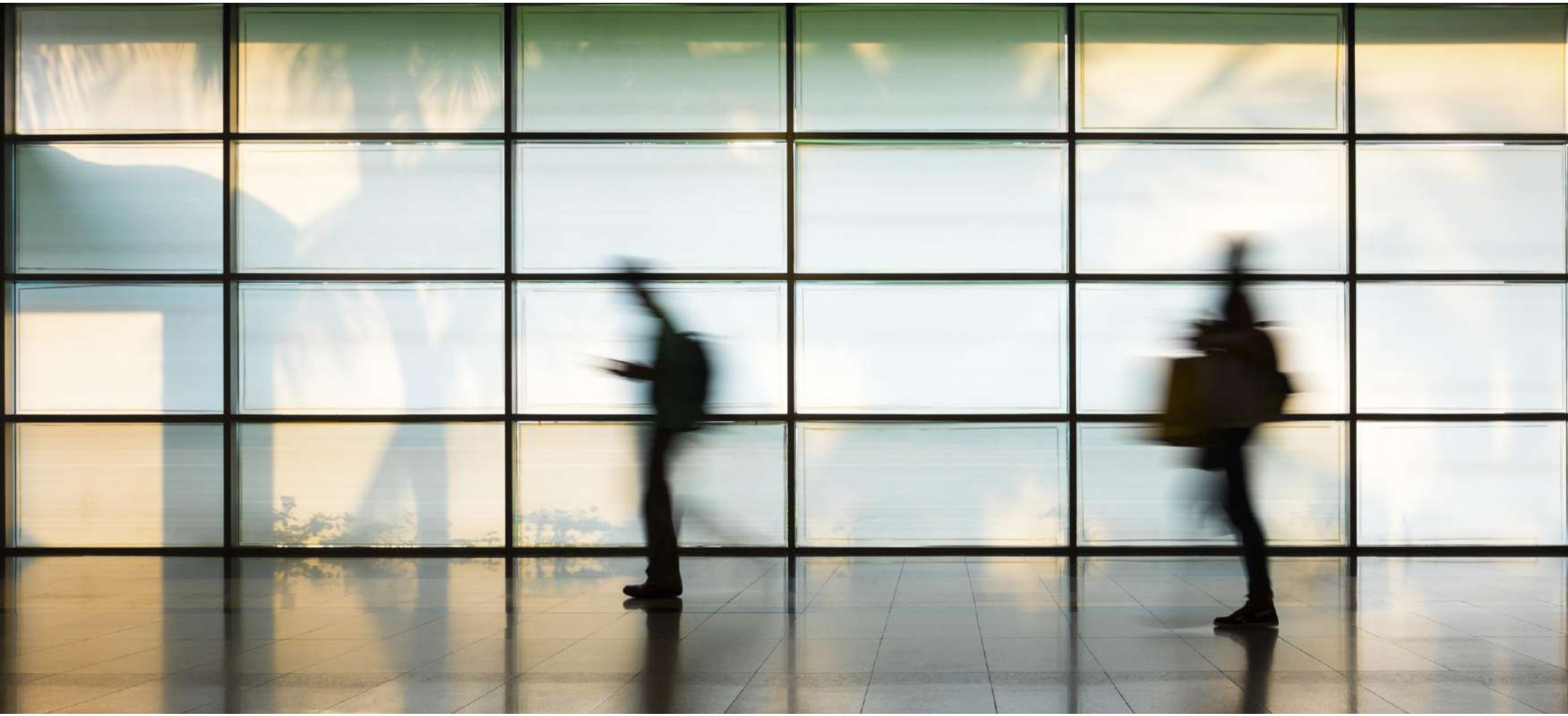


gesvalt® Consultoría y Valoración
Advisory & Valuation

ANEXO V Informe de valoración independiente de los activos inmobiliarios

URBAN VIEW DEVELOPMENT SPAIN SOCIMI, S.A.

