



29 March 2010

Investment Research

Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR 6.80

closing price as of 26/03/2010

Target price: EUR 13.60

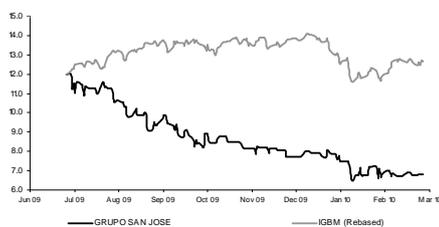
Target Price unchanged

Reuters/Bloomberg GSJ.MC/GSJ SM

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	2,000
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	0.02
Price high 12 mth (EUR)	12.00
Price low 12 mth (EUR)	6.46
Abs. perf. 1 mth	0.0%
Abs. perf. 3 mth	-11.9%
Abs. perf. 12 mth	

Market capitalisation (EURm)	442
Current N° of shares (m)	65
Free float	21%

Key financials (EUR)	12/09	12/10e	12/11e
Sales (m)	1,084	996	989
EBITDA (m)	71	72	75
EBITDA margin	6.6%	7.2%	7.6%
EBIT (m)	13	56	58
EBIT margin	1.2%	5.6%	5.9%
Net Profit (adj.)(m)	(9)	(5)	(11)
ROCE	0.4%	1.9%	1.9%
Net debt/(cash) (m)	1,642	1,676	1,739
Net Debt/Equity	4.0	4.1	4.4
Net Debt/EBITDA	23.1	23.3	23.2
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	1.0	1.1	1.0
EV/Sales	1.8	2.0	2.1
EV/EBITDA	28.1	27.5	27.2
EV/EBITDA (adj.)	28.1	27.5	27.2
EV/EBIT	nm	35.4	35.2
P/E (adj.)	nm	nm	nm
P/BV	1.3	1.2	1.2
OpFCF yield	-16.7%	0.4%	-5.1%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%
EPS (adj.)	(0.13)	(0.08)	(0.17)
BVPS	5.84	5.77	5.60
DPS	0.00	0.00	0.00



Shareholders: Jacinto Rey 53%; Familia Avalos 18%; Saving banks 8%;

For company description please see summary table footnote

Claramente infravalorado

GSJ es un grupo diversificado presente en el negocio de la promoción de vivienda, alquiler de activos comerciales, construcción e igualmente lleva a cabo desarrollos urbanísticos en España (Operación Chamartín), Perú o Argentina. La falta de apetito por los activos inmobiliarios, unido a la falta de visibilidad de la compañía tras la fusión con Parquesol, se ha traducido en una reducida liquidez en el valor. Esperamos que esto mejore tras el progresivo inicio de cobertura por parte de los analistas del sector. Las incertidumbres en el valor permanecen centradas en la debilidad del sector inmobiliario en España, el lento desarrollo de DUCH y la marcha de la licitación en España. Pensamos que todas estas incertidumbres se encuentran recogidas en el elevado descuento considerado para la actividad inmobiliaria (50%), la conservadora valoración de DUCH (dada la elevada calidad de su cartera) o del resto de activos. Iniciamos la cobertura del valor con un precio objetivo de EUR 13,6/Acción (Recomendación Compra).

- ✓ GSJ posee un 27,5% de DUCH, sociedad que desarrollará la Operación Chamartín. El proyecto consistirá en la prolongación de la Castellana en 3 Km, lo que hace que este proyecto sea único. La superficie total a desarrollar ascenderá a 3,3 millones de m² (2,6 mm² para DUCH) dentro de los cuales se incluyen 17.000 viviendas, o la promoción de 1,2 millones de m² de oficinas. El Plan Parcial fue aprobado en Noviembre y las obras de urbanización comenzarán en 2011.
- ✓ Valoramos **DUCH** asumiendo de forma conservadora que los terrenos no se promocionan sino que se venden en su totalidad (en 15 años) y comenzando en el año 2012. Considerando precios para el suelo destinado a viviendas en EUR 3.500/m² y de oficinas en los EUR 4.000/m², y descontando los cash flows libres obtenidos a una tasa de descuento del 11%, llegamos a **un valor para GSJ de EUR 7,4/Acción (EUR 483m de equity)**. Ello supone que a los precios actuales y asumiendo nuestra valoración para el resto de los activos de la compañía, DUCH estaría valorada por el mercado con un descuento del 91% con respecto a nuestra valoración. El descuento nos parece excesivo teniendo en cuenta la calidad de sus activos.
- ✓ Adicionalmente, GSJ cuenta con una cartera de activos inmobiliarios cuyo GAV ascendió a EUR 2.316m (Diciembre 2009) y su valor liquidativo neto (NNAV) a EUR 420m (-69% vs Dic 07). El 71% del GAV corresponde a la actividad de promoción (52% terrenos) y el 29% a la de patrimonio. Se trataría de activos con una calidad media a los que aplicamos de forma conservadora en nuestra valoración un descuento del 50%. De esta forma estimamos un previsible valor de realización, teniendo en cuenta nuestra visión de que el mercado de la vivienda tardará en recuperarse al menos hasta 2012 (al igual que el de oficinas), y la demanda de mayores retornos por parte de inversores en un contexto aún de restricción crediticia. Con todo ello obtenemos que **estos activos aportarían EUR 2,5/Acción (EUR 162m) a nuestra valoración de GSJ.**
- ✓ En construcción, GSJ se encuentra entre las 10 mayores constructoras españolas siendo su especialidad la edificación no residencial (52% cartera 2009). Cuenta igualmente con una creciente presencia en obra civil (32% cartera), se está diversificando internacionalmente (26% cartera) y depende en gran medida del cliente público (70%).

Analyst(s): Rafael Fernández de Heredia +34 91 436 78 08rfernanh@cajamadrid.es





Índice

Investment Case	3
La clave del negocio	3
Valoración	3
Momentum	3
Equity story	3
Valuation	4
Actividad inmobiliaria	4
DUCH	7
Introducción al Grupo Empresarial San Jose	9
Principales actividades de GSJ	11
Construcción: 84% de la facturación y 79% del EBITDA consolidado (2009).	11
Inmobiliaria: 13% de la facturación y 20% del EBITDA consolidado (2009)	13
Desarrollo Urbanístico Chamartín: DUCH	16
Carlos Casado, S.A. (sociedad cotizada en la Bolsa de Buenos Aires y Nueva York)	17
La Tablada, Buenos Aires (valor en libros USD 20m)	17
Energía: 0,4% de la facturación de GSJ y 1,8% del EBITDA consolidado (2009)	18
Concesiones: 3,2% de la facturación de GSJ y 2,5% del EBITDA consolidado (2009)	18
Composición del accionariado	19
Estimaciones Financieras	20
Situación Financiera	23
La refinanciación	23
Evolución deuda, liquidez	23
Situación Sectorial	25
El mercado de la vivienda en España	25
ESN Recommendation System	30

Investment Case

La clave del negocio

Grupo Empresarial San Jose (GSJ) es el resultado de la fusión, el pasado 17 de julio de 2009, de las actividades de Grupo Empresarial San Jose y de la inmobiliaria cotizada Parquesol. El principal driver de crecimiento para los próximos años provendrá del desarrollo de la Operación Chamartín. Por otra parte, GSJ comenzó tiempo atrás a diversificarse geográficamente, entró en el negocio de construcción de obra civil, en las concesiones de servicios y por último en la construcción de instalaciones energéticas.

Valoración

Nuestro precio objetivo queda establecido en EUR 13,6/Acción (EUR 887m) y la recomendación en Comprar. Hemos realizado una valoración por suma de partes en la que cada una de las actividades están valoradas bien por DCF, ratios, o mediante una estimación del valor liquidativo neto para sus activos inmobiliarios.

Momentum

Desde que comenzaron a cotizar las acciones de GSJ (Julio 2009) el comportamiento del valor ha sido negativo (-49%). Las incertidumbres que pesan en el valor son en nuestra opinión: la debilidad del sector inmobiliario en España, el lento desarrollo de DUCH, la marcha de la licitación en España y la reducida liquidez. Pensamos que todas estas incertidumbres se encuentran recogidas en el elevado descuento considerado para la actividad inmobiliaria (50%) y en la conservadora valoración de DUCH teniendo la elevada calidad de sus activos.

Equity story

GSJ ofrece la oportunidad de beneficiarse de la que será la mayor operación urbanística en Europa a un atractivo descuento. La mejora de la visibilidad de la compañía debería mejorar la liquidez del valor que actualmente se encuentra en mínimos.

SWOT Analysis

FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
<ul style="list-style-type: none"> • Calidad activos DUCH • Posicionamiento Edificación no residencial (obras especiales) • Centrado en 1ª residencia, alto peso suelo finalista • Situación financiera 	<ul style="list-style-type: none"> • Plan Infraestructuras en España • Creciente cuota en obra Civil • Urbanización Op. Chamartin • Desarrollos urbanísticos en el exterior, Carlos Casado • Energía, concesiones de servicios
DEBILIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> • Elevado peso de la inmobiliaria • Dependencia de España • Baja capitalización • Reducida liquidez 	<ul style="list-style-type: none"> • Retraso recuperación económica • Restricción liquidez crediticia • Riesgo político en Latam • Stock de viviendas sin vender

Valuation

Dado que los grupos diversificados como Grupo San José están presentes en una variada gama de actividades, el método de valoración empleado es la suma de partes. De esta forma, el inversor obtiene una mayor información de cara a conocer las particularidades de cada actividad.

Obtenemos una valoración para Grupo San José de EUR 13,6/Acción (EUR 887m) y estimamos un EV 2010 para la compañía de EUR 2.564m. En términos de éste último, los negocios de mayor peso son inmobiliaria (87,9%), construcción (9,7%), la construcción de instalaciones energéticas (1,5%) y el resto procede de otras actividades entre las que se incluyen la participación del 50,4% en Carlos Casado o el negocio comercial.

Valoración del Grupo San José estimada

EUR m	EV	% EV	DN	Equity	EUR/Acción	Criterio
Inmobiliaria	1,772.9	69.1%	1,610.0	162.9	2.5	50% NAV 2010e
Duch	483.0	18.8%		483.0	7.4	DCF (11% CC)
INMOBILIARIA	2,255.9	88.0%	1,610.0	645.9	9.9	
Construcción	247.5	9.7%				4,8x EBITDA
Energía	38.9	1.5%				6X EBITDA
Carlos Casado	25.9	1.0%				Cotización
Concesiones	11.1	0.4%				6X EBITDA
Otros	-15.4	-0.6%				5X EBITDA
OTRAS ACTIVIDADES	308.1	12.0%	65.9	242.2	3.7	
TOTAL	2,564.0	100.0%	1,675.9	888.1	13.7	
Minoritarios				32.3	0.5	
Act. Financieros				31.7	0.5	
VALORACIÓN				887.5	13.6	

Fuente: Estimaciones Caja Madrid Bolsa

Actividad inmobiliaria

El negocio inmobiliario aglutina los activos de la antigua Parquesol a los que se añadieron los activos inmobiliarios del Grupo San José.

La última valoración realizada es de Diciembre 2009 y fue llevada a cabo por Savills. El GAV ajustado (valor de mercado de los activos ajustado por los minoritarios) ascendía en esta fecha a EUR 2.316m de los cuales el 51,9% correspondía a la valoración de los terrenos, el 19,4% procedía de las promociones terminadas o en construcción y el 28,7% provenía de los activos comerciales.

En cuanto a los terrenos se refiere, se trataría de suelo en gran parte finalista (77% GAV Junio 09) y centrado en primera residencia (90% GAV terrenos 1S09). El grueso de los terrenos se encontraría en España (86% GAV 2009), el 7% en Argentina (EUR 84m), en Portugal estaría el 4% (EUR 36m) y en otros países el restante 3%. La reserva de suelo ascendería a 2,9 millones de m².

La evolución del valor liquidativo neto ha venido marcada por la caídas del GAV, tanto en el caso de la promoción (-17% Dic 09 vs Dic 07), como de los activos comerciales (-16%).

De cara al 2010, esperamos de forma conservadora que el valor liquidativo neto se reduzca con respecto a la última valoración publicada (EUR 325m, -22%). Adicionalmente, a este valor le aplicaríamos un descuento del 50% de cara a aproximar un previsible valor de realización teniendo en cuenta las actuales condiciones de mercado. Con ello, nuestra valoración de la división inmobiliaria del grupo San José ascendería a EUR 162m.

