desarrollo urbanístico.** Consideramos que la estrategia clave del Grupo a futuro es el desarrollo de su enorme cartera de suelo a medio plazo, para garantizar tanto el crecimiento de la actividad inmobiliaria como constructora con la consiguiente creación de valor a largo plazo.
- **Apalancamiento de la imagen de marca.** Posee una destacada imagen de marca ampliamente reconocida, que potencia, para acceder a nuevos clientes, ofrecer servicios adicionales y aumentar la cartera de pedidos.
- **Diversificación de negocio,** con especial atención a las actividades de concesiones y servicios para obtener mayor recurrencia de negocio al tratarse de contratos de 5-10 años y aprovechando el conocimiento del cliente. Ha ido diversificando su actividad aprovechando la oportunidad que supone la creciente subcontratación por parte de las compañías privadas y organismos públicos a fin de disminuir sus costes. Le permitirá además disminuir su dependencia de la construcción, especialmente cíclica.
- **Mantenimiento de la estabilidad financiera tras la refinanciación,** de modo que pueda hacer frente a la adversa situación económica y de crédito actual.
- **Expansión y diversificación internacional** para disminuir la dependencia del mercado nacional y aprovechar el potencial de otras áreas. El crecimiento se basará en la consolidación de los países en los que ya está presente y entrar en nuevos

mercados. Su estrategia de entrada en un país se realiza a través de la actividad de edificación para posteriormente posicionarse en el resto de áreas.

La inversión en Grupo San José supone confiar en la capacidad del experimentado equipo gestor para, basados en el conocimiento del mercado y los valiosos activos de la compañía, afrontar **tres grandes retos**:

1. **Incremento de su actividad.** Debido a: i) la ejecución de la cartera de obra pendiente (que representa actualmente más de 17 meses de actividad en el área de construcción), ii) la mayor diversificación de negocio (que aporta recurrencia y estabilidad con rentabilidades más atractivas que la construcción; p.e. +191% cartera concesiones 1T10/09) y iii) la expansión internacional (de elevado potencial gracias a su ya fuerte posicionamiento en Latinoamérica; supone 33% de la cartera) en nuevos mercados (especialmente en Chile y Brasil, India, Emiratos Árabes o Cabo Verde), con el objetivo de minimizar el impacto de la caída del mercado nacional.
2. **Mantenimiento de su estabilidad financiera, apoyada por el cumplimiento del plan de negocio establecido y sostenibilidad de su cartera de activos.** La refinanciación de la deuda dota de estabilidad financiera al grupo durante los próximos 5 años. Para ello será necesario, en todo caso, el cumplimiento del plan de negocio establecido, para lo cual GSJ deberá realizar una política de contención de costes, sin que sea necesario desinvertir activos ni realizar ampliaciones de capital. En este punto, destacar que el Grupo posee una estructura flexible que permite reasignar recursos entre las distintas áreas de actividad y zonas geográficas donde tiene presencia, con una ajustada estructura de costes (7% s/ventas en costes fijos de estructura) con una férrea política de control de riesgos.
3. **Afloración futura de valor a través del desarrollo de los importantes proyectos inmobiliarios singulares.** A largo plazo, consideramos clave la generación de valor con el desarrollo de denominada 'Operación Chamartín' (desarrollo urbanístico del Norte del Paseo de la Castellana de Madrid).

Consideramos que en la medida que el Grupo San José pueda hacer frente a estos tres grandes retos, supondrá una clara generación de valor.

5.1. Negocio construcción

La estrategia de crecimiento en Grupo San José en construcción en los próximos años vendrá por consolidar su presencia en España, donde posee una larga experiencia e imagen de marca reconocida, que le posibilita cualificación para acudir a cualquier obra pública, independiente de su complejidad y presupuesto, además de consolidar su posición internacional (Europa y América). A continuación, describimos sus principales fortalezas:

- **Cartera pendiente de ejecutar diversificada.** Esta es especialmente significativa teniendo en cuenta la situación actual en licitación de obra y elevada ejecución. De acuerdo con su estrategia iniciada en 2001 de disminuir su dependencia de la economía nacional y aumentar el peso de cliente público, ha cambiado la tipología de la cartera (€1.168mn -1,5% 1T10e/09, que garantiza 22,5 meses de actividad). La edificación residencial ha ido reduciendo su peso dentro de la cartera hasta el 15,8% sobre el total 09 frente al 34% en 2007 a fin de obtener: a) mayor estabilidad (el tamaño medio del proyecto es de 18-60 meses) y b) rentabilidad con la obra civil. La diversificación de producto y cliente se traduce en un menor riesgo y ciclicidad de negocio.

Cartera pdte ejecutar área construcción

| (mn€) | 2009 | 2010e | 2011e | 2012e |
|---|---------|---------|---------|---------|
| Cartera (mn€) | 1.212,0 | 1.155,0 | 1.135,0 | 1.164,0 |
| meses de actividad (meses garantizados) | 16,0 | 19,6 | 22,5 | 25,4 |

Fuente: Grupo San José y Banesto Bolsa

- **Control y flexibilidad en el modelo de negocio.** Su modelo de negocio se basa en el apalancamiento de la imagen de marca, inversión en tecnología, conocimiento de mercado (a través de una amplia red de delegaciones regionales) y capacidad de gestión (revisión de costes y rentabilidad). Todo ello le permite el cumplimiento de los plazos y requerimientos del cliente, consolidación de su posición en el mercado y adecuada gestión de riesgo (especialmente significativo en la coyuntura actual).
- **Diversificación geográfica.** La expansión internacional es fundamental en los planes de desarrollo y crecimiento sostenido, para lo cual la estrategia de GSJ se basa en buscar la consolidación en los países dónde se posiciona mediante filiales locales en mercados con potencial como Chile y Brasil, India y Emiratos Árabes.
- **Solvencia técnica y económica.** Cumple con todos los requisitos para poder acudir a las obras públicas de construcción al demostrar solvencia técnica y financiera, factor especialmente significativo si tenemos en cuenta que los grupos constructores tienen que demostrarla para acudir a los concursos de licitación pública.

5.2. Negocio inmobiliario

5.2.1. Actividad de promoción

El **tamaño medio y pequeño de las promociones** desarrolladas por Grupo San José ronda las 80 viviendas y no suele superar las 100 unidades, este factor le permite diluir el riesgo. Durante el año 2009 se entregaron 487 viviendas, número muy significativo teniendo en cuenta la situación actual. Geográficamente está diversificada en Madrid, Barcelona, Valladolid, Málaga, Sevilla y Oporto y ha iniciado recientemente la comercialización de promociones en Sevilla y Valladolid.

El segmento de población al que dirige el negocio del Grupo San José es el de rentas medias y medias-altas en las capitales de provincia ya que su estrategia se basa en criterios de rentabilidad y en minimizar la ciclicidad (estos productos tienen menor exposición). Su mercado objetivo es el de primera vivienda (99,7% de las preventas en 2009) y la escasa oferta de segunda vivienda suele estar en primera línea de playa. Debido a la situación actual del mercado inmobiliario, GSJ está orientando su negocio hacia las viviendas de protección oficial (VPO) al tener un riesgo de venta inferior a la vivienda libre.

Capacidad de respuesta ágil y estabilidad financiera. Ser una empresa de tamaño medio, subcontratando las actividades no estratégicas (intermediación, estudios y prospección de mercado, estudios urbanísticos y jurídicos, estudios de arquitectura e ingeniería, construcción, comercialización, consultoría, publicidad y marketing, recursos humanos y selección) y tener una estructura compacta, permiten un flujo de información rápido y eficiente. Además, la situación financiera de Grupo San José les permite tener estabilidad financiera suficiente.

Expansión y diversificación internacional para disminuir la dependencia del mercado nacional y aprovechar el potencial de otras áreas. El crecimiento se basará en la consolidación de los países en los que ya está presente y entrar en nuevos mercados. En el negocio inmobiliario tiene grandes desarrollos inmobiliarios en Portugal (Miraflores), Argentina (La Tablada), Perú (Feria internacional del Pacífico) y Estados Unidos (Miami).

A diciembre de 2009, las pre-ventas alcanzaron los €59mn a escriturar en 2010 (€14,5mn 1T10) y cuenta con un stock de viviendas terminadas o que se terminarán en los próximos 2 años que alcanzan las 894 unidades (€299mn). Sus entregas podrían alcanzar las 170-190 viviendas anuales en España y Portugal, sin que tenga previsto iniciar ninguna

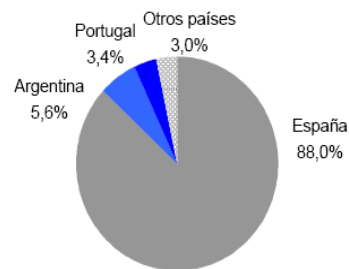
promoción residencial en los próximos meses hasta que, a medio plazo, el mercado comience a absorber el exceso de oferta existente.

El negocio de promoción fuera de España se limita a criterios oportunistas en países con potencial, en los que hay una oportunidad clara de crecimiento. Actualmente están presentes en Portugal (226 viviendas) y Estados Unidos (35 viviendas). En Perú, durante el 1S09 se inició la comercialización de un proyecto de más de 3000 viviendas en Lima con ventas de 1 unidad/día. Esta iniciativa se espera continuar con el inicio de nuevas promociones en otros países latinoamericanos.

El suelo urbanizable representa el 90% de la cartera total de suelo a diciembre de 2009. Puntualmente invierte en suelo en desarrollo (no urbanizable), si bien, siempre y cuando éste no altere la estructura de la cartera. En la gestión de suelo, no esperamos rotación y ni una búsqueda activa de oportunidades de inversión.

