



# Neinor Homes, S.A.

# Quabit Inmobiliaria, S.A.

**Informe de Experto Independiente en relación con el Proyecto  
Común de Fusión entre Neinor Homes, S.A. y Quabit  
Inmobiliaria, S.A.**

**PRIVADO & CONFIDENCIAL**

25 de febrero de 2021

KPMG Auditores, S.L.

[kpmg.es](http://kpmg.es)



KPMG Auditores, S.L.  
Paseo de la Castellana, 259C  
28046 Madrid  
Tel+34 91 456 34 00  
Fax +34 91 555 01 32  
Web www.kpmg.es

### **Privado y Confidencial**

Neinor Homes, S.A.  
c/ Encilla, 24, 2ª Planta  
48009 Bilbao

Quabit Inmobiliaria, S.A.  
c/ Poeta Joan Margall 1. Planta 16  
28020 Madrid

A los Consejos de Administración de Neinor Homes, S.A. y Quabit Inmobiliaria, S.A.

25 de febrero de 2021

Muy señores nuestros:

Con fecha 25 de enero de 2021, aceptamos el nombramiento como experto independiente por parte del Registro Mercantil de Bizkaia, correspondiente al expediente número 5/2021, para la emisión de un informe único sobre el Proyecto Común de Fusión por absorción (en adelante el “Proyecto de Fusión”) de Quabit Inmobiliaria, S.A. (en adelante “Quabit” o la “Sociedad Absorbida”) por parte de Neinor Homes, S.A. (en adelante “Neinor” o la “Sociedad Absorbente”), que pretenden llevar a cabo (en adelante la “Fusión”), así como del patrimonio aportado a la Sociedad Absorbente por la Sociedad Absorbida que se extingue, en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 34 de la Ley 3/2009 de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (en adelante “LMESM”).

En adelante Neinor y Quabit serán denominadas en forma conjunta como “las Sociedades Participantes”.

A tal efecto, KPMG Auditores, S.L. (en adelante “KPMG”) emitió el 3 de febrero de 2021 su propuesta de servicios profesionales (en adelante la “Carta de Encargo”) relativa a esta operación, la cual ha sido aceptada tanto por Neinor como por Quabit.

El contenido de este Informe es el siguiente:

# Contenido

1. Descripción de la operación
2. Métodos de valoración seguidos para la determinación del tipo de canje
3. Alcance y procedimientos empleados en nuestro trabajo
4. Dificultades especiales de valoración
5. Conclusión

# 1. Descripción de la operación

## 1.1. Descripción de las sociedades participantes de la fusión

- Sociedad Absorbente: Neinor Homes, S.A.

Domicilio: actualmente el domicilio social es en Calle Ercilla nº 24 2ª planta, Bilbao, España.

Datos registrales: Figura inscrita en el Registro Mercantil de Bilbao, al Tomo 5495, Folio 190, Sección 8, Hoja BI 65308, Inscripción 1ª.

NIF: A-95786562.

- Sociedad Absorbida: Quabit Inmobiliaria, S.A.

Domicilio: actualmente el domicilio social es en Calle Poeta Joan Maragall nº 1, Planta 16, Madrid, España.

Datos registrales: Figura inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al tomo 27993, folio 105, hoja M-504462.

NIF: A-96911482.

## 1.2. Descripción general de la fusión y tipo de canje de las acciones

Con fecha 11 de enero de 2021, los Consejos de Administración de Neinor y Quabit aprobaron y suscribieron el Proyecto de Fusión, de conformidad con lo dispuesto en los artículos 30, 31 y concordantes de la LMESM, que será sometido, para su aprobación, a las Juntas Generales de Accionistas de las Sociedades Participantes, según lo previsto en el artículo 40 de la LMESM.

La fusión proyectada y descrita en el Proyecto de Fusión es una fusión por absorción de Quabit por Neinor. De conformidad con lo dispuesto en los artículos 22 y 23 de la LMESM, la Fusión implica la extinción de la Sociedad Absorbida y la transmisión en bloque de su patrimonio social a la Sociedad Absorbente, que lo adquirirá por sucesión universal, con sus correspondientes derechos y obligaciones. En consecuencia, la Sociedad Absorbente aumentará su capital social en la cuantía que proceda, conforme a la ecuación de canje que se describe a continuación.

El tipo de canje de las acciones de las Sociedades Participantes, que ha sido determinado sobre la base del valor real de los patrimonios sociales de Neinor y Quabit, será de una acción ordinaria de Neinor, de 10 euros de valor nominal cada una, por cada 25,9650 Acciones de Quabit Clase A<sup>1</sup>, de 0,50 euros de valor nominal cada una, única clase que estará en circulación en el momento del canje. Esto es, por el total de las 145.383.654 Acciones de Quabit Clase A sobre las que se aplicará el canje por ser acciones en circulación y no estar en autocartera, se emitirán 5.599.216 acciones ordinarias de Neinor representativas de un total del 7,00% de su capital social (post dilución), de acudir todas ellas al canje y con sujeción a los ajustes de “picos” que se explican más adelante. No se prevé compensación complementaria en efectivo en los términos del artículo 25 de la LMESM.