Valor liquidativo neto (ex Duch)

EUR m	2007	2008	2009	2010e
Terrenos	1,496.0	1,287.4	1,202.5	
Promociones en curso	267.9	208.0	203.4	
Promociones terminadas	229.1	230.9	245.1	
PROMOCIÓN	1,993.1	1,726.3	1,651.1	1,531.2
%		-13.4%	-4.4%	-7.3%
Activos comerciales en construcción	164.6	164.0	81.5	
Activos comerciales	596.5	497.4	557.1	
Otros activos	30.9	28.3	27.2	
PATRIMONIO	791.9	689.7	665.9	634.6
%		-12.9%	-3.5%	-4.7%
GAV AJUSTADO	2,785.0	2,415.9	2,316.9	2,165.8
%		-13.3%	-4.1%	-6.5%
Plusvalías	1,358.9	890.9	391.0	271.9
Valor en libros	1,426.1	1,525.0	1,925.9	1,893.9
Fondos Propios	-	-	140.0	140.0
Valor liquidativo	-	-	531.0	411.9
Impuestos	-	-	-111.0	-86.1
Valor liquidativo neto	-	-	420.0	325.8
Descuento	-	-	-50.0%	-50.0%
Valor estimado	-	-	210.0	162.9

Fuente: Estimaciones Caja Madrid Bolsa

Pensamos que a pesar que GSJ es un grupo diversificado en varias actividades, habrá inversores que compararán GSJ con las compañías inmobiliarias cotizadas y en especial con Realia. Para que esta comparación sea homogénea, hemos estimado que el valor de la compañía asciende a EUR 23,8/Acción (equity), considerando el valor liquidativo de los activos inmobiliarios, la valoración independiente de Duch y nuestra valoración del resto de actividades.

A los precios actuales, GSJ estaría cotizando con un descuento del 71% con respecto a este valor de la compañía, mientras que en el caso de Realia el descuento sería del 55% con respecto al valor liquidativo neto.

Para llegar a nuestro precio objetivo (EUR 13,6/Acción) aplicamos descuentos del 50% a los activos inmobiliarios y nuestra valoración de Duch supone un descuento similar en cuanto a la última valoración independiente realizada. El descuento en este caso ascendería al 49% comprado con el 35% de Realia.

Habría que aclarar que el motivo por el que aplicamos un descuento inferior al valor liquidativo neto de Realia (30%) que al de los activos inmobiliarios de GSJ (50%) radica en: 1) estimamos que el peso del negocio de alquiler en Realia ascenderá al 63% en 2010 mientras que en el caso de GSJ estimamos sea del 33%; 2) pensamos que la calidad de los activos de alquiler de Realia es superior a la de GSJ; 3) Realia cuenta con una mayor visibilidad al estar cotizada.

Evolución comparada valor liquidativo neto

	2008				2009-2010							
	MVC	COL	RLIA	GSJ	MVC (Q309)	COL (09)	RLIA 09	Inm GSJ 09**	Inm GSJ 10**	GSJ 10***	RLIA 10 (*)	
GAV (EUR m)	10,103.1	8,930.0	5,145.0	2,415.9	9,175.4	7,038.0	4,549.0	2,316.9	2,165.8		4,101.0	
% Patrimonio	69.9%	84.7%	60.9%	28.5%	72.3%	72.9%	64.0%	28.7%	33.9%		63.7%	
% Promoción	30.2%	15.3%	39.1%	71.5%	27.7%	27.1%	36.0%	71.3%	66.1%		36.3%	
NNAV	3,147	1,595	1,576	975	2,177	2,753	1,195	420	325.8		1,007.0	
NNAV/Acción	45.17	0.23	5.83	-	31.58	0.12	4.34	-	-	23.80	3.65	
Precio por acción	36.98	0.16	1.55	-	15.18	0.16	1.66	-	-	6.80	1.65	
*(-) Descuento	-18.1%	-29.8%	-73.4%	-	-51.9%	29.2%	-61.8%	-	-	-71.0%	-54.9%	
Precio objetivo/Valoración								210.0	162.9	13.6	2.55	
*(-) Descuento vs NAV								-50.0%	-50.0%	-42.6%	-30.1%	
*(-) Descuento vs cotización										-49.5%	-35.5%	

Fuente: Compañías.

* 2010 Estimaciones Caja Madrid Bolsa

** Activos inmobiliarios ex Duch

*** Incluye Duch y resto de actividades

DUCH

Esta compañía será la encargada de ejecutar el mayor proyecto urbanístico de Europa y denominado Operación Chamartín. Se trataría del desarrollo de la última de las grandes reservas de suelo dentro de la ciudad de Madrid y consistiría en la prolongación de la principal vía de Madrid, la Castellana, lo que hace que este proyecto sea único. La participación que ostenta GSJ en DUCH asciende al 27,5% estando el resto en manos del BBVA. La inversión realizada por GSJ asciende hasta la fecha a EUR 16,2m. En el mes de Noviembre del 2009, se aprobó el Plan Parcial para la prolongación de la Castellana, y en nuestras estimaciones incluimos que el inicio de las obras de urbanización se produce en 2011 y duran 8 años.

El conjunto del proyecto ascenderá a 3,3 millones de m² de los cuales 2,6 millones de m² serían para DUCH y el resto para otras instituciones públicas. El grueso de la reserva de suelo se destinaría a vivienda libre (45%, 12.000 viviendas), el 37% a oficinas (1,2 millones de m²) y el resto se repartiría entre la vivienda protegida (5%, 4.000 viviendas), comercial (5%), hoteles (5%) u otros usos. El desarrollo de esta operación se encuentra aún en una fase preliminar y actualmente los socios de DUCH se encuentran realizando el plan estratégico de este proyecto. El total de las inversiones ascendería a EUR 4.300m y a DUCH le corresponderían EUR 1.900m (EUR 730/m²)

De cara a valorar DUCH, hemos asumido que la totalidad de los terrenos se venden y no se lleva a cabo su promoción, lo que supone un planteamiento muy conservador. Obviamente el mayor o menor grado de promoción de la reserva de suelo de DUCH vendrá marcada por la evolución del próximo ciclo inmobiliario. El posicionamiento de GSJ consiste en maximizar el valor de este activo por lo que la Operación Chamartín se llevará a cabo en un largo período de tiempo. Las principales hipótesis empleadas en nuestro modelo serían: 1) hemos asumido que las ventas de suelo se inician en 2012 y se alargan durante 15 años. En 2012 esperamos que se vendan 130.000m², un 5% del total (10% en 2013); 2) estimamos los precios de venta para el suelo destinado a residencial en EUR 3.500m y el de oficinas en EUR 4.000/m². A futuro, esperamos crecimientos de precios en el rango 2,5%/5%; 3) incluimos un coste financiero a lo largo de la vida del proyecto del 6%; 4) descontamos los cash flows futuros a un coste de capital del 11%; 5) hemos contemplado que las inversiones a llevar a cabo en 2011 (EUR 133m) se financien un 20% con fondos propios y el resto con deuda. Para los años siguientes, las inversiones se autofinanciarían con las ventas de suelo. Con todo ello llegamos a un valor para el 27,5% de DUCH en manos de GSJ de EUR 483m.

De cara a contrastar los precios de venta de suelo para oficinas nos remontamos al año 2001 que fue cuando se produjo la venta de la ciudad deportiva del Real Madrid. De acuerdo a nuestras estimaciones, el precio pagado por el suelo destinado a la construcción de oficinas estuvo en el entorno de las EUR 3,800/m². Nuestra estimación para el año 2012 es de EUR 4.000/m² lo que nos parece razonable. Si asumimos un coste de construcción de EUR 2,500/m² estaríamos considerando un coste total de EUR 6.500m². Si estimamos que el alquiler (2014) de esta torre de oficinas se encuentre en los EUR 45/m² estaríamos considerando que el posible comprador de este suelo obtendría una yield del 7,1% (sobre el EBITDA).

En cuanto a la vivienda se refiere, hemos asumido que la venta de suelo se realiza a EUR 3.500m², estimamos que el coste total por m² de construcción podría quedar en el entorno de los EUR 1.000m² y que un posible comprador de este suelo demandaría al menos obtener un margen del 20%. Con todo ello el coste total de construcción ascendería a EUR 5.625m², lo que supondría un precio únicamente un 18% superior a nuestra estimación para la vivienda usada para el distrito de Chamartín (2013, 9% vs 2009). De acuerdo a nuestras estimaciones, un promotor que se hiciera con este suelo finalista podría obtener una TIR del proyecto superior al 15% asumiendo un coste financiero del 5% y considerando que se financia al 80% con deuda y el resto con los anticipos de los clientes.

DCF	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
EBITDA		0.0	336.3	706.5	741.9	778.9	817.4	857.6	899.6	648.8	668.3	688.4	708.9	208.6	214.7	221.0	113.8
EBIT		0.0	335.1	704.1	739.5	776.3	814.8	854.9	896.8	646.7	666.2	686.2	706.7	207.9	214.1	220.4	113.4
Impuestos		0.0	-100.5	-211.2	-221.8	-232.9	-244.4	-256.5	-269.0	-194.0	-199.9	-205.9	-212.0	-62.4	-64.2	-66.1	-34.0
Inversión circulante		-133.0	-133.0	-133.0	-190.0	-190.0	-190.0	-475.0	-456.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CASH FLOW		-133.0	102.7	362.3	330.1	356.0	383.0	126.2	174.6	454.8	468.5	482.5	496.9	146.2	150.5	154.9	79.7
Factor descuento	1.00	0.90	0.81	0.73	0.66	0.59	0.53	0.48	0.43	0.39	0.35	0.32	0.29	0.26	0.23	0.21	0.19
EV		1,756.3	2,082.5	2,208.8	2,089.5	1,989.3	1,852.1	1,672.9	1,730.7	1,746.5	1,483.9	1,178.6	825.7	419.7	319.6	204.3	71.8
Deuda Neta		0.0	108.7	108.7	108.7	108.7	108.7	108.7	108.7	108.7	108.7	108.7	108.7	108.7	108.7	108.7	43.5
Equity		1,756.3	1,973.8	2,100.1	1,980.8	1,880.6	1,743.4	1,564.2	1,622.1	1,637.8	1,375.2	1,069.9	717.1	311.0	211.0	95.6	28.4
27,5% GSJ		483.0	542.8	577.5	544.7	517.2	479.4	430.2	446.1	450.4	378.2	294.2	197.2	85.5	58.0	26.3	7.8
Tasa descuento		11.0%															

EOAF	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
EBITDA		0.0	336.3	706.5	741.9	778.9	817.4	857.6	899.6	648.8	668.3	688.4	708.9	208.6	214.7	221.0	113.8
Impuestos		1.0	-97.6	-209.3	-219.9	-230.9	-242.5	-254.5	-267.1	-192.1	-197.9	-203.9	-210.1	-60.4	-62.3	-64.7	-33.6
Inversión circulante		-133.0	-133.0	-133.0	-190.0	-190.0	-190.0	-475.0	-456.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Coste Financiero		-3.3	-6.5	-6.5	-6.5	-6.5	-6.5	-6.5	-6.5	-6.5	-6.5	-6.5	-6.5	-6.5	-6.5	-4.6	-1.3
Pago deuda		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-65.2	-43.5
Ampliación capital		26.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CF antes dividendos		-108.7	99.1	357.7	325.5	351.4	378.4	121.6	170.0	450.2	463.9	478.0	492.3	141.6	145.9	86.5	35.4
Dividendos		0.0	99.1	357.7	325.5	351.4	378.4	121.6	170.0	450.2	463.9	478.0	492.3	141.6	145.9	86.5	35.4

DEUDA NETA	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Deuda Inicio		0.0	108.7	108.7	108.7	108.7	108.7	108.7	108.7	108.7	108.7	108.7	108.7	108.7	108.7	108.7	43.5
Pagos deuda		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-65.2	-43.5
Cash Flow		-108.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
DEUDA NETA		108.7	43.5	0.0													

Fuente: Estimaciones Caja Madrid Bolsa

Por último comentar que de acuerdo a nuestras estimaciones, una subida de un punto en la tasa de descuento se traduciría en una reducción del precio objetivo de GSJ del 3,6%. En cuanto a la sensibilidad a los precios de venta, una reducción de los precios en EUR 250m² se traduciría en un menor precio objetivo de GSJ del 7,1%.

Sensibilidad

Tasa descuento	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%
GSJ (27,5% Duch)	536.2	517.7	499.9	483.0	466.8	451.3	436.5
EUR/Acción	8.2	8.0	7.7	7.4	7.2	6.9	6.7
Impacto en GSJ TP	6.0%	3.9%	1.9%	0.0%	-1.8%	-3.6%	-5.2%
Precio venta (EUR/M2)	750.0	500.0	250	EUR 3.500-EUR 4.000	-250.0	-500.0	-750.0
Valuation 27,5% GSJ	671.1	608.4	545.7	483.0	420.3	357.6	294.8
EUR/Acción	10.3	9.4	8.4	7.4	6.5	5.5	4.5
Impacto en GSJ TP	21.2%	14.1%	7.1%	0.0%	-7.1%	-14.1%	-21.2%

Fuente: Estimaciones Caja Madrid Bolsa

La construcción es la siguiente actividad en importancia tras la actividad inmobiliaria. GSJ está presente tanto en obra civil como edificación e igualmente en construcción industrial. Obtenemos una valoración de EUR 247m (9,7% del total) derivada de aplicar un ratio EV/EBITDA de 4x que es el medio que obtenemos de las valoraciones de las divisiones de construcción del resto de comparables del sector. Adicionalmente, añadimos el impacto derivado de la cartera que GSJ obtendrá de la Operación Chamartín.

Los otros negocios representan un peso reducido en la valoración. Entre ellos se encuentra la actividad de energía que consiste en la construcción de todo tipo de instalaciones relacionadas con el sector de la energía. Igualmente GSJ cuenta con una participación del 50,4% en Carlos Casado, empresa cotizada en Argentina y en Nueva York y dedicada a la explotación agropecuaria. La actividad de concesiones comprende la ejecución varios contratos relacionados con el mantenimiento de edificios, jardines o vías públicas. Por último, GSJ ostenta la distribución comercial de marcas de moda y material deportivo de reconocido prestigio como Fred Perry o Arena.

Introducción al Grupo Empresarial San Jose

Grupo Empresarial San Jose (GSJ) es el resultado de la fusión, el pasado 17 de julio de 2009, en una única sociedad de las actividades de Grupo Empresarial San Jose, S.A. y de la compañía cotizada española Parquesol Inmobiliaria y Proyectos, S.A.

Es un **grupo diversificado de construcción y servicios**, cuyas áreas de actividad son la construcción, promoción inmobiliaria, tecnología, energía e industria y otras inversiones entre las que se encuentra la actividad comercial. El Grupo ha definido como estratégico continuar con la diversificación de sus actividades, tanto en términos de actividad como de diversificación geográfica internacional, con el objetivo de incrementar la recurrencia de los ingresos y dar una mayor estabilidad a los resultados.

GSJ tiene una clara **vocación internacional** reflejada en: i) 18,7% de la facturación a cierre de 2009 proviene del extranjero y ii) 30,8% de la cartera a cierre de 2009 corresponde a obras fuera de España. Entre los objetivos estratégicos del Grupo se encuentra la consolidación de su presencia en Europa y América así como posicionarse en nuevos mercados. La entrada en los países por parte de GSJ se suele realizar a través de la actividad de edificación para posteriormente desplegar el resto de actividades. La entrada vendrá determinada por aquellos países en los que se prevea un potencial de crecimiento en la inversión en infraestructuras y servicios.

Evolución cartera Grupo San José

EUR m	2007	2008	2009
Obra Civil	364.0	358.0	339.0
E. No residencial	609.0	649.0	635.0
E. Residencial	499.0	245.0	192.0
Industrial	32.0	22.0	47.0
Total Construcción	1,504.0	1,274.0	1,213.0
Energía	59.0	492.0	504.0
Servicios/Concesiones	0.0	36.0	354.0
TOTAL	1,563.0	1,802.0	2,071.0
Doméstico	86.7%	73.0%	69.2%
Internacional	13.3%	27.0%	30.8%

Fuente: Grupo San José

GSJ cuenta con una destacada **imagen de marca** reconocida por sus clientes fundamentada en:

- Buena calidad en la actividad de construcción.
- Cumplimiento estricto de los plazos de ejecución.
- Ejecución de proyectos singulares y de elevada complejidad: Museo del Prado, aeropuerto internacional de Tocumen (Panamá), hospital universitario de Asturias, Teatro Colón (Argentina), etc.

GSJ desde hace tiempo ha focalizado sus actividades en **clientes de carácter público** debido a su menor carácter cíclico. De esta manera, se asegura, en momentos de crisis, mayor contratación y menor morosidad. A cierre de diciembre de 2009, el peso del cliente público en GSJ representa un 55% de los ingresos de explotación y un 82% de la cartera de obra.

El modelo de negocio de GSJ se basa en el **control y flexibilidad** de todos sus proyectos a través de:

- Precisa estimación de costes y exhaustivo control de la rentabilidad.
- Estricto control de la morosidad y solvencia de sus clientes.
- Flexible estructura operativa que permite reasignar los recursos entre sus diferentes áreas de negocio y ámbitos geográficos así como ajustarse rápidamente a las circunstancias del mercado. Los costes de estructura representan aproximadamente el 5% del total de las ventas (sin considerar costes de salida a bolsa y refinanciación).

Estructura financiera: de acuerdo a la refinanciación cerrada en abril de 2009, GSJ goza de cierta **estabilidad financiera** de cara a los próximos 6 años sin ser necesario realizar desinversiones ni ampliaciones de capital.

GSJ cuenta con **activos inmobiliarios de calidad media** y grandes desarrollos urbanísticos en proyecto (DUCH, La Tablada) que permitirán una elevada **generación de valor** a GSJ.

Comparado con el resto del sector, Grupo San Jose contaría en términos de EBITDA con un elevado peso de la construcción. En valoración, es la actividad inmobiliaria la de mayor importancia gracias a DUCH y a la cartera de activos de la división inmobiliaria.

Desglose EBITDA 2010 estimado

	ANA	FCC	FER	ACS	SYV	OHL	GSJ
Construcción	16.2%	28.3%	8.8%	28.8%	33.1%	32.3%	72.4%
Autopistas			25.4%	2.7%	12.9%	64.3%	
Aeropuertos			52.0%				
Inmobiliaria	3.1%	1.4%			40.9%	1.0%	20.2%
Servicios	4.1%	47.7%	14.8%	24.0%	19.9%	2.1%	2.6%
Logística	5.9%						
Renovables	67.9%	5.1%					9.0%
Industrial				47.4%		0.3%	
Cemento		17.6%					
Otros	2.9%	-0.1%	-1.1%	-2.8%	-6.8%		-4.3%
TOTAL	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Fuente: Estimaciones Caja Madrid Bolsa

Desglose Valoración estimada (EV)

	ANA	FCC	FER	ACS	SYV	OHL	GSJ
Construcción	4.4%	13.7%	4.1%	7.6%	7.2%	16.5%	9.7%
Autopistas	4.6%	7.6%	45.1%	22.1%	10.2%	80.0%	
Aeropuertos			37.8%				
Inmobiliaria	8.2%	6.1%			42.1%	1.3%	88.0%
Servicios	2.3%	48.6%	12.6%	12.7%	6.1%	2.1%	0.4%
Logística	3.3%						
Energía				17.8%	34.7%		1.5%
Renovables	76.0%	7.7%		19.8%			
Industrial				14.7%		0.2%	
Cemento		16.3%					
Otros	1.1%	0.0%	0.4%	5.3%	-0.2%		0.4%
TOTAL	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Fuente: Estimaciones Caja Madrid Bolsa

Principales actividades de GSJ

La estructura organizativa de GSJ está dividida en áreas de negocio que se subdividen, a su vez, en divisiones otorgando una alta flexibilidad operativa:

AREAS DE NEGOCIO			
Construcción	Inmobiliaria	Tecnología	Inversiones
- Edificación - Obra Civil - Obras Especiales - Internacional	- Nacional - Internacional - Desarrollos Urbanísticos	- Energía - Agua y Medio Am. - Industria - Infraestructuras - Edificación - Concesiones	- Comercial - Otras

Fuente: Grupo San José

Magnitudes operativas 2009

	Ventas	Peso	EBITDA	Peso
Construcción	910.1	84.0%	56.7	79.7%
	-21.2%		14.8%	
Inmobiliario	142.6	13.2%	14.4	20.2%
	2.5%		-35.7%	
Concesiones	34.7	3.2%	1.8	2.5%
	-		-	
Energía	4.8	0.4%	1.3	1.8%
	-94.7%		-47.3%	
Comercial/Otros	-8.5	-0.8%	-3.1	-4.3%
	-76.0%		-139.0%	
TOTAL	1,083.6	100.0%	71.1	100.0%
	-19.7%		-13.4%	

Fuente: Grupo San José

Construcción: 84% de la facturación y 79% del EBITDA consolidado (2009).

El negocio constructor es la base del GSJ y en la actualidad se divide en: i) edificación y ii) obra civil. En edificación, GSJ ha ido reduciendo el peso del área residencial dentro de la cartera de obra total, con el objetivo de dar mayor estabilidad a los ingresos del Grupo.

Las claves del modelo de negocio dentro de la actividad de construcción del GSJ son:

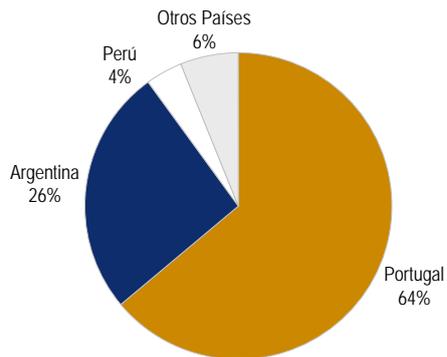
- Conocimiento del mercado y presencia geográfica: el Grupo en España cuenta con una estructura formada por una red de delegaciones y empresas filiales de ámbito regional que le permiten realizar una óptima estimación de los costes en cada oferta.
- Capacidad de gestión y adaptación: experiencia técnica para llevar a cabo todo tipo de proyectos de construcción y adaptarse a las condiciones de cada región.
- Flexibilidad de recursos.
- Conocimiento del cliente.

La estructura de GSJ permite hacer frente al aspecto cíclico del negocio de construcción de acuerdo a:

- Diversificación del negocio: i) los ingresos provienen principalmente del negocio con cliente público (63% a cierre de 2009).

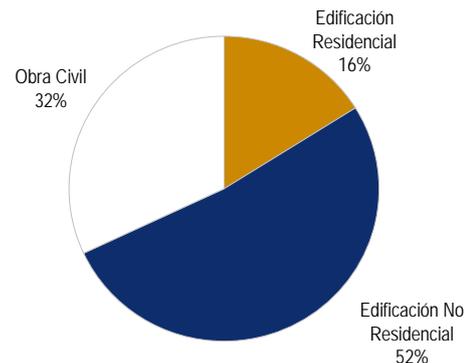
- Diversificación geográfica.
- Gestión del riesgo: GSJ lleva a cabo una estricta política de control y seguimiento de sus obras que le permite detectar desviaciones respecto al presupuesto.
- Solvencia técnica y económica: el Grupo cumple todos los requisitos para acudir a las obras públicas de construcción y ha demostrado su excelente solvencia técnica.

Cifra de negocio internacional (Diciembre 2009)



Fuente: Grupo San José

Desglose de cartera (Diciembre 2009)



Fuente: Grupo San José

Como hemos comentado, las principales líneas de negocio de construcción se dividen en edificación y obra civil. Dentro de edificación cabe diferenciar entre: residencial y no residencial.

- a) Edificación Residencial: supone un 16% de cartera de obra a diciembre de 2009. En los últimos años se ha producido un incremento en el peso de la vivienda protegida (70% del total) vs. la vivienda libre, consecuencia de la mayor accesibilidad a este tipo de vivienda, que esperamos continúe en el corto-medio plazo. GSJ tiene una importante experiencia en la construcción de esta tipología de vivienda en el territorio nacional por lo que continuará estando presente en nuevas promociones. En la actualidad tiene en construcción 3.500 viviendas de protección oficial.

En cuanto a la vivienda libre, GSJ lleva a cabo proyectos "llave en mano" en los que el control de costes es clave y el Grupo cuenta un adecuado control del riesgo.



- b) Edificación No Residencial: es la principal fuente de ingresos del GSJ y representa un 52% de la cartera de obra a diciembre de 2009. En esta área se desarrollan principalmente proyectos de oficinas, centros comerciales, hospitales, hoteles, residencias y centros educativos. Para la consecución de proyectos tan diversos y singulares, GSJ cuenta con una estructura flexible que le permite contar con la especialización adecuada en cada uno de ellos. Dentro de esta área se distinguen tres departamentos: i) obras especiales, ii) edificación pública y iii) edificación privada.



- **Obras Especiales:** los proyectos se distinguen por su relevancia histórica, su magnitud, su valor estético, técnica empleada o importe económico. El cliente suele ser la Administración Pública debido a la complejidad de los proyectos y la contratación se lleva a cabo mediante concurso público. El plazo de construcción es superior al de la edificación estándar dependiendo del tamaño y complejidad de la obra. El pago por parte de la Administración se realiza o a la conclusión de la obra o a través de mecanismos financieros como el Pago Alemán. Este tipo de obra cuenta con unos requisitos y clasificaciones mínimas para poder licitar: GSJ cuenta con la máxima clasificación en edificación.
- **Edificación Pública:** GSJ tiene un alto nivel de especialización tanto en la construcción de edificación sanitaria (habiendo realizado alguna de las obras más importantes en la Sanidad española) y en construcción y reforma de centros de educación (guarderías, centros de educación primaria, universidades, etc.)
- **Edificación Privada:** el Grupo ha construido edificios de oficinas, hoteles y centros comerciales en los que GSJ tiene una elevada experiencia y cuenta con una división exclusiva.

Respecto a la **obra civil**, GSJ tiene una presencia muy activa desde febrero de 1995 cuando la Constructora San Jose adquirió el 100% de Contratas Industrias y Materiales. La división de obra civil es uno de los pilares estratégicos de la compañía con una cartera a cierre de diciembre de 2009 de EUR 386m (32% del total cartera de obra). GSJ cuenta con un conjunto de empresas suministradoras de materiales y servicios que le permiten mantener un control estricto sobre los servicios contratados y realizar ofertas competitivas. El cliente más activo en este tipo de obra es la Administración Pública por lo que es necesario contar con las clasificaciones necesarias para poder acudir a la licitación de este tipo de obra. GSJ, en la actualidad, cuenta con las clasificaciones necesarias para acudir a cualquier tipo de obra de forma individual. Las principales obras de San José en obra civil son ferroviarias, carreteras y autovías y obras hidráulicas.

