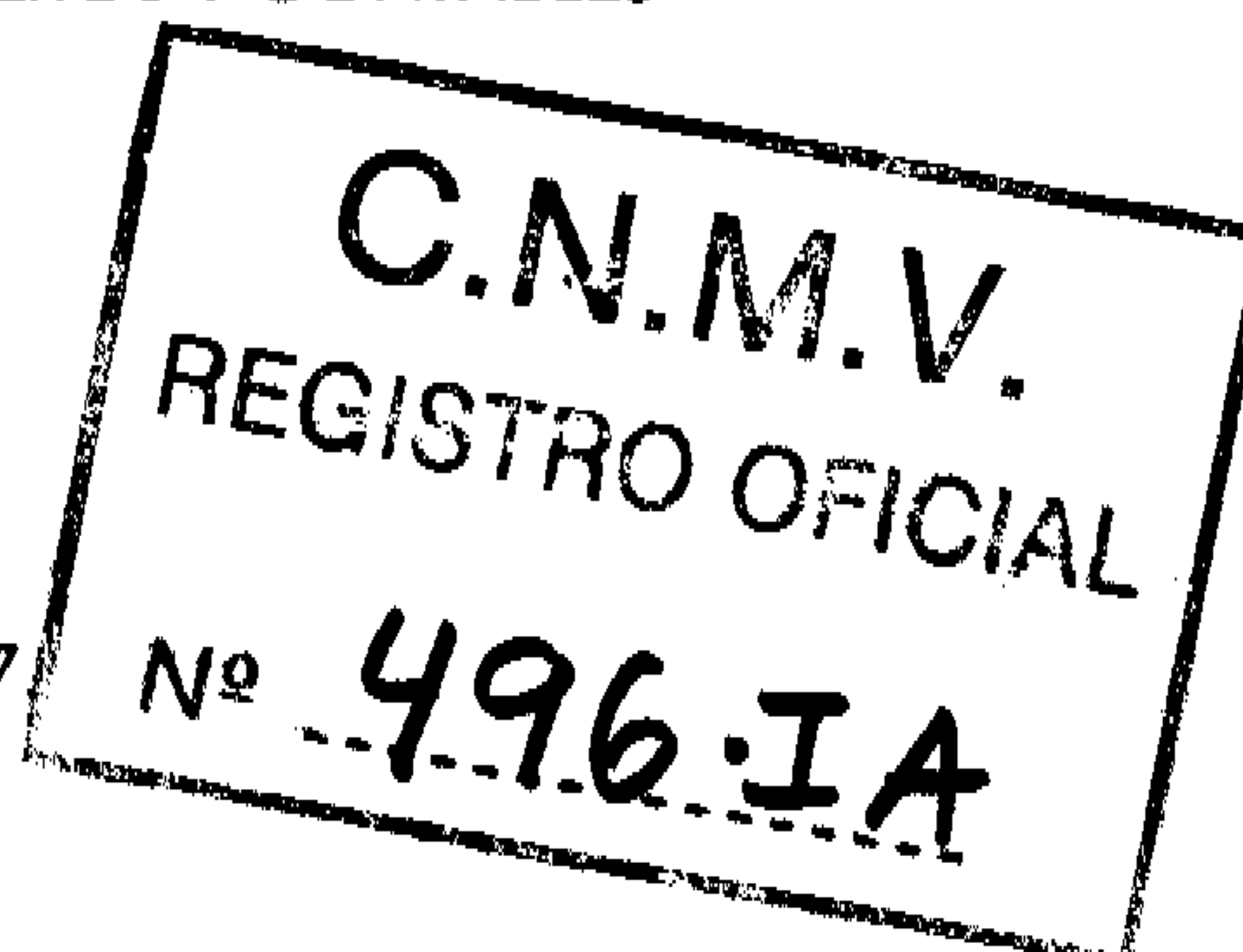


**COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**  
DIRECCIÓN DE INFORMES FINANCIEROS Y CONTABLES  
Ps / de la Castellana, 19  
28046 Madrid.

Comisión Nacional  
del Mercado de Valores  
REGISTRO DE ENTRADA  
Nº 2007086832 07/09/2007 14:09  

Madrid, a 7 de septiembre de 2007

Muy Srs. nuestros:

Con fecha 26 de julio hemos recibido requerimiento de ampliación de información de algunas notas de las Cuentas Anuales de SACYR VALLEHERMOSO, S.A., emitido por la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES y enviado el día 23 con nº de Registro de Salida 2007041872.

En atención a este requerimiento de información les acompañamos respuesta a los nueve puntos solicitados:

#### **PUNTO 1**

Tal y como se menciona en la nota 3 b) de las cuentas anuales consolidadas, durante el ejercicio 2006 el Grupo ha optado por modificar el estimado contable sobre el que basa la amortización de sus activos revertibles, es decir, la referida a aquella parte de los activos concesionales que no se amortizan técnicamente durante el plazo concesional, bien por no depreciarse técnicamente, o bien por tener una vida útil superior a dicho periodo.

El mencionado cambio de estimado contable se basa en lo siguiente:

Inicialmente, en el momento de la primera aplicación de las NIIF, el criterio seguido por el Grupo, y prácticamente por todo el sector en España, para la amortización de estos activos revertibles fue lineal como consecuencia de una interpretación muy restrictiva del párrafo 98 de la NIC 38, que señalaba que "en raras ocasiones" podía defenderse un método de amortización distinto al lineal, aunque no había ninguna interpretación formal por parte del IASB. Posteriormente, el propio IASB matizó que se estaba haciendo una interpretación excesivamente restrictiva, entendiéndose la expresión "en raras ocasiones" como "nunca".

Consecuentemente, interpretamos que se permiten amortizaciones diferentes a las lineales en función del consumo de los beneficios que proporciona el activo.