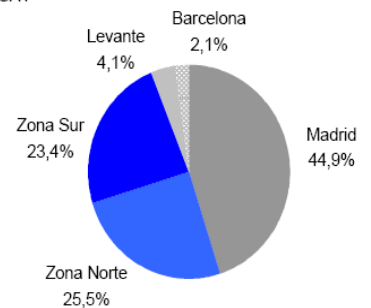
Distribución de la cartera de suelo por países

% de GAV



Distribución de la cartera de suelo en España

% de GAV



Fuente: Grupo San José

5.2.2. Negocio de patrimonio

El patrimonio de Grupo San José en esta división se encuentra estratégicamente diversificado en edificios de oficinas, locales comerciales, hoteles, y centros comerciales, en localizaciones prime para asegurarse ingresos recurrentes.

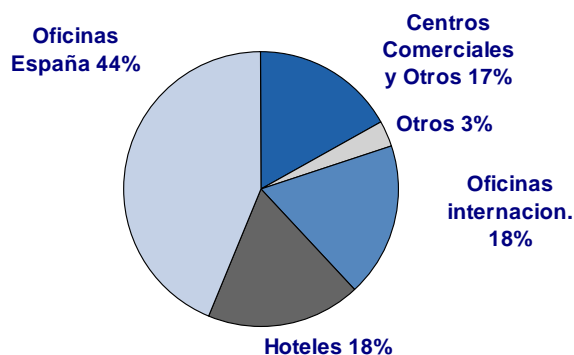
Los activos en patrimonio ascienden a 253.000 m² de patrimonio en renta en localizaciones prime (en Madrid, Barcelona, Lisboa, París) con una ocupación media de sus activos estratégicos del 95% a arrendatarios de primer nivel y con un 100% de sus contratos a más de 1 año (54% a más de 5 años). La media de duración de los contratos de alquiler en oficinas es de tres años y medio.

Cartera de los principales activos de patrimonio

| Nombre | Localización | Uso | Total | Oficinas | Comercio | Otros | Ocupación |
|------------------------|--------------|------------|------------------|------------------|-----------------|----------------|-----------|
| Ballesol | Valladolid | Residencia | 6.668,0 | | 1526,8 | 6668 | 100% |
| Burger King | Valladolid | Comercial | 1.526,8 | | 29531,2 | | 100% |
| Puerta Europa | Algeciras | Comercial | 29.531,3 | | | | 55% |
| Jose Abascal 45 | Madrid | Oficinas | 6.405,9 | 6405,9 | | | 48% |
| Conde de Peñalver | Madrid | Oficinas | 969,2 | 969,2 | | | 100% |
| García Martín | Madrid | Oficinas | 8.312,1 | 8312,1 | | | 100% |
| Torregalindo | Madrid | Oficinas | 4.350,0 | 4350 | | | 99% |
| Las Rozas | Madrid | Oficinas | 6.118,6 | 6118,6 | | | 56% |
| Edf. Via dos Castillas | Madrid | Oficinas | 3.930,5 | 3930,5 | | | 100% |
| Atica 5 | Madrid | Oficinas | 12.839,6 | 12839,6 | | | 100% |
| Neo | Barcelona | Oficinas | 37.574,3 | 37574,3 | | | 100% |
| BlauPort | Barcelona | Oficinas | 11.495,5 | 11495,5 | | | 74% |
| Rue de la Benfaisance | Paris | Oficinas | 4.010,5 | 4010,5 | | | 100% |
| Duque de Loulé 106 | Lisboa | Oficinas | 5.331,0 | 5331 | | | 72% |
| Duque de Palmela | Lisboa | Oficinas | 7.125,3 | 7125,3 | | | 100% |
| Burgo | Oporto | Oficinas | 21.436,6 | 21436,6 | | | 21% |
| TOTAL | | | 167.625,2 | 129.899,1 | 31.058,1 | 6.668,0 | |

Fuente: Grupo San José

La cartera estratégica de Grupo San José en patrimonio está compuesta por oficinas en España (44%) de alta calidad, oficinas internacionales (18%), hoteles (18%) y centros y otros activos comerciales (17%) principalmente en Madrid, Barcelona, Valladolid y Algeciras. El patrimonio en alquiler alcanza un valor de €557mn según la valoración Savills a 31/12/2009.

Valor de mercado por tipo de activo (% de GAV)

Fuente: Grupo San José

Destacar que el Grupo San José, cuenta con cinco Hoteles, de los cuales uno es de 5 estrellas, ubicado en Málaga, el primero de esta categoría en la ciudad (cuya gestión está cedida a Vincci mediante un contrato a largo plazo), y cuatro son de de 4 estrellas y están ubicados en Barcelona, Valladolid (2), y Gijón (cuya gestión está cedida a Sol Meliá mediante contratos a largo plazo), si bien esta relación es de no exclusividad. Los contratos que posee son a largo plazo (hasta 2021-2022 en el caso de Meliá y hasta 2030 en el caso de Vincci) con un componente fijo y un componente vinculado al margen bruto operativo del hotel.

Hoteles del Grupo

| | Ciudad | Nº habitaciones | m2 totales | Finalización del alquiler |
|-------------------------|---------------|------------------------|-------------------|----------------------------------|
| Tryp Apolo Barcelona | Barcelona | 314 | 18.256 | 2021 |
| Tryp Rey Pelayo | Gijón | 132 | 7.969 | 2022 |
| Tryp Recoletos | Valladolid | 80 | 5.583 | 2022 |
| Tryp Sofía y Génova | Valladolid | 70 | 4.876 | 2021 |
| Vincci Posada del Patio | Málaga | 104 | 11.278 | 2030 |
| TOTAL | | 700 | 48,162 | |

Fuente: Grupo San José

El **objetivo financiero** de esta actividad es la cobertura de los gastos financieros con los ingresos recurrentes que se generan. En el largo plazo, es además llegar a cubrir el total de los gastos fijos.

El **crecimiento en esta división** vendrá sobre todo por la gestión del valor añadido y por la expansión internacional. No se prevé la adquisición de nuevos activos a corto plazo pese a que París y Lisboa son los dos mercados que se habrían fijado como objetivo, el primero fundamentalmente por la garantía de las rentas y el segundo por el recorrido que todavía existe en la valoración.

5.2.3. Grandes desarrollos urbanísticos

La estrategia central del Grupo es el desarrollo de su enorme cartera de suelo a medio plazo, lo que le garantizaría el crecimiento de la actividad inmobiliaria con la consiguiente creación de valor a largo plazo.

Especialmente significativa es su participación del 27,5% en DUCH (Desarrollo Urbanístico Chamartín) proyecto que comprende más de 4 mnm2 de una superficie total urbanística dedicada a los siguientes usos: a) 1.204 mil m2 de oficinas; b) 165 mil m2 de uso hotelero; c) 165 mil m2 de uso comercial; d) 17 mil viviendas, además de 0,4mn m2 de edificación para rotacional público y sistemas generales, entre otros. El Grupo San José ha desarrollado un plan financiero y de viabilidad de la operación establecido en el contrato de refinanciación del grupo con el propósito de obtener la adecuada financiación para el desarrollo del proyecto.

6. Factores de riesgo

A continuación trataremos de comentar los principales focos de riesgo que vemos tanto en Grupo San José como en los sectores donde se posiciona.

Elevada exposición a la economía española. Es consenso que la economía española va a quedarse retrasada en el proceso de recuperación de las economías europeas (de hecho, los datos de PIB en 2009 ya lo reflejan claramente). En este contexto, tener un negocio fuertemente expuesto a la economía doméstica supone un claro factor de riesgo. En este sentido, aunque GSJ ha tomado desde 2001 el camino de incrementar su presencia en el exterior, hoy todavía la economía doméstica aporta el 81% de los ingresos. Es importante destacar, no obstante, que la cartera de pedidos tiene ya un 33% de contratos a realizar en el exterior, reflejo del cambio progresivo del mix de negocio.

Y dentro de la economía española, exposición a los negocios de construcción e inmobiliario. Pese al favorable posicionamiento de la compañía dentro de estos sectores, la negativa evolución de los mismos y el deterioro de sus perspectivas suponen un elemento de riesgo para GSJ. En el 1T10, la actividad de construcción concentraba el 84% de los ingresos y la actividad inmobiliaria el 9,4%, por lo que su actividad depende tanto de la inversión pública como de la demanda residencial.

En cuanto a la obra pública, el contexto del sector debería ser aún más desfavorable que el planteado hace unos meses debido a: (i) fuerte recorte de la actividad en construcción (obra pública) consecuencia de los elevados déficit de los gobiernos, traducido en fuertes recortes de gasto público en infraestructuras; (ii) continuidad de las restricciones en el mercado de crédito, que sigue dificultando la financiación de nuevas concesiones. Todo ello podría

traducirse en un retraso en la licitación y por tanto del crecimiento de la cartera de construcción que acabe repercutiendo en la actividad futura de la compañía y en una disminución de los márgenes. Añadir además una coyuntura de retrasos en los pagos por parte de la administración tendría un impacto negativo en la gestión del circulante. En las áreas de edificación residencial y no residencial, el deterioro de las perspectivas macroeconómicas se sigue traduciendo en una reducción de las expectativas de negocio.

En cuanto al área inmobiliaria, estimamos que persistirá la caída de la actividad (especialmente en promoción) hasta el año 2012. En cualquier caso, la naturaleza de la compañía (promociones de tamaño medio en zonas prime, incremento progresivo de la parte patrimonial generalmente también en zona prime) debe proteger a GSJ –al menos en términos relativos frente al resto del sector- de una evolución del mercado inmobiliario incluso peor y la potencial iliquidez del mismo.

Riesgos asociados a la diversificación geográfica y por negocios. Aunque ya hemos comentado que la estrategia de diversificación de GSJ nos parece correcta, no podemos obviar que conlleva algunos riesgos, como son la exposición a tipo de cambio y la dependencia de un número reducido de contratos en algunos segmentos de actividad. Creemos que la prudencia con que GSJ está afrontando este proceso, debe limitar los riesgos asumidos.

Riesgo Financiero. GSJ posee un elevado volumen de deuda (€1.666mn´1T10) que teniendo en cuenta el nivel de EBITDA que estimamos para este ejercicio 2010 (€50,8mn´e) supone un ratio de deuda/EBITDA de 33,8x, lo que resulta sin duda muy elevado. Además, una coyuntura de deterioro del circulante es un riesgo adicional. En cualquier caso, el acuerdo alcanzado para la refinanciación de su deuda en abril 2009 (por importe máximo de €2.185mn) ha adaptado la estructura financiera a las necesidades de tesorería de su plan de negocio a 2013 y le debe dotar de estabilidad financiera durante los próximos 5 años.

Riesgo de escasa liquidez. Actualmente la liquidez del valor es muy escasa con un volumen medio diario (último año) de 3.424 títulos, pese a que un 22,98% del capital es de accionistas con una participación inferior al 3% lo que supone un riesgo para el inversor. El Consejo de Administración de GSJ tiene interés en aumentar el free float hasta el 25% a medio plazo, así como adoptar las medidas necesarias para que las acciones de GSJ alcancen unos niveles adecuados de liquidez, distribución y frecuencia de negociación. Destacar que el escaso volumen aumenta el riesgo de overhang del valor asociado a la venta de algún accionista significativo (pe. participación de Udra Valor por el adelantamiento de la fecha de liquidación parcial del Plan de acciones por Directivos y Administradores). En principio, la participación en el accionariado de cajas de ahorro (CCM con el 5,6% y Caja Municipal de Burgos con 1,8%) no debería sufrir cambios al considerar éstas, por el momento, que es estratégica.

7. Análisis financiero

7.1. Cuenta de Resultados

En primer lugar, destacamos que las estimaciones de Banesto Bolsa podrían considerarse conservadoras, sustentadas en la dependencia de las actividades estratégicas en los que se posiciona GSJ (construcción e inmobiliaria) de la situación económica nacional. Como hemos comentado, la economía española podría quedarse retrasada en el proceso de recuperación de las economías europeas y nos hacen ser cautos en las previsiones.

Las principales hipótesis utilizadas en la previsión de los resultados para los próximos años han sido:

En el cálculo de las **estimaciones de ingresos** es relevante hacer distinción entre las distintas áreas. Hemos realizado las siguientes asunciones:

| (mn€) | 2008 | 2009 | 2010e | 2011e | 2012e |
|-------------------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Construcción | 1212,3 | 910,0 | 737,9 | 630,9 | 574,3 |
| % | -1,5% | -24,9% | -18,9% | -14,5% | -9,0% |
| Inmobiliaria y Desarr. Urbanísticos | 142,1 | 142,6 | 62,1 | 64,2 | 54,0 |
| % | -42,3% | 0,3% | -56,5% | 3,4% | -15,9% |
| Energía-medio ambiente | 3,4 | 4,8 | 3,8 | 4,0 | 4,1 |
| % | -96,4% | 41,6% | -20,8% | 5,3% | 2,5% |
| Concesiones y servicios | 30,5 | 34,7 | 34,9 | 36,5 | 38,4 |
| % | | 13,7% | 0,5% | 4,8% | 5,2% |
| TOTAL | 1352,7 | 1083,5 | 843,7 | 728,1 | 664,8 |
| % | -13,3% | -24,9% | -18,9% | -14,5% | -9,0% |

Fuente: Grupo San José; estim. Banesto Bolsa

i. En construcción:

- Descensos en actividad debido al menor volumen de licitación pública y demanda en el mercado residencial y no residencial nacional con caídas especialmente significativas durante los próximos trimestres. Esta desaceleración quedaría parcialmente compensada tanto por la aportación creciente del área internacional como por la ejecución de cartera pendiente de ejecutar que ha aumentado significativamente en los últimos meses (especialmente en construcción no residencial, +33,4%).
- Estimamos que la recuperación de la actividad no se va a producir antes de 2012.

ii. Promoción e inmobiliaria:

Evolución de la cifra de negocios por áreas

| (mn€) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010e | 2011e | 2012e |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| Venta de viviendas | 149,2 | 95,0 | 119,2 | 43,5 | 41,5 | 35,0 |
| Venta de activos | 5,2 | 19,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Venta de solares | 44,6 | 1,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Ingresos por alquiler-patrimonio | 5,2 | 19,2 | 25,0 | 18,5 | 17,7 | 19,0 |
| TOTAL | 246,5 | 142,1 | 142,6 | 62,1 | 64,2 | 54,0 |

Fuente: Grupo San José; estim. Banesto Bolsa

- Estimación de unas ventas entregadas cercano a las 200 viviendas/año en 2010 (487 unidades en 2009) y una media conservadora de 180-190 unidades en los próximos años consecuencia de la política de contención del propio grupo (prioridad a la solvencia y rentabilidad) y adversa coyuntura de mercado.
- Para el próximo ejercicio, estimamos un descenso en el precio de la vivienda del 10% ~2010, con una leve recuperación en los precios a partir de 2013.
- Revisión de las rentas anualmente en función del IPC estimado y con un ratio de ocupación futuro del 70%. Además, incluimos en nuestras estimaciones las rentas

que generarán nuevos activos puestos en explotación (pe. Puerta de Europa en Algeciras) y que actualmente están en curso.

- No asumimos venta de suelo ni de activos durante los próximos ejercicios.

Para el resto de áreas, estimamos leves crecimientos debido a la escasa madurez de la actividad que compense la dependencia de la situación económica nacional mientras que el área comercial las caídas podrían persistir hasta finales de 2010 debido a la debilidad del consumo en España, aunque con recuperación de la demanda en los siguientes.

En el mercado internacional, la aportación de la actividad en Portugal y Argentina la esperamos creciente durante los próximos ejercicios (hasta superar el 20% en 2010).

| PYG ESTIMADA | | | | | |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| (mn€) | 2008 | 2009 | 2010e | 2011e | 2012e |
| Vtas | 1.349,7 | 1.083,5 | 843,7 | 728,1 | 664,8 |
| Var. (%) | -13,5% | -19,7% | -22,1% | -13,7% | -8,7% |
| EBITDA | 82,1 | 71,0 | 50,8 | 42,3 | 36,2 |
| A. y provisiones | -91,3 | -14,6 | -12,8 | -13,1 | -13,3 |
| EBIT | -9,2 | 12,7 | 34,9 | 28,1 | 24,1 |
| R. Financiero | -93,2 | -79,7 | -58,7 | -30,9 | -6,4 |
| Bº ORDINARIO | -102,4 | -68,7 | -25,4 | -3,7 | 18,0 |
| Bº EXTRAORDINARIO | 2,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| BAI | -99,6 | -68,7 | -25,4 | -3,7 | 18,0 |
| Impuestos | 31,0 | 24,3 | 8,5 | 1,0 | -5,4 |
| Minoritarios | 22,3 | 0,7 | 1,4 | 0,2 | -1,0 |
| Bº NETO ATRIBUIBLE | -46,4 | -43,7 | -15,6 | -2,5 | 11,6 |

Fuente: Grupo San José; estim. Banesto Bolsa

En cuanto a las partidas de gastos de la compañía, pocas cuestiones relevantes que destacar. El peso más relevante lo tienen los costes de personal. El grupo ha reducido en un 20% hasta los €75mn y en un 17% su plantilla media (3.876 empleados en total).

En construcción, la estructura de gastos eficiente, provisiones extraordinarias (y no recurrentes) y mejora de la calidad de la cartera podría traducirse en una cierta caída en actividad y cierta disminución de la rentabilidad del área (>5%) durante los próximos ejercicios. Esperamos una leve erosión de márgenes en el área inmobiliaria condicionado por costes extraordinarios no recurrentes (9,8% s/Ebitda '10e) que podría corregirse en próximos trimestres aunque condicionados por la adversa situación del mercado inmobiliario nacional, especialmente en la actividad de promoción.

Evolución del EBITDA por áreas

| (mn€) | 2009 | 2010e | 2011e | 2012e |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Construcción | 56,7 | 40,9 | 32,5 | 27,3 |
| Inmobiliaria y Desarr. Urbanísticos | 14,4 | 6,1 | 6,2 | 5,2 |
| Energía-medio ambiente | 1,3 | 0,8 | 0,9 | 0,9 |
| Concesiones y servicios | 1,8 | 2,8 | 2,9 | 2,9 |
| Ajustes y otros | -3,1 | 0,1 | -0,1 | -0,1 |
| TOTAL | 71,1 | 50,8 | 42,3 | 36,2 |

Fuente: Grupo San José; estim. Banesto Bolsa

Los resultados financieros de la compañía han ido evolucionando en función de la deuda y condicionados por la adquisición de Parquesol. El coste de la deuda estará condicionado a la estructura de refinanciación. La DN/EBITDA alcanza 23,8x a finales de 2009.

La deuda neta de Grupo San José se situaba a finales del año 2009 en €1642mn y el ratio de apalancamiento financiero (deuda neta / GAV) en niveles del 73%, entre las más bajas del sector en España y lejos de la media del 45-50% de Europa.