Inmobiliaria: 13% de la facturación y 20% del EBITDA consolidado (2009)

El área inmobiliaria de GSJ surge de la fusión entre el negocio inmobiliario de GSJ y Parquesol en 2007. El área tiene como principales áreas de negocio las siguientes:



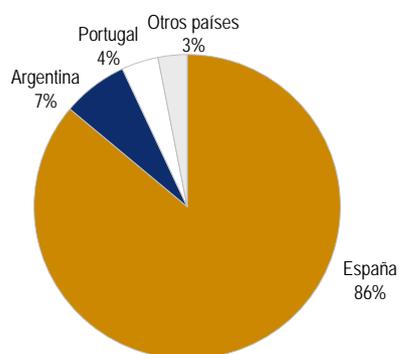
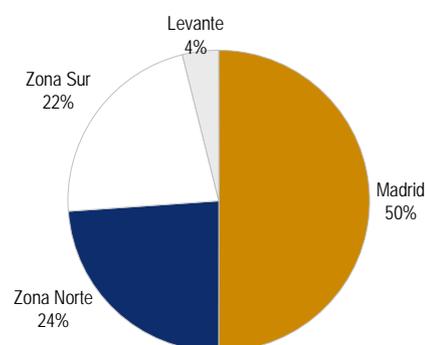
A Diciembre de 2009, el valor de los activos inmobiliarios de GSJ es de EUR 2.316m de acuerdo a la tasación realizada por Savills España, S.A. (sin incluir Desarrollo Urbanístico Chamartín).

Desglose valor liquidativo neto (NNAV)

EUR m	2007	2008	1S09	2009
Terrenos	1,496.0	1,287.4	1,260.7	1,202.5
Promociones en curso	267.9	208.0	142.9	203.4
Promociones terminadas	229.1	230.9	282.9	245.1
PROMOCIÓN	1,993.1	1,726.3	1,686.6	1,651.1
%		-13.4%	-6.1%	-4.4%
Activos comerciales en construcción	164.6	164.0	168.2	81.533
Activos comerciales	596.5	497.4	491.0	557.122
Otros activos	30.9	28.3	28.1	27.21
PATRIMONIO	791.9	689.7	687.3	665.9
%		-12.9%	0.8%	-3.5%
GAV AJUSTADO	2,785.0	2,415.9	2,373.9	2,316.9
%		-13.3%	-4.2%	-4.1%

Fuente: Grupo San José

- **Terrenos y Solares: 52% del GAV Diciembre 09.** La superficie propiedad de GSJ asciende a 2,9 millones m². Se trata mayoritariamente de suelo finalista (a junio de 2009 un 90% del suelo es urbanizable, 77% finalista). Respecto a su localización geográfica, destaca España que supone un 86% (sin considerar DUCH) mientras que el resto de la superficie se reparte básicamente entre Argentina (7%) y Portugal (4%).

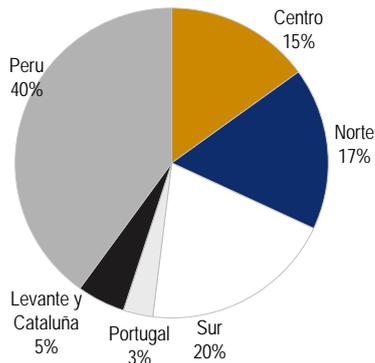
Cartera de suelo por países (% GAV 2009)**Cartera de suelo en España (% de GAV 2009)**

Fuente: Grupo San Jose

Fuente: Grupo San Jose

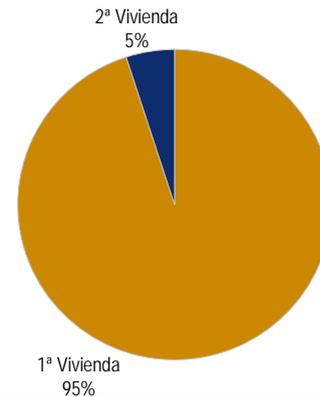
- Promociones de vivienda: 19% del GAV Diciembre 09.** GSJ centra su operativa fundamentalmente en viviendas de primera residencia: 95% de las pre-ventas realizadas en 2009. Respecto a la localización geográfica, destacamos el peso de Perú (40%) y de Madrid (15%) dentro de la cartera de pre-ventas del Grupo. Debido al exceso de stock actual, cercano al millón de viviendas en España (2008), el Grupo no tiene previsto iniciar ninguna promoción en los próximos meses salvo en Latinoamérica.

Distribución geográfica de las pre-ventas (2009)



Fuente: Grupo San Jose

Distribución de las pre-ventas (2009)



Fuente: Grupo San Jose

- Patrimonio: 29% del GAV diciembre 09.** El patrimonio en alquiler asciende a EUR 665m. La superficie en gestión asciende a los 253.437 m² y se caracteriza por: i) buena localización (Madrid, Barcelona, Lisboa, París, etc.), ii) altos niveles de ocupación (>90 I-f-I), iii) arrendatarios de primer nivel y iv) aproximadamente un 80% de los contratos cuenta con vencimiento superior a un año. Destacamos la diversificación internacional dentro de la cartera de alquiler de GSJ en la que el peso de oficinas en España es del 36% y del 16% en el exterior. De esta manera, se asegura una fuente recurrente y estable de generación de ingresos.

Cartera de Patrimonio (% GAV 2009)



Fuente: Grupo San José

PRINCIPALES ACTIVOS DE PATRIMONIO	Superficie (m ²)	Localización	
Jose Abascal, 45	6,406	Madrid	Área Central de Negocios
Conde de Peñalver	969	Madrid	Central Secundaria
García Martín	8,312	Madrid	Periferia
Torregalindo	4,350	Madrid	Central Secundaria
Las Rozas	6,119	Madrid	Periferia
Edif. Vía dos Castillas	3,931	Madrid	Periferia
Atica 5	12,840	Madrid	Periferia
Neo (Fecsa/Endesa)	37,574	Barcelona	Central Secundaria
Blau Port	11,496	Barcelona	Periferia
Tryp-Apolo Barcelona	18,456	Barcelona	Central Secundaria
El Dorado	2,708	Valladolid	Periferia
Parque Laguna	4,252	Valladolid	Periferia
Centro de Ocio (Green Inm.)	6,388	Valladolid	Periferia
Ballesol	6,668	Valladolid	Periferia
PRISMA	2,708	Valladolid	Periferia
Sofía I	400.0	Valladolid	Periferia
Sofía II	226	Valladolid	Periferia
Tryp Recoletos	5,583	Valladolid	Área Central de Negocios
Tryp Sofía y Genova Parquesol	5,076	Valladolid	Periferia
Tryp Rey Pelayo	7,969	Gijón	Área Central de Negocios
Puerta Euopa Algeciras	30,000	Álgeciras	Periferia
Rue de la Bienfaisance	4,011	Paris	Área Central de Negocios
Duque de Loulé 106	5,331	Lisboa	Área Central de Negocios
Duque de Palmela	7,125	Lisboa	Área Central de Negocios
Otros	54,541		
TOTAL	253,437		
% Área Central de Negocios (ex Otros)	18%		
% Central Secundaria (ex Otros)	31%		
% Periferia (ex Otros)	51%		

Fuente: Caja Madrid Bolsa

Desarrollo Urbanístico Chamartín: DUCH

DUCH es uno de los pilares sobre los que se asienta el potencial en el medio plazo de GSJ. La participación de GSJ en Desarrollos Urbanísticos de Chamartín, S.A. (DUCH), sociedad encargada de ejecutar el mayor proyecto urbanístico actual de Europa "Operación Chamartín", es del 27,5%.

La parcela sobre la que se ejecutará el proyecto se encuentra ubicada en la zona Norte del casco urbano de Madrid prolongando el eje del Paseo de la Castellana, principal arteria de Madrid, en 3 km. Dentro de la parcela se establecen dos ámbitos diferentes:

- "Ámbito Chamartín": ubicada en el interior del anillo M-30.
- "Ámbito Fuencarral": se encuentra en la parte exterior de la M-30 y se extiende hasta la M-40.

Teniendo en cuenta las mejoras en los últimos años de las autovías cercanas a la parcela junto con el desarrollo de los principales PAUs de la Comunidad (Montecarmelo, Las Tablas y Sanchinarro), la zona es la más importante y con más proyección dentro de la capital.

La superficie total asciende a 3.276.691m² (2.600.000 m² para DUCH) con la siguiente distribución:

- Residencial, 45% (12.000 viviendas)
- Terciario, 37% (1,2 millones de m2)
- Dotacional privado, 3%.
- Terciario hotelero, 5%.
- Comercial, 5%.
- Residencial de protección oficial (5% y 4.000 viviendas).

La Operación Chamartín cuenta con más de 300 propietarios entre los que destaca RENFE. Esta empresa ha cedido sus derechos sobre los terrenos a la empresa gestora de suelo DUCH de la cual GSJ controla el 27,5% y el 72,5% restante está en manos de BBVA. El proyecto incluye la construcción de varios edificios singulares que serán referencia dentro de la capital. A su vez, cabe destacar que se están llevando a cabo actuaciones urbanísticas (mejoras en las conexiones ferroviarias y accesos por carretera) que tendrán un impacto positivo en el ámbito de Chamartín.

Carlos Casado, S.A. (sociedad cotizada en la Bolsa de Buenos Aires y Nueva York)

La empresa se fundó en 1909 y cotiza desde el año 1958 y desarrolla sus principales actividades en el sector inmobiliario y agropecuario en Argentina, Paraguay y Uruguay. La participación actual de GSJ asciende al 50,4%.

Carlos Casado S.A. está presente fundamentalmente, en las siguientes áreas:

- Agropecuario: destacan las 310.000 hectáreas en una finca en el Chaco Paraguayo que la convierten en una de las principales compañías agropecuarias de Latinoamérica. Cabe resaltar, que el precio al que se adquirió la finca en el Chaco Paraguayo fue de USD 200 por hectárea mientras que el precio aproximado de mercado en la actualidad es de USD 1.000. Carlos Casado, junto con la sociedad Cresud, S.A., están llevando a cabo en una primera etapa el desarrollo de 142.000 hectáreas de agricultura (soja, girasol, etc) y ganadería. Cresur ha adquirido 20.000 hectáreas a un coste de 250 USD/hectárea.
- Biocombustibles: junto con Patagonia Bioenergía, S.A. se está desarrollando una plantación de 2.000 hectáreas de *Jatropha Curcas* para la producción de biodiésel.

A su vez, la compañía posee activos inmobiliarios, oficinas en el centro de Buenos Aires y participaciones financieras destacando la participación en el Alarion Financial Bank en el Estado de Florida (EE UU).

La Tablada, Buenos Aires (valor en libros USD 20m)

El proyecto, pendiente de obtener la recalificación definitiva y la estructura financiera necesaria, contempla la construcción sobre un terreno de 112 hectáreas durante los diez próximos años de:

- 20.000 viviendas sociales con las siguientes características: i) superficie media de 60-70 m², ii) 2-3 dormitorios y iii) precio alrededor de EUR 58.000.
- 200.000 m² de calles nuevas y 160.000 m² de espacios verdes.
- Adicionalmente se construirán espacios para ocio, salud, cultura, educación y servicios.

Cabe destacar que el proyecto supone la transformación urbana privada más importante de Argentina en los últimos años tanto por dimensión como por distribución estratégica.

Energía: 0,4% de la facturación de GSJ y 1,8% del EBITDA consolidado (2009)

La actividad de energía centra su actividad principal en la promoción, desarrollo y explotación de proyectos de eficiencia energética y de energías renovables. Lleva a cabo soluciones a medida en ingeniería (estudio y diseño), ejecución, mantenimiento y gestión energética integral en cualquiera de sus actuaciones: 1) Eficiencia Energética (Cogeneración/Trigeneración, District Heating & Cooling y Urbanización Sostenible); 2) Energías Renovables (Parques Eólicos, Parques Fotovoltaicos y Centrales Termosolares).

El sector de energía es un sector considerado como prioritario dentro del plan estratégico del GSJ con el principal objetivo de posicionarse como referente dentro de la construcción de plantas de producción de energía. En la actualidad, el Grupo cuenta con experiencia en la ejecución de parques eólicos, subestaciones eléctricas, plantas de producción de energía e infraestructuras de distribución. Dentro de la actividad de "Energía" los segmentos de mercados sobre los que opera GSJ son: cogeneración, energía eólica y energía solar.

Concesiones: 3,2% de la facturación de GSJ y 2,5% del EBITDA consolidado (2009)

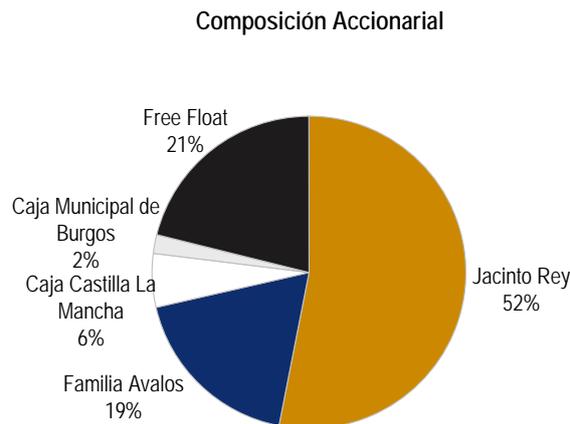
Se centra en servicios de mantenimiento, explotación y conservación de carreteras, aeropuertos, hospitales, edificios e instalaciones, mobiliario urbano, parques y jardines. Estos servicios se realizan a través de concesiones en donde los requisitos son por una parte que sean financiables y no requieran garantías de la matriz, y que se trate de actividades estables y recurrentes. La cartera en 2009 alcanza ya los EUR 354m.

Recientemente GSJ se adjudicó la construcción y gestión de dos hospitales en Chile. La inversión asciende a USD 180m y el período de explotación se extiende a 15 años.

Composición del accionariado

GSJ cotiza desde el pasado 20 de julio de 2009 tras la integración con Parquesol. La salida a Bolsa persigue: i) mejorar la visibilidad del Grupo, ii) mayor acceso a los mercados de capitales y iii) mayor facilidad de expansión a futuro.

Actualmente cuenta con un accionariado diversificado con accionistas con carácter de permanencia:



Fuente: Grupo San José

El detalle de los principales accionistas es:

- **Jacinto Rey (52%):** Jacinto Rey González ha desarrollado toda su vida profesional en la Constructora San Jose. Actualmente es Presidente de GSJ y de Carlos Casado, S.A. (cotizada en la Bolsa de Buenos Aires y Nueva York). A su vez, Jacinto Rey Laredo es vicepresidente de GSJ. Dentro de éste porcentaje se incluye el 7,2% de Udra Valor en el que participan los directivos.
- **Familia Avalos (19%):** compuesto por la mujer y descendientes del fundador de la Constructora San Jose.
- **Free Float (21%):** existe un firme compromiso por parte de GSJ de incrementar su free float hasta el 25% y alcanzar niveles adecuados de liquidez, distribución y frecuencia de negociación. El free float esta repartido, principalmente, entre directivos de la compañía (ninguno mantiene una participación superior al 2,5%).

El **Consejo de Administración** está compuesto por 10 miembros:

- 4 ejecutivos: Jacinto Rey González, Jacinto Rey Laredo, Miguel Zorita Lees y Santiago Martínez Carballal.
- 4 externos: Áltina de Fátima Sebastián González, Francis Lapoutre, Francisco Hernanz Manzano y Roberto Rey Perales.
- 2 independientes: Ramón Barral Andrade y Roberto Álvarez

Estimaciones Financieras

Atendiendo al desglose de EBITDA, la construcción es la actividad de mayor importancia (79,7% del EBITDA 2009), seguida por el negocio inmobiliario (20,2%). En nuestras estimaciones asumimos un crecimiento del EBITDA del 9,1% en el período 2010-2015 (TACC). Por actividades, la construcción registrará un crecimiento del 3,7% (TACC 2010-2015) aunque esperamos un mal comportamiento en el año 2010 (-8,2%). En **obra civil** esperamos cierta caída en ventas (-10% en 2010) fruto de la débil marcha de la licitación oficial, el mayor control del riesgo y la adecuación de las ventas al calendario de pagos de los clientes. En 2011, esperamos que comiencen las obras de urbanización de la operación Chamartín (EUR 4.300m en 8 años) y estimamos que GSJ recibe el 27,5% del total.

Estimación de EBITDA

EUR m	2009	Peso	Mg. 09	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	TACC 10-15
Construcción	56.7	79.7%	6.2%	52.0	52.5	56.1	59.6	64.8	70.4	3.7%
Crec. (%)	14.8%			-8.2%	0.9%	6.8%	6.4%	8.7%	8.6%	
Inmobiliaria	14.4	20.2%	10.1%	14.5	16.9	21.5	23.3	32.9	38.3	17.7%
Crec. (%)	-35.7%			1.0%	16.1%	27.5%	8.1%	41.2%	16.6%	
Concesiones	1.8	2.5%	5.2%	1.9	2.0	2.0	3.2	4.5	6.1	22.7%
Crec. (%)	-			3.7%	5.0%	5.0%	56.6%	41.3%	35.0%	
Energía	1.3	1.8%	27.2%	6.5	6.8	7.1	7.5	7.9	8.3	36.0%
Crec. (%)	-47.3%			396.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
Otros	-3.1	-4.3%	36.0%	-3.1	-3.1	-3.1	-3.1	-3.1	-3.1	0.0%
Crec. (%)	-139.0%			0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
TOTAL	71.1	100.0%	6.6%	71.8	75.1	83.7	90.6	107.0	120.0	9.1%
Crec. (%)	-13.4%			1.0%	4.5%	11.5%	8.2%	18.2%	12.1%	

Fuente: Estimaciones Caja Madrid Bolsa

Estimación de la actividad de construcción

EUR m	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	TACC 10-15
Ventas	182.5	270.8	193.4	174.1	218.1	255.6	258.0	281.4	305.0	7.9%
Contratación	-	264.8	174.4	157.0	231.9	246.8	263.2	316.8	336.6	11.6%
Cartera O. Civil	364.0	358.0	339.0	321.9	335.8	327.0	332.3	367.7	399.3	2.8%
Ventas	427.9	333.9	175.5	159.9	147.7	148.8	155.5	162.5	169.8	-0.5%
Contratación	-	79.9	122.5	128.6	135.0	144.5	158.9	174.8	192.3	7.8%
Cartera E. Residencial	499.0	245.0	192.0	160.7	148.0	143.6	147.0	159.4	181.9	-0.9%
Ventas	620.1	550.4	513.8	477.8	453.9	471.1	518.2	570.0	627.0	3.4%
Contratación	-	590.4	499.8	449.8	449.8	494.8	544.2	598.7	658.5	4.7%
Cartera E. No residencial	609.0	649.0	635.0	607.0	602.9	626.6	652.6	681.3	712.8	1.9%
Ventas	nd	nd	27.4	27.4	27.4	28.8	30.2	31.8	33.3	3.3%
Contratación	nd	nd	52.4	52.4	55.1	57.8	60.7	63.7	66.9	4.1%
Cartera Industrial	32.0	22.0	47.0	72.0	99.6	128.6	159.1	191.1	224.6	29.8%
VENTAS TOTALES	1,230.5	1,155.2	910.1	839.2	847.1	904.3	961.9	1,045.6	1,135.1	3.8%
		-6.1%	-21.2%	-7.8%	0.9%	6.8%	6.4%	8.7%	8.6%	
CONTRATACIÓN	-	935.2	849.1	787.8	871.8	943.9	1,027.1	1,154.0	1,254.4	6.7%
		-	-9.2%	-7.2%	10.7%	8.3%	8.8%	12.4%	8.7%	
CARTERA	1,504.0	1,274.0	1,213.0	1,161.6	1,186.3	1,225.8	1,291.0	1,399.4	1,518.6	3.8%
		-15.3%	-4.8%	-4.2%	2.1%	3.3%	5.3%	8.4%	8.5%	

Fuente: Estimaciones Caja Madrid Bolsa

Para la **Edificación No Residencial** hemos asumido un escenario conservador dado que pensamos que la contratación en 2010/2011 será débil y con ello la evolución de ventas. En los años siguientes, esperamos que GSJ continúe registrando un buen comportamiento gracias a su elevada especialización y a su progresiva internacionalización. El caso de la **edificación residencial** es algo diferente. La fuerte caída de la vivienda libre en España se vería compensada en nuestras estimaciones de contratación por la vivienda protegida y la construcción de viviendas en el exterior. Sin embargo en términos históricos, estos niveles de contratación son reducidos y se trasladarán a la cifra de ventas de forma paulatina. En cuanto a márgenes se refiere, asumimos **márgenes** en los niveles actuales por el incremento paulatino del peso de la obra civil en la cartera y la inclusión de la cartera de obra industrial en 2010.

En nuestras estimaciones de **la actividad inmobiliaria**, el grueso del negocio proviene de la actividad de promoción (74,9% Ventas 2010e). La actividad de patrimonio representaría el 25,1% restante y no hemos incluido ni venta de activos ni de suelo. En 2009 el stock de viviendas ascendía a 1.300 viviendas, de las cuales 894 están finalizadas y no preventadas en España, 242 están preventadas en España y 164 en Perú. Es por ello, que en **España** hemos considerado que no se pondrán a la venta nuevas promociones hasta comienzos del año 2012 y las ventas en el período 2010-2011 procederán del stock (894+242). En **Perú**, se inició la comercialización en el pasado mes de Agosto y en 2009 se han preventado 164 viviendas (EUR 5,8m). Para los años siguientes, esperamos que el ritmo de ventas se acelere hasta las 300/350 viviendas anuales. Habría que recordar que los fondos propios ya aportados por GSJ a este proyecto ascienden EUR 20m y que la financiación ya está cerrada. El proyecto incluye la construcción de 3.000 viviendas sociales a un precio que hemos estimado alrededor de EUR 35.000.

Estimaciones promoción de viviendas

EUR m	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Ventas	95.0	119.2	80.6	60.5	116.1	64.3	126.7	161.5
		25.4%	-32.4%	-25.0%	92.1%	-44.6%	96.9%	27.5%
Unidades	366.0	487.0	400.0	300.0	1,100.0	956.0	1,250.0	1,750.0
		33.1%	-17.9%	-25.0%	266.7%	-13.1%	30.8%	40.0%
Precio	259,653.0	244,687.9	201,505.7	201,505.7	105,589.9	67,283.4	101,323.8	92,268.7
		-5.8%	-17.6%	0.0%	-47.6%	-36.3%	50.6%	-8.9%
Preventas	18.7	59.2	82.9	103.4	124.6	159.4	163.4	189.2
		216.7%	40.1%	24.7%	20.5%	27.9%	2.5%	15.8%
Unidades	67.0	429.0	800.0	1,150.0	1,250.0	1,750.0	1,750.0	1,850.0
		540.3%	86.5%	43.8%	8.7%	40.0%	0.0%	5.7%
Precio	279,029.9	137,993.0	103,680.1	89,926.1	99,711.7	91,088.4	93,365.6	102,256.5
		-50.5%	-24.9%	-13.3%	10.9%	-8.6%	2.5%	9.5%
Stock	143.6	83.7	86.0	129.0	137.5	232.6	269.3	297.0
	-34.7%	-41.7%	2.8%	49.9%	6.6%	69.2%	15.8%	10.3%
Unidades	464.0	406.0	806.0	1,656.0	1,806.0	2,600.0	3,100.0	3,200.0
	-39.2%	-12.5%	98.5%	105.5%	9.1%	44.0%	19.2%	3.2%
Precio	309,581.9	206,113.3	106,729.3	77,890.8	76,122.9	89,446.1	86,869.3	92,812.3
	7.4%	-33.4%	-48.2%	-27.0%	-2.3%	17.5%	-2.9%	6.8%

Fuente: Estimaciones Caja Madrid Bolsa

El otro factor de crecimiento a futuro es el desarrollo de una gran parcela de terreno en **Buenos Aires** (La Tablada, 20.000 casas). Actualmente el proyecto se encuentra en la última fase del proceso de gestión urbanística y se prevé el inicio de la comercialización en el 2Q 2010. La financiación del proyecto aún no estaría concluida y los fondos propios ya fueron aportados (EUR 18m). En nuestras estimaciones hemos incluido que este proyecto se desarrolla de forma conservadora en 20 años (10 años según la compañía). El precio medio de venta lo estimamos inicialmente en EUR 58.000.

Ventas estimadas promoción de vivienda

EUR m	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Iberia	366.0	487.0	400.0	300.0	436.0	106.0	400.0	400.0
Perú					464.0	350.0	350.0	350.0
Argentina					200.0	500.0	500.0	1,000.0
VIVIENDAS	366.0	487.0	400.0	300.0	1,100.0	956.0	1,250.0	1,750.0
Iberia	95.0	119.2	80.6	60.5	87.9	21.4	82.6	84.7
Perú	0.0	0.0	0.0	0.0	16.5	12.8	13.2	13.5
Argentina	0.0	0.0	0.0	0.0	11.8	30.1	30.9	63.3
VENTAS	95.0	119.2	80.6	60.5	116.1	64.3	126.7	161.5
Iberia	259,653.0	244,687.9	201,505.7	201,505.7	201,505.7	201,505.7	206,543.3	211,706.9
Perú					35,639.4	36,683.6	37,600.7	38,540.7
Argentina					58,778.6	60,248.1	61,754.3	63,298.2
Precio	259,653.0	244,687.9	201,505.7	201,505.7	105,589.9	67,283.4	101,323.8	92,268.7

Cuenta de resultados estimada

EUR m	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Ventas	1,349.7	1,083.6	995.6	988.6	1,106.3	1,136.1	1,287.0	1,416.4
EBITDA	82.1	71.1	71.8	75.1	83.7	90.6	107.0	120.0
R. Explotación	-9.2	12.8	55.8	57.8	63.8	70.4	86.7	99.4
Rdo Fin	-73.5	-71.2	-64.3	-75.7	-83.5	-87.5	-85.1	-80.0
Otros	-16.9	-10.2	0.0	0.4	64.6	135.4	142.4	149.6
BAI	-99.6	-68.6	-8.5	-17.5	44.9	118.4	143.9	169.0
Impuestos	31.0	24.3	2.6	5.4	5.9	5.1	-0.5	-5.8
Minoritarios	23.3	0.7	1.0	1.0	1.1	1.1	1.3	1.4
Beneficio Neto	-45.4	-43.6	-5.0	-11.1	51.9	124.6	144.8	164.6
Bº Recurrente	13.0	-8.6	-5.0	-11.1	51.9	124.6	144.8	164.6
Bº Duch				-0.6	63.5	134.3	141.1	148.2
Bº Ex Duch				-10.5	-11.6	-9.7	3.7	16.4

Fuente: Estimaciones Caja Madrid Bolsa

La evolución del beneficio neto de GSJ viene marcada en 2008/2009 por las provisiones. En 2008, las provisiones por depreciación de activos inmobiliarios y el impacto negativo de los derivados supusieron EUR 58m de impacto negativo en el beneficio neto. En 2009, ambas partidas restan al beneficio neto EUR 50m.