Informe de Valoración

Valoración de Cartera de Activos Inmobiliarios en España

Nº Expediente: 2018-035460/08-02

Finalidad: Uso Interno

Fecha: 31 de Agosto de 2018

gesvalt® Consultoría y Valoración *Advisory & Valuation*

ÍNDICE

SECCIÓN 1 – TÉRMINOS DE REFERENCIA 2

1.1. Instrucciones 2

1.2. Estatus del valorador 2

1.3. Fecha de valoración 2

1.4. Conflictos de interés 3

1.5. Bases de valoración 3

1.6. Información proporcionada 4

1.7. Objeto 4

SECCIÓN 2 –VALORACIÓN 5

2.1. Metodología 5

2.2. Principales hipótesis aplicadas en la valoración 12

SECCIÓN 3 – ANÁLISIS ECONÓMICO DE MERCADO 25

3.1. Visión Económica Nacional 25

3.2. Mercado Residencial 27

SECCIÓN 4 – ANÁLISIS DE LA CARTERA 43

4.1. Composición de La Cartera por usos 43

4.2. Composición de La Cartera por ubicación 44

4.3. Composición de La Cartera por Valor de Mercado 53

4.4. Composición de La Cartera por Estado de Ocupación 54

SECCIÓN 5 – CONCLUSIONES 59

SECCIÓN 6 – VALORACIÓN 60

SECCIÓN 7 – CONFIDENCIALIDAD 61

ANEXOS 62

SECCIÓN 1 – TÉRMINOS DE REFERENCIA

1.1. Instrucciones

De acuerdo con los términos acordados en la propuesta de contratación, hemos llevado a cabo los análisis y comprobaciones necesarios para emitir este informe de valoración, relativo a una cartera de activos inmobiliarios ubicados en distintas localizaciones en España.

La finalidad de este trabajo es la obtención del;

- Valor de Mercado de cartera de inmuebles en España (valor de mercado agregado de las unidades que componen la cartera)

De manera adicional, podemos confirmar lo siguiente:

- Que poseemos la experiencia y el conocimiento para realizar este trabajo
- La valoración se ha llevado a cabo por profesionales competentes e independientes, sin intereses con respecto a las partes involucradas en el proceso
- Confirmamos que Gesvalt no obtiene ningún beneficio, aparte de los honorarios correspondientes a esta valoración, con motivo de este encargo
- Este informe de valoración ha sido preparado por valoradores cualificados de Gesvalt y supervisado por D. Sergio Espadero, MRICS, director en Gesvalt.

El resultado de este informe y la valoración es para Uso Interno de su organización.

1.2. Estatus del valorador

En la preparación de este informe de valoración, confirmamos que Gesvalt ha actuado como valorador externo, como se define en los Estándares Profesionales.

1.3. Fecha de valoración

La fecha de Valoración de la cartera es 31 de agosto de 2018.

1.4. Conflictos de interés

Confirmamos que no existe conflicto de interés alguno en la realización de este informe de Valoración.

1.5. Bases de valoración

Esta valoración se ha realizado de acuerdo con el Red Book "Valoración RICS – Estándares Profesionales" 10ª Edición, publicado en julio de 2017.

El objeto de este informe de valoración, es la obtención del **Valor de Mercado** del inmueble mencionado.

La definición de esta base de valoración se establece en la VPS 4 Bases de valoración:

Valor de Mercado

"El importe estimado por la que un activo u obligación debería intercambiarse en la fecha de valoración, entre un comprador y un vendedor dispuestos a vender, en una transacción libre tras una comercialización adecuada en la que las partes hayan actuado con conocimiento, prudencia y sin coacción." (IVS 2013).

El objeto de este informe de valoración es la obtención del Valor de Mercado de la cartera mencionada y que se describe más adelante en este informe.

Para la realización de esta valoración, hemos asumido la información proporcionada por ustedes y la hemos considerado fiable. Nosotros no hemos inspeccionado la totalidad de las propiedades objeto de esta valoración (inspección externa), por lo que no hemos realizado las suficientes comprobaciones para poder proporcionar –por nuestros propios medios- una opinion de valor que sustituya a una valoración completa.

1.6. Información proporcionada

Hemos llevado a cabo una profunda revisión de la siguiente documentación, relativa a los activos a valorar:

- Data Tape con información básica con respecto a las unidades, como localización exacta, referencia catastral, superficies, fechas de inicio y fin de contrato de arrendamiento, renta contractual, opciones de compra, etc.
- Informes de Tasación anteriores de dichas unidades

De manera genérica, consideramos que la citada información es suficiente para la valoración, según la finalidad de esta y bajo los términos de contratación acordados.

1.7. Objeto

El objeto de nuestro trabajo ha consistido en la realización de una serie de valoraciones de una cartera de activos inmobiliarios, con la finalidad de obtener nuestra opinión de su Valor de Mercado, como se describe en el punto 1.1 Instrucciones.

La cartera total está compuesta por 265 unidades, dividida en las siguientes tipologías:

- Local comercial
- Plaza de aparcamiento
- Vivienda
- Vivienda unifamