

Informe de experto
independiente en
relación con el proyecto
de fusión por absorción
de Vallehermoso, S.A.
(sociedad absorbente)
y Grupo Sacyr, S.A.
(sociedad absorbida)

A los Administradores de las sociedades participantes en la fusión:

1. INTRODUCCIÓN

De acuerdo con lo previsto en el artículo 236 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y en los artículos 340 y 349 del Reglamento Registro Mercantil, el 4 de febrero de 2003 el Registrador Mercantil número XIV de los de Madrid, D. Miguel Seoane de la Parra, designó a Deloitte & Touche S.A. como experto independiente para la elaboración del presente informe sobre el proyecto de fusión por absorción de Grupo Sacyr, S.A. por Vallehermoso, S.A., así como sobre el patrimonio que la sociedad aportará a la sociedad absorbente, con motivo de la citada fusión, que fue aprobada por los respectivos consejos de administración el día 29 de enero de 2003.

2. DESCRIPCIÓN DE LA FUSIÓN

2.1. Sociedades

- Vallehermoso, S.A. (sociedad absorbente), domiciliada en Madrid, Paseo de la Castellana, 83 - 85. Se encuentra inscrita en el Registro Mercantil de Madrid y fue constituida el 5 de julio de 1921.

Al 31 de diciembre de 2002 el capital social estaba representado por 154.764.041 acciones de un euro de valor nominal cada una, estando admitidas a cotización en Bolsa.

- Grupo Sacyr, S.A. (sociedad absorbida), domiciliada en Madrid, calle Padilla, 17. Se encuentra inscrita en el Registro Mercantil de Madrid y fue constituida el 20 de septiembre de 2002.

Al 31 de diciembre de 2002 el capital social estaba representado por 164.624.150 acciones de un euro de valor nominal cada una.

2.2. Relación de canje de la operación

La relación de canje propuesta por los Administradores de las sociedades participantes en la fusión es la de una (1) acción de Vallehermoso, S.A. de un euro de valor nominal cada una por cada 1,2765 acciones de Grupo Sacyr, S.A. de un euro de valor nominal cada una, sin compensación complementaria en dinero.

La relación de canje ha sido determinada sobre la base del valor real de los patrimonios.

En la determinación del tipo de canje se han tenido en cuenta los dividendos a distribuir por ambas sociedades con cargo a los beneficios correspondientes al ejercicio cerrado a 31 de diciembre de 2002, según se detalla en el apartado 7 del proyecto de fusión, que indica literalmente lo siguiente:

- (i) *“De acuerdo con la práctica de los últimos años, los pasados días 24 de julio y 30 de octubre de 2002, VALLEHERMOSO hizo efectivo el pago de dos (2) dividendos a cuenta con cargo al ejercicio 2002 por un importe bruto, cada uno, de 0,075 euros por acción que habían sido acordados por el Consejo de Administración de la sociedad en sus sesiones de 17 de julio de 2002 y 21 de octubre de 2002, respectivamente. Asimismo, el Consejo de Administración de VALLEHERMOSO en la reunión en que se ha aprobado el presente Proyecto ha acordado el reparto de un dividendo a cuenta con cargo al ejercicio 2002 por un importe bruto de 0,075 euros por acción que será hecho efectivo el 31 de enero del presente año. Finalmente, el Consejo de Administración de VALLEHERMOSO acordará el pago de cantidades a cuenta de dividendos con cargo al ejercicio 2002 o, en su caso, procederá a formular a la Junta General de Accionistas que decida sobre la fusión una propuesta de distribución de dividendos con cargo al ejercicio 2002, cuyo importe total bruto por acción será de 0,075 euros. Este importe será entregado a los accionistas de VALLEHERMOSO con anterioridad a la inscripción en el Registro Mercantil de la escritura de fusión, siempre con sujeción a las disposiciones legales y estatutarias de aplicación.*
- (ii) *Por lo que respecta a GRUPO SACYR, el pasado día 20 de diciembre de 2002 se hizo efectivo el pago de un (1) dividendo a cuenta con cargo al ejercicio 2002 por un importe bruto de 0,0026045 euros por acción que había sido acordado por el Consejo de Administración de la sociedad en su sesión de 2 de diciembre de 2002. Asimismo, el Consejo de Administración de GRUPO SACYR acordará el pago de cantidades a cuenta de dividendos con cargo al ejercicio 2002 o, en su caso, procederá a formular a la Junta General de Accionistas que decida sobre la fusión una propuesta de distribución de dividendos con cargo al ejercicio 2002, cuyo importe total bruto por acción será de 0,054 euros. Este importe será entregado a los accionistas de GRUPO SACYR con anterioridad a la inscripción en el Registro Mercantil de la escritura de fusión, siempre con sujeción a las disposiciones legales y estatutarias de aplicación”.*

Goldman Sachs International, como asesor financiero de VALLEHERMOSO para esta operación, ha expresado al Consejo de Administración de la sociedad su opinión (*fairness opinion*) de que la relación de canje acordada es equitativa para los accionistas de la sociedad absorbente distintos de su accionista mayoritario, GRUPO SACYR. Por su parte, Schroder Salomon Smith Barney, asesor financiero para esta operación de GRUPO SACYR, ha expresado al Consejo de Administración de esta última entidad su opinión (*fairness opinion*) sobre que la relación de canje acordada es equitativa para los accionistas de GRUPO SACYR.

Vallehermoso, S.A. tenía al 31 de diciembre de 2002 un total de 1.315.260 acciones propias.

Grupo Sacyr, S.A. y sus sociedades dependientes tenían al 31 de diciembre de 2002 un total de 263.058 acciones de Grupo Sacyr, S.A.

En el momento del canje, GRUPO SACYR tendrá en autocartera mil seiscientos cuatro (1.604) acciones representativas de su capital social. En este sentido, se hace constar que con arreglo a lo dispuesto en el artículo 249 de la Ley de Sociedades Anónimas dichas acciones no podrán ser objeto de canje por acciones de la sociedad absorbente y serán amortizadas.

2.3. Procedimiento de la fusión

La fusión se llevará a efecto mediante la absorción de Grupo Sacyr, S.A. por Vallehermoso, S.A. con extinción, mediante la disolución sin liquidación de la primera y transmisión en bloque de todo su patrimonio a la segunda, que adquirirá, por sucesión universal, los derechos y obligaciones de Grupo Sacyr, S.A.

A la fecha del proyecto de fusión, Grupo Sacyr, S.A. a través de su filial Sacyr, S.A. es titular de 37.917.190 acciones de Vallehermoso, S.A. representativas del 24,5% de su capital social.

A los efectos de que Vallehermoso, S.A. pueda hacer uso de estas acciones en el canje derivado de la fusión, Grupo Sacyr, S.A. procederá a adquirir las mismas a Sacyr, S.A., de forma que deberán ser propiedad, libres de cargas y gravámenes, de Grupo Sacyr, S.A. con anterioridad a la inscripción en el Registro Mercantil de la escritura de fusión.

Debido a que estas acciones no son suficientes para atender íntegramente las necesidades del canje, Vallehermoso, S.A. realizará una ampliación de capital por 91.046.810 euros mediante la emisión de 91.046.810 acciones de un (1) euro de valor nominal cada una de la misma clase y serie que las existentes.

La diferencia entre el valor nominal de las acciones a emitir por Vallehermoso S.A. (91 millones de euros) y el valor patrimonial recibido de Grupo Sacyr, S.A. (en el cual se encuentran las 37.917.190 acciones de Vallehermoso, S.A. poseídas por Grupo Sacyr, S.A.) en virtud de la fusión se considerará prima de emisión (277 millones de euros). Posteriormente, la entrega de las acciones de Vallehermoso S.A. procedentes de Grupo Sacyr, S.A. a los accionistas de esta última sociedad tendrá su correspondiente efecto contable en Vallehermoso, S.A..

Las nuevas acciones emitidas por Vallehermoso, S.A. en la ampliación de capital darán derecho a sus titulares a participar en las ganancias de Vallehermoso, S.A. a partir del 1 de enero de 2003.

La operación se realizará tomando como balances de fusión de las sociedades participantes, los referidos al 31 de diciembre de 2002.