Su ratio de apalancamiento (401%) se sitúa por debajo de la media sectorial 574% \pm 10e, ratio que se ha incrementado sustancialmente en los últimos años debido al apetito inversor de las grandes constructoras en el área energética y concesional.

| Ratios endeudamiento | | | | |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|
| (x) | 2008 | 2009 | 2010e | 2011e |
| Deuda/Ebitda | 19,5 | 23,1 | 33,8 | 38,2 |
| Deuda/FFPP | 368,3% | 397,2% | 401,4% | 389,1% |

Fuente: Grupo San José; estim. Banesto Bolsa

Los principales términos de la refinanciación. En abril de 2009, GSJ firmó un acuerdo de refinanciación (con 19 bancos), por un importe máximo de €2185mn (€1112mn en préstamos sindicados y bilaterales). Entendemos que con un cambio significativo en las expectativas de las principales áreas o cambios significativos en la Operación Chamartín, los términos del contrato podrían variar.

Esta refinanciación permite dotar a GSJ de estabilidad financiera durante los próximos 5 años y adaptar su estructura a las necesidades de tesorería de su plan de negocio a 2013 (revisado, como razonable, por una consultora independiente y los bancos refinanciadores), sin necesidad de realizar desinversión de activos.

La estructura se ha cerrado con las siguientes condiciones:

- Plazo de 5 años (hasta 21 de abril de 2015)
- Carencia de principal los 3 primeros años y repagos reducidos en el cuarto y quinto (aproximadamente un 6% cada año).
- El tipo de interés: Euribor a 3 meses + margen (0,5% el primer año hasta el 2% del sexto).
- Garantías reales: Prenda de las sociedades filiales y determinadas hipotecas sobre activos, comunes para todas las entidades financieras.
- Los ratios exigidos:
 1. FFPP mínimos entre €90-150mn
 2. EBITDA consolidado mínimo entre €50mn \pm 10e y €75mn \pm 13
- Cumplimiento de la renegociación del 95% de los préstamos suelo y promotor (€331mn), sin modificación del coste financiero, con una carencia de principal de 3 años manteniendo el resto de las condiciones.

7.2. Política de dividendos

Según el acuerdo aprobado por la Junta General de Accionistas, no se prevé repartir dividendos en 2010. Debido al acuerdo de refinanciación con los bancos, el grupo debe atender prioritariamente los pagos de principal e intereses de la deuda, desarrollo normal de su actividad y/o la reinversión en el negocio y amortización anticipada de la deuda. Posteriormente, podría repartir dividendos, tras la autorización de los bancos del sindicato. Como consecuencia, no consideramos el reparto de dividendos en el período 2009 – 2015e debido a las obligaciones asumidas. Nuestras estimaciones, tampoco reflejan salidas de efectivo por este motivo.

8. Tablas comparativas sectoriales.

Total sector – Evol. márgenes 09/08

| | m Ebitda 12m09 | m Ebitda 09/08 | m. neto 09 | m neto 09/08 | m Ebitda 08 | m. neto 08 |
|--------------|----------------|----------------|-------------|---------------|--------------|-------------|
| ACS | 9,3% | 0,1 pp | 12,5% | 1,2 pp | 9,2% | 11,3% |
| FER | 21,0% | 1,6 pp | -0,8% | 5,2 pp | 19,4% | -5,9% |
| FCC | 11,5% | -0,9 pp | 2,4% | 0,0 pp | 12,4% | 2,4% |
| SYV | 7,7% | -4,3 pp | 8,6% | 11,9 pp | 12,0% | -3,3% |
| OHL | 17,0% | 1,9 pp | 3,8% | 0,0 pp | 15,2% | 3,8% |
| GSJ | 6,6% | 0,5 pp | -4,1% | -0,7 pp | 6,1% | -3,4% |
| TOTAL | 12,1% | 0,0 pp | 7,2% | 2,8 pp | 14,2% | 4,4% |

Fuente: compañía y estimaciones de Banesto Bolsa

Area internacional – Vtas 09

| € mn | Total vtas internacional | % s/tot ventas |
|--------------|--------------------------|----------------|
| ACS | 4.104,3 | 26,3% |
| FER | 7.864,3 | 65,0% |
| FCC | 5.625,5 | 44,3% |
| SYV | 2.284,6 | 39,0% |
| OHL | 2.594,2 | 59,1% |
| GSJ | 203,0 | 18,7% |
| TOTAL | 4.892,5 | 41,0% |

Fuente: compañía y estimaciones de Banesto Bolsa

Area construcción – Cartera 12m09

| € mn | Total Cartera cons. | % var.08/09 | meses cartera total |
|--------------|---------------------|-------------|---------------------|
| ACS | 11.431,2 | 3,7% | 22,4 |
| FER | 8.800,4 | 2,7% | 23,6 |
| FCC | 10.856,4 | 6,9% | 18,1 |
| SYV | 8.323,8 | 29,6% | 30,9 |
| OHL | 5.273,9 | -11,4% | 18,3 |
| GSJ | 1.213,0 | -3,1% | 16,0 |
| TOTAL | 10.131,8 | 5,2% | 22,9 |

Fuente: compañía y estimaciones de Banesto Bolsa

Area diversificación (ex-cons.) – Resultados 09

| € mn | Ventas | EBITDA | m. Ebitda | %s/tot vtas | %s/tot EBITDA | m. Ebitda 08 | m. Ebitda09/08 |
|--------------|----------------|----------------|--------------|--------------|---------------|--------------|----------------|
| ACS | 9.481,0 | 999,0 | 10,5% | 60,8% | 68,5% | 10,5% | 0,0 pp |
| FER | 7.619,1 | 2314,6 | 30,4% | 63,0% | 91,1% | 27,5% | 2,9 pp |
| FCC | 5.498,4 | 1054,5 | 19,2% | 43,3% | 72,2% | 20,4% | -1,2 pp |
| SYV | 2.625,8 | 276,2 | 10,5% | 44,8% | 61,4% | 23,4% | -12,9 pp |
| OHL | 927,1 | 469,2 | 50,6% | 21,1% | 62,8% | 48,7% | 1,9 pp |
| GSJ | 172,9 | 14,4 | 8,3% | 16,0% | 20,3% | 18,0% | -9,7 pp |
| TOTAL | 7.355,3 | 1.197,5 | 18,8% | 55,1% | 73,4% | 19,6% | -0,7 pp |

Fuente: compañía y estimaciones de Banesto Bolsa

Construcción nacional – Vtas 09

| | Vtas | %09/08 | %08/07 | %s/tot vtas grupo | %intern. s/tot | EBITDA | % Ebitda s/tot | m Ebitda |
|--------------|----------------|---------------|---------------|-------------------|----------------|--------------|----------------|-------------|
| ACS | 4699 | -19,1% | -16,1% | 30,1% | 76,7% | 352,4 | 24,2% | 7,5% |
| FER | 2597 | -18,2% | -11,3% | 21,5% | 58,0% | 127,7 | 5,0% | 4,9% |
| FCC | 3387 | -13,4% | -3,7% | 26,7% | 47,0% | 267,4 | 18,3% | 7,9% |
| SYV | 2435 | -11,0% | 4,5% | 41,6% | 75,3% | 138,8 | 30,9% | 5,7% |
| OHL | 1633 | -7,97% | -8,5% | 37,2% | 47,1% | 104,5 | 14,0% | 6,4% |
| GSJ | 745 | n.a. | n.a. | 68,8% | 81,9% | n.a | n.a | n.a. |
| TOTAL | 3.671,3 | -17,5% | -10,9% | 30,6% | 68,1% | 256,4 | 19,1% | 6,8% |

Fuente: compañía y estimaciones de Banesto Bolsa

9. Valoración del Grupo San José.

Realizamos una valoración por suma de partes (por la heterogeneidad de los sectores que la componen). A continuación, pasamos a desarrollar la valoración por cada una de las áreas.

9.1. Actividad Construcción.

Para valorar aplicamos una media de DCF y múltiplo 4,0x EV/Ebitda´10e. En las hipótesis, asumimos un TACC Vtas 09-12e del -14,2% y un margen del 5,5% debido a la ejecución de la cartera pendiente de ejecutar (€1168mn).

Valoración del área Construcción

| (mn€) | TACC (2009-2012e) |
|-----------------------------------|-------------------|
| Vtas | -14,2% |
| Ebitda | -21,6% |
| Tasa de crecimiento perpetuo (G´) | 0,5% |
| Tasa de descuento(wacc) | 7,3% |
| Valor DCFL | 286,4 |

Fuente: Compañía y Banesto Bolsa

9.2. Actividad Promoción e inmobiliaria:

Realizar valoraciones en el sector sigue siendo complicado: i) sigue sin haber visibilidad en la preventa de viviendas y sólo aquellas compañías que realizan fuertes descuentos en los precios consiguen firmar operaciones, la buena noticia es que cada vez hay menos anulaciones; ii) la valoración del suelo es simplemente impredecible, no hay liquidez en el mercado ni datos sobre el precio pagado en las escasas últimas transacciones; iii) las operaciones de compra/venta de patrimonio siguen siendo muy escasas; y iv) los precios en oficinas han caído fuertemente y todavía parece que no ha concluido el ajuste.

Realizamos la valoración a través del NAV (valor de los activos después de impuestos) de diciembre de 2009 tras la fusión con Grupo Parquesol, puesto que a nuestro juicio es una de las variables más tenida en cuenta por los inversores a la hora de tomar posiciones en el sector inmobiliario.