Pensamos que en 2010/2011, GSJ registrará de nuevo pérdidas en términos recurrentes. Ello se debería al reducido crecimiento del EBITDA, los altos gastos financieros (stock sin promocionar/vender) y la inversión en los hospitales de Chile (EUR 120m), que no aportarán rentas hasta el año 2013. En los años siguientes, el beneficio neto se comporta de forma muy positiva por la aportación por puesta en equivalencia de DUCH que empezaría la venta de terrenos en 2012.

Situación Financiera

La refinanciación

El 21 de Abril de 2009, GSJ firmó la refinanciación de su deuda. El importe total de la refinanciación ascendió a EUR EUR 2.185m incluyendo EUR 501m de avales y EUR 222m de nueva liquidez. Excluyendo ambos conceptos, e incluyendo los préstamos promotor (financian la promoción de vivienda en curso), llegaríamos a un volumen de deuda financiera en aquel momento de EUR 1.792m.

Las condiciones de la refinanciación fueron las siguientes:

1) **Plazo.** 6 años; 2) **Amortización.** Carencia de principal los 3 primeros años. Pagos del 6% en los años 4º/5º; 3) **Tipo.** Euribor 3 meses + margen (0,5%/2%); 4) **Covenants de deuda.** Fondos propios entre EUR 90m/EUR 150m, EBITDA entre EUR 50m/EUR 75m (2010/2013); 5) **Pago de dividendos.** Requiere la autorización de los bancos. El cash flow generado ha de destinarse previamente al pago de los intereses o el principal de la deuda, a la amortización anticipada de deuda o a cumplir con sus compromisos de inversión; 6) **Amortización anticipada de deuda.** Parcialmente en caso de venta de activos. Totalmente en el caso de venta del total de una división de GSJ. Parcialmente en caso de ampliación de capital salvo si se destina a DUCH. Totalmente en caso de cambio de control.

REFINANCIACION, DEUDA FINANCIERA BRUTA	
EUR m	Importe
P. Sindicados, bilaterales	1,112.0
Descuento comercial	243.9
Confirming	105.3
Avales	501.9
Liquidez adicional	222.1
REFINANCIACION	2,185.1
Avales	-501.9
Liquidez adicional	-222.1
Préstamos promotor	331.1
DEUDA FINANCIERA BRUTA	1,792.1

Fuente: Grupo San José

Evolución deuda, liquidez

De acuerdo a nuestras estimaciones, la deuda se incrementará hasta el año 2012 como consecuencia de las inversiones a llevar a cabo en los próximos años. Dentro de **las inversiones en activo fijo** incluimos la construcción de los hospitales en Chile EUR 120m, las inversiones estimadas en DUCH (EUR 7,3m de equity) y en otros activos. Dentro de **las inversiones de circulante** se encuentran las necesarias para el desarrollo de los proyectos inmobiliarios en Perú y Argentina. En Perú las inversiones ascenderán a EUR 100m (10 años estimados), mientras que en Argentina el importe ascendería a USD 1.000m (20 años estimados). Adicionalmente, se incluiría el impacto derivado del empeoramiento del período medio de cobro por la actividad de construcción. El motivo por el que la inversión en circulante es positiva en algún año descansaría en el hecho de que las ventas de viviendas son superiores a la inversión realizada en promociones en curso.

A partir del año 2012, GSJ empezaría a recibir de acuerdo a nuestras estimaciones dividendos por parte de DUCH. Ello permitiría una progresiva reducción de deuda y el pago de dividendos a los accionistas.

EOAF estimado

EUR m	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
EBITDA	71.1	71.8	75.1	83.7	90.6	107.0	120.0
Rdo Financiero	-81.8	-64.3	-75.7	-83.5	-87.5	-85.1	-80.0
Dividendos recibidos	0.2	0.2	0.2	27.4	98.5	89.7	96.8
Impuestos	0.0	2.6	5.4	5.9	5.1	-0.5	-5.8
Inversiones	-43.0	-52.0	-57.3	-50.0	-10.0	-10.0	-10.0
Desinversiones	8.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendos	0.0	0.0	0.0	-10.4	-12.5	-14.5	-16.5
W.Capital	-58.4	7.8	-10.4	2.4	-65.5	-9.2	19.9
Otros	64.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CASH FLOW	-38.8	-34.0	-62.8	-24.4	18.8	77.5	124.4
Dividendos Duch	0.0	0.0	0.0	27.3	98.4	89.5	96.6

Fuente: Estimaciones Caja Madrid Bolsa

De acuerdo a nuestras estimaciones, GSJ contaría con suficiente liquidez para hacer frente a los proyectos actualmente en desarrollo. GSJ contaría con EUR 284m de líneas de crédito disponibles y caja a finales del 2009. Las mayores inversiones a realizar proceden de los hospitales de Chile y las opciones de compra de suelo. De éstas últimas no disponemos de un calendario de vencimientos, aunque GSJ está retrasando el pago de las mismas. El total de las opciones de compra ascendía inicialmente a EUR 121m y su valoración a EUR 200m.

LIQUIDEZ ESTIMADA (DIC 09)		
	F. Propios	EV
Líneas no dispuestas	140.0	140.0
Caja	144.5	144.5
Hospitales Chile	-20.0	-120.0
Activos comerciales	-0.4	-2.0
Duch	-7.3	-7.3
Otros	-12.0	-60.0
Opciones de compra suelo	-95.3	-95.3
TOTAL	149.5	-0.1

Fuente: Estimaciones Caja Madrid Bolsa

Situación Sectorial

El mercado de la vivienda en España

En nuestra opinión varias son las fases por las que ha atravesado el mercado de la vivienda en España:

Ciclos del mercado de la vivienda en España

	Net Afford.	Gross Afford.	Weighted	Rate	Home Prices	%	Real Prices	Starts	%	Approved	%	CPI	GDP	Unemploy ment	NPL
87-91	49.0%	69.1%	50.5%	14.9%	606.9	19.6%	12.7%	250.1		328.1		5.9%	4.5%	17.8%	3.9%
92-97	39.9%	47.0%	31.4%	11.1%	665.7	1.6%	-2.7%	261.6	4.6%	308.8	-5.9%	4.4%	2.0%	21.8%	6.1%
98-07	32.3%	37.9%	20.2%	4.6%	1,316.9	11.2%	8.0%	607.8	132.4%	651.4	111.0%	3.0%	3.8%	11.9%	1.2%
2008-2011e	32.3%	38.0%	22.4%	4.2%	1,792.4	-6.8%	-8.4%	143.9	-76.3%	142.8	-78.1%	1.7%	-0.5%	17.4%	5.2%
2012-2013e	27.6%	32.4%	20.4%	4.7%	1,613.4	3.3%	1.7%	120.0	-16.6%	128.2	-10.2%	1.6%	1.8%	18.9%	4.5%

Fuente: Estimaciones Caja Madrid Bolsa

1) **1987-1991**. Período de fuertes alzas del precio de la vivienda en un entorno de altos tipos de interés y reducida oferta;

2) **1992-1997**. Se caracteriza por elevadas tasas de paro y morosidad bancaria. El precio de la vivienda en términos nominales cae únicamente en 1993 (-2,3%) aunque en términos reales (media anual) se produce una disminución del 15,9% en el período 1992-1994. El descenso de los tipos de interés, y la progresiva incorporación de la mujer al mercado de trabajo, contribuyen igualmente a un menor esfuerzo financiero bruto.

3) **1998-2007**. En este periodo el crecimiento de la demanda así como la evolución al alza en precios estuvo fundamentada en aspectos demográficos (llegada de generaciones del babyboom, inmigración y existencia de un componente de demanda insatisfecho), económicos (generación de empleo con mayor número de ocupados por hogar, régimen fiscal favorable, entrada del euro como moneda única y una positiva evolución bursátil) y financieros (descenso de tipos de interés y alargamiento de plazos de los préstamos hipotecarios que llevaron al esfuerzo financiero bruto en media a niveles del 37%).

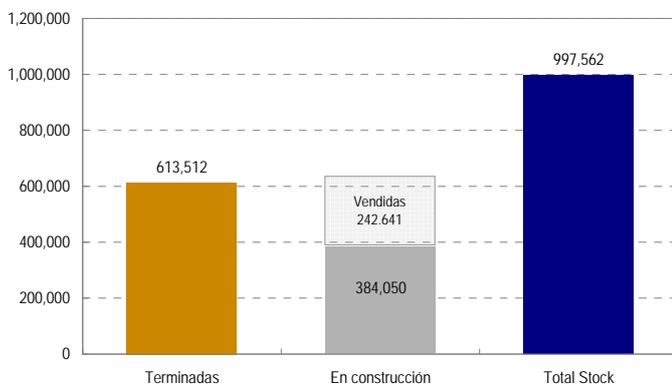
4) **2008-2009**. En 2008, y como consecuencia de la crisis financiera internacional y la restricción del crédito, se produce un descenso significativo de la demanda de vivienda. A su vez, se incrementa la crisis de confianza y las expectativas de caídas de precio retrasan la incorporación de la demanda potencial.

En la actualidad, se está produciendo un ajuste intenso en la actividad mientras que el desequilibrio entre oferta y demanda se mantiene:

- En 2008 **las viviendas iniciadas** fueron un 59% inferiores a 2007. De esta manera, el número de viviendas iniciadas fue de 264.975 mientras que en la parte alta del ciclo se llegaron a iniciar 865.000 viviendas (2006). Durante 2009 el descenso interanual asciende al 58% alcanzándose un total de 110.800 viviendas iniciadas a cierre de 2009 (50% viviendas libres estimadas).
- El volumen de **viviendas terminadas** sigue siendo elevado. A septiembre 09 se han terminado cerca de 332.000 viviendas (282.000 libres) que dificultan la capacidad de absorción del stock por parte de una demanda debilitada. De cara a 2009 la cifra de viviendas terminadas libres podría alcanzar las 400.000 unidades.
- Respecto a **la compraventa de vivienda nueva** en 2009 se ha producido un descenso del 27% (-30% vivienda libre). Se han realizado un total de 240.837 operaciones, de las cuáles 201.449 han sido de vivienda libre. De esta manera, si la cifra de vivienda nueva libre terminada en 2009 se situase alrededor de las 400.000 unidades, durante el 2009 se habrán terminado, de nuevo, un mayor número que las ventas realizadas (201.449).

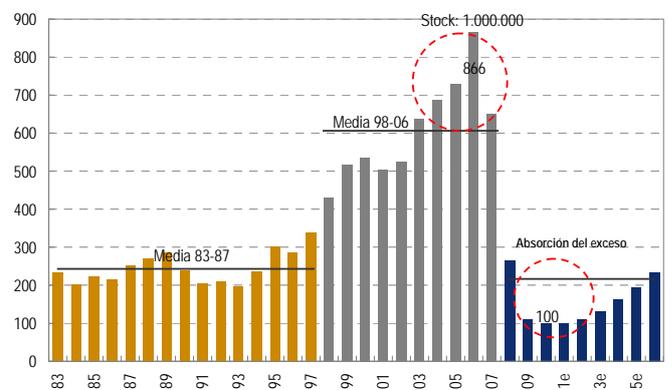
- **El stock de vivienda sin vender** alcanzaba en 2008 las 997.562 viviendas destacando el alto stock en las zonas de costa (segunda residencia) donde entre la zona andaluza, mediterránea y las islas se alcanzaba prácticamente un 40% del total. De este stock un 61,5% estaban ya terminadas y un 38,5% están en fase de construcción (de las cuáles un 61% esta sin vender). Hay que añadir que un 71% de las viviendas en construcción están en fase muy avanzada.
- En nuestro escenario asumimos que este stock de viviendas sin vender **se reduciría hasta las 62.000 viviendas libres en 2013**. Por un lado pensamos que el **volumen de viviendas iniciadas libres estará contenido** en un rango entre las 20.000/45.000 viviendas. Por otro, esperamos que **se aceleren las compraventas de vivienda**. Desde 2008, las necesidades de liquidez de las compañías inmobiliarias y el incremento de la morosidad en los bancos, se ha traducido en numerosas operaciones de permuta inmuebles-deuda. De esta manera, se consigue: i) la continuidad de la empresa inmobiliaria y ii) publicación de un menor ratio de morosidad y menor dotación a provisiones por parte de los bancos. Esto ha implicado que una parte de los activos inmobiliarios estén en el balance de los bancos sin la posibilidad de una reactivación de la oferta a precios menores. Ante esta situación, Banco de España ha incrementado la dotación necesaria para los activos adjudicados con más de un año en balance desde el 10% anterior al 20% por lo que esperamos que se reactive la oferta a un ritmo mayor al actual. Por último, esperamos que el nivel de preventa de las viviendas en construcción se incremente progresivamente hasta el 70% (39% actualmente).

Stock de vivienda sin vender



Fuente: Ministerio de la Vivienda

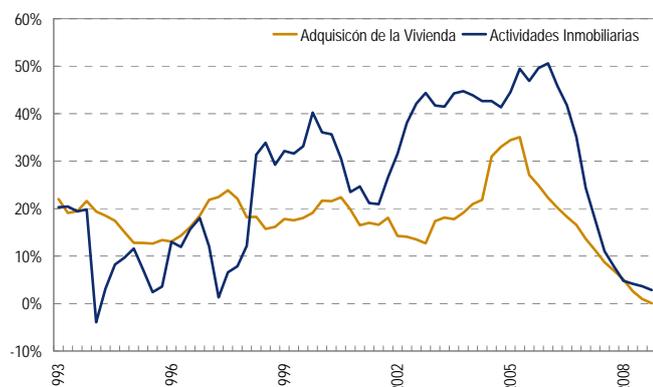
Número de viviendas iniciadas



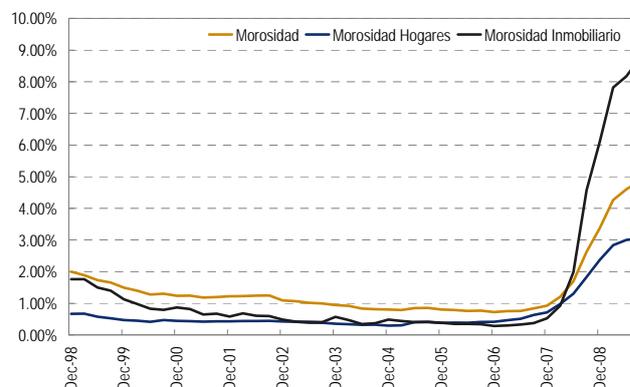
Fuente: Ministerio de Fomento y Caja Madrid.

- Si analizamos **la evolución del crédito** concedido a las actividades inmobiliarias vs. el concedido a los hogares podemos observar (pag. siguiente) como a partir de 2003 se produjo un incremento del crédito inmobiliario significativamente superior al de los hogares. Si a esta situación se añade que la desaceleración del crédito de los hogares comenzó con un año de antelación se explica el exceso de oferta en el sector inmobiliario. La evolución esperada 2010-11 es similar al crecimiento del PIB
- En términos de **morosidad** podemos observar como en la actividad inmobiliaria, fruto del mayor apalancamiento, se ha incrementado significativamente desde la segunda mitad del 2009. Por otro lado, la morosidad de los hogares para la adquisición de vivienda ha aumentado pero en ritmos muy inferiores a la actividad inmobiliaria. Esperamos el pico de morosidad en la segunda parte del año de 2010 en niveles cercanos al 7%.

Evolución del crédito a la vivienda (Tasa interanual)



Morosidad: Actividad Inmobiliaria y Hogares



Fuente: Banco de España

Fuente: Banco de España

El resto de variables de nuestro escenario serían:

- 1) **Precios.** En el anterior ciclo bajista el precio en términos nominales cedió un 9,4% desde máximos a mínimos (Dic 91/Marzo 2003). En términos reales, la disminución fue mayor (-20,9%) en un período de tiempo algo superior (Dic 91/Marzo 2004). Actualmente la caída en términos reales desde finales del 2007 asciende al 11% y nuestra estimación para el período 2007-2012 se eleva al 29% (media anual). En términos nominales se elevaría al 23%, muy superior a la del ciclo anterior; 2) **Esfuerzo financiero bruto.** Los menores precios y cierta estabilidad de los tipos permitiría que el esfuerzo financiero bruto se reduzca hasta el 30% y el esfuerzo bruto ponderado por debajo del 20%. Este último concepto recoge el hecho de que existe más de una persona por hogar trabajando. Pensamos que este nivel marcará el inicio de la recuperación de la demanda de viviendas aunque se producirá en nuestra opinión de forma muy moderada.

Años de caída de viviendas iniciadas vs estimaciones

	Net Afford.	Gross Afford.	Weighted	Rate	Home Prices	%	Real Prices	Starts	%	Approved	%	CPI	GDP	Unemploy ment	NPL
1990	56.4%	66.3%	49.1%	15.7%	565.3	15.6%	8.3%	239.4	-16.1%	275.3	-29.0%	6.7%	3.9%	16.2%	3.6%
1991	61.1%	71.9%	52.0%	16.0%	648.4	14.7%	8.3%	203.8	-14.9%	248.4	-9.8%	5.9%	2.5%	16.3%	4.5%
1993	47.2%	55.5%	39.7%	13.9%	633.9	0.0%	-4.3%	197.0	-6.4%	234.1	-11.6%	4.6%	-1.3%	22.6%	7.9%
1996	35.0%	41.1%	25.1%	9.4%	692.3	1.4%	-2.2%	286.8	-5.1%	319.5	-5.3%	3.6%	2.4%	22.1%	4.9%
2007	45.0%	53.0%	27.3%	5.2%	2,056.4	5.8%	2.8%	651.4	-24.7%	603.4	-33.9%	2.8%	3.6%	8.3%	0.8%
2008	44.9%	52.8%	28.9%	5.9%	2,071.1	0.7%	-3.3%	264.8	-59.4%	252.7	-58.1%	4.1%	0.9%	11.3%	2.2%
2009e	31.8%	37.4%	21.9%	3.4%	1,918.6	-7.4%	-7.1%	110.8	-58.1%	106.1	-58.0%	-0.3%	-3.6%	18.3%	5.5%
2010e	26.7%	31.4%	19.8%	3.4%	1,630.8	-15.0%	-16.2%	100.0	-9.8%	106.1	0.0%	1.4%	-0.5%	19.7%	7.0%
2011e	25.7%	30.3%	19.1%	3.9%	1,549.2	-5.0%	-6.4%	100.0	0.0%	106.1	0.0%	1.5%	1.1%	20.4%	6.0%
2012e	26.6%	31.3%	19.7%	4.4%	1,574.0	1.6%	0.0%	110.0	10.0%	122.1	15.0%	1.6%	1.9%	19.2%	5.0%
2013e	28.5%	33.6%	21.1%	4.9%	1,652.7	5.0%	3.3%	130.0	18.2%	134.3	10.0%	1.6%	1.7%	18.6%	4.0%

Fuente: Estimaciones Caja Madrid Bolsa

STOCK DE VIVIENDAS SIN VENDER

	2,004	2,005	2,006	2,007	2,008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Viviendas Iniciadas libres	621,257	635,608	664,923	532,117	237,959	55,400	25,000	20,000	25,000	45,000
Viv. Libre en construcción		932,620	999,911	952,363	626,691	282,091	157,091	97,091	72,091	67,091
Viv. Libres Terminadas	509,293	528,754	597,632	579,665	563,631	400,000	150,000	80,000	50,000	50,000
Transacciones (Notarios)	267,540	306,060	377,156	364,506	291,478	201,449	350,000	350,000	300,000	100,000
Stock Viv. terminadas sin vender					613,512.0	812,063.0	612,063.0	342,063.0	92,063.0	42,063.0
Viv. en construcción sin vender					384,050	141,046	62,836	29,127	21,627	20,127
% Sin vender					61.3%	50.0%	40.0%	30.0%	30.0%	30.0%
TOTAL STOCK					997,562	953,109	674,899	371,190	113,690	62,190

GRUPO SAN JOSE: Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Sales	1,560	1,350	1,084	996	989	1,106
Cost of Sales & Operating Costs	1,404	1,268	1,013	924	914	1,023
Non Recurrent Expenses/Income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	156	82.1	71.1	71.8	75.1	83.7
EBITDA (adj.)*	156	82.1	71.1	71.8	75.1	83.7
Depreciation	-14.3	-15.1	-14.6	-16.1	-17.2	-19.9
EBITA	142	67.1	56.5	55.8	57.8	63.8
EBITA (adj)*	142	67.1	56.5	55.8	57.8	63.8
Amortisations and Write Down s	7.5	-76.2	-43.7	0.0	0.0	0.0
EBIT	150	-9.2	12.8	55.8	57.8	63.8
EBIT (adj.)*	150	-9.2	12.8	55.8	57.8	63.8
Net Financial Interest	-54.8	-73.5	-71.2	-64.3	-75.7	-83.5
Other Financials	0.0	-3.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Associates	3.3	-6.4	-1.7	0.0	0.4	64.6
Other Non Recurrent Items	5.9	-7.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Earnings Before Tax (EBT)	104	-99.6	-60.1	-8.5	-17.5	44.9
Tax	-46.7	31.0	24.3	2.6	5.4	5.9
<i>Tax rate</i>	<i>44.9%</i>	<i>31.1%</i>	<i>40.4%</i>	<i>30.0%</i>	<i>30.6%</i>	<i>nm</i>
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	-22.8	23.3	0.7	1.0	1.0	1.1
Net Profit (reported)	34	-45	-35	-5	-11	52
Net Profit (adj.)	30	13	-9	-5	-11	52
CASH FLOW (EURm)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Cash Flow from Operations before change in NWC	85.7	34.6	-10.6	10.2	4.9	33.6
Change in Net Working Capital	-771	-173	-58.4	7.8	-10.4	2.4
Cash Flow from Operations	-685	-139	-69.0	18.0	-5.5	36.0
Capex	-0.8	-0.8	-14.6	-16.1	-17.2	-19.9
Net Financial Investments	-470	26.0	-19.5	-35.9	-40.1	-30.1
Free Cash Flow	-1,156	-114	-103	-34.0	-62.8	-14.0
Dividends	-5.5	-5.5	0.0	0.0	0.0	-10.4
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	60.7	-271	64.4	0.0	0.0	0.0
Change in Net Debt	-1100	-390	-39	-34	-63	-24
NOPLAT	82	-6	8	39	40	72
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Net Tangible Assets	580	573	657	693	734	765
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	61.4	17.2	17.4	17.4	17.3	17.3
Net Financial Assets & Other	144	124	175	175	174	173
Total Fixed Assets	785	714	849	885	926	956
Net Working Capital	1,213	1,485	1,369	1,358	1,368	1,369
Net Capital Invested	1,998	2,200	2,219	2,244	2,294	2,325
Group Shareholders Equity	573	435	413	407	395	436
<i>o/w own Shareholders Equity</i>	<i>202</i>	<i>162</i>	<i>380</i>	<i>375</i>	<i>364</i>	<i>406</i>
Net Debt	1,213	1,603	1,642	1,676	1,739	1,763
Provisions	13	17	26	34	43	52
Other Net Liabilities or Assets	199	144	138	126	117	74
Net Capital Employed	1,998	2,200	2,219	2,244	2,294	2,325
GROWTH & MARGINS	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<i>Sales growth</i>	<i>19.0%</i>	<i>-13.5%</i>	<i>-19.7%</i>	<i>-8.1%</i>	<i>-0.7%</i>	<i>11.9%</i>
EBITDA (adj.)* growth	83.4%	-47.5%	-13.4%	1.0%	4.5%	11.5%
<i>EBITA (adj.)* growth</i>	<i>79.7%</i>	<i>-52.8%</i>	<i>-15.8%</i>	<i>-1.3%</i>	<i>3.8%</i>	<i>10.2%</i>
<i>EBIT (adj)* growth</i>	<i>94.8%</i>	<i>-chg</i>	<i>+chg</i>	<i>335.2%</i>	<i>3.8%</i>	<i>10.2%</i>
<i>Net Profit growth</i>	<i>-30.2%</i>	<i>-57.3%</i>	<i>-chg</i>	<i>+chg</i>	<i>-chg</i>	<i>+chg</i>
EPS adj. growth	-30.2%	-57.3%	-chg	+chg	-chg	+chg
<i>DPS adj. growth</i>	<i>8.7%</i>	<i>0.0%</i>	<i>-chg</i>			<i>+chg</i>
EBITDA margin	10.0%	6.1%	6.6%	7.2%	7.6%	7.6%
<i>EBITDA (adj)* margin</i>	<i>10.0%</i>	<i>6.1%</i>	<i>6.6%</i>	<i>7.2%</i>	<i>7.6%</i>	<i>7.6%</i>
<i>EBITA margin</i>	<i>9.1%</i>	<i>5.0%</i>	<i>5.2%</i>	<i>5.6%</i>	<i>5.9%</i>	<i>5.8%</i>
<i>EBITA (adj)* margin</i>	<i>9.1%</i>	<i>5.0%</i>	<i>5.2%</i>	<i>5.6%</i>	<i>5.9%</i>	<i>5.8%</i>
<i>EBIT margin</i>	<i>9.6%</i>	<i>nm</i>	<i>1.2%</i>	<i>5.6%</i>	<i>5.9%</i>	<i>5.8%</i>
<i>EBIT (adj)* margin</i>	<i>9.6%</i>	<i>nm</i>	<i>1.2%</i>	<i>5.6%</i>	<i>5.9%</i>	<i>5.8%</i>