En dicho cálculo, se han tomado en consideración:

- El dividendo con cargo a prima de emisión aprobado por la junta general de accionistas de 1 de abril de 2020, que Neinor tiene previsto distribuir antes de la efectividad de la Fusión y que asciende a un importe bruto de 0,5 euros por acción ordinaria de Neinor con derecho a percibirlo;
- La amortización de 4.615.608 acciones de Neinor mantenidas en autocartera a la fecha del Proyecto de Fusión que se someterá a la misma junta general de accionistas de Neinor que haya de aprobar la Fusión (y con carácter previo a la propuesta de acuerdo de la Fusión);
- La entrega de un máximo de 30.000 acciones de Neinor en el marco de su plan de remuneración a directivos y empleados mantenidas en autocartera a la fecha del Proyecto de Fusión;
- La existencia de 3.380.039 Acciones de Quabit Clase A mantenidas en autocartera a la fecha del Proyecto de Fusión y que se mantendrán en autocartera hasta la efectividad de la Fusión; y
- El no ejercicio y cancelación (ya sea con anterioridad o con posterioridad a la consumación de la Fusión) de los Warrants Avenue<sup>2</sup>.

## **1.3. Ampliación de capital y emisión de nuevas acciones por parte de Neinor para atender el canje de fusión**

### **1.3.1. Ampliación de Capital**

Neinor atenderá el canje de las Acciones de Quabit<sup>3</sup>, de acuerdo con el tipo de canje previsto en el apartado 3.1 del Proyecto de Fusión, mediante acciones ordinarias de nueva emisión pertenecientes todas ellas a una única clase y serie, iguales a las que actualmente se encuentran en circulación.

---

<sup>1</sup> Según se define en el apartado 2.2 del Proyecto de Fusión

<sup>2</sup> Según se definen en el apartado 8.2 del Proyecto de Fusión

<sup>3</sup> Según se define en el apartado 2.2 del Proyecto de Fusión

Neinor aumentará capital, en el importe que resulte preciso para atender el canje, mediante la emisión de nuevas acciones de 10 euros de valor nominal cada una de ellas, de la misma clase y serie que las actualmente en circulación, representadas mediante anotaciones en cuenta. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 304.2 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio (en adelante "LSC"), no habrá derecho de suscripción preferente y la suscripción de estas nuevas acciones ordinarias de Neinor estará reservada a los titulares de Acciones de Quabit Clase A.

La diferencia entre el valor razonable del patrimonio recibido por Neinor en virtud de la Fusión y el valor nominal de las nuevas acciones se contabilizará como prima de emisión o de fusión equivalente a la diferencia que se pudiera producir en la operación conforme a la normativa contable aplicable sobre el valor nominal de las nuevas acciones. Tanto el valor nominal de las nuevas acciones como la prima de emisión correspondiente quedarán íntegramente desembolsados como consecuencia de la transmisión en bloque, en el momento de la consumación de la Fusión, del patrimonio de Quabit a Neinor, que adquirirá la totalidad del patrimonio y todos los derechos y obligaciones de Quabit por sucesión universal como consecuencia de dicha operación.

En aplicación del artículo 26 de la LMESM, se hace constar que no se canjearán en ningún caso las Acciones de Quabit de las que, en su caso, Neinor sea titular ni las que Quabit tenga en autocartera, procediéndose a su amortización con ocasión de la Fusión. A la fecha Proyecto de Fusión, Neinor no era titular de acciones de Quabit, y no será titular de acciones de Quabit hasta la efectividad de la Fusión. Por su parte, Quabit mantiene 3.380.039 acciones propias en autocartera directa, estando previsto que adquiera por compraventa la totalidad de las Acciones de Quabit Clase B<sup>4</sup> para su completa amortización conforme a lo indicado en el apartado 3.1 del Proyecto de Fusión. En el supuesto de una disminución de las acciones propias que Quabit mantiene en autocartera, la ecuación de canje se ajustará proporcionalmente para mantener el mismo número de nuevas acciones a emitir por Neinor a los titulares de Acciones de Quabit Clase A.

Considerando el número total de Acciones de Quabit Clase A que están en circulación a la fecha del Proyecto de Fusión y que podrían acudir al canje (esto es, (a) 148.763.693 Acciones de Quabit Clase A, menos (b) 3.380.039 acciones propias, que se mantendrán en autocartera hasta la ejecución de la Fusión y que, por tanto, no se canjearán), el número máximo de acciones de Neinor necesario para atender el canje de Fusión asciende a la cantidad de 5.599.216 acciones ordinarias de 10 euros de valor nominal cada una de ellas, lo que implicaría una ampliación de capital por un importe nominal máximo total de 55.992.160 euros, y con prima de emisión o de fusión equivalente a la diferencia que se pudiera producir en la operación conforme a la normativa contable aplicable sobre el valor nominal de las nuevas acciones.

El importe nominal máximo de la ampliación de capital podría disminuir en función de (i) las Acciones de Quabit que, en su caso, tenga Neinor en el momento de ejecutarse la Fusión; y (ii) la entrega, en su caso, de dinero en efectivo para atender los denominados "picos".

---

<sup>4</sup> Según se define en el apartado 2.2 del Proyecto de Fusión

En consecuencia, por el total de las 145.383.654 Acciones de Quabit de Clase A sobre las que se aplicará el canje por ser acciones en circulación y no estar en autocartera, se emitirán 5.599.216 acciones ordinarias de Neinor representativas de un total del 7,00% de su capital social (post dilución), de acudir todas ellas al canje y con sujeción a los ajustes de “picos” que se explican en el Proyecto de Fusión.

La correspondiente propuesta de aumento se someterá a la deliberación y aprobación de la Junta General de Accionistas de Neinor que haya de decidir sobre la Fusión.

En este sentido, por lo que se refiere a la prima de emisión, a la fecha de este Informe no es posible determinar el valor al que será aportado el patrimonio de la Sociedad Absorbida ya que, depende de la capitalización bursátil de Neinor al cierre de la sesión bursátil inmediatamente anterior a la fecha de aprobación de la Fusión por parte de las Juntas Generales de Accionistas de las Sociedades Participantes.

### **1.3.2. Admisión a cotización**

Neinor solicitará la admisión a cotización de las nuevas acciones que, en su caso, emita para atender el canje de Fusión en las Bolsas de Valores de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia, para su contratación a través del Sistema de Interconexión Bursátil Español (Mercado Continuo), cumpliendo para ello todos los trámites necesarios.

### **1.4. Balances de Fusión**

Se consideran como balances de fusión, a los efectos previstos en el artículo 36.1 de la LMESM, los cerrados por Neinor y Quabit a 31 de diciembre de 2020, y serán sometidos a la aprobación de las Juntas Generales de Accionistas de las Sociedades Participantes que hayan de resolver sobre la Fusión, con carácter previo a la adopción del propio acuerdo de Fusión.

Asimismo, se hace constar en el Proyecto de Fusión que no se ha producido ninguna de las circunstancias previstas en el artículo 36.2 de la LMESM que obligue a modificar las valoraciones contenidas en los referidos balances de las Sociedades Participantes.

### **1.5. Fecha a efectos contables y de participación en las ganancias sociales de las nuevas acciones**

A efectos de la mención 7ª del artículo 31 de la LME, la fecha a partir de la cual las operaciones de Quabit se considerarán realizadas a efectos contables por cuenta de Neinor se determinará conforme a lo dispuesto en el apartado 2.2 de la Norma de Registro y Valoración 19ª del Plan General de Contabilidad español, aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre de 2007, según se indica en el Proyecto de Fusión.

Asimismo, a efectos de lo previsto en el artículo 31.6ª de la LMESM, se deja constancia de que las nuevas acciones emitidas por Neinor para atender el canje de la Fusión serán acciones ordinarias de la misma y única clase y serie que las actualmente en circulación, gozando de los mismos derechos que las ya existentes desde la fecha de inscripción de la escritura de Fusión en los Registros Mercantiles de Bilbao y Madrid y, en caso de que la inscripción no se produzca en ambos Registros Mercantiles el mismo día, desde la fecha en que la dicha escritura quede inscrita en el segundo (la “Fecha de Efectos”).

En particular, dichas nuevas acciones darán derecho a sus titulares, desde la Fecha de Efectos, a participar en las ganancias sociales en los mismos términos que el resto de titulares de acciones de Neinor en circulación en esa fecha.

## 1.6. Condiciones suspensivas relativas a la efectividad de la Fusión

De acuerdo con lo indicado en el Proyecto de Fusión la consumación y eficacia de la Fusión estará sujeta a las siguientes condiciones suspensivas:

- La obtención de consentimientos a la Fusión (o, en su caso, de las correspondientes renunciaciones al ejercicio de cualesquiera derechos como consecuencia de la Fusión, en particular, cláusulas de vencimiento anticipado) por parte de los principales financiadores o acreedores de Neinor o Quabit, siempre que los mismos sean relevantes para la Fusión, y, en su caso, la formalización de acuerdos con dichos financiadores o acreedores en términos razonablemente satisfactorios para Neinor atendidas las condiciones acordadas en el Proyecto de Fusión para la ejecución de la misma;
- En supuesto de que resulte preceptivo, la notificación de la Fusión a las autoridades de defensa de la competencia correspondientes, y, en su caso, la obtención de la autorización o no oposición a la Fusión, expresa o tácita, por parte de las referidas autoridades, así como la obtención de cualesquiera autorizaciones por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”) y/o por cualesquiera autoridades regulatorias que, en su caso, resulten necesarias para la consumación y eficacia de la Fusión; y
- Que, tras la consulta planteada al Departamento de Hacienda y Finanzas de la Diputación Foral de Bizkaia, a la que se adjuntará (entre otra documentación) el Proyecto de Fusión, se confirme que (i) el régimen especial de las fusiones, escisiones, aportaciones de activos, canje de valores, cesiones globales del activo y del pasivo y cambio de domicilio social de una sociedad europea o una sociedad cooperativa europea de un estado miembro a otro de la Unión Europea previsto en el Capítulo VII del Título VI de la Norma Foral del Impuesto sobre Sociedades de Vizcaya es aplicable a la Fusión; y (ii) bajo el referido régimen especial, el tratamiento de cualquier ingreso contabilizado en la cuenta de pérdidas y ganancias de Neinor por motivo de una diferencia negativa de fusión no queda sujeto a tributación en el Impuesto sobre Sociedades para Neinor o Quabit.

Los Consejos de Administración de Neinor y Quabit o, en su caso, las personas en que estos deleguen, podrán realizar todos los actos y adoptar todas las decisiones necesarias para solicitar, tramitar y obtener las referidas autorizaciones o cualesquiera otros consentimientos, declaraciones o dispensas necesarios o convenientes para el buen fin de la Fusión, incluyendo, en particular y sin carácter limitativo, ofrecer, proponer o aceptar remedios, compromisos, garantías o condiciones de las autoridades competentes (en particular, igualmente sin carácter limitativo, de las autoridades tributarias, de defensa de la competencia o de los organismos reguladores o supervisores del mercado de valores) o abstenerse de hacerlo o rechazarlos cuando lo consideren conveniente para el interés social, pudiendo en último término declarar cumplidas o incumplidas o renunciar (en la medida en que sea legalmente posible y conveniente) a las referidas condiciones suspensivas.

## 1.7. Acuerdos previos

### 1.7.1. Acuerdos con accionistas

Con anterioridad a la firma del Proyecto de Fusión pero sujeto a, entre otros, su firma y suscripción por los respectivos Consejos de Administración de las Sociedades Participantes: (i) Grupo Rayet, S.A.U., Restablo Inversiones, S.L.U., D. Félix Abánades López, Ondobide, S.A., y determinados fondos gestionados por Gescooperativo, Augustus Capital AM y Cobas AM, titulares, conjuntamente, de aproximadamente un 26% de las Acciones de Quabit Clase A; (ii) Cedarville Spain, S.L. (“Cedarville”) en tanto que accionista, a la fecha del Proyecto de Fusión, de Quabit titular del 100% de las Acciones de Quabit Clase B; y (iii) Pyxis V Lux S.à r.l. titular de aproximadamente un 28% de capital social de Neinor, han suscrito compromisos en virtud de los cuales los referidos accionistas se han comprometido, entre otros, a votar a favor de la Fusión en las Juntas Generales de Accionistas de Quabit y Neinor, respectivamente.

### 1.7.2. Acuerdos con Avenue

Igualmente, con anterioridad a la firma del Proyecto de Fusión pero sujeto a, entre otros, su firma y suscripción por los respectivos Consejos de Administración de las Sociedades Participantes, Neinor, Quabit y distintos fondos y entidades asesorados por Avenue Europe International Management L.P. (esto es, Cedarville, GL Europe Luxembourg III (US) Investments, S.à r.l., GL Europe Luxembourg III (EUR) Investments, S.à r.l. y GL Europe ASRS Investments, S.à r.l., conjuntamente, los “Fondos” y, junto con Cedarville, “Avenue”), que son actualmente acreedores financieros de Quabit, han suscrito un compromiso irrevocable (el “Acuerdo con Avenue”) con el objeto de regular los términos y condiciones en virtud de los cuales:

- Se transmitirá a Quabit mediante compraventa (rescate), para su completa amortización, la totalidad de las Acciones de Quabit Clase B de las que Cedarville es el único titular a la fecha del Proyecto de Fusión, actualmente registradas como un pasivo financiero con características especiales;
- Se amortizará y cancelará la financiación otorgada por los Fondos a Quabit (en particular, las Líneas Avenue I, Avenue II y Avenue III, conjuntamente, las “Líneas Avenue”); y
- Se cancelarán los Warrants Avenue.

La ejecución de las operaciones descritas anteriormente se llevará a cabo de conformidad con lo previsto en el Proyecto de Fusión y en el Acuerdo con Avenue. En particular, la compraventa (rescate) de Acciones de Quabit Clase B para su completa amortización, se entenderá efectiva en unidad de acto con la efectividad de la Fusión, si bien en un momento inmediatamente anterior al otorgamiento de la escritura de Fusión, y estará sujeta, además, a una condición resolutoria para el caso de que la Fusión no devengue efectiva, de tal manera que, en tal caso, la referida compraventa sea resuelta, recuperando Cedarville la propiedad sobre la totalidad de las Acciones de Quabit Clase B.

## 2. Métodos de valoración seguidos para la determinación del tipo de canje

A continuación, se incluye la descripción de los métodos de valoración seguidos por los Administradores de Neinor y Quabit para determinar el tipo de canje de las acciones y participaciones sociales, respectivamente.

### 2.1. Métodos de valoración empleados por los Administradores de Neinor

J.P. Morgan AG (“J.P. Morgan”), asesor financiero de Neinor para la Fusión, emitió el 11 de enero de 2021 una opinión de razonabilidad (*fairness opinion*) dirigida al Consejo de Administración de Neinor concluyendo que, a dicha fecha, y con base en los elementos, limitaciones y asunciones contenidas en dicha opinión de razonabilidad, el tipo de canje propuesto es razonable (*fair*) desde un punto de vista financiero para Neinor.

El Consejo de Administración de Neinor, con el asesoramiento de J.P. Morgan, llevó a cabo diversos análisis de valoración de Neinor y Quabit, siendo el precio de cotización relativo el método utilizado para la determinación de la ecuación de canje.

- **Precios de cotización relativos:** El Consejo ha tomado como referencia de valor de las Sociedades Participantes el precio de cotización relativo al que ambas acciones han estado cotizando a lo largo de diferentes periodos de tiempo como método principal para la determinación del tipo de canje. Este método de valoración consiste en calcular la ecuación de canje en base al precio de cotización relativo de ambas acciones en el mercado secundario.

El Consejo de Neinor indica que la valoración como referencia a la cotización es el método que se suele considerar como preferente para determinar el valor real en el caso de valores cotizados. A título de ejemplo, el artículo 504.2 de la LSC, a efectos de determinar el valor razonable de las acciones en aumentos de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente, presume que aquel es el que resulte de la cotización bursátil, salvo que se justifique lo contrario. La cotización bursátil es, además, el criterio más comúnmente aplicado cuando las entidades que se fusionan son sociedades cotizadas con un capital flotante y una liquidez adecuada.

El calendario de cálculo del precio debe equilibrar cualquier volatilidad a corto plazo provocada por acontecimientos de carácter excepcional, fluctuaciones a corto plazo y tensiones especulativas (por lo tanto, es preferible un horizonte temporal más largo), así como la necesidad de reflejar las condiciones más recientes del mercado y de las empresas, en las que deben tenerse en cuenta los precios recientes.

Así, se han tenido en cuenta las cotizaciones/precios medios ponderadas por volumen (el “**VWAP**”) de las acciones de las Sociedades Participantes para los periodos de un mes, tres meses y seis meses anteriores al 8 de enero de 2021 (incluido).

### 2.1.1. Ecuación de canje resultante según los métodos de valoración empleados por los Administradores de Neinor

El cuadro siguiente recoge la información principal de cotización utilizada por el consejo de administración de Neinor como referencia de mercado:

Periodo considerado	VWAP Neinor (€/acción)	VWAP Quabit (€/acción)	Tipo de Canje
1 mes	10,11	0,36	27,84
3 meses	10,19	0,39	26,37
6 meses	10,35	0,38	27,16

Fuente: Bolsa de Madrid a 8 de enero de 2021

El resultado esta metodología representa un 7% del capital social de Quabit post dilución en la entidad resultante de la Fusión.

### 2.2. Métodos de valoración empleados por los Administradores de Quabit

Arcano Corporate, S.L.U. ("Arcano"), como asesor financiero de Quabit para la Fusión, emitió el 5 de enero de 2021 una opinión de razonabilidad (*fairness opinion*) dirigida al Consejo de Administración de Quabit, que fue actualizada en fecha 10 de enero de 2021, concluyendo que, a dicha fecha, y con base en los elementos, limitaciones y asunciones contenidas en dicha opinión de razonabilidad, el tipo de canje propuesto es razonable (fair) desde un punto de vista financiero para Quabit.

El Consejo de Administración de Quabit, con el asesoramiento de Arcano, llevó a cabo diversos análisis de valoración de Neinor y Quabit, los cuales se basan en (i) métodos basados en una valoración relativa entre las dos Sociedades Participantes, justificado por el hecho de que los accionistas de Quabit reciben acciones de Neinor y no un importe en metálico (sin perjuicio de los ajustes derivados de los "picos" según se ha descrito con anterioridad); y (ii) métodos basados en una valoración absoluta tomando en cuenta las condiciones actuales de Quabit.

Por lo que respecta a las metodologías específicas basadas en una valoración relativa entre las dos Sociedades Participantes, se han tenido en cuenta las dos siguientes:

- **Precios de cotización relativos:** Metodología más directa a la hora de valorar sociedades, a través de precio por acción, dado que representa el valor que los inversores dan a las Sociedades Participantes y al cual se podrían vender/comprar las acciones en cada momento.
- **Correlación entre P/BV y ROE:** Metodología basada en la correlación existente entre el Price-to-Book Value (P/BV) y el Return on Equity (ROE) de las Sociedades Participantes, basada en datos históricos del sector sobre ciclos anteriores (y por tanto distintos al actual) y sobre las sociedades que han sobrevivido con éxito a los ciclos de mercado, calculando la correlación del ROE y del P/BV a los largo de un periodo de más de 20 años, recogiendo por tanto más de un ciclo residencial y mostrando la relación entre ambas variables a través de una regresión lineal.

En cuanto a las metodologías concretas basadas en una valoración absoluta, se han tenido en cuenta las dos siguientes:

- **Precio de cotización de Quabit:** Metodología basada en la valoración histórica de las acciones de Quabit, analizando la cotización a lo largo de diferentes periodos temporales para establecer una prima/descuento normalizada a través del tiempo.
- **Valor teórico de venta ordenada:** Metodología basada en un análisis del descuento aplicado al valor de los activos en un escenario hipotético de venta ordenada de los mismos, tomando como base la guía de S&P sobre los descuentos aplicables a los activos de promotores residenciales en escenarios de ventas para conseguir liquidez.

### 2.2.1. Ecuación de canje resultante según los métodos de valoración empleados por los Administradores de Quabit

La aplicación por Arcano de las citadas metodologías basadas en una valoración relativa entre las dos Sociedades Participantes refleja unos resultados de participación a atribuir en la entidad resultante de la Fusión a los accionistas de Quabit que oscilan entre el 6,93% y el 7,54% (en base a la metodología de los precios de cotización relativos), y entre el 6,62% y el 8,07% (en base a la metodología de correlación entre P/BV y ROE). Por otro lado, la aplicación de las metodologías basadas en una valoración absoluta refleja una participación de los accionistas de Quabit en la entidad resultante de la Fusión que oscilan entre el 7,34% y el 7,54% (en base a la metodología del precio de cotización de Quabit) y entre el 3,65% y el 6,35% (en base a la metodología del valor de recuperación de los activos de Quabit).

El resultado del análisis del conjunto de estas metodologías soporta un rango promedio de Quabit en la entidad resultante de la Fusión de entre el 6,14% y el 7,38%.

### 3. Alcance y procedimientos empleados en nuestro trabajo

Los análisis y comprobaciones efectuados han tenido como objeto exclusivamente cumplir con los requisitos mencionados en el artículo 34 de la LMESM, y de acuerdo con nuestra Carta de Encargo.

Los principales procedimientos empleados en la realización de nuestro trabajo han sido los siguientes:

- Obtención y análisis de la siguiente información:
  - Documento de solicitud de nombramiento de experto independiente presentado en el Registro Mercantil de Bizkaia por las Sociedades Participantes, así como nombramiento de KPMG como experto independiente con fecha 25 de enero de 2021;
  - Proyecto de Fusión formulado y aprobado por los Consejos de Administración de Neinor y Quabit, con fecha 11 de enero de 2021;
  - Certificados de los acuerdos de los Consejos de Administración de Neinor y Quabit relativos a la aprobación del Proyecto de Fusión de fecha 11 de enero de 2021;
  - Informes de los Administradores de Neinor y Quabit sobre el Proyecto de Fusión, a efectos y de conformidad con lo previsto en el artículo 33 de la LSESM;
  - Presentación relativa a la absorción de Quabit publicada por Neinor con fecha 11 de enero de 2021;
  - Documento de presentación al Consejo de Administración de Neinor incluyendo los beneficios estimados de la Fusión, de enero 2021;
  - Hecho relevante dirigido a la CNMV y presentación realizada por la Dirección de Neinor el 11 de enero 2021 para comunicar al mercado los principales términos de la Operación;
  - Informe de valoración RICS elaborado por Savills y BDO para la cartera de activos de Quabit (y sociedades dependientes) para los ejercicios 2020 y 2019;
  - Informe de valoración RICS elaborado por Savills para la cartera de activos de Neinor (y sociedades dependientes) para el ejercicio 2020;
  - Informes de Due Diligence emitidos por PwC como asesores externos de la operación de Neinor;
  - Informes de revisión de activos y contratos elaborados por Quabit sobre Neinor;
  - Actas del Consejo de Administración de Quabit en las que se hace referencia al estudio del proyecto de fusión (en particular los celebrados el día 5 de noviembre de 2020, 9 de diciembre de 2020 y 11 de enero de 2021);
  - Actas del Consejo de Administración de Neinor en las que se hace referencia al estudio del proyecto de fusión (en particular los celebrados el 9 de diciembre de 2020 y 11 de enero de 2021);
  - Cuentas Anuales auditadas, consolidadas e individuales, de Neinor y Quabit correspondientes a los ejercicios terminados en 31 de diciembre de 2020, 2019 y 2018;
  - Desglose de número de títulos, VNC y valoración de la autocartera de Neinor y de Quabit;

