

Cálculo de la ecuación de canje

20 de mayo de 2026

D. Álvaro Colás Aparicio
Socio de COLMART Auditores y Asesores, S.L.P.

Colmart Auditores y Asesores, S.L.P, Calle Playa de Castro Urdiales, 21 28669 Boadilla del Monte, Madrid, España, Tel: +34 611 682 414, www.colmartaudidores.com

*Registro Mercantil, Hoja M-654406, Tomo 36424, Folio 156
Inscrita en el ROAC con el número S2438 – NIF: B87937090*

D. Javier Insenser Nieto

José Ortega y Gasset,17
28006 Madrid

Estimado señor,

Emitimos el presente Informe de Conclusiones a petición del Bufete Mas y Calvet, con el objeto de analizar y cuantificar la ecuación de canje derivada de la operación de fusión por absorción de las sociedades Consimsa, S.A., Cultural el Pinar, S.A. y Neboa, S.A., que serán absorbidas por la sociedad Noroeste Cultural, S.A.

Agradecemos la confianza depositada en nuestra firma para la realización del presente encargo profesional. A continuación, describimos el alcance y contenido de nuestro trabajo, en el que se exponen los antecedentes y el entendimiento de la operación, las fuentes de información utilizadas, la metodología de valoración aplicada, los cálculos efectuados para la determinación del valor contable ajustado y de la ecuación de canje, así como los principales efectos contables derivados de la operación de fusión por absorción objeto de análisis.

Este Informe ha sido preparado exclusivamente para los fines descritos y no debe ser utilizado ni distribuido para otros distintos sin nuestro consentimiento previo y por escrito.

Atentamente,



D. Álvaro Colás Aparicio
Socio COLMART Auditores y Asesores, S.L.P.

Contenido

1. Antecedentes y entendimiento de la situación	4
2. Fuentes de información y alcance de nuestro trabajo	5
3. Resultados de nuestro trabajo	6
3.1. Cálculo del Valor contable ajustado de las sociedades	6
3.2. Cálculo de la ecuación de canje	6
3.3. Asiento sintético en la sociedad Absorbente (Noroeste Cultural, S.A.)	6
4. Corrección con información posterior	7
4.1 Cálculo del Valor contable ajustado de las sociedades	7
4.2 Cálculo de la ecuación de canje	7
4.3 Asiento sintético en la sociedad Absorbente (Noroeste Cultural, S.A.)	8
5. Inclusión del efecto fiscal	9
5.1 Antecedentes del recálculo	9
5.2 Justificación del tipo impositivo, plazo y tasa de descuento utilizado	9
5.3 Cálculo del Valor contable ajustado de las sociedades	10
5.4 Cálculo de la ecuación de canje	10
5.5 Impacto en el poder de voto de la consideración del valor actual de los AID y PID	11

Documentos adjuntos:

Documento nº1	Balance y PyG de Consimsa, S.A. a 31.10.2025
Documento nº2	Balance y PyG de CULTURAL EL PINAR S.A. a 31.10.2025
Documento nº3	Balance y PyG de NEBOA, S.A. a 31.10.2025
Documento nº4	Balance y PyG de Noroeste Cultural, S.A. a 31.10.2025
Documento nº5	Excel con valoraciones de inmuebles.
Documento nº6	Mail con las instrucciones proporcionadas por el cliente.
Documento nº7	Mail con corrección de los datos utilizados para el cálculo 9.1.2026

1. Antecedentes y entendimiento de la situación

En función de la información de que hemos dispuesto hasta el momento y las conversaciones mantenidas con el Cliente, las circunstancias que rodean nuestro asesoramiento son las siguientes:

El Bufete Mas y Calvet asesora una operación de fusión por absorción de las sociedades Consimsa, S.A., Cultural el Pinar, S.A., Neboa, S.A. que son absorbidas por la sociedad Noroeste Cultural, S.A.

El objeto del presente informe es determinar cuantas acciones debe emitir Noroeste Cultural S.A. para entregar a los socios de Consimsa, S.A, Cultural el pinar, S.A. y Neboa, S.A., así como la aportación en efectivo, si esta fuese necesaria para la elaboración de un proyecto de fusión.

Con el fin de dar cumplimiento a este encargo hemos llevado a cabo los siguientes procedimientos.

El Bufete Mas y Calvet ha optado por valorar las sociedades por el método del valor contable ajustado, este método consiste en valorar el patrimonio neto de la empresa a valores razonables de mercado.

Este método de valoración requiere de los siguientes pasos:

- 1.- Realizar un inventario físico de los activos.
- 2.- Clasificarlos por naturaleza.
- 3.- Aplicar los valores de reposición a cada uno de estos activos.
- 4.- Identificar posibles pasivos contingentes no registrados contablemente.
5. Elaboración de una valoración del patrimonio neto a valores de mercado.