Ante esta situación de falta de interpretaciones formales, el Grupo Sacyr Vallehermoso decide analizar detalladamente el mencionado párrafo 98 de la NIC 38, que reproducimos íntegramente a continuación:

"Pueden utilizarse diferentes métodos para distribuir el importe amortizable de un activo, de forma sistemática, a lo largo de su vida útil. Entre dichos métodos se encuentran el de amortización lineal, el de porcentaje constante sobre importe en libros o el de las unidades producidas. El método usado para cada activo se seleccionará a partir del patrón esperado de consumo de los beneficios económicos futuros esperados y se aplicará de forma uniforme en cada ejercicio, salvo que se produzca un cambio en los patrones esperados de consumo de dichos beneficios económicos futuros derivados del activo.

En raras ocasiones, o quizá en ninguna, existirá una evidencia suficiente como para apoyar un método de amortización que produzca, en los activos intangibles con

una vida útil finita, una amortización acumulada menor que la obtenida al utilizar el método de amortización lineal."

Lo anterior implica analizar detalladamente cual es el patrón esperado de consumo de los beneficios económicos futuros de los activos concesionales, para lo que necesitamos explicar la esencia de los contratos de concesión, desde varios puntos de vista:

- Económicamente: Los contratos de concesión implican el registro de un activo intangible, depreciable durante la vida de la concesión. Los ingresos del proyecto deben cubrir los costes de amortización del activo, los financieros, así como los de explotación y mantenimiento.
- Financieramente: La inversión en la infraestructura se financia con deuda "Project Finance", sin recurso al accionista. Los cobros del proyecto deben cubrir el pago de esta deuda, así como los costes financieros y los operacionales.

También analizamos las distintas opiniones e interpretaciones, especialmente de los agentes vinculados con las NIIF y/o con el sector concesional. Resumidamente existen dos interpretaciones para el método de amortización de estos activos sujetos a reversión: lineal o por unidades de producción, si bien en esta última hay dos posturas razonadas, que consisten en tomar como unidades de producción: los tráficos o los ingresos.

- Tráficos: Entendemos que se pueden asimilar tráficos por ser una unidad física medible, pero en este caso habría que aceptar que la concesión "produce tráfico" cuando lo que hace es prestar un servicio, actividad esta distinta de la de producción de bienes. Por esto consideramos que la norma se refiere al concepto de unidades producidas, como elemento físico, para aquellas concesiones que impliquen licencias para producción o para extracción como por ejemplo las mineras, en las que la concesión revierte cuando se producen o extraigan las cantidades autorizadas. Por otra parte, en la aplicación práctica, es complejo determinar el concepto de tráfico, ya que podría interpretarse de forma diferente el tráfico pesado del ligero; también es complejo utilizar este concepto en aquellas concesiones que tienen tramos u horarios con tráfico pero por el que no cobran, financiándose de otros tramos u horarios con peaje.
- Ingresos: La reflexión sobre cual es la unidad de producción de un contrato de concesión nos obliga a repasar la esencia de los contratos de concesión, como hemos comentado previamente, los ingresos sirven para amortizar la inversión y para pagar la deuda. Deteniéndonos en la línea de los ingresos, estos sirven para garantizar al banco financiador el cobro de la deuda y sirven porque el ingreso se compone de tres factores: tarifa, aprobada y regulada por el órgano concedente de acuerdo el marco contractual y legal vigente, estimación de crecimiento de tráfico, predecible con mucha fiabilidad por los expertos externos, y estimación de inflación, también predecible de manera fiable.

La fiabilidad y confianza en la estimación de la curva de ingresos es tal, que sirve al principal acreedor del proyecto, la entidad financiera, para prestar la totalidad de los recursos financieros necesarios para la inversión en la infraestructura, con la única garantía del proyecto, es decir con la única garantía de la estimación de ingresos.

En algunos contratos de concesión los ingresos por prestar el servicio en determinados tramos financian la inversión en bienes no afectos al tráfico e incluso en bienes ajenos o no necesarios para la prestación del servicio remunerado, esto evidencia que los ingresos cubren la inversión realizada independientemente del tráfico al que presta servicio.

En otros contratos existe la obligatoriedad de prestar el servicio en determinados periodos o tramos de la infraestructura sin obtener ingresos, en estos casos si tomáramos el tráfico como unidades de producción tendríamos que computar el coste de amortización sin la contrapartida de ingresos lo que llevaría a contabilizar perdidas en determinados periodos. Aunque desde la aplicación de las NIIF desaparece el principio de correlación de ingresos y gastos, consideramos erróneo aplicar políticas contables que reflejen pérdidas en determinados periodos, cuando no estaban previstas o por el contrario, y mucho mas grave, reflejar beneficios superiores a los reales en los periodos con ingresos que podrían llevar a una percepción equivocada sobre la rentabilidad del proyecto. En estos casos consideramos mas acertado tomar los ingresos frente a los tráficos, como unidad de producción.

Por el mismo motivo, un criterio de amortización lineal nos llevaría a contabilizar beneficios superiores a los reales en los periodos con ingresos.

Adicionalmente, el caso de tomar solo los tráficos productores de ingresos estaríamos discriminando entre los que producen y no producen ingresos como unidad de producción, criterio que bajo nuestro punto de vista puede resultar inconsistente.

Tampoco podemos considerar estos contratos como activo financiero por no tener certeza absoluta de obtener el máximo de ingresos permitidos, es decir, existe cierto riesgo de demanda en función de la utilización del servicio pactado.

En consecuencia, el Grupo Sacyr Vallehermoso ha considerado que el método que mejor se ajusta, para distribuir la amortización de los activos concesionales revertibles a lo largo de su vida útil, es el de unidades de producción, en base al patrón de consumo de los beneficios económicos futuros, tomando como unidades de producción los ingresos de la concesión.

#### Política del Grupo:

El Grupo aplica, resumidamente la siguiente política contable:

- a. Cuando el contrato de concesión consista básicamente en una autorización para producir, extraer o prestar un servicio, con la limitación de una cierta cantidad de unidades, produciéndose la reversión cuando esto suceda, el método más adecuado será el de las unidades producidas.
- b. Cuando el contrato de concesión consista básicamente en una autorización para producir, extraer o prestar un servicio, se regulen las tarifas por el concedente y estas sean el principal factor para recuperar la inversión por el concesionario, según el Plan Económico Financiero aprobado por el concedente, el método de amortización mas adecuado será el de las unidades producidas, tomando como unidades producidas los ingresos.
- c. Cuando el contrato de concesión no regule las tarifas a aplicar por el concedente y este no pueda estimar con cierta fiabilidad la curva de ingresos, el método de amortización mas adecuado será el lineal.

No obstante, el Grupo Sacyr Vallehermoso se adaptará inmediatamente a las interpretaciones oficiales que hagan los reguladores sobre este asunto.

#### Efecto en las Cuentas Consolidadas:

En el caso en que la amortización de los activos revertibles de las sociedades concesionarias del Grupo se hubiera realizado atendiendo a un criterio en función de los tráficos, la cuenta de resultados consolidada del Grupo presentaría un menor resultado después de impuestos por importe de 18.452 miles de euros.

Tal y como ya se ha comentado anteriormente, y como también se indica en la nota 3 c.7) de las cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2006, el criterio de amortización asociado al patrón de consumo económico se aplica exclusivamente a aquellos activos que no son objeto de una amortización técnica. Por tanto, los activos concesionales con una vida útil inferior al periodo concesional se amortizan técnicamente en función de su vida útil. Así pues, no procede cuantificar el efecto solicitado, pues el mismo se encuentra adecuadamente registrado en las cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2006.

## **PUNTO 2**

En noviembre de 2006, el Grupo Sacyr Vallehermoso adquirió el 50% de Europistas Concesionaria Española, S.A. de acuerdo con la NIIF 3 relativa a Combinaciones de Negocio se adjuntan los ingresos ordinarios y el resultado del periodo de la entidad resultante como si la fecha de adquisición hubiera sido 1 de enero de 2006:

<u>Miles de euros</u>	<b>2006</b>
Ingresos ordinarios	73.312
Resultado	1.207

Consideramos como entidad resultante al Grupo Europistas consolidado de acuerdo con Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas por la Unión Europea (en adelante NIIF).

## **PUNTO 3**

### **3.1.**

La sociedad Empresa Mixta de Aguas de Las Palmas (EMALSA) en el ejercicio 2005 se consolidaba por el método de la participación, mientras que en 2006 pasó a consolidarse por integración proporcional dado que se acreditó gestión conjunta sobre el negocio. Por su parte, la sociedad Habitat Network se consolidó, tanto en 2005 como en 2006, por el método de la participación.

Conforme indica la NIC 28 en el párrafo 23, los fondos de comercio relacionados con las empresas asociadas se incluyen en el importe en libros de la inversión. Por tanto, tanto en las memorias de los ejercicios 2005 y 2006, los fondos de comercio correspondientes a EMALSA y Habitat Network deberían haberse incluido como mayor valor de las inversiones contabilizadas por el método de la participación.

A continuación se detallan los importes de las inversiones contabilizadas por el método de la participación en Emalsa y Habitat Network aplicando el criterio mencionado en el párrafo anterior:

<i>Miles euros</i>	<b>Invers. método participac.</b>	
	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Emalsa	25.902	---
Habitat Network	1.687	1.690

### 3.2.

En el ejercicio 2006 se ha registrado un fondo de comercio por importe de 95,3 millones de euros como consecuencia de la adquisición de un 8,63% de Itinere Infraestructuras, S.A. Con esta adquisición el porcentaje de participación sobre Itinere Infraestructuras, S.A. pasa de un 82,75% en 2005 a un 91,38% en 2006.

En marzo de 2006, la sociedad holding Sacyr Vallehermoso, S.A. invirtió 119,7 millones de euros por la adquisición del 8,63% de Itinere Infraestructuras, S.A. a CXG Corporación Caixa Galicia, S.A.

La adquisición de un porcentaje minoritario no se considera combinación de negocio y por tanto no está regulada por la NIIF 3 ( ver párrafos 4-9 de la NIIF 3 en la que se identifica una combinación de negocios), ya que antes de esta adquisición Sacyr Vallehermoso ya tenía el control de Itinere.

Por lo tanto interpretamos que, por la adquisición de una participación minoritaria en una sociedad que ya era considerada como dependiente, no se puede proceder a modificar el valor razonable de los activos y pasivos provenientes de la combinación de negocios realizada con anterioridad. Por tanto interpretamos que la diferencia entre el precio pagado y el valor de la participación se puede registrar como menores reservas o como fondo de comercio. El Grupo Sacyr Vallehermoso ha optado por esta segunda opción, registrando la diferencia entre el importe pagado y el valor registrado en el epígrafe accionistas minoritarios, correspondiente a la participación adquirida, como fondo de comercio.

### 3.3.

A 31 de diciembre de 2006, el registro contable de los fondos de comercio relacionados con empresas asociadas (con la excepción de Habitat Network como esta indicado en el punto 3.1, existiendo una reclasificación de 1,4 millones de euros) es acorde con lo establecido en la NIC 28 relativa a inversiones en entidades asociadas.

A 31 de diciembre de 2006, los principales fondos de comercio del Grupo Sacyr Vallehermoso corresponden a la adquisición durante los años 2005 y 2006 de las participaciones en Itinere Infraestructuras, Sufi y Somague. En todos los casos, el importe recuperable de cada unidad generadora de efectivo, está basado en el valor de uso obtenido conforme al método de valoración de descuento de flujos de caja futuros esperados, aplicando una tasa de descuento que refleja el valor en el tiempo y considerando los riesgos específicos asociados al activo.

La valoración de Itinere se ha realizado conforme a dos metodologías diferentes, que ofrecen un rango de valor que permite determinar el posible deterioro del mismo. La primera metodología se basa en el descuento de dividendos durante todo el periodo concesional; la segunda metodología se basa en el descuento de flujos de caja derivados de las proyecciones financieras de cada una de las concesiones hasta el final de las mismas.

La diferencia fundamental entre las dos metodologías expuestas es la restricción contable y legal al reparto de dividendos que existe en las diferentes sociedades, lo que produce que el descuento de dividendos en términos de valor, esté por debajo del descuento de flujos de caja. Si no existiesen las restricciones contables y/o legales al reparto de dividendos, tales como la dotación a la reserva legal o la existencia de beneficio para el reparto de la tesorería disponible, ambas metodologías ofrecerían exactamente el mismo valor.

Las hipótesis clave sobre las que la Dirección del Grupo ha basado sus proyecciones financieras, partiendo de la situación de partida de cada proyecto concesional objeto de valoración individualizada, son las siguientes:

- Revisión de **tarifas**, conforme a lo establecido en los respectivos contratos concesionales de cada proyecto o en la legislación aplicable a este tipo de contratos. En la totalidad de los casos, esta revisión es una función directa de la inflación, por lo que se han utilizado las estimaciones de evolución de este parámetro, atendiendo a las peculiaridades de cada mercado en que se desarrolla la actividad.
- Crecimientos de **tráfico**, cuyas estimaciones se han realizado tomando en consideración la evolución previsible de cada proyecto, considerando la amplia experiencia histórica disponible, así como las características específicas de cada área geográfica, la situación actual y las perspectivas de desarrollo de cada concesión.
- **Inversiones y gastos** de operación previstos, también sobre el análisis específico de cada uno de los proyectos concesionales.
- Necesidades **financieras** y condiciones específicas para la obtención de los recursos (costes, plazos, ratios, etc.) de cada proyecto concesional.

Dadas las peculiaridades de la actividad concesional (cada proyecto está sujeto a un plazo concreto y habitualmente predeterminado, al final del cual la inversión revierte a la Administración sin compensación), el periodo sobre el que se han proyectado los flujos de efectivo se corresponde con el plazo de duración de cada Proyecto Concesional. Las tasas de crecimiento de cada una de las hipótesis anteriormente señaladas, fundamentalmente el tráfico y la revisión de tarifas, se han estimado atendiendo a las peculiaridades de cada mercado en que se desarrolla la actividad, sobre la base de la experiencia histórica existente en el Grupo, así como a las previsiones macroeconómicas de cada país.

Según se indica también en la nota 8.2 de las Cuentas Anuales Consolidadas de 2006, el descuento se realiza utilizando una TIR referenciada a un bono a diez años del país donde opera la concesionaria y una Beta que refleje el apalancamiento de la sociedad. Mas concretamente, para el cálculo de la tasa de descuento, entendida como la rentabilidad exigida al proyecto o Ke, se ha considerado el método del Capital Asset Pricing Model (C.A.P.M), estableciendo una tasa libre de riesgo (Bono del Estado a 10 años) más una prima de mercado acorde con el nivel de apalancamiento y percepción de riesgo de la sociedad. Bajo estos parámetros, la rentabilidad requerida o Ke (Cost of Equity) para España y Chile (principales mercados geográficos en los que el Grupo ITINERE desarrolla su actividad) es del 7% y del 8% respectivamente.

La valoración de Somague, que asume las mismas hipótesis clave que Itinere, se ha realizado descontando, para varias sociedades concesionarias de autopistas y de aguas, los flujos esperados que recibirá el accionista a lo largo de los periodos

concesionales conforme a los planes económico financieros. Las principales hipótesis que respaldan la valoración son las siguientes:

- Las tasas de crecimiento utilizadas se sitúan en un rango entre el 2% y el 4%.
- Las tasas de descuento se basan en el coste estimado del capital (C.A.P.M.) calculado en función de una tasa libre de riesgo referenciada a obligaciones del tesoro portuguesas a 15 años, una beta que refleja el riesgo de los activos y el nivel de apalancamiento y una prima de riesgo del mercado. Bajo estos supuestos, la tasa de descuento  $K_e$  (Cost of Equity) se sitúa en un rango entre el 7% y el 10%.

La valoración de Sufi se ha realizado en función de un descuento de los flujos de efectivo estimados hasta el final de los periodos concesionales de los distintos proyectos. Las hipótesis clave sobre las que la gerencia ha basado las proyecciones han sido las siguientes:

- Las tasas de crecimiento utilizadas se sitúan en un rango entre el 2% y el 4%.
- Las tasas de descuento se basan en el coste medio ponderado del capital (CMPC) y se sitúan en un rango entre el 6% y el 8%.

No se ha producido ni es razonablemente factible que se produzca un cambio en ninguna de las hipótesis clave sobre las cuales la gerencia ha basado su determinación del importe recuperable de la unidad (o grupo de unidades) que pudiera suponer que el importe en libros de la unidad (o grupo de unidades) excediera a su importe recuperable. Con periodicidad anual se realizan análisis de sensibilidad (en especial se formulan varias hipótesis para variaciones en tasas de descuento y tasas de crecimiento) que garanticen que no existe, bajo cualquiera de los escenarios, repercusión alguna en la recuperación de los fondos de comercio del Grupo.

#### **PUNTO 4**

De acuerdo con la NIC 23 son susceptibles de capitalización los costes por intereses directamente atribuibles a la adquisición, construcción o producción de activos.

El importe de los costes financieros capitalizados durante el ejercicio 2006 como mayor valor de las inversiones inmobiliarias en construcción asciende a 5.246 miles de euros. Por su parte, el importe total capitalizado en ejercicios anteriores asciende a 6.112 miles de euros.

El tipo de interés de los préstamos que financian los activos es 3,44%.

#### **PUNTO 5**

El importe en libros de las existencias pignoradas en garantía del cumplimiento de deudas asciende, a 31 de diciembre de 2006, a 995.461.838 euros.

## **PUNTO 6**

### **6.1.**

No existen diferencias significativas entre el valor razonable y el valor en libros de los activos y pasivos financieros del Grupo Sacyr Vallehermoso. Por lo que respecta a los pasivos financieros a largo plazo, tienen condiciones de revisión trimestrales, semestrales y anuales de los tipos de interés y muchos de ellos se han contratado en los últimos meses del ejercicio 2006 (Ver puntos 6.2 y 7).

### **6.2.**

Las inversiones estratégicas en diferentes activos, cuentan con una financiación asociada de manera inequívoca a los mismos. Estas inversiones, junto con la financiación de proyectos concesionales (financiación sin recurso) se circunscriben dentro de la política de financiación a largo plazo del Grupo, reservando la financiación a corto plazo para la atención de necesidades operativas de circulante. Las inversiones más relevantes financiadas durante el ejercicio 2006 han sido las siguientes:

1. Financiación de la adquisición del 20,01% de la compañía energética Repsol YPF por un importe de 6.526 millones de euros

La compra de las acciones representativas del 20,01% del capital de Repsol YPF, realizada a través de la sociedad vehículo Sacyr Vallehermoso Participaciones Mobiliarias, se ha financiado con un crédito bancario sindicado que asciende a 5.175 millones de euros con vencimiento final y único a 5 años. Las acciones adquiridas se encuentran pignoradas en garantía del cumplimiento de devolución del crédito y demás obligaciones asumidas.

El coste de este crédito, variable en condiciones de mercado, está referenciado al euríbor, con periodicidad a elección de la prestataria, más un margen. A finales del ejercicio su coste, sin tener en cuenta el IRS suscrito con posterioridad al cierre, ascendía al 4,7%. Con posterioridad al cierre del ejercicio 2006 la sociedad suscribió un contrato de cobertura frente al riesgo de subida de tipo de interés (IRS) por el 66% del principal del crédito y con el mismo vencimiento que la deuda subyacente. Hasta el momento la eficacia de esa cobertura es del 100%.

Entre las obligaciones adicionales de la prestataria se encuentra el mantenimiento de un ratio de cobertura ("Value to Loan") sobre el valor de mercado de las acciones de Repsol pignoradas. Este ratio se cumple al cierre del ejercicio. El no mantenimiento del ratio establecido podría ser motivo de ejecución de la prenda constituida. El valor global de las garantías prestadas por Sacyr Vallehermoso (recurso al accionista) tiene como límite la cantidad de 1.275 millones de euros.

La parte restante del precio de las acciones de Repsol YPF, se ha financiado mediante deuda subordinada de la sociedad vehículo materializada en el préstamo recibido de su único accionista, Sacyr Vallehermoso S.A., 1.175 millones de euros y aportación de capital 200 millones de euros.



2. Financiación de la adquisición del 30,33% de la compañía Eiffage alcanzando el Grupo el 32,61% del total de la sociedad gala

La inversión realizada en el ejercicio asciende a 1.780 millones de euros. Los préstamos bancarios que financian esta inversión ascienden a 1.750 millones de euros, en su mayoría con vencimiento a dos años prorrogables en otros dos. Su coste financiero está referenciado a euribor, con periodicidad a elección de la prestataria, más un margen. El tipo e interés medio de estos préstamos, al cierre, ascendía al 3,87%. En todos ellos se ha otorgado en garantía de las obligaciones adquiridas contrato de prenda sobre las acciones de Eiffage.

Entre las obligaciones adicionales de la prestataria se encuentra el mantenimiento de un ratio de cobertura ("Value to Loan") sobre el valor de mercado de las acciones de Eiffage pignoradas. Este ratio se cumple al cierre del ejercicio. El no mantenimiento del ratio establecido podría ser motivo de ejecución de la prenda constituida.

3. Financiación de la adquisición del 50% de Europistas

La inversión realizada en el ejercicio asciende a 615,8M€. Se ha financiado a través del préstamo sindicado suscrito por la sociedad vehículo Sacyr Vallehermoso Participaciones por importe de 560 millones de euros con vencimiento máximo a dos años y en todo caso a la realización de la Oferta Pública de Venta y/o Suscripción de acciones de Itinere Infraestructuras, resultante de la fusión con Europistas. El coste de este crédito, variable en condiciones de mercado, está referenciado al euribor, con periodicidad a elección de la prestataria, más un margen. El tipo final que al cierre ascendía al 4,24%.

La parte restante del precio de las acciones de Europistas, se ha financiado mediante deuda subordinada de la sociedad vehículo materializada en el préstamo recibido de su único accionista, Sacyr Vallehermoso S.A., 50 millones de euros y aportación de capital de 10 millones de euros.

4. Financiación compra de Torre Adriá en París

En el área de Patrimonio Inmobiliario se han invertido 775 millones de euros, destacando los 600 millones de euros destinados a la compra de Torre Adriá en París.

En el primer caso, la operación se financió con un préstamo sindicado por importe de 600 millones de euros, en dos tramos, con un plazo medio de amortización de 6 años y coste financiero variable referenciado al euribor más un margen. Entre las obligaciones adicionales de la prestataria se encuentra el mantenimiento de un ratio de deuda financiera neta del acreditado sobre el valor de los activos. Como cobertura del riesgo frente a subidas de tipos de interés, la sociedad suscribió una operación de cobertura (IRS) con vencimiento en septiembre del 2010 sobre el 78% de la deuda. Esta cobertura se ha manifestado eficaz al 100% al cierre del ejercicio.

## 5. Otra financiación

De manera adicional, en el área de promoción inmobiliaria se han invertido 847 millones de euros en suelo y obras en curso para nuevas promociones de viviendas. La financiación de estos proyectos inmobiliarios se realiza a través de créditos puente vinculados al desarrollo de promociones definidas, con un coste medio de euribor más un margen que oscila entre el 0,15% y el 0,20% y con promesa hipotecaria futura. Estos créditos o préstamos "puente" vinculados se reembolsan a medida que se realizan disposiciones de los préstamos hipotecarios al promotor. Con la entrega de las viviendas desaparece la deuda hipotecaria, bien por subrogación del cliente bien por amortización con los fondos recibidos del mismo al escriturar.

## **PUNTO 7**

### 7.1.

Por lo que respecta al riesgo de interés al que está expuesto la deuda a tipo de interés variable, el Grupo intenta minimizarlo asegurando unos tipos de interés fijos a través de la formalización de operaciones de cobertura (fundamentalmente swaps o contratos de permuta de tipos de interés).

A continuación incluimos un cuadro resumen explicativo de la deuda financiera del Grupo:

<b>Millones de euros</b>	<b>Importe</b>	<b>Tipo interés actual</b>	<b>Fecha de siguiente revisión del tipo</b>	<b>Periodo de renovación del tipo</b>
Préstamo adquisición Repsol	5.175	4,7%	11/01/2007	6 meses
Préstamo adquisición Europistas	560	4,2%	28/05/2007	6 meses
Préstamo Torre Adriá Tramo A	100	4,2%	27/03/2007	1,3,6 meses
Préstamo Torre Adriá Tramo B	500	4,3%	27/03/2007	1,3,6 meses
Préstamos adquisición Eiffage	1.750	3,9%	02/01/2007	1,3,6,12 meses
<b>Resto de deuda</b>				
Pólizas de crédito	2.658	3,9%	Según póliza	1,3,6,12 meses
Préstamos/Financiación de proyectos	4.980	4,2%	Según préstamo	1,3,6,12 meses
Préstamos hipotecarios	1.814	4,3%	Según préstamo	1,3,6,12 meses
Obligaciones	1.380	4,1%	Según emisión	Según emisión
Otros	279	-	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>19.196</b>			

Adicionalmente a lo descrito en el punto 6.2. sobre la financiación de las inversiones más importantes acometidas en el ejercicio 2006, detallamos a continuación las características básicas del resto de deuda financiera soportada por el Grupo:

#### **a) División de promoción.**

El 70% de su deuda se concentra en créditos puente asociados a promociones inmobiliarias concretas que se reembolsan a corto y medio plazo con las disposiciones de los préstamos hipotecarios promotor.

El vencimiento medio según contrato de estos préstamos hipotecarios alcanza los 30 años, pero son asumidos en el corto plazo por los clientes compradores al escriturar.

Los importes no subrogados se amortizan con el efectivo pagado por lo clientes que rechazan la subrogación.

El resto de créditos y préstamos están destinados a cubrir necesidades genéricas de circulante.

El coste medio de la división inmobiliaria está referenciado al euribor, fundamentalmente a 3 meses, más un margen que oscila entre el 0,15% y el 0,20%, lo que nos permite alcanzar al cierre del ejercicio un tipo de interés medio del 3,70%. Esta división no mantiene operaciones de cobertura de riesgo de tipo de interés.

#### **b) División de concesiones.**

La financiación de proyectos representa un 90% sobre el total de la deuda de esta división. Se trata de deuda sin recurso con unos calendarios de vencimientos acompasados a la vida de la concesión y sujetos a revisiones de tipos de interés con una periodicidad semestral en la mayoría de los casos. Están referenciados a euribor a 6 meses más un margen variable que depende del ratio de cobertura de la deuda.

En el caso concreto de Enaitinere, sociedad vehículo constituida para la adquisición de ENA, cuyo volumen de financiación es el más relevante de la división de concesiones, su deuda se materializa en un préstamo sindicado que asciende al cierre del ejercicio a 1.210 millones de euros. Este préstamo sindicado con amortización única a vencimiento en diciembre de 2013 está referenciado a euribor a 6 meses más un margen. El nocional del swap que actúa como cobertura de la operación asciende a 955 millones de euros y mantendrá la deuda asegurada hasta 2013. Tiene suscrito otro swap, que entrará en funcionamiento en 2009, por importe de 221 millones de euros. Considerando el acompasamiento de ambas operaciones, el coste final asciende al cierre al 4,50%.

#### **c) División de patrimonio.**

La financiación hipotecaria asciende a 1.075 millones de euros. Su periodo medio de maduración, teniendo en cuenta cuotas de amortización calculadas a los tipos de interés de mercado aplicables al cierre del ejercicio, es de 8 años, con un coste final en torno al 4,70%.

La operación hipotecaria más importante es un préstamo sindicado que asciende a 314 millones de euros, con vencimiento en enero de 2018, referenciado a euribor a 6 meses más un margen, tipo que está asegurado en un 40% durante los próximos 3 años por swaps.

El siguiente capítulo de deuda son los préstamos asociados a inversiones estratégicas, cuyo importe total asciende, al cierre del ejercicio, a 681 millones de euros. El más importante es el préstamo para la adquisición de la Torre Adriá de París descrito anteriormente en el punto 6.

### **7.2.**

Los principales activos financieros del Grupo Sacyr Vallehermoso corresponden a los saldos de las partidas de deudores comerciales y otras cuentas a cobrar, inversiones financieras corrientes y efectivo; dichos importes representan la máxima exposición al riesgo de crédito para los activos financieros, en el caso de que otras partes no cumplieren las obligaciones a las que se han comprometido.

El riesgo de crédito de los activos financieros se encuentra fundamentalmente en los deudores comerciales y otras cuentas a cobrar, a pesar de que los saldos que figuran en las cuentas anuales se encuentran netos de provisiones para insolvencias de tráfico, que han sido estimadas en función de la evolución de los deudores y de la situación económica del entorno.

El Grupo no tiene concentraciones significativas de riesgo de crédito.

## **PUNTO 8**

Conforme se establece en la NIC 11, párrafo 40, relativa a los contratos de construcción, el siguiente cuadro muestra, para los contratos en curso en la fecha de cierre, la siguiente información: cantidad acumulada de costes incurridos y ganancias reconocidas (menos las correspondientes pérdidas reconocidas), cuantía de los anticipos recibidos y cuantía de las retenciones en los pagos:

<u>Miles de euros</u>	<u>31/12/2006</u>
<b>Ingresos acumulados de contratos en curso a la fecha de cierre</b>	<b>3.143.104</b>
<b>Contratos en curso a la fecha de cierre</b>	
Importe acumulado de costes incurridos	-2.688.270
Importe acumulado de ganancias reconocidas	454.834
Anticipos recibidos	98.536
Retenciones	58.892
Obra ejecutada pendiente de certificar	200.192
Adelanto de certificaciones	421.064

## **PUNTO 9**

### **9.1.**

En el siguiente cuadro se muestra el desglose del ingreso ordinario presentado para cada uno de los segmentos de negocio, separando las ventas a los clientes externos y los ingresos ordinarios del segmento que proceden de transacciones con otros segmentos de la empresa:

CUENTA DE RESULTADOS	HOLDING	CONSTRUCCIÓN	CONCESIONES	SERVICIOS	REPSG. YPF	PROMOCIÓN	PAIS MOVIO	EIFAGE	AJUSTES DE CONSOLIDACION	TOTAL
Cifra de negocios	8.717	2.620.818	417.141	512.051	0	1.246.752	251.168	0	(371.983)	4.684.664
-Clientes externos	380	2.297.834	410.395	484.889	0	1.245.105	246.061	0	0	4.684.664
-Empresas del grupo	8.337	322.984	6.746	27.162	0	1.647	5.107	0	(371.983)	0
Trabajos efectuados por la empresa para el Inmovilizado	0	4.727	8.202	36.940	0	0	0	0	63.977	113.846
Otros ingresos de explotación	43.686	42.557	5.732	18.409	0	1.884	694	0	(48.197)	64.765
-Clientes externos	16	40.018	5.382	16.658	0	1.859	694	0	0	64.627
-Empresas del grupo	43.670	2.539	350	1.751	0	25	0	0	(48.197)	138
Imputación de subvenciones de capital	0	0	17.131	3.263	0	0	0	0	0	20.394
Otros ganancias	51	105	1.337	3.119	0	1.198	896	0	0	6.706
<b>TOTAL INGRESOS DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>52.464</b>	<b>2.648.207</b>	<b>449.543</b>	<b>573.782</b>	<b>0</b>	<b>1.249.834</b>	<b>252.758</b>	<b>0</b>	<b>(354.203)</b>	<b>4.890.375</b>
Variación de existencias	(114)	113.807	0	4.324	0	798.785	(4)	0	0	916.798
Aprovisionamientos	(3.000)	(1.515.589)	(4.162)	(280.847)	0	(1.647.198)	(749)	0	283.583	(3.167.962)
Gastos de personal	(21.662)	(320.217)	(47.948)	(161.325)	0	(24.829)	(6.629)	0	0	(582.610)
Dotaciones para amortizaciones de Inmovilizado	(4.635)	(40.761)	(96.750)	(18.972)	0	(2.557)	(41.643)	0	(1.872)	(207.190)
Deferido del fondo de comercio de consolidación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Variación de las provisiones de tráfico	6.669	(21.512)	(33)	(2.070)	0	20.616	(303)	0	0	3.367
Otros gastos de explotación	(46.572)	(754.263)	(76.572)	(80.171)	(1)	(46.045)	(53.743)	0	72.621	(984.746)
Otros pérdidas	(296)	(1.384)	(518)	(2.942)	0	(153)	(819)	0	0	(6.112)
<b>TOTAL GASTOS DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>(67.610)</b>	<b>(2.539.919)</b>	<b>(225.983)</b>	<b>(542.003)</b>	<b>(1)</b>	<b>(901.381)</b>	<b>(103.890)</b>	<b>0</b>	<b>354.332</b>	<b>(4.028.465)</b>
Ingresos de participaciones en capital	167.499	0	3	0	0	0	0	0	(167.502)	0
Ingresos de otros valores negociados y créditos del activo Inmov.	2	17.379	4.001	14	0	1.261	4	0	(15.987)	6.674
Otros intereses e ingresos asimilados	13.762	36.953	23.130	4.442	14	2.692	5.027	0	(21.165)	64.855
Costos financieros netos imputados a inversión	0	737	6.787	1.947	0	0	5.246	0	0	14.717
Diferencias de cambio	0	670	8.024	(305)	0	0	(1.428)	0	0	6.761
<b>TOTAL INGRESOS FINANCIEROS</b>	<b>181.263</b>	<b>56.739</b>	<b>41.945</b>	<b>5.898</b>	<b>14</b>	<b>3.953</b>	<b>8.849</b>	<b>0</b>	<b>(204.654)</b>	<b>93.007</b>
Gastos financieros y gastos asimilados	(101.406)	(30.807)	(209.493)	(13.454)	(28.387)	(19.778)	(78.926)	0	37.152	(445.099)
Variación de valor de Instrumentos Financieros a valor razonable	(142)	0	13.950	0	0	0	1.730	0	0	15.538
Variación de las provisiones de Inversiones financieras	688	(1.201)	0	(698)	0	(139)	0	0	0	(1.390)
Variación provisiones Inmov. Inmaterial, material y cartera	0	(447)	0	(773)	0	0	3.731	0	5	2.516
<b>TOTAL GASTOS FINANCIEROS</b>	<b>(100.840)</b>	<b>(32.455)</b>	<b>(195.543)</b>	<b>(14.925)</b>	<b>(28.387)</b>	<b>(19.917)</b>	<b>(73.465)</b>	<b>0</b>	<b>37.157</b>	<b>(428.395)</b>
Resultado de asociadas	0	2.645	(11.797)	759	88.838	(903)	(177)	102.198	0	181.563
Resultado en ventas de activos	(13)	(380)	6.083	1.879	0	181	7.001	0	0	14.751
<b>IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES</b>	<b>60.595</b>	<b>(48.288)</b>	<b>(35.055)</b>	<b>(6.192)</b>	<b>9.931</b>	<b>(117.304)</b>	<b>(24.871)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>(161.184)</b>
<b>AMORTIZACION DE VALORES NEGOCIADOS</b>	<b>(13)</b>	<b>(380)</b>	<b>6.083</b>	<b>1.879</b>	<b>0</b>	<b>181</b>	<b>7.001</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>14.751</b>
<b>INTERESES MINORITARIOS</b>	<b>0</b>	<b>(1.959)</b>	<b>(13.660)</b>	<b>(1.244)</b>	<b>0</b>	<b>227</b>	<b>(573)</b>	<b>0</b>	<b>(2.246)</b>	<b>(19.455)</b>

Miles de Euros

2005

CUENTA DE RESULTADOS	HOLDING	CONSTRUCCIÓN	CONCESIONES	SERVICIOS	PROMOCIÓN	PATRIMONIO	AJUSTES DE CONSOLIDACIÓN	TOTAL
Cifra de negocios	2.056	2.278.555	362.955	367.578	1.246.502	209.958	(290.646)	4.176.958
-Clientes externos	48	2.076.047	340.706	343.230	1.241.078	205.849	0	4.176.958
-Empresas del grupo	2.008	252.508	2.249	24.348	5.424	4.109	(290.646)	0
Trabajos efectuados por la empresa para el inmovilizado	0	12.799	12.415	27.144	40	3.925	47.876	104.199
Otros ingresos de explotación	45.828	55.686	25.443	3.613	450	394	(38.403)	93.011
-Clientes externos	8.001	55.399	25.209	3.583	425	394	0	93.011
-Empresas del grupo	37.827	287	234	30	25	0	(38.403)	0
Imputación de subvenciones de capital	0	0	334	283	30	0	0	647
Otras ganancias	238	542	1.383	15.438	2.653	551	0	20.805
<b>TOTAL INGRESOS DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>48.122</b>	<b>2.347.502</b>	<b>402.530</b>	<b>414.056</b>	<b>1.249.675</b>	<b>214.828</b>	<b>(281.173)</b>	<b>4.395.620</b>
Variación de existencias	(54)	5.753	0	733	335.566	11	0	342.009
Aprovisionamientos	0	(1.202.176)	(16.558)	(226.517)	(1.227.727)	(720)	223.875	(2.449.823)
Gastos de personal	(16.964)	(267.445)	(42.231)	(94.697)	(21.176)	(6.295)	32	(448.776)
Dotaciones para amortizaciones de inmovilizado	(3.456)	(29.760)	(145.118)	(20.975)	(1.601)	(32.041)	(1.759)	(234.710)
Deterioro del fondo de comercio de consolidación	0	0	0	(521)	0	0	0	(521)
Variación de las provisiones de tráfico	(9.798)	(28.882)	(80)	(3.091)	(26.384)	(349)	0	(68.584)
Otros gastos de explotación	(32.623)	(725.042)	(55.286)	(52.242)	(59.572)	(41.720)	57.308	(909.177)
Otras pérdidas	64	(2.836)	(1.367)	(1.194)	(33)	(902)	0	(6.268)
<b>TOTAL GASTOS DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>(42.831)</b>	<b>(2.250.388)</b>	<b>(240.640)</b>	<b>(398.504)</b>	<b>(1.000.927)</b>	<b>(82.016)</b>	<b>279.456</b>	<b>(3.775.880)</b>
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>(1.109)</b>	<b>(902.886)</b>	<b>(138.110)</b>	<b>(86.448)</b>	<b>(241.292)</b>	<b>(132.812)</b>	<b>(101.717)</b>	<b>(1.554.274)</b>
Ingresos de participaciones en capital	119.938	0	0	100	15	0	(109.607)	10.446
Ingresos de otros valores negociados y créditos del activo inmov.	3.610	8.448	2.785	618	2.227	0	(13.198)	4.490
Otros intereses e ingresos asimilados	145.291	33.348	19.580	2.065	955	6.477	(7.029)	200.687
Gastos financieros netos imputados a inversión	0	0	26.378	24	0	0	0	26.402
Diferencias de cambio	(1)	(2.450)	25.055	(120)	0	2.006	0	24.490
<b>TOTAL INGRESOS FINANCIEROS</b>	<b>268.838</b>	<b>39.346</b>	<b>73.798</b>	<b>2.687</b>	<b>3.197</b>	<b>8.483</b>	<b>(129.834)</b>	<b>244.515</b>
Gastos financieros y gastos asimilados	(30.859)	(25.054)	(248.756)	(8.612)	(16.171)	(56.160)	20.108	(365.504)
Variación de valor de Instrumentos Financieros a valor razonable	2.075	64	2.413	0	0	1.307	(29)	5.830
Variación de las provisiones de inversiones financieras	(777)	(138)	537	(823)	(3.408)	0	0	(4.609)
Variación provisiones inmov.inmaterial, material y cartera	0	(362)	0	(103)	0	10.140	82	9.757
<b>TOTAL GASTOS FINANCIEROS</b>	<b>(29.541)</b>	<b>(25.490)</b>	<b>(245.804)</b>	<b>(9.538)</b>	<b>(19.579)</b>	<b>(44.713)</b>	<b>20.161</b>	<b>(354.526)</b>
<b>RESULTADO OPERATIVO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>(1.109)</b>	<b>(902.886)</b>	<b>(138.110)</b>	<b>(86.448)</b>	<b>(241.292)</b>	<b>(132.812)</b>	<b>(101.717)</b>	<b>(1.554.274)</b>
Resultado de asociadas	0	(858)	(14.503)	2.246	(323)	14	0	(13.424)
Resultado en ventas de activos	0	22.549	183	94.586	(216)	140	(21.572)	95.670
<b>RESULTADO CONSOLIDADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>(1,109)</b>	<b>(895,195)</b>	<b>(135,427)</b>	<b>(84,162)</b>	<b>(241,408)</b>	<b>(132,678)</b>	<b>(101,717)</b>	<b>(1,554,274)</b>
Impuesto sobre sociedades	(59,018)	(34,217)	10,483	(9,402)	(83,512)	(36,021)	27	(191,660)
<b>RESULTADO CONSOLIDADO IMPUESTOS</b>	<b>(1,168)</b>	<b>(929,412)</b>	<b>(124,944)</b>	<b>(93,564)</b>	<b>(324,920)</b>	<b>(168,699)</b>	<b>(74,690)</b>	<b>(1,745,934)</b>
Atribuible a:								
INTERESES MINORITARIOS	0	(1,461)	(13,998)	(1,802)	172	0	7,870	(9,219)
<b>RESULTADO CONSOLIDADO</b>	<b>(1,168)</b>	<b>(930,873)</b>	<b>(136,942)</b>	<b>(95,366)</b>	<b>(324,748)</b>	<b>(168,699)</b>	<b>(66,820)</b>	<b>(1,755,153)</b>

## 9.2.

El costo total incurrido en el periodo para adquirir activos para cada uno de los segmentos de negocio identificados figura, dentro de la nota 29 (Información por segmentos) en la segmentación secundaria incorporada en las Cuentas Anuales Consolidadas, concretamente en la columna de "Adquisiciones de inmovilizado", la cual también recoge la información por segmentos de negocio.

Quedamos a su disposición por si fuera necesario aclarar cualquier punto adicional.

Atentamente. 

Fdo: José Carlos Otero Fernández.