Valoración del área inmobiliaria

| | 2.007 | 2.008 | 2.009 | 2010e |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Valoración del área inmobiliaria | | | | |
| Area Promoción | 1.993,1 | 1.726,3 | 1.651,1 | 1.524,6 |
| Terrenos y solares | 1.496,0 | 1.287,4 | 1.202,5 | 1.098,5 |
| Edificios en Construcción/promociones en curso | 267,9 | 208,0 | 203,4 | 193,2 |
| Edificios construidos /activos terminados | 229,1 | 230,9 | 245,1 | 232,9 |
| Area Patrimonio | 791,9 | 689,7 | 665,9 | 642,1 |
| Inversiones inmobiliarias en desarrollo/en construcción | 164,6 | 164,0 | 81,5 | 48,4 |
| Inversiones inmobiliarias/activos comerciales | 596,5 | 497,4 | 557,1 | 568,3 |
| Inmovilizado/Otros activos | 30,9 | 28,3 | 27,2 | 25,4 |
| Total GAV ajustado | 2.785,0 | 2.415,9 | 2.316,9 | 2.166,7 |
| Total VL | 1.426,2 | 1.525,0 | 1.925,9 | 1.893,0 |
| Plusvalía latentes bruta activos | 1.358,8 | 890,9 | 391,0 | 273,7 |
| Fondos Propios | | | 140,0 | 140,0 |
| Total NAV Bruto | 1.358,8 | 890,9 | 531,0 | 413,7 |
| tasa fiscal | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,3 |
| impuestos s/ plusvalías | 203,8 | 133,6 | -110,7 | -80,4 |
| NNAV | 1.155,0 | 757,3 | 420,4 | 333,3 |

Fuente: : Savills España, Banesto Bolsa y Grupo San José

Con un mix de negocio del 70% promoción y 30% patrimonio (s/GAV), los activos de Grupo San José han sido valorados por Savills a diciembre de 2009 en €2.317mn (GAV) con unas plusvalías latentes de €273mn. En ésta, no incluye el valor de los Terrenos y Solares de la participación en DUCH. En la tabla que presentamos a continuación se detalla el cálculo del NNAV (valor neto de los activos después de impuestos) que alcanza los €333mn (frente a los 420mn´09).

Aplicamos un descuento del 50% en función de lo que cotiza el mercado y teniendo en cuenta el perfil de la compañía.

Principales magnitudes 1T10

| (mn€) | MVC | COL | RLIA | REY | REN | AFR | Total |
|-------------------|-------|-------|-------|------|-------|--------|-------|
| Ingresos | 123 | 114 | 77 | 14 | 22 | 349 | 123 |
| Rentas | 36% | 56% | 57% | -- | 2% | -- | 36% |
| Promoción y suelo | 20% | 37% | 43% | -- | 98% | -- | 20% |
| Venta activos | 43% | 7% | 0% | -- | -- | -- | 43% |
| Ebitda | 22 | 31 | 33 | -1 | -8 | 78 | 22 |
| Net Debt | 5.787 | 4.252 | 2.227 | 286 | 1.480 | 14.031 | 5.787 |
| GAV | 8.954 | 7.038 | 4.550 | 42 | 1.886 | 22.470 | 8.954 |
| Debt / GAV | 65% | 60% | 49% | 677% | 78% | 62% | 65% |
| NAV (por acción) | 10,16 | 0,121 | 1,53 | 2,6 | 0,225 | | 10,16 |
| NNAV (por acción) | | 1% | -65% | | | -32% | |
| Cotización | 123 | 114 | 77 | 14 | 22 | 349 | 123 |
| Descuento s/NNAV | 36% | 56% | 57% | -- | 2% | -- | 36% |

*REN Patrimonio neto

Fuente: Compañía, CNMV, estim. Bto Bolsa

9.2.1. Valoración de la participación en DUCH.

En primer lugar, destacar la enorme dificultad para valorar la Operación Chamartín debido a la complejidad del proyecto, la escasa madurez del mismo, el conocimiento de la exacta edificabilidad en cada una de las actuaciones que la componen así como la falta de tasación de estos terrenos (recordar que en el valor de los activos inmobiliarios de GSJ no se incluye el valor de la participación de DUCH).

Añadir además que consideramos esta participación como una de las claves tanto de la estrategia como el potencial valor oculto que posee el Grupo San José.

- Asumimos un volumen total del proyecto de 3,2mn m2 de la Operación Chamartín (con 1.204.000m2 para oficinas, 165.000m2 para hoteles y 17.000 viviendas a una media de 90m2 por vivienda), de los que 2,6mn m2 y de una participación de GSJ en DUCH del 27,5%, y edificabilidad de 2,6mn m2.
- En nuestros cálculos hemos utilizado un precio medio en la zona Norte de Madrid de €4800/m2,
- Estimamos un coste de edificabilidad (tanto de urbanización como coste de construcción) de €3100/m2 (con un 30% dedicado a urbanización y el resto al coste propio de la construcción), lo que implica un margen medio del 35,4%. Recordar que el índice de edificabilidad en la zona se situaría en 1,05 (similar a la de los rascacielos de la antigua Ciudad del Real Madrid y superior al 0,6 de media) justificado por la elevada inversión necesaria para hacer frente a las infraestructuras.
- Actualizamos esta valoración asumiendo la fase prevista de desarrollo del proyecto y supone un valor final de la participación del GSJ en DUCH de €352mn (€5,4/acc.).

Valoración de la participación en DUCH

| | |
|---|------------|
| total metros de Operación Chamartín (mn m2) | 3,2 |
| uso privado | 0,54 |
| zona verde | 0,54 |
| equipamientos públicos | 0,32 |
| infraestructuras ferroviarias | 1,79 |
| total metros de DUCH (mn m2) | 2,6 |
| participación | 27,50% |
| mn m2 GSJ | 0,715 |
| precio m2 | 4800 |
| coste medio m2 coste edificación | 1232 |
| coste medio m2 urbanización | 1868 |
| rentabilidad €/m2 | 1700 |
| Valor bruto DUCH | 1215,5 |
| Valor DUCH | 352,1 |

Fuente: Estim. Bto Bolsa

Esta operación, de realizarse, garantiza la existencia de valor oculto en la compañía. La efectiva ejecución del proyecto, debería traducirse en una importante cartera de obra (y por tanto creación de valor oculto) en el área construcción no contemplada. En la inmobiliaria debería vender a un precio mínimo de €4800m2 que consideramos asumible en un entorno de recuperación de precios como se espera cuando se inicie la efectiva venta de los activos (a partir de 2012 está prevista la efectiva ejecución del proyecto y hasta el 2023).

En el peor de los casos, vemos la posibilidad de una venta parcial o total de la participación que supondría la afloración de de valor para GSJ y una importante disminución de la deuda.

9.3. Otros negocios.

Es la suma de valoración de diversas filiales en las que en cada una de ellas aplicamos diversos múltiplos teniendo en cuenta las expectativas y competidoras cotizadas con un 5.7x EV/Ebitda 10e de media en una coyuntura de desaceleración económica pero matizada por la recurrencia de negocio prevista a largo plazo debido a la posible obtención de nuevos contratos.

9.4. Valoración del Grupo San José.

Hemos realizado nuestra valoración mediante la suma de partes de Grupo San José. A través de este método y como puede observarse en la siguiente tabla, obtenemos una valoración de Grupo San José de €740mn que supone un precio objetivo de 11,37€/acc, lo que representa un atractivo potencial de revalorización respecto al precio actual.

En esta valoración incluimos el valor de DUCH (€5,4/acc.), que supone la mitad del precio objetivo y un gran valor para la compañía. Por tanto, invertir hoy en GSJ implica básicamente apostar por el desarrollo futuro de DUCH, que haga emerger su valor.

A continuación adjuntamos tabla de Valoración del Grupo:

Valoración GSJ

| (mn€) | EV | Criterio |
|--------------------------------|------------------|--|
| Construcción | 286,4 | Media múltiplo 4x EV/Ebitda 10e y DCF |
| Inmobiliaria | 2.171,5 | |
| Promoción y patrimonio | 1.776,6 | NAV 10e (dto. 50%) |
| Proyectos singulares | 394,8 | |
| | DUCH | 352 |
| | Carlos Casado SA | 25,2 Valor de mercado (50,4%) |
| | La Tablada | 17,5 Valor en libros |
| Energía | 2,9 | 3,5x EV/EBITDA 10e |
| Servicios y concesiones | 12,8 | 4,5x EV/EBITDA 10e |
| EV Total | 2.473,7 | |
| Minoritarios y otros | -14,7 | |
| Deuda neta 10e | -1.719,4 | |
| Valor total | 739,6 | |

Fuente: Banesto Bolsa

Dado el potencial y valor objetivo obtenido (€11,37/acc), nuestra recomendación es de COMPRAR.

13 julio 2010

| Cuenta de P&G a dic. (€ mn) | 2.004 | 2.005 | 2.006 | 2.007 | 2.008 | 2.009 | 2010e | 2011e | 2012e |
|----------------------------------|-------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| Ventas netas | 183,3 | 277,1 | 1.311,1 | 1.559,9 | 1.349,7 | 1.083,5 | 843,7 | 728,1 | 664,8 |
| Ventas (% var.) | | 51,2% | 373,1% | 19,0% | -13,5% | -19,7% | -22,1% | -13,7% | -8,7% |
| otros ingresos | 0,0 | 0,0 | 55,4 | -43,4 | 85,0 | -50,9 | -38,5 | -33,1 | -30,2 |
| Margen bruto | 76,6 | 113,1 | 267,1 | 353,0 | 261,7 | 348,9 | 280,3 | 247,6 | 235,1 |
| EBITDA | 53,4 | 99,8 | 85,3 | 156,4 | 82,1 | 71,0 | 50,8 | 42,3 | 36,2 |
| EBITDA (% var.) | | 87,0% | -14,5% | 83,5% | -47,5% | -13,6% | -28,4% | -16,7% | -14,4% |
| Amortizaciones | 0,7 | -1,4 | -8,5 | -6,9 | -91,3 | -58,3 | -15,9 | -14,2 | -12,1 |
| EBIT | 54,0 | 98,4 | 76,8 | 149,6 | -9,2 | 12,7 | 34,9 | 28,1 | 24,1 |
| Resultado financiero neto | -14,6 | -14,0 | 8,0 | -48,9 | -93,2 | -79,7 | -58,7 | -30,9 | -6,4 |
| Amortizacion FC | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Rtdos P.E | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -1,7 | -1,7 | -0,9 | 0,2 |
| B° ordinario | 39,4 | 84,5 | 84,8 | 100,7 | -102,4 | -68,7 | -25,4 | -3,7 | 18,0 |
| Resultados Extraordinarios | 0,0 | 0,0 | -3,7 | 3,3 | 2,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Resultado antes de impuestos | 39,4 | 84,5 | 81,1 | 104,0 | -99,6 | -68,7 | -25,4 | -3,7 | 18,0 |
| Impuestos | -13,1 | -28,2 | -24,5 | -46,7 | 31,0 | 24,3 | 8,5 | 1,0 | -5,4 |
| Minoritarios | 0,2 | 0,4 | -15,7 | -22,8 | 22,3 | 0,7 | 1,4 | 0,2 | -1,0 |
| Resultado neto publicado | 26,5 | 56,8 | 41,0 | 34,5 | -46,4 | -43,7 | -15,6 | -2,5 | 11,6 |
| Rtdo Neto (%Var) | | 114,3% | -27,8% | -15,9% | -234,5% | -5,8% | -64,3% | -84,2% | - |
| Rtdo. neto antes extraordinarios | 26,5 | 56,8 | 43,5 | 32,7 | -48,3 | -43,7 | -15,6 | -2,5 | 11,6 |
| Rtdo Neto antes extra. (% Var) | | 114,3% | -23,3% | -25,0% | - | -9,5% | -64,3% | -84,2% | - |

| Origen Aplicación Fondos (€ mn) | 2.004 | 2.005 | 2.006 | 2.007 | 2.008 | 2.009 | 2010e | 2011e | 2012e |
|---|--------|-------|-------|----------|--------|-------|--------|--------|-------|
| EBITDA | 53,4 | 99,8 | 85,3 | 156,4 | 82,1 | 71,0 | 50,8 | 42,3 | 36,2 |
| Extraordinarios (cash) y otros | 0,0 | 0,0 | -3,7 | 3,3 | 2,8 | 20,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Variación activo circulante neto | 0,0 | 65,7 | 0,0 | -1.212,9 | -165,7 | -45,8 | 113,9 | -147,3 | -46,9 |
| Impuestos (cash) | -13,1 | -28,2 | -24,5 | -46,7 | 31,0 | 24,3 | 8,5 | 1,0 | -5,4 |
| Rtdo financieros netos | -14,6 | -13,9 | 8,0 | -48,9 | -15,1 | -79,7 | -58,7 | -30,9 | -6,4 |
| Cash-flow operativo | 25,7 | 123,4 | 65,1 | -1.148,7 | -64,9 | -10,2 | 114,5 | -134,9 | -22,4 |
| CAPEX neto (inversiones/desinversiones) | -3,5 | -29,3 | 0,0 | 86,3 | 49,5 | 47,0 | 45,7 | 47,1 | 48,0 |
| Adquisiciones/desinversiones (IF) | 0,0 | 6,0 | 0,0 | 0,0 | 25,2 | -8,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Ajustes consolidación y tipo cambio | -489,5 | -24,1 | -79,2 | -3,9 | -229,2 | -66,5 | -238,7 | 195,6 | 56,3 |
| Cash-flow libre | -467,3 | 76,0 | -14,0 | -1.066,3 | -219,5 | -37,8 | -78,5 | 107,8 | 81,9 |
| Dividendo | -50,0 | -6,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Ampliaciones/disminuciones capital | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Incremento (disminución) deuda | 517,3 | -69,5 | 14,0 | 863,8 | 259,9 | 37,8 | 78,5 | -107,8 | -81,9 |

| Balance (€ mn) | 2.004 | 2.005 | 2.006 | 2.007 | 2.008 | 2.009 | 2010e | 2011e | 2012e |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Inmovilizado material neto | 289,1 | 318,4 | 389,6 | 174,8 | 108,1 | 103,4 | 101,1 | 103,6 | 105,2 |
| Inmovilizado inmaterial | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 61,4 | 17,2 | 17,4 | 17,5 | 17,6 | 17,6 |
| Inversiones financieras a largo plazo | 66,8 | 60,7 | 20,8 | 549,3 | 589,0 | 728,7 | 734,1 | 742,5 | 744,7 |
| Existencias | 443,8 | 421,2 | 459,3 | 1.292,7 | 1.451,9 | 1.329,3 | 1.364,8 | 1.213,1 | 1.148,2 |
| Deudores | 77,7 | 53,9 | 40,5 | 823,5 | 835,8 | 624,8 | 639,9 | 600,5 | 589,9 |
| Otros deudores | 0,0 | 0,0 | 0,4 | 122,8 | 6,4 | 10,6 | 11,1 | 11,3 | 11,6 |
| Caja e inversiones fin. temporales | 15,5 | 10,4 | 6,1 | 106,2 | 143,8 | 178,9 | 176,2 | 172,3 | 163,7 |
| Total Activo | 892,9 | 864,8 | 916,8 | 3.130,5 | 3.152,1 | 2.993,1 | 3.044,7 | 2.860,9 | 2.780,8 |
| Fondos propios | 181,8 | 227,1 | 265,3 | 202,4 | 161,9 | 380,1 | 395,1 | 379,5 | 377,0 |
| Minoritarios | 3,2 | 2,8 | 2,3 | 370,8 | 273,3 | 33,3 | 33,3 | 35,7 | 36,0 |
| Provisiones | 51,7 | 33,9 | 29,9 | 36,4 | 15,8 | 33,4 | 25,6 | 46,5 | 47,2 |
| Deuda financiera a largo plazo | 279,4 | 292,0 | 184,1 | 991,8 | 858,0 | 1.398,2 | 1.516,2 | 1.419,0 | 1.336,4 |
| Deuda financiera a corto plazo | 253,3 | 166,2 | 283,8 | 440,0 | 871,4 | 404,1 | 362,0 | 347,4 | 339,6 |
| Acreedores | 120,0 | 130,4 | 140,3 | 903,3 | 802,2 | 581,1 | 518,0 | 472,2 | 443,6 |
| Otros acreedores | 3,4 | 12,3 | 11,0 | 185,8 | 169,4 | 162,9 | 194,5 | 160,6 | 201,1 |
| Total Pasivo | 892,9 | 864,8 | 916,8 | 3.130,5 | 3.152,1 | 2.993,1 | 3.044,7 | 2.860,9 | 2.780,8 |
| Valor de Empresa (EV) | 1.293,1 | 1.229,2 | 3.173,0 | 6.441,3 | 3.989,3 | 2.278,6 | 2.166,0 | 2.060,6 | 1.979,0 |
| Deuda neta | 517,3 | 447,8 | 461,8 | 1.325,7 | 1.585,6 | 1.623,4 | 1.701,9 | 1.594,1 | 1.512,2 |
| Capital medio empleado | 343,6 | 669,1 | 694,7 | 1.032,0 | 1.378,9 | 1.379,2 | 1.366,1 | 1.351,9 | 1.254,8 |
| Fondo de Comercio | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 60,6 | 15,4 | 15,5 | 15,5 | 15,6 | 15,7 |
| Capital medio empleado y fondo comercio | 343,6 | 669,1 | 694,7 | 1.062,3 | 1.416,9 | 1.394,6 | 1.381,6 | 1.367,5 | 1.270,5 |
| Activo circulante neto | 398,0 | 332,4 | 349,0 | 1.149,9 | 1.322,5 | 1.220,7 | 1.303,2 | 1.192,1 | 1.104,9 |