El Bufete Mas y Calvet ha considerado como único activo del balance a ajustar los inmovilizados, no ha considerado la existencia de ningún pasivo contingente y nos ha facilitado el resultado de las valoraciones de la tasación de estos inmuebles (**Documento 5**) que según manifestaciones del cliente han sido realizadas por la tasadora Eurovalor (**Documento 6**).

Siguiendo la solicitud realizada por el despacho hemos procedido al cálculo del valor contable ajustado.

Posteriormente hemos procedido al cálculo de la ecuación de canje, esto es, cuántas acciones de Noroeste Cultural, S.A. deben emitirse para entregar a los socios de las tres sociedades objeto de la fusión por absorción y proceder a absorber los negocios de acuerdo con la NRV 19ª.

Adicionalmente hemos añadido un esquema sintético del asiento de ampliación de capital en Noroeste Cultural, S.A.

2. Fuentes de información y alcance de nuestro trabajo

La información que hemos utilizado en el desarrollo de nuestro trabajo ha sido la siguiente:

- Balances de las sociedades objeto de fusión por absorción al 31 de octubre de 2025 (**Documento 1** al **Documento 4**)
- Valores de las tasaciones de Eurovalor al 31 de octubre de 2024 (**Documento 5**).
- Instrucciones del cliente facilitadas por email (**Documento 6**)

El cálculo de la ecuación de canje no implica la realización de una auditoría y no se han revisado los balances facilitados por el cliente, ni se ha aplicado ningún procedimiento sobre los mismos.

No hemos verificado la idoneidad del método de valoración por el método del Valor Contable Ajustado, si bien tratándose de negocios con activos fijos muy importantes podría ser adecuado.

No hemos tenido acceso a las tasaciones realizadas por Eurovalor, sociedad sobre la que no hemos realizado ninguna verificación.

Hemos usado en nuestros cálculos las cifras aportadas por la sociedad en el **Documento 5**, tanto en lo referente a las tasaciones, como en lo referente al ajuste propuesto, número de acciones por sociedad, etc...

3. Resultados de nuestro trabajo

3.1. Cálculo del Valor contable ajustado de las sociedades

Sociedades	VNC	Ajustes	VCA	Número de acciones	VR acción
Consimsa, S.A.	1.493.133,56	(509.763,51)	983.370,05	26.642,00	36,91
Cultural el pinar, S.A.	2.742.690,70	(1.310.156,6)	1.432.534,15	604.818,00	2,37
Neboa, S.A.	1.158.229,46	202.282	1.360.511,46	216.540,00	6,28
Noroeste Cultural, S.A.	2.717.683,93	2.488.046,34	5.205.730,27	456.632,00	11,40

3.2. Cálculo de la ecuación de canje

Sociedades	VR ACCIÓN	Canje	Cálculo	acciones	euros
				Emisión entera	Efectivo a pagar
Consimsa, S.A.	36,91	0,31	86.258,45	86.258,00	5,15
Cultural el pinar, S.A.	2,37	4,81	125.657,86	125.657,00	9,82
Neboa, S.A.	6,28	1,81	119.340,23	119.340,00	2,67
Noroeste Cultural, S.A.	11,40				
				331.255,00	17,64

Por cada acción de Consimsa, S.A., Noroeste Cultural, S.A debe emitir 0,31 acciones.
 Por cada acción de Cultural el pinar, S.A., Noroeste Cultural, S.A. debe emitir 4,81 acciones.

Por cada acción de Neboa, S.A., Noroeste Cultural, S.A. debe emitir 1,81 acciones.

3.3. Asiento sintético en la sociedad Absorbente (Noroeste Cultural, S.A.)

Debe	Descripción	Descripción	Haber
983.370,05	Activos Netos Consimsa	(100) Capital Social	1.990.842,55
1.432.534,15	Activos Netos Cultural el pinar	(110) Prima de emisión	1.785.555,47
1.360.511,46	Activos Netos Neboa	(572) Bancos	17,64

4. Corrección con información posterior

El 9 de enero de 2026 el Bufete Mas y Calvet nos comunica que:

“...en las tablas de valores que nos facilitaron las clientes, había estos dos errores:

- (i) *el nominal de las acciones de Noroeste Cultural, S.A. (absorbente) era de 6,01 cuando en realidad era de 6,02;*
- (ii) *y el número de acciones de Noroeste Cultural, S.A. era de 456.632 cuando en realidad era de 456.332.”*

Procedemos al recalcu de las tablas:

4.1 Cálculo del Valor contable ajustado de las sociedades

Sociedades	VNC	Ajustes	VCA	NÚM. AC.	VR ACCIÓN
Consimsa, S.A.	1.493.133,56	(509.763,51)	983.370,05	26.642,00	36,91
Cultural el pinar, S.A.	2.742.690,70	(1.310.156,55)	1.432.534,15	604.818,00	2,37
Neboa, S.A.	1.158.229,46	202.282,00	1.360.511,46	216.540,00	6,28
Noroeste Cultural, S.A.	2.717.683,93	2.488.046,34	5.205.730,27	456.332,00	11,41

4.2 Cálculo de la ecuación de canje

Sociedades	VR ACCIÓN	Canje	Cálculo	acciones	euros
				Emisión entera	Efectivo a pagar
Consimsa, S.A.	36,91	0,31	86.201,78	86.201,00	8,91
Cultural el pinar, S.A.	2,37	4,82	125.575,31	125.575,00	3,50
Neboa, S.A.	6,28	1,82	119.261,83	119.261,00	9,46
Noroeste Cultural, S.A.	11,41				
				331.037,00	21,87

4.3 Asiento sintético en la sociedad Absorbente (Noroeste Cultural, S.A.)

Debe	Descripción	Descripción	Haber
983.370,05	Activos Netos Consimsa	(100) Capital Social	1.992.842,74
1.432.534,15	Activos Netos Cultural el pinar	(110) Prima de emisión	1.783.551,05
1.360.511,46	Activos Netos Neboa	(572) Bancos	21,87

Apunte sobre los cálculos realizados:

Los cálculos se han realizado con el máximo detalle que permite la aplicación "Microsoft Excel", si bien, el informe (salvo error por nuestra parte), contiene 2 decimales, porque el euro sólo permite el fraccionamiento hasta el centimo, no hay posibilidad de pagar por debajo del centimo en la zona euro.

Uno de los errores que podría suceder es que el asiento cuadre usando todos los decimales pero que al intentar cuadrar con el redondeo a 2 decimales, se produjese alguna diferencia entre el sumatorio del debe y el haber, por este motivo se realiza la comprobación que dejamos plasmada en este informe que asegura que el uso de todos los decimales del excel no de lugar a un error contable.

Efectivo a pagar: $8,91 + 3,5 + 9,46 = 21,87$ euros

Suma del debe: $983.370,05 + 1.432.534,15 + 1.360.511,46 = 3.776.415,66$ euros

Suma del haber: $1.992.842,74 + 1.783.551,05 + 21,87 = 3.776.415,66$ euros

5. Inclusión del efecto fiscal

5.1 Antecedentes del recálculo

El 26 de mayo de 2026, los expertos designados por el Registro Mercantil para la revisión del proyecto de fusión (Bivalentasa Gloval Advisory, S.L.) emplazaron a este despacho y al Bufete Mas y Calvet a una reunión celebrada ese mismo día a las 17:00 horas, manteniéndose posteriormente una segunda reunión el 28 de mayo de 2026 a las 13:00 horas.

La preocupación manifestada por los expertos estaba relacionada con el hecho de que, tal y como se indica en el punto 2 del presente informe, "(...) el Bufete Mas y Calvet ha considerado como único activo del balance a ajustar los inmovilizados y no ha considerado la existencia de ningún pasivo contingente (...)". En consecuencia, no se había considerado el valor actual de los activos y pasivos por impuestos diferidos vinculados a los ajustes efectuados sobre el patrimonio neto de las sociedades participantes en la fusión.

Durante la reunión, los representantes del Bufete explicaron al experto independiente que, dada la naturaleza y destino de los inmuebles objeto de análisis, caracterizados por una vocación de permanencia especialmente prolongada y por una utilización continuada en el tiempo, la recuperación económica de los mismos se prevé a muy largo plazo, por lo que el efecto derivado de la actualización de los activos y pasivos por impuestos diferidos no tendría un impacto significativo sobre la ecuación de canje ni, por tanto, sobre el capital social y la prima de emisión resultantes de la operación.

No obstante, aun considerando razonable el criterio inicialmente seguido, los expertos designados por el Registro Mercantil entendieron que, en aras de una mayor transparencia y de la adecuada protección de los intereses de los accionistas, resultaba conveniente valorar el efecto derivado de los activos y pasivos por impuestos diferidos y cuantificar su impacto, tanto en términos nominales como porcentuales, sobre la ecuación de canje.

5.2 Justificación del tipo impositivo, plazo y tasa de descuento utilizado

El Bufete Mas y Calvet ha considerado que la mejor estimación del tipo impositivo aplicable para la valoración de dichas partidas es el **tipo general del 25%**, previsto en el artículo 29.1 de la Ley 27/2014, del Impuesto sobre Sociedades, al resultar aplicable tanto en el ejercicio corriente como en los ejercicios futuros previsibles conforme a la normativa actualmente vigente.