- Documentación firmada sobre las condiciones/acuerdos de la fusión entre las partes y justificación de quitas estimadas;
  - Detalle del acuerdo para la amortización de la línea de financiación de Avenue así como los warrants, las acciones clase B y compromiso irrevocable con Avenue;
  - Información contractual de las diversas posiciones de deuda financiera de Quabit a la fecha de la Fusión;
  - Detalle de los warrants emitidos por Quabit y estado de negociación de cada uno de ellos;
  - Listado de existencias de Quabit a 31 de diciembre de 2020;
  - Plan de negocio y proyecciones financieras de Neinor 2019-2025, preparadas por la Dirección de dicha sociedad, junto con las hipótesis empleadas en su preparación (no actualizado al cierre de 31 de diciembre de 2020);
  - Plan de negocio y proyecciones financieras de Quabit 2021-2025, preparadas por la Dirección de dicha sociedad en, junto con las hipótesis empleadas en su preparación preparado el primer trimestre de 2020;
  - Borrador del informe elaborado por Uría & Menéndez sobre la razonabilidad y futura deducibilidad de los créditos fiscales de Quabit y sus sociedades dependientes;
  - Información bursátil relativa a la cotización de las acciones de Neinor y Quabit;
  - Información bursátil relativa a la cotización de compañías comparables cotizadas; y
  - Otra información disponible que ha sido considerada relevante para la realización de nuestro trabajo.
- Revisión y análisis, de acuerdo con la información disponible, de cada uno de los informes de valoración facilitados;
  - Lectura de las fairness opinion emitidas por Arcano y J.P. Morgan en el contexto de la Operación;
  - Revisión de las metodologías de valoración empleadas con la documentación soporte existente, así como de los parámetros utilizados para la determinación de la ecuación de canje de la operación de Fusión prevista;
  - Realización de distintos escenarios sensibilizando las variables más significativas que pudieran afectar a los negocios de la Neinor y Quabit (principalmente el efecto de la variación del valor de los activos) y, por lo tanto, a los valores estimados de las Sociedades Participantes y la correspondiente ecuación de canje;
  - Contraste de las valoraciones de las Sociedades Participantes efectuadas por la Dirección de las mismas con otros métodos alternativos, en su caso;
  - Análisis del patrimonio aportado por la Sociedad Absorbida como contraprestación a la ampliación de capital a efectuar, en su caso, por la Sociedad Absorbente;
  - Revisión y análisis de cualquier información necesaria para la realización de nuestro trabajo;
  - Reuniones con la Dirección de las Sociedades Participantes, así como con sus asesores, con el propósito de recabar otra información que se considere de utilidad para la realización de nuestro trabajo; y

- Obtención de una carta firmada por una persona con facultades de representación de las Sociedades Participantes de la Fusión, confirmando que se nos han facilitado toda la información necesaria así como toda aquella que hayamos podido requerir para la elaboración de nuestro informe de experto independiente, así como que las proyecciones financieras que nos han facilitado, las hipótesis empleadas en su preparación, las valoraciones a los que conducen las metodologías de valoración efectuadas y la ecuación de canje resultante representan su opinión más fundamentada considerando las presentes circunstancias y su esperada evolución a futuro.

La información necesaria para la realización de nuestro trabajo nos ha sido facilitada por la Dirección de las Sociedades Participantes o ha sido obtenida de fuentes públicas. En este sentido es importante mencionar que no hemos realizado ninguna verificación independiente, auditoría, due diligence, revisión o evaluación de la situación contable, fiscal, legal, laboral o medioambiental de las Sociedades Participantes en la Fusión. Por lo tanto, el alcance de nuestro trabajo no constituye una opinión de auditoría ni cualquier otro tipo de opinión o confirmación en lo que se refiere a los estados financieros de las mismas.

Asimismo, hemos asumido la integridad y exactitud de dicha información, así como que la misma refleja las mejores estimaciones de la Dirección de las Sociedades Participantes acerca de las perspectivas de sus negocios desde el punto de vista operativo y financiero, aspectos que nos han sido confirmados por escrito por las Direcciones de ambas compañías, tal y como se mencionaba anteriormente.

En relación con la información obtenida de fuentes públicas, no ha constituido parte de nuestro trabajo el contraste de dicha información con evidencias externas a las Sociedades Participantes sin perjuicio de que, en la medida de lo posible, hemos comprobado que la información presentada es consistente con otros datos obtenidos durante el curso de nuestro trabajo.

No tenemos la obligación de actualizar nuestro Informe por causa de hechos que pudieran ocurrir con posterioridad a la fecha de emisión del mismo. El contenido de este Informe ha de entenderse referido a toda la información recibida sobre los acontecimientos sucedidos con anterioridad a la fecha del mismo.

El alcance de nuestro trabajo no ha incluido la revisión del Proyecto de Fusión desde un punto de vista legal.

Hemos asumido que todas las autorizaciones y registros que, en su caso, resulten pertinentes en España para la efectividad de la fusión proyectada y que afecten de forma significativa a nuestro análisis se obtendrán sin ningún efecto adverso para dichas Sociedades o para los beneficios esperados de la Fusión.

El alcance de nuestro trabajo no deberá considerarse, en el contexto de esta transacción ni en ningún otro contexto, como una *“fairness opinion”* ni como una opinión sobre el valor actual o futuro, o recomendación de inversión de cualquiera de las Sociedades Participantes en la Fusión.

Finalmente, es importante resaltar que nuestro trabajo es de naturaleza independiente y por tanto, no supone ninguna recomendación a la Dirección de las Sociedades Participantes, a los accionistas de las mismas o a terceros en relación con la posición que deberían tomar en relación con la operación de fusión prevista u otras transacciones de acciones de dichas sociedades.

## 4. Dificultades especiales de valoración

Debemos mencionar que todo trabajo de valoración lleva implícitos, además de factores objetivos, otros factores subjetivos que implican juicio y que, por lo tanto, los valores resultantes constituyen, principalmente, un punto de referencia para las partes implicadas en una transacción, por lo que no es posible asegurar que terceras partes estén necesariamente de acuerdo con las conclusiones de nuestro trabajo. Además, debe tenerse en consideración que en el contexto de un mercado abierto, pueden existir precios diferentes para un negocio en particular debido a, entre otros, factores subjetivos como el poder de negociación entre las partes o a distintas percepciones de las perspectivas futuras del negocio.