Fuente: compañía y estim. Banesto Bolsa

13 julio 2010

| Datos por acción (€) | 2.004 | 2.005 | 2.006 | 2.007 | 2.008 | 2.009 | 2010e | 2011e | 2012e |
|---------------------------------|-------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|---------|
| Número medio de acciones (mn) | 39,7 | 39,7 | 129,2 | 218,6 | 141,8 | 65,0 | 65,0 | 65,0 | 65,0 |
| No. acciones fin ejercicio (mn) | 39,7 | 39,7 | 218,6 | 218,6 | 65,0 | 65,0 | 65,0 | 65,0 | 65,0 |
| BPA | 0,67 | 1,43 | 0,32 | 0,16 | -0,33 | -0,67 | -0,24 | -0,04 | 0,18 |
| BPA (%var.) | | 114,3% | -77,8% | -50,3% | -307,4% | 105,5% | -64,3% | -84,2% | -570,6% |
| BPA sin extraordinarios | 0,67 | 1,43 | 0,34 | 0,15 | -0,34 | -0,67 | -0,24 | -0,04 | 0,18 |
| BPA sin extraordinarios (%var.) | | 114,3% | -76,4% | -55,7% | -327,9% | 97,3% | -64,3% | -84,2% | -570,6% |
| Cash-flow | 0,70 | 1,56 | 0,38 | 0,19 | 0,32 | 0,22 | 0,004 | 0,18 | 0,36 |
| Cash-flow (% var.) | | 123,1% | -75,5% | -50,6% | 67,6% | -29,1% | -98,2% | 4272,5% | 101,9% |
| Dividendo bruto | 1,26 | 0,16 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Dividendo bruto (% var.) | | -87,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Valor contable | 4,58 | 5,72 | 1,21 | 0,93 | 2,49 | 5,84 | 6,08 | 5,84 | 5,80 |

| Valoración | 2.004 | 2.005 | 2.006 | 2.007 | 2.008 | 2.009 | 2010e | 2011e | 2012e |
|----------------------------------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|---------|--------|-------|
| PER | 31,7 | 14,8 | 66,6 | 137,9 | -46,2 | -14,6 | -28,9 | -183,0 | 38,9 |
| PER sin extraordinarios | 31,7 | 14,8 | 62,7 | 145,5 | -44,4 | -14,6 | -28,9 | -183,0 | 38,9 |
| Precio/Cash-flow | 30,1 | 13,5 | 55,2 | 115,0 | 47,7 | 43,7 | 1.680,9 | 38,4 | 19,0 |
| Precio /FCF (x) | -1,8 | 11,0 | -194,6 | -4,5 | -9,8 | -16,9 | -5,7 | 4,2 | 5,5 |
| Precio/Valor Contable | 4,6 | 3,7 | 17,4 | 23,5 | 6,1 | 1,7 | 1,1 | 1,2 | 1,2 |
| Rentabilidad por dividendo | 6,0% | 0,8% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EV/Ventas | 6,7 | 4,4 | 2,4 | 4,1 | 3,0 | 2,1 | 2,7 | 3,1 | 3,4 |
| EV/EBITDA | 23,0 | 12,3 | 37,2 | 41,2 | 48,6 | 32,1 | 44,9 | 53,9 | 62,9 |
| EV/EBIT | 22,8 | 12,5 | 41,3 | 43,1 | -434,8 | 179,3 | 65,2 | 81,1 | 94,5 |
| EV/Cap. empl. inc. fdo. comercio | 3,6 | 1,8 | 4,6 | 6,1 | 2,8 | 1,6 | 1,6 | 1,7 | 1,8 |
| Cotización - Máx. | 24,39 | 24,39 | 24,39 | 25,09 | 20,23 | 14,00 | 8,05 | | |
| Cotización - Min. | 15,99 | 15,99 | 15,99 | 16,45 | 5,85 | 7,74 | 6,24 | | |
| Cotización - Media | 21,13 | 21,13 | 21,13 | 21,74 | 15,11 | 9,83 | 6,93 | 6,93 | 6,93 |
| Cotización - Fin ejercicio | 13,04 | 13,04 | 13,04 | 23,70 | 6,00 | 7,74 | 6,50 | 6,50 | 6,50 |

| Ratios Rentabilidad y Solvencia | 2.004 | 2.005 | 2.006 | 2.007 | 2.008 | 2.009 | 2010e | 2011e | 2012e |
|----------------------------------|---------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|---------|
| Rotación existencias (días) | 1.518,1 | 937,4 | 152,5 | 405,5 | 451,8 | 709,7 | 949,2 | 989,7 | 1.049,0 |
| Periodo medio cobro (días) | 154,8 | 71,0 | 11,3 | 192,7 | 226,0 | 210,5 | 276,8 | 301,0 | 323,8 |
| Periodo medio pago (días) | 347,9 | 276,7 | 46,6 | 283,4 | 249,6 | 260,7 | 307,2 | 323,6 | 334,0 |
| CAPEX/Amortizaciones | - | 2144% | 0% | -1256% | -54% | -81% | -288% | -332% | -397% |
| Deuda neta/(FFPP + minoritarios) | 280% | 195% | 173% | 231% | 364% | 393% | 397% | 384% | 366% |
| Ebitda/ gtos financieros | 3,7 | 7,1 | 0,0 | 3,2 | -8,2 | 0,9 | 0,7 | 0,6 | 0,5 |
| Deuda neta/ Ebitda | 9,7 | 4,5 | 5,4 | 8,5 | 19,3 | 22,9 | 33,5 | 37,7 | 41,8 |
| Payout | 189% | 11% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| ROCE medio (inc. fdo. com.) | 10,49% | 9,81% | 7,72% | 7,76% | -0,45% | 0,59% | 1,69% | 1,50% | 1,33% |
| ROE | 14,6% | 25,0% | 15,4% | 17,0% | -28,6% | -11,5% | -3,9% | -0,6% | 3,1% |

| Otros Ratios Operativos | 2.004 | 2.005 | 2.006 | 2.007 | 2.008 | 2.009 | 2010e | 2011e | 2012e |
|---------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Nº empleados medio | 560,0 | 560,0 | 6.500,0 | 5.222,5 | 4.655,0 | 4.902,8 | 5.042,3 | 4.657,5 | 4.492,7 |
| Ventas por empleado medio (000s) | 327,2 | 494,8 | 201,7 | 298,7 | 289,9 | 221,0 | 167,3 | 156,3 | 148,0 |
| Gastos personal/empleado medio (000s) | 7,1 | 9,4 | 28,0 | 37,6 | 38,6 | 30,2 | 27,6 | 25,8 | 25,3 |
| EBIT por empleado medio (000s) | 96,5 | 175,8 | 11,8 | 28,6 | -2,0 | 2,6 | 6,9 | 6,0 | 5,4 |
| Margen EBITDA | 29,1% | 36,0% | 6,5% | 10,0% | 6,1% | 6,6% | 6,0% | 5,8% | 5,4% |
| Margen EBIT | 29,5% | 35,5% | 5,9% | 9,6% | -0,7% | 1,2% | 4,1% | 3,9% | 3,6% |
| Margen neto | 14,5% | 20,5% | 3,1% | 2,2% | -3,4% | -4,0% | -1,8% | -0,3% | 1,7% |
| Tasa fiscal | 33,2% | 33,3% | 30,1% | 44,9% | 31,1% | 35,3% | 33,3% | 27,1% | 29,9% |

Fuente: compañía y estim. Banesto Bolsa

Análisis de Renta Variable España y Portugal

| | | | |
|------------------------|----------------------------------|---------------------|-----------------|
| José Luis Barrera, CFA | Director de Análisis | jbarrerv@banesto.es | 34 91 338 20 19 |
| Luis De Blas | Small Caps, Farma | ldeblasd@banesto.es | 34 91 338 90 17 |
| Elena Colombás | Estrategia | ecolomba@banesto.es | 34 91 338 29 74 |
| Antonio Cruz-Guzmán | Electricidad y Gas | acruzguz@banesto.es | 34 91 338 11 54 |
| Marta Gómez | Autopistas, Inmobiliarias, Papel | mgomezar@banesto.es | 34 91 338 39 20 |
| Robert Jackson | Petróleo, Aceros | rjackson@banesto.es | 34 91 338 14 48 |
| Maria Muñoz-Rojas, CFA | Mediá, Hoteles | mmurojas@banesto.es | 34 91 338 91 32 |
| Marta Olba | Construcción | molbasub@banesto.es | 34 91 338 91 52 |
| Jaime Semelas | Small Caps, Consumo | jsemelas@banesto.es | 34 91 338 17 30 |
| Juan Alberto Tuesta | Bancos, Seguros, Holdings | jatuesta@banesto.es | 34 91 338 12 56 |

Análisis Macroeconómico

| | | | |
|-------------------------------|-----------------|---------------------------|-----------------|
| Concepción Sanz | Economista Jefe | amercado@notes.banesto.es | 34 91 338 39 75 |
| Ofelia Martín | | amercado@notes.banesto.es | 34 91 338 39 75 |
| M ^a Victoria Nuñez | | amercado@notes.banesto.es | 34 91 338 39 75 |
| Laura Velasco | | amercado@notes.banesto.es | 34 91 338 39 75 |

Edición y Distribución

| | | | |
|----------------|--|---------------------|-----------------|
| Raquel Cáceres | | rcaceret@banesto.es | 34 91 338 90 18 |
|----------------|--|---------------------|-----------------|

Intermediación Renta Variable Nacional

| | | | |
|---------------------|----------------------|----------------------|-----------------|
| Enrique Aparicio | Jefe Ventas Nacional | eapartic@banesto.es | 34 91 338 45 45 |
| José Luis Barrero | | jbarrero@banesto.es | 34 91 338 45 45 |
| Juan Pérez | | jpballero@banesto.es | 34 91 338 45 45 |
| José Ramón Tapia | | jtapiama@banesto.es | 34 91 338 45 45 |
| Eduardo de la Torre | | edelator@banesto.es | 34 91 338 45 45 |

Intermediación Renta Variable Internacional

| | | | |
|------------------|------------------------------------|------------------------|-----------------|
| Jan Roos | Jefe Ventas Internacional - Europa | janroos@banesto.es | 34 91 338 39 90 |
| Olivier Laperche | | olaperch@banesto.es | 34 91 338 39 90 |
| Dirk Paape | | dirpaape@banesto.es | 34 91 338 39 90 |
| Antoine Kendis | Jefe Ventas Internacional - USA | akendis@banesto-ny.com | 1 212 835 5340 |