El Bufete Mas y Calvet, basándose en la antigüedad de los inmuebles —que oscila entre los 17 y los 39 años— y en la duración prolongada de los contratos de arrendamiento asociados a los mismos, ha propuesto un **plazo de recuperación de 28 años**, plazo que hemos considerado razonable.

En relación con la tasa de descuento utilizada, y siguiendo referencias de estudios periódicos del portal inmobiliario Fotocasa -referencia habitual en análisis sectoriales y en resoluciones judiciales-, que cifraron la rentabilidad media nacional en el 6,7 % al cierre de 2024, y en el 5,9 %-6,5 % a lo largo de 2025, con los mayores retornos concentrados en la periferia de las grandes ciudades y en mercados intermedios. Una horquilla del 6%-8% se sitúa dentro de los parámetros normales de mercado para activos residenciales o residencia alojativa de tipología singular en España durante el ejercicio 2025-2026. Por tanto, **se ha considerado razonable la utilización de una tasa de descuento del 7%**.

5.3 Cálculo del Valor contable ajustado de las sociedades

	a	b	c=-b*25%	d=c/(1,07)^28	a+b+d		
Sociedades	VNC	Ajustes	Efecto fiscal	VA del efecto fsical	VCA	NÚM. AC.	VR ACCIÓN
Consimsa, S.A.	1.493.133,56	(509.763,51)	127.440,88	19.167,39	1.002.537,44	26.642,00	37,63
Cultural el pinar, S.A.	2.742.690,70	(1.310.156,55)	327.539,14	49.262,61	1.481.796,76	604.818,00	2,45
Neboa, S.A.	1.158.229,46	202.282,00	(50.570,50)	(7.605,92)	1.352.905,54	216.540,00	6,25
Noroeste cultural, S.A.	2.717.683,93	2.488.046,34	(622.011,59)	(93.551,92)	5.112.178,35	456.332,00	11,20

5.4 Cálculo de la ecuación de canje

Sociedades	VR ACCIÓN	Canje	Cálculo	acciones	euros
				Emisión entera	Efectivo a pagar
Consimsa, S.A.	37,63	0,30	89.490,21	89.490,00	2,35
Cultural el pinar, S.A.	2,45	4,57	132.270,67	132.270,00	7,56
Neboa, S.A.	6,25	1,79	120.765,37	120.765,00	4,11
Noroeste cultural, S.A.	11,20				
				342.525,00	14,02

5.5 Impacto en el poder de voto de la consideración del valor actual de los AID y PID

Sin considerar efecto impositivo			Considerando efecto impositivo		
Emisión entera	Distribución	Efectivo a pagar	Emisión entera	Distribución	Efectivo a pagar
86.201,00	26,04%	8,91	89.490,00	26,13%	2,35
125.575,00	37,93%	3,50	132.270,00	38,62%	7,56
119.261,00	36,03%	9,46	120.765,00	35,26%	4,11
331.037,00	100,00%		342.525,00	100,00%	

Los socios de Noroeste Cultural, S.A. previos a la fusión son titulares de 456.332 acciones. A continuación, se muestra el impacto que tendría sobre su porcentaje de participación en la sociedad resultante la consideración del valor actual de los activos y pasivos por impuestos diferidos asociados a la operación:

Sin considerar efecto impositivo	57,96%	456.332/787.369
Considerando el efecto impositivo	57,12%	456.332/798.857
Variación en el control	-0,83%	

En consecuencia, la consideración del valor actual de los activos y pasivos por impuestos diferidos produciría una reducción de 0,83% en el porcentaje de participación de los accionistas preexistentes de Noroeste Cultural, S.A. en la sociedad resultante de la fusión.

Correlativamente, los accionistas de las sociedades absorbidas incrementarían su participación relativa en la sociedad resultante, al aumentar el número de acciones emitidas como consecuencia del ajuste derivado de la consideración del efecto impositivo.

La consideración del valor actual de los activos y pasivos por impuestos diferidos no altera de forma significativa la distribución relativa de dichas acciones entre los socios de las sociedades absorbidas, manteniéndose una composición porcentual sustancialmente homogénea respecto del escenario en el que no se considera el efecto impositivo.

Este Informe de Conclusiones ha sido preparado exclusivamente para los fines descritos en el presente documento, por lo que no debería ser distribuido a terceras partes distintas del Bufete Mas y Calvet sin nuestro consentimiento previo y por escrito. En consecuencia, este Informe no debe ser utilizado para finalidades distintas de las expresamente indicadas, no asumiendo responsabilidad profesional alguna frente a terceros distintos de los destinatarios anteriormente identificados que pudieran tener acceso al mismo.

Acuso recibo del informe

Fecha: 28.05.2026

Firma: D. Javier Insenser Nieto