GRUPO SAN JOSE: Summary tables

RATIOS	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Net Debt/Equity	2.1	3.7	4.0	4.1	4.4	4.0
Net Debt/EBITDA	7.8	19.5	23.1	23.3	23.2	21.1
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	2.9	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0
Capex/D&A	11.7%	0.9%	25.1%	100.0%	100.0%	100.0%
Capex/Sales	0.1%	0.1%	1.3%	1.6%	1.7%	1.8%
NWC/Sales	77.7%	110.1%	126.3%	136.4%	138.4%	123.8%
ROE (average)	15.2%	7.1%	-3.2%	-1.3%	-3.0%	13.5%
ROCE (adj.)	4.4%	-0.3%	0.4%	1.9%	1.9%	3.4%
WACC	6.9%	6.3%	5.2%	5.1%	5.3%	5.4%
ROCE (adj.)/WACC	0.6	0.0	0.1	0.4	0.4	0.6
PER SHARE DATA (EUR)***	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Average diluted number of shares	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0
EPS (reported)	0.53	-0.70	-0.54	-0.08	-0.17	0.80
EPS (adj.)	0.47	0.20	-0.13	-0.08	-0.17	0.80
BVPS	3.11	2.49	5.84	5.77	5.60	6.24
DPS	0.08	0.08	0.00	0.00	0.00	0.16
VALUATION	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
EV/Sales			1.8	2.0	2.1	1.9
EV/EBITDA			28.1	27.5	27.2	24.6
EV/EBITDA (adj.)*			28.1	27.5	27.2	24.6
EV/EBITA			35.4	35.4	35.2	32.3
EV/EBITA (adj.)*			35.4	35.4	35.2	32.3
EV/EBIT			nm	35.4	35.2	32.3
EV/EBIT (adj.)*			nm	35.4	35.2	32.3
P/E (adj.)			nm	nm	nm	8.5
P/BV			1.3	1.2	1.2	1.1
Total Yield Ratio			0.0%	0.0%	2.3%	2.8%
EV/CE			1.0	1.0	1.0	1.0
OpFCF yield			-16.7%	0.4%	-5.1%	3.6%
OpFCF/EV			-4.2%	0.1%	-1.1%	0.8%
Payout ratio	15.9%	-12.1%	0.0%	0.0%	0.0%	20.0%
Dividend yield (gross)			0.0%	0.0%	0.0%	2.3%
EV AND MKT CAP (EURm)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Price** (EUR)			7.7	6.8	6.8	6.8
Outstanding number of shares for main stock	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0
Total Market Cap			501	442	442	442
Net Debt	1,213	1,603	1,642	1,676	1,739	1,763
<i>o/w Cash & Marketable Securities (-)</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>
<i>o/w Gross Debt (+)</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>
Other EV components	227	150	-142	-142	-143	-143
Enterprise Value (EV adj.)			2,001	1,976	2,038	2,062

Source: Company, Caja Madrid Bolsa estimates.

Notes

* Where EBITDA (adj.) or EBITA (adj) or EBIT (adj.)= EBITDA (or EBITA or EBIT) +/- Non Recurrent Expenses/Income

**Price (in local currency): Fiscal year end price for Historical Years and Current Price for current and forecasted years

***EPS (adj.) diluted= Net Profit (adj.)/Avg DIL. Ord. (+ Ord. equivalent) Shs. EPS (reported) = Net Profit reported/Avg DIL. Ord. (+ Ord. equivalent) Shs.

Sector: Construction & Materials/Construction

Company Description: GSJ is a diversified group mainly exposed to construction, real estate, services and to energy installation construction. Also promote big real estate developments like "Operación Chamartin"

ESN Recommendation System

The ESN Recommendation System is **Absolute**. It means that each stock is rated on the basis of a **total return**, measured by the upside potential (including dividends and capital reimbursement) over a **12 month time horizon**.

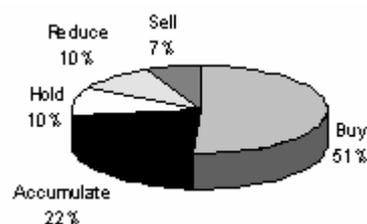
The ESN spectrum of recommendations (or ratings) for each stock comprises 5 categories: **Buy, Accumulate (or Add), Hold, Reduce and Sell (in short: B, A, H, R, S)**.

Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

Meaning of each recommendation or rating:

- **Buy:** the stock is expected to generate total return of **over 20%** during the next 12 months time horizon
- **Accumulate:** the stock is expected to generate total return of **10% to 20%** during the next 12 months time horizon
- **Hold:** the stock is expected to generate total return of **0% to 10%** during the next 12 months time horizon.
- **Reduce:** the stock is expected to generate total return of **0% to -10%** during the next 12 months time horizon
- **Sell:** the stock is expected to generate total return **under -10%** during the next 12 months time horizon
- **Rating Suspended:** the rating is suspended due to a capital operation (take-over bid, SPO, ...) where the issuer of the document (a partner of ESN) or a related party of the issuer is or could be involved or to a change of analyst covering the stock
- **Not Rated:** there is no rating for a company being floated (IPO) by the issuer of the document (a partner of ESN) or a related party of the issuer

Caja Madrid Ratings Breakdown

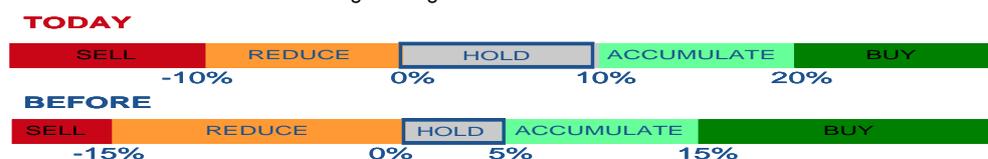


History of ESN Recommendation System

Since 18 October 2004, the Members of ESN are using an Absolute Recommendation System (before was a Relative Rec. System) to rate any single stock under coverage.

Since 4 August 2008, the ESN Rec. System has been amended as follow.

- Time horizon changed to 12 months (it was 6 months)
- Recommendations Total Return Range changed as below:



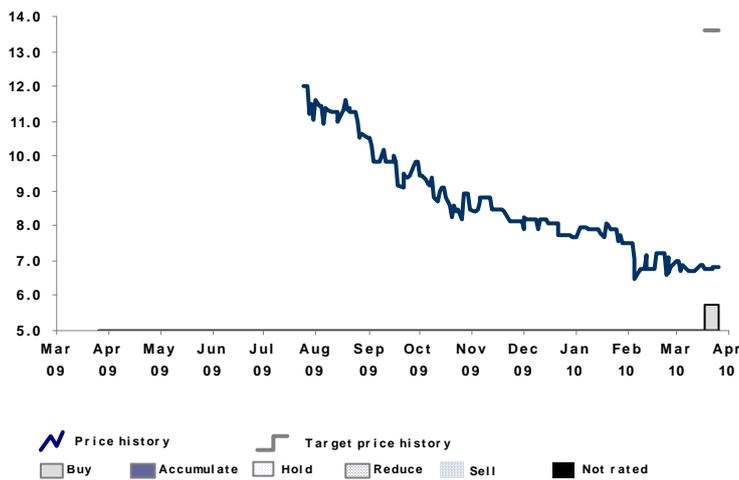


Recommendation history for GRUPO SAN JOSE

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
18-Mar-10	Buy	13.60	6.76

Source: Factset & ESN, price data adjusted for stock splits.

This chart shows Caja Madrid Bolsa continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period. Current analyst: Rafael Fernández de Heredia (since 26/03/2010)



Information regarding Market Abuse and Conflicts on Interests available on our web page: www.cajamadridbolsa.es and our offices.

The information and opinions contained in this document have been compiled by Caja Madrid Bolsa, S.V., from sources believed to be reliable. This document is not intended to be an offer, or a solicitation to buy or sell relevant securities. Caja Madrid Bolsa, S.V., will not take any responsibility whatsoever for losses which may derive from use of the present document or its contents, CMB can occasionally have positions in some of the securities mentioned in this report, through its trading portfolio or negotiation. Additionally, there can exist a commercial relation between CMB, Caja Madrid and the mentioned companies

Disclaimer:

These reports have been prepared and issued by the Members of European Securities Network LLP ('ESN'). ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof), are neither liable for the proper and complete transmission of these reports nor for any delay in their receipt. Any unauthorised use, disclosure, copying, distribution, or taking of any action in reliance on these reports is strictly prohibited. The views and expressions in the reports are expressions of opinion and are given in good faith, but are subject to change without notice. These reports may not be reproduced in whole or in part or passed to third parties without permission. The information herein was obtained from various sources. ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) do not guarantee their accuracy or completeness, and neither ESN, nor its Members, nor its Members' affiliates (nor any director, officer or employee thereof) shall be liable in respect of any errors or omissions or for any losses or consequential losses arising from such errors or omissions. Neither the information contained in these reports nor any opinion expressed constitutes an offer, or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or any options, futures or other derivatives related to such securities ('related investments'). These reports are prepared for the clients of the Members of ESN only. They do not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive any of these reports. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or investment strategies discussed or recommended in these reports and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in these reports. In addition, investors in securities such as ADRs, whose value are influenced by the currency of the underlying security, effectively assume currency risk. ESN, its Members and their affiliates may submit a pre-publication draft (without mentioning neither the recommendation nor the target price/fair value) of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies. Like all members employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability. For further details about the specific risks of the company and about the valuation methods used to determine the price targets included in this report/note, please refer to the latest relevant published research on single stock. Research is available through your sales representative. ESN will provide periodic updates on companies or sectors based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. Unless agreed in writing with an ESN Member, this research is intended solely for internal use by the recipient. Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Australia, Canada or Japan or distributed, directly or indirectly, in Australia, Canada or Japan or to any resident thereof. This document is for distribution in the U.K. Only to persons who have professional experience in matters relating to investments and fall within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the "order") or (ii) are persons falling within article 49(2)(a) to (d) of the order, namely high net worth companies, unincorporated associations etc (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The distribution of this document in other jurisdictions or to residents of other jurisdictions may also be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report you agree to be bound by the foregoing instructions. You shall indemnify ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) against any damages, claims, losses, and detriments resulting from or in connection with the unauthorized use of this document.

For additional information and individual disclaimer please refer to www.esnpartnership.eu and to each ESN Member websites:

www.bancaakros.it
www.caixabi.pt
www.cajamadridbolsa.es
www.cmcics.com
www.danskeequities.com
www.degroof.be
www.equinet-ag.de
www.ibg.gr
www.ncb.ie
www.snssecurities.nl

Members of ESN (European Securities Network LLP)



Banca Akros S.p.A.

Viale Eginardo, 29
20149 Milano
Italy
Phone: +39 02 43 444 389
Fax: +39 02 43 444 302



Bank Degroof

Rue de l'Industrie 44
1040 Brussels
Belgium
Phone: +32 2 287 91 16
Fax: +32 2 231 09 04



Caixa-Banco de Investimento

Rua Barata Salgueiro, 33-5
1269-050 Lisboa
Portugal
Phone: +351 21 389 68 00
Fax: +351 21 389 68 98



Caja Madrid Bolsa S.V.B.

Serrano, 39
28001 Madrid
Spain
Phone: +34 91 436 7813
Fax: +34 91 577 3770



CM-CIC Securities

CM - CIC Securities
6, avenue de Provence
75441 Paris
Cedex 09
France
Phone: +33 1 4016 2692
Fax: +33 1 4596 7788



Danske Markets

Equities



Danske Markets Equities

Holmens Kanal 2-12
DK-1092 Copenhagen K
Denmark
Phone: +45 45 12 00 00
Fax: +45 45 14 91 87



equinet

The Equity Group

Equinet AG

Gräfrstraße 97
60487 Frankfurt am Main
Germany
Phone: +49 69 - 58997 - 410
Fax: +49 69 - 58997 - 299



INVESTMENT BANK OF GREECE

MEMBER OF GROUP MARFIN POPULAR BANK

Investment Bank of Greece

24B, Kifisias Avenue
151 25 Marousi
Greece
Phone: +30 210 81 73 000
Fax: +30 210 68 96 325



NCB Stockbrokers Ltd.

3 George Dock,
Dublin 1
Ireland
Phone: +353 1 611 5611
Fax: +353 1 611 5781



SNS Securities

SNS Securities N.V.
Nieuwezijds Voorburgwal 162
P.O.Box 235
1000 AE Amsterdam
The Netherlands
Phone: +31 20 550 8500
Fax: +31 20 626 8064



European Securities Network LLP
Registered office c/o Withers LLP
16 Old Bailey - London EC4M 7EG