En trabajos de esta naturaleza el alcance de nuestros análisis de la ecuación de canje se basa fundamentalmente en el análisis del valor relativo de las sociedades y de sus acciones. Por lo tanto, dicho trabajo no constituye necesariamente una opinión sobre los valores absolutos utilizados para determinar la ecuación de canje mencionada anteriormente, ni debe considerarse como tal. Los valores de Neinor y Quabit han sido calculados por dichas sociedades y sus asesores financieros aplicando los diversos métodos de valoración anteriormente resumidos con el fin de determinar dicha ecuación de canje.

Es importante mencionar que, de la información financiera de Quabit a cierre del ejercicio terminado el 31 diciembre de 2020 se desprende unas pérdidas netas de 147,5 millones de euros (derivadas en su mayor parte de la práctica eliminación de los activos por impuesto diferido y del registro de una provisión de deterioro de la cartera de activos inmobiliarios), una deuda financiera corriente de 255 millones de euros y una posición de tesorería de 25 millones de euros. Asimismo, el Plan de Negocio preparado por su Dirección y presentado a su Consejo de Administración, en el escenario de que no se complete la Fusión, asume la consecución con éxito de una ampliación de capital, la consecución de nuevas líneas de financiación y la refinanciación de la deuda financiera actual. En este sentido, en el supuesto de que una de estas hipótesis y asunciones críticas no se materializasen, la liquidez a corto plazo de Quabit podría verse afectada, con el correspondiente impacto en el valor razonable de sus fondos propios.

El valor teórico contable (“VTC”) constituye un método estático de valoración que presenta una imagen puntual de la situación patrimonial en una fecha determinada e indica los recursos propios contables de que dispone aquella, bajo unos criterios definidos por normas contables. Consideramos que en términos generales este método de valoración presenta importantes limitaciones como método de estimación del posible valor razonable de la totalidad de las acciones de una compañía en una fecha determinada. En este contexto, es importante resaltar la diferencia significativa entre el VTC de Quabit a 31 de diciembre de 2020 y el valor razonable que se desprende de la ecuación de canje de la Fusión, por lo que, dadas las limitaciones mencionadas anteriormente sobre este método, entendemos que este método de valoración no se puede considerar como la referencia más adecuada para la determinación de su posible valor razonable.

Nuestra opinión se basa en las condiciones de mercado y económicas a la fecha de la fusión que se corresponde con un periodo de alta volatilidad en los mercados financieros globales y una incertidumbre macroeconómica generalizada. En la medida de lo posible, hemos reflejado estas condiciones en nuestro trabajo. Sin embargo, los factores que generan estas condiciones pueden cambiar en periodos de tiempo relativamente cortos. El impacto de cualquier cambio posterior en estas condiciones en la economía global y en los mercados financieros en general, y en la valoración específica de la Sociedades Participantes, podría tener un impacto en el valor en el futuro, ya sea positiva o negativamente.

A la luz de la aparición y propagación del COVID-19, existe incertidumbre, que podría mantenerse durante algún tiempo, en cuanto a lo que esto puede significar para las empresas. Como resultado, nuestro trabajo puede no haber identificado o cuantificado de manera fiel el impacto de todas esas incertidumbres e implicaciones.

## 5. Conclusión

De acuerdo con las bases de información utilizadas y procedimientos aplicados y sujeto a las dificultades especiales de valoración mencionadas en el apartado 4 anterior, todo ello descrito en los apartados anteriores, y con el objetivo exclusivo de cumplir con lo requerido en el nombramiento de experto independiente, consideramos que:

- Los métodos seguidos por los Administradores de Neinor y Quabit para establecer el tipo de canje de las acciones de las Sociedades Participantes en la Fusión son adecuados, en el contexto y las circunstancias de la operación planteada, estando justificado el tipo de canje previsto en el Proyecto de Fusión; y
- El patrimonio aportado por la Sociedad Absorbida es igual, al menos, al importe del aumento de capital de cincuenta y cinco millones novecientos noventa y dos mil ciento sesenta (55.992.160) euros que la Sociedad Absorbente tiene previsto efectuar.

\* \* \* \* \*

Este Informe y la información en él contenida han sido preparados estrictamente para dar cumplimiento a lo establecido en el artículo 34 de la LMESM, por lo que no debe ser utilizado para ninguna otra finalidad.

Atentamente,

José Ignacio Cerrato

Socio

KPMG Auditores, S.L.



© 2021 KPMG Auditores S.L., sociedad española de responsabilidad limitada y firma miembro de la organización global de KPMG de firmas miembro independientes afiliadas a KPMG International Limited, sociedad inglesa limitada por garantía. Todos los derechos reservados.

KPMG y el logotipo de KPMG son marcas registradas de KPMG International Limited, sociedad inglesa limitada por garantía.