Sales Trading

| | | | |
|---------------------|-----------------------|---------------------|-----------------|
| Cristina Serrano | Jefe Ventas - Trading | cserrans@banesto.es | 34 91 338 37 90 |
| Alexander King, CFA | | akingin@banesto.es | 34 91 338 37 90 |
| Paul Miguel Kendal | | pkendalk@banesto.es | 34 91 338 37 90 |
| Oscar Pérez | | osperezs@banesto.es | 34 91 338 45 45 |
| Fernando Martín | | fmartinb@banesto.es | 34 91 338 45 45 |

Direct Market Access - Connectivity (Help Desk btobdma@notes.banesto.es)

| | | | |
|---------------|--|---------------------|-----------------|
| Sabrina Bou | | sboubran@banesto.es | 34 91 338 39 90 |
| Torsten Lange | | tlangela@banesto.es | 34 91 338 39 90 |

El presente Informe ha sido preparado por Banesto Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. (entidad perteneciente al Grupo Banesto), empresa de servicios de inversión sujeta a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y se facilita solo a efectos informativos. Además, se hace constar que Banco Español de Crédito, S.A. ("Banesto") se encuentra supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y por el Banco de España. Todas las opiniones y estimaciones que figuran en el presente Informe reflejan la opinión técnica personal del analista en relación a los valores o emisores mencionados. La atribución del analista no ha estado, está o estará, directa o indirectamente, vinculada al sentido de las recomendaciones u opiniones contenidas en el presente Informe ni a operaciones de Banca de Inversión realizadas por cualquier empresa del Grupo Banesto. El analista responsable del Informe hace constar que las opiniones expresadas se corresponden exactamente con su opinión técnica personal en el momento de la publicación. Teniendo en cuenta que las opiniones del analista pueden diferir de otras, miembros del Grupo Banesto podrían tener opiniones o elaborar informes inconsistentes con éste, o llegar a conclusiones diferentes a las del presente documento. Bajo ninguna circunstancia deberá entenderse que el presente Informe constituye una oferta de compra, venta, suscripción o negociación de valores o de otros instrumentos. Cualquier decisión de compra o venta por parte del receptor sobre valores emitidos por la/s Compañía/s objeto de este Informe de análisis, debería adoptarse en base a la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV, disponible tanto en la CNMV y Sociedad Rectora del Mercado correspondiente, como a través de las entidades emisoras. El Inversor que acceda al presente documento deberá tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros. El análisis y las recomendaciones pasadas no garantiza el éxito de las futuras. El presente Informe no tiene en consideración los objetivos de inversión o las circunstancias particulares de inversor alguno, los inversores deberán asesorarse de forma independiente antes de realizar cualquier inversión. Si algún instrumento financiero mencionado en el presente Informe cotizara en una moneda distinta a aquella en la que el inversor realiza habitualmente sus negocios o inversiones, el efecto de del tipo de cambio y de sus oscilaciones deberían considerarse por el inversor previamente a realizar cualquier inversión. Banesto Bolsa, sociedad de valores, S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de la información ofrecida en este Informe. Los precios de los instrumentos financieros mencionados en este Informe pertenecen al precio de cierre del día previo a su publicación. Las fórmulas de recomendación utilizadas en el presente Informe tienen un horizonte temporal de doce meses, y podrán ser las siguientes: Para valores incluidos en el IBEX-35, y emisores europeos. Comprar: Cuando el potencial de revalorización de la acción sea superior al 20%. Sobreponderar: Cuando el potencial de revalorización se sitúe entre el 10% y el 20%. Neutral: Cuando el potencial de revalorización se sitúe entre 0% y 10%. Infraponderar: Cuando el potencial de revalorización se sitúe entre -10% y 0%. Vender: Cuando el potencial de revalorización sea de -10% o menor. Para valores de emisores españoles no incluidos en el IBEX-35 (Small Caps). Comprar: Cuando el potencial de revalorización sea superior al 10%. Vender: Cuando el potencial de revalorización sea inferior al 10%. En ambas clasificaciones el Analista tendrá la facultad de hacer el rango flexible, en el sentido de que podrá mantener una recomendación anterior que no cumpla los rangos definidos, siempre que esté debidamente justificado por escrito a la posición del valor con respecto a los comparables dentro de un mismo sector. Sin perjuicio de que las recomendaciones anteriores se realicen con un horizonte temporal de doce meses, además el Analista podrá realizar recomendaciones de comprar o vender en el corto plazo (periodos inferiores a tres meses), no coincidentes con las anteriores, al referirse cada una de ellas a horizontes temporales distintos. La frecuencia de las puestas al día de los informes de análisis elaborados por Banesto Bolsa, S.V., S.A., está condicionada por la evolución de las circunstancias de mercado, noticias sobre las compañías cubiertas, operaciones corporativas anunciadas y, en general, por la existencia de cualquier evento que pueda ser de interés para sus clientes. Con carácter general los informes de actualización, como mínimo, una vez al año. El Grupo Banesto no tiene obligación de actualizar, modificar o actualizar el presente Informe para informar al receptor de cualquier cambio relativo a la información referida en el mismo. La información que se incluye en el presente Informe se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye el presente Informe no sea ni inexacta ni equivoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. El analista autor de este Informe no es titular de valores ni instrumentos financieros emitidos o relacionados con ninguna Compañía objeto de este Informe, ni realiza transacciones por cuenta propia o ajena sobre los mismos. Tampoco el analista ni Banesto Bolsa SA, SA son parte de un acuerdo con el emisor relativo a la elaboración del presente Informe y recomendación. Banesto Bolsa, S.V., S.A. o cualquier otra entidad del Grupo Banesto, así como sus consejeros, directores o empleados, pueden: Tener una relación comercial relevante con la Compañía a la que se refiere el presente documento; tener posición directa o indirecta en cualesquiera de los valores o instrumentos emitidos por la Compañía; negociar con dichos valores o instrumentos por cuenta propia o ajena, incluso actuando como creador de mercado de los mismos; disponer de derechos de cualquier tipo para la adquisición de valores emitidos por la sociedad analizada o vinculados directa y fundamentalmente a ellos; proporcionar servicios de asesoramiento u otros al emisor de dichos valores o instrumentos; tener intereses o llevar a cabo transacciones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente Informe. En los últimos doce meses Banesto Bolsa, sociedad de valores, S.A. o entidades del Grupo Banesto han participado en operaciones de Banca de Inversiones y/o Mercado de Capitales relacionadas con valores cotizados objeto de cobertura emitidos por las siguientes sociedades: Vocento S.A., Tubos Reunidos S.A., Dinamia Capital Privado S.A., y Royal-Urbis S.A. y Grupo San José, S.A.. En los últimos doce meses Banesto Bolsa, sociedad de valores, S.A. o cualquier miembro del Grupo Banesto actúa o ha actuado como director, codirector o asegurador de las siguientes ofertas de valores: Clínica Baviera, Realia Business S.A., Critería Caixa Corp S.A., Iberdrola Renovables S.A., Zinkia, S.A. e Imaginarium S.A. Banesto Bolsa, sociedad de valores, S.A. y/o miembros del Grupo Banesto mantiene una participación igual o superior al 1% en acciones de las siguientes compañías cubiertas: OHL S.A., Metrovacesa S.A. y Bankinter S.A.. Alguno de los miembros del Consejo de Administración de Banco Español de Crédito, S.A. o de las demás entidades de su Grupo, forma parte de los Organos de Gobierno de la sociedad Ferrovial S.A., Acerinox S.A. y Metrovacesa S.A.. Banesto Bolsa, S.V., S.A. tiene suscrito un contrato de liquidez o autocartera con las siguientes compañías: General Alquiler de Maquinaria S.A., Unipapel S.A., Afrima S.A., Zinkia, S.A. e Imaginarium S.A.. No obstante lo señalado en el párrafo anterior, el Grupo Banesto tiene establecidos procedimientos de actuación y medidas de control que constan en el Código de Conducta del Grupo Banesto en los Mercados de Valores, aplicable a Banesto Bolsa, S.V., S.A., sus consejeros, directivos y empleados, para impedir el flujo de información privilegiada entre sus distintas áreas de actividad, de acuerdo con lo establecido en el art. 83.1 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, así como para evitar los conflictos de interés. Dicho código de conducta puede consultarse en la web corporativa de Banesto. (www.banesto.es). Banesto Bolsa, S.V., S.A. pone a disposición de sus clientes, con carácter trimestral, la proporción de las siguientes distintas categorías de recomendación que se hayan realizado, así como la proporción de emisores correspondientes a cada una de estas categorías a las que el Grupo Banesto haya prestado servicios de banca de inversión importantes durante los doce meses previos. Banesto Bolsa, S.V., S.A. (www.banestobolsa.banesto.es). Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de ningún modo, reproducida, retransmitida o citada sin el permiso previo por escrito de Banesto Bolsa, sociedad de valores, S.A. (o en Estados Unidos por Banesto Securities). El presente Informe se distribuye en Europa por Banesto Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. Cualquier pregunta o comentario de inversores europeos debe dirigirse a Banesto Bolsa S.A., Mesena 80, 28033 Madrid, Spain, or by telephone at 34 91 338 3790. En Estados Unidos, el Informe correspondiente a la compañía/s objeto de este análisis se distribuye a "U.S. Major Institutional Investors" de acuerdo a la Rule 15a-16 de la SEC exclusivamente por Banesto Securities, Inc., que asume la responsabilidad del mismo de acuerdo a la legislación estadounidense. Cualquier pregunta o comentario de los inversores estadounidenses debe dirigirse directamente a Banesto Securities Inc, Suite 701, 730 Fifth Avenue, New York, NY, USA 10019, o al teléfono (212) 835-5340.