La fecha a partir de la cual las operaciones de Grupo Sacyr, S.A. se considerarán realizadas a efectos contables por cuenta de Vallehermoso, S.A. será el 1 de enero de 2003.

2.4. Condición suspensiva

La fusión queda condicionada, con carácter suspensivo, a que las acciones de Vallehermoso, S.A. que son propiedad de Sacyr, S.A. sean transmitidas por Sacyr, S.A., adquiridas por Grupo Sacyr, S.A. y queden libres de cargas y gravámenes con anterioridad a la inscripción en el Registro Mercantil de la correspondiente escritura de fusión.

Asimismo, de conformidad con la normativa del mercado de valores, la emisión de valores que lleve a cabo la sociedad absorbente y, en consecuencia, la efectividad de la fusión estará sometida al cumplimiento de los requisitos establecidos en el artículo 26 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

2.5. Comunicación a las autoridades de defensa de la competencia

En relación con la fusión, en el proyecto de fusión se indica literalmente lo siguiente:

"Como consecuencia de la adquisición del 24,5% del capital social de VALLEHERMOSO por SACYR, esta última notificó al Servicio de Defensa de la Competencia la operación de concentración de ambas entidades. Con fecha 6 de agosto de 2002, el Servicio de Defensa de la Competencia notificó a SACYR que el Excmo. Sr. Vicepresidente Segundo del Gobierno para Asuntos Económicos y Ministro de Economía había decidido no remitir el expediente relativo a dicha operación al Tribunal de Defensa de la Competencia, por lo cual, se entendía que la Administración no se oponía a la operación notificada. Habiendo sido considerado por las autoridades españolas de defensa de la competencia que la referida adquisición por SACYR de un 24,5% del capital social de VALLEHERMOSO constituía una toma de control de la misma por SACYR, los Consejos de Administración de VALLEHERMOSO y de GRUPO SACYR, entienden que la fusión objeto del presente Proyecto se encuentra amparada por la autorización otorgada por el Excmo. Sr. Vicepresidente Segundo del Gobierno para Asuntos Económicos y Ministro de Economía notificada a SACYR el día 6 de agosto de 2002 y que, por tanto, no se requerirá una nueva notificación a los efectos de lo dispuesto en el artículo 14 de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia.

Sin perjuicio de lo anterior, VALLEHERMOSO y GRUPO SACYR procederán a comunicar a las autoridades españolas de defensa de la competencia la aprobación por sus respectivos Consejos de Administración del presente Proyecto, y procederán en los términos en que, a los efectos de la normativa sobre defensa de la competencia, les indiquen dichas autoridades.”

2.6. Régimen fiscal

La fusión proyectada se acoge al régimen tributario establecido en el Capítulo VIII del Título VIII y disposición adicional octava de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades.

A tal efecto, y según lo previsto en el artículo 110 de la referida Ley, la operación de fusión será comunicada a la Agencia Estatal de Administración Tributaria en la forma reglamentariamente establecida.

2.7. Número de acciones de Vallehermoso a entregar a los accionistas de Grupo Sacyr, S.A.

Para atender el número de acciones de Vallehermoso, S.A. a entregar a los accionistas de Grupo Sacyr, S.A. se procederá del siguiente modo:

	<u>Número de acciones</u>	<u>Nominal unitario</u>	<u>Nominal Total</u>
		-----	(En euros) -----
Mediante la entrega de acciones de Vallehermoso, S.A. aportadas por Grupo Sacyr, S.A.	37.917.190	1	37.917.190
Mediante ampliación de capital en Vallehermoso, S.A.	<u>91.046.810</u>	1	<u>91.046.810</u>
	<u>128.964.000</u>		<u>128.964.000</u>

3. ALCANCE DEL EXAMEN

De acuerdo con el artículo 236.3 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, hemos obtenido la documentación e información requeridas y efectuado las verificaciones que se han considerado necesarias en las circunstancias, entre las que cabe destacar por su relevancia:

3.1. En relación con la documentación e información:

- El proyecto de fusión de 29 enero de 2003 preparado y suscrito por los Administradores de las sociedades participantes en la fusión.

- Cuentas anuales individuales y consolidadas de las sociedades participantes en la fusión, referidas al 31 de diciembre de 2002, cuyos balances han sido considerados balances de fusión.
- Informes de auditoría de las cuentas anuales mencionadas en el párrafo anterior (Véase Anexo I, en el que se recogen los correspondientes informes de auditoría).
- Información relativa a cotizaciones bursátiles de las acciones de Vallehermoso, S.A. correspondiente a distintos períodos previos al anuncio de la operación.
- Documentos explicativos emitidos por Goldman Sachs International (como asesor financiero de Vallehermoso, S.A. para esta operación) y por Schroder Salomon Smith Barney (como asesor financiero de Grupo Sacyr, S.A. para esta operación) en los que expresan su opinión (fairness opinion), respectivamente, de que la relación de canje acordada es equitativa para los accionistas de Vallehermoso, S.A. distintos de su accionista mayoritario (Grupo Sacyr, S.A.) y para los accionistas de Grupo Sacyr, S.A., respectivamente.
- Informes emitidos por Richard Ellis relativos al valor neto de los activos de Vallehermoso y de sus participadas.
- Proyecciones financieras completas consolidadas y por líneas de negocio de Grupo Sacyr, S.A. para el período 2003-2005, proyecciones financieras completas consolidadas y proyecciones de cuentas de resultados por líneas de negocio de Vallehermoso, S.A. para el período 2003-2005.
- Confirmación por parte de las sociedades de la inexistencia de factores relevantes y de no haber omitido información que hubiera podido influir significativamente en su valoración referida a 31 de diciembre de 2002.
- Información de aquellos hechos posteriores que tuvieron alguna incidencia en la valoración de las sociedades acaecidos desde el 31 de diciembre de 2002 y la fecha de emisión del presente informe.
- Aclaraciones sobre aquella información relacionada que se ha considerado de interés.

Hemos asumido que toda la información que nos ha sido facilitada, incluyendo la relacionada anteriormente, ha sido preparada de acuerdo con el mejor conocimiento y juicio de los responsables de su elaboración. Asimismo, debe advertirse que nuestro trabajo no tiene como objetivo auditar la información facilitada y, por ello, no ha sido sometida a ningún procedimiento de auditoría dirigido a comprobar su fiabilidad.

- 3.2. En relación con la comprobación de la aplicación de los métodos de valoración, a continuación se presenta de forma resumida el trabajo realizado:
- Análisis crítico de la corrección teórica de los métodos de valoración considerados.
 - Evaluación de los criterios de valoración aplicados.
 - Comprobación de la integridad y validez de los conceptos y parámetros determinantes del valor, de acuerdo con los métodos aplicados.
 - Verificación de los conceptos y parámetros determinantes del valor, de acuerdo con los métodos aplicados.
 - Análisis del soporte y de la homogeneidad de los criterios utilizados para la aplicación de los métodos de valoración en ambas sociedades.
 - Revisión de la corrección de los cálculos matemáticos realizados para determinar los valores base para la ecuación de canje.

4. VALORACIÓN / ECUACIÓN DE CANJE

4.1. Consideraciones previas

Dentro del contexto de una operación de fusión, el objetivo de valorar las sociedades que se fusionan es determinar el valor real y relativo del patrimonio de una sociedad con respecto a la otra. La determinación del valor real es la referencia base para establecer la relación de canje, con el fin de atribuir a los accionistas de la sociedad absorbida las acciones de la sociedad absorbente, con objeto de permitir su continuidad como socios de la nueva entidad resultante de la operación de fusión. La relación de canje establece, por tanto, el peso de los distintos accionistas de las dos sociedades en la nueva entidad fusionada.

A su vez, la relación de canje tiene por objeto garantizar a los accionistas de las sociedades que intervienen en la fusión un trato de respeto de sus respectivas situaciones patrimoniales al inicio de la fusión.

De acuerdo con el proyecto de fusión, Goldman Sachs International, como asesor financiero de VALLEHERMOSO para esta operación, ha expresado al Consejo de Administración de la sociedad su opinión (*fairness opinion*) de que la relación de canje acordada es equitativa para los accionistas de la sociedad absorbente distintos de su accionista mayoritario, GRUPO SACYR. Por su parte, Schroder Salomon Smith Barney, asesor financiero para esta operación de GRUPO SACYR, ha expresado al Consejo de Administración de esta última entidad su opinión (*fairness opinion*) sobre que la relación de canje acordada es equitativa para los accionistas de GRUPO SACYR.

4.2. Método de valoración

El tipo de canje de las acciones de las entidades que participan en la fusión, establecido por los Administradores de Vallehermoso, S.A. y Grupo Sacyr, S.A., ha sido determinado sobre la base del valor real de los patrimonios sociales de dichas sociedades.

El valor real de los patrimonios de las dos sociedades a fusionar ha sido calculado por los asesores financieros de los Administradores sobre la base de distintas metodologías de valoración, que toman en consideración Valoraciones de Mercado y Valoraciones Intrínsecas de ambas compañías, según se explica seguidamente:

	Vallehermoso	Grupo Sacyr
Valor de mercado	<ul style="list-style-type: none"> • Adquisiciones recientes de participaciones (Nota 1) • Valor bursátil (referido a la media de los tres últimos meses y a la media ponderada por acciones negociadas en los tres últimos meses). • Valoraciones de analistas (media de precios objetivo). 	<ul style="list-style-type: none"> • Adquisición reciente de participaciones por instituciones financieras españolas (ampliación de capital suscrita por varias Cajas de Ahorros en diciembre de 2002).
Valor intrínseco	<ul style="list-style-type: none"> • Suma de las partes: <ul style="list-style-type: none"> - Actividad de Promoción: <ul style="list-style-type: none"> - Múltiplos de compañías cotizadas comparables, referidos al EBITDA y a beneficios - Múltiplos de transacciones comparables - Actividad de Patrimonio: <ul style="list-style-type: none"> - Múltiplos de compañías cotizadas europeas comparables, referidos al EBITDA y a beneficios - Múltiplos de transacciones comparables - Consideración del NAV de la activos correspondientes a la actividad de patrimonio (Nota 2) - Otras áreas menores: <ul style="list-style-type: none"> - Valor en libros - Múltiplos de valoración propios de cada sector • Descuento de Flujos de Caja, aplicado a las proyecciones financieras de Vallehermoso • NAV ajustado de los activos de Vallehermoso (Nota 2) 	<ul style="list-style-type: none"> • Suma de las partes: <ul style="list-style-type: none"> - Actividad de Construcción: <ul style="list-style-type: none"> - Múltiplos de compañías cotizadas españolas comparables, referidos al EBITDA y a beneficios. - Múltiplos de transacciones comparables - Descuento de Flujos de Caja, aplicado a las proyecciones financieras de la actividad de Construcción. - Valoraciones de analistas - Actividad de Concesiones: <ul style="list-style-type: none"> - Descuento de Dividendos totales - Descuento de Dividendos por Concesión - Participaciones en empresas cotizadas: <ul style="list-style-type: none"> - Somague: capitalización bursátil. - Vallehermoso: en función del valor estimado como Suma de las Partes - Otras áreas menores: <ul style="list-style-type: none"> - Valor en libros Nota (4)

Se ha considerado igualmente el efecto que sobre la valoración de ambas compañías podrían tener las primas de control pagadas en España en transacciones recientes de empresas comparables.

- Nota (1): Precios pagados en las dos compras recientes más significativas efectuadas por un inversor.
- Nota (2): Valoración de los activos de la sociedad y sus participadas (deducidos impuestos), según Certificado de Valoración emitido por Richard Ellis, referido al 31 de diciembre de 2002.
- Nota (3): Los asesores financieros de Grupo Sacyr consideran adicionalmente la aplicación de un descuento por conglomerado e iliquidez.

4.5. Resultados de la metodología aplicada

Los rangos de valor resultantes para cada compañía, por aplicación de las metodologías anteriormente mencionadas, seguidas por los asesores financieros y asumidas por los Administradores, son los siguientes:

Metodología	Vallehermoso (En millones de euros)	Grupo Sacyr	Valoración relativa		
			Mínima	Máxima	Media
Referencias de mercado	1.403 / 1.584	1.259	1,11	1,26	1,19
Referencias de valor intrínseco	1.773 / 2.044	1.509 / 1.798	1,17	1,14	1,15

Los Administradores, considerando las mencionadas referencias, que se corresponden con una valoración relativa de Vallehermoso, S.A. un 20% superior aproximadamente a la valoración de Grupo Sacyr, S.A., han fijado una relación de canje de 1,2765 acciones de Grupo Sacyr, S.A. por cada acción de Vallehermoso, S.A.,

4.6. Consideraciones sobre la validez y aplicación de las metodologías elegidas por los Administradores.

De forma genérica, y teniendo en cuenta las dificultades especiales de valoración que se presentan en el punto 5.- siguiente, puede concluirse lo siguiente en relación con los métodos de valoración considerados por los Administradores:

- Las distintas metodologías de valoración consideradas son metodologías teóricamente correctas, y de aplicación generalmente aceptada a la valoración de empresas o negocios en marcha.
- Los Administradores de las Sociedades han optado por la consideración conjunta de diversos métodos de valoración, tomando como referencia los rangos de valor resultantes de su aplicación.
- Los distintos métodos se han aplicado de forma coherente con su formulación teórica, y utilizando referencias y parámetros de mercado.

5. DIFICULTADES ESPECIALES DE VALORACIÓN

En relación con las dificultades especiales relativas a la valoración de las dos compañías, debemos mencionar lo siguiente:

- 5.1. Los rangos de valoración de Grupo Sacyr, S.A. y de Vallehermoso, S.A. pueden variar sensiblemente en función de las metodologías específicas consideradas, sin que dichos rangos de valor absoluto tengan un efecto significativo en términos relativos.
- 5.2. Vallehermoso, S.A., de forma similar al resto de las empresas inmobiliarias cotizadas en Bolsa, cotiza con un descuento sobre el valor neto de sus activos. Por otro lado, la evolución de la cotización de los títulos de Vallehermoso puede haberse visto influida sensiblemente por operaciones específicas de compra respecto de las acciones de la propia compañía, como de otras sociedades del sector inmobiliario español.
- 5.3. El método del Descuento de Flujos de Caja (ya sean libres o para el accionista) se aplica a partir de proyecciones financieras de ambas compañías. Si bien los Administradores reflejan en estas proyecciones su mejor estimación, a fecha actual, de la evolución futura de las variables básicas de los negocios de las compañías, tales predicciones entrañan incertidumbres inherentes a cualquier información prospectiva, algunas de las cuales podrían no materializarse en el futuro tal y como se han definido.
- 5.4. La aplicación de métodos basados en Múltiplos de compañías cotizadas comparables o de transacciones de compañías comparables, pueden estar condicionados por la existencia de un grupo de referencia de compañías realmente comparables (por tamaño, peso de las distintas actividades, márgenes, crecimiento, etc.), por la heterogeneidad de los datos disponibles, o por la escasa disponibilidad de datos relativos a operaciones de mercado (precios, participaciones adquiridas, condiciones de las operaciones, etc.).
- 5.5. En relación con las valoraciones realizadas por los asesores financieros de los administradores de ambas sociedades, Goldman Sachs y Schroder Salomon Smith Barney, no hemos dispuesto del soporte íntegro de las mismas. En el caso de Goldman Sachs, hemos contado con el documento de valoración que incluye parte del soporte de dichas valoraciones. Por lo que se refiere a las valoraciones efectuadas por Schroder Salomon Smith Barney, si bien hemos tenido acceso a su fairness opinion, no hemos dispuesto de las valoraciones de Grupo Sacyr, S.A. y de Vallehermoso, S.A. ni del soporte íntegro de las mismas. Nuestro trabajo en este caso se ha limitado al análisis de la información parcial facilitada por dicho asesor (descripción de los criterios de valoración considerados para cada negocio de las compañías, e información diversa sobre compañías cotizadas españolas y europeas, y sobre transacciones en Europa, en los sectores de la construcción e inmobiliario, sobre operaciones en el sector inmobiliario en el Reino Unido), y a la estimación, en aquellos casos en que era posible, del cálculo realizado por el asesor.

- 5.6. Hemos procedido a realizar un análisis de sensibilidad de los valores de las compañías, ante la variación de criterios específicos de valoración y de las previsiones de ciertos negocios de Grupo Sacyr. La relación de canje resultante de dicho análisis de sensibilidad no sufre una variación significativa con respecto a la propuesta por los Administradores.
- 5.7. Acontecimientos posteriores al cierre del ejercicio 2002

Con fecha 27 de enero de 2003 Sacyr, S.A. procedió al canje de 184.822 acciones de Grupo Sacyr, S.A. por 154.018 acciones de la sociedad Cavosa Obras y Proyectos, S.A., pasando a controlar el 100% del capital de esta sociedad. Asimismo, procedió al canje de 74.000 acciones de Grupo Sacyr, S.A. por 5 acciones de la serie A y 175 acciones de la serie B de la sociedad Microtec Ambiente, S.A., pasando a controlar el 100% del capital de esta sociedad.

6. CONCLUSIONES

Basados en el trabajo realizado mencionado en el apartado 3 anterior, y al objeto exclusivo de cumplir con el artículo 236 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y considerando en su conjunto las dificultades comentadas en el apartado 5 anterior, entendemos que:

- La relación de canje de las acciones establecida en el proyecto de fusión de 29 de enero de 2003 está adecuadamente justificada.
- Los métodos de valoración de las sociedades, en los que se basa la relación de canje, son adecuados.
- El patrimonio aportado por la sociedad absorbida es, por lo menos, igual al aumento de capital previsto realizar en la sociedad absorbente.

DELOITTE & TOUCHE



Gerardo Cuesta
Socio

14 de febrero de 2003

- ANEXO I Transcripción literal de los párrafos relevantes contenidos en los informes de auditoría de las cuentas anuales (individual y consolidado) de las sociedades absorbente y absorbida referidas al 31 de diciembre de 2002

TRANSCRIPCIÓN LITERAL DE LOS PÁRRAFOS RELEVANTES CONTENIDOS EN LOS INFORMES DE AUDITORÍA DE LAS CUENTAS ANUALES (INDIVIDUAL Y CONSOLIDADO) DE LAS SOCIEDADES ABSORBENTE Y ABSORBIDA REFERIDAS AL 31 DE DICIEMBRE DE 2002

- Vallehermoso, S.A. (Auditada por PricewaterhouseCoopers Auditores, S.L.)
 - + Cuentas anuales individuales al 31 de diciembre de 2002 (según informe de auditoría de 30 de enero de 2003)

Contiene un párrafo de énfasis cuyo texto literal es el siguiente:

“Tal y como se señala en la nota 20 de la memoria, la practica totalidad de los ingresos de la Sociedad provienen de operaciones con sociedades vinculadas, que al tratarse de repercusiones de gastos financieros, cargos por prestación de servicios, resultados extraordinarios en la venta de inmovilizado y dividendos, han sido eliminados en el proceso de consolidación. Con esta misma fecha hemos emitido nuestro informe sobre las cuentas anuales consolidadas del Grupo Vallehermoso, que presentaban unos fondos propios y resultados consolidados de 1.059.506 y 207.704 miles de euros, respectivamente, en el que expresamos una opinión favorable.”

- + Cuentas anuales consolidadas al 31 de diciembre de 2002 (según informe de auditoría de 30 de enero de 2003)

Opinión favorable

- Grupo Sacyr, S.A. (Auditada por Ernst & Young)
 - + Cuentas anuales individuales al 31 de diciembre de 2002 (según informe de auditoría de 13 de febrero de 2003)

Opinión favorable

- + Cuentas anuales consolidadas al 31 de diciembre de 2002 (según informe de auditoría de 13 de febrero de 2003)

Contiene un párrafo de énfasis cuyo texto literal es el siguiente:

“Como se indica en la memoria, el Consejo de Administración de la Sociedad dominante ha aprobado el proyecto de fusión con la sociedad Vallehermoso, S.A. en su reunión del 29 de enero de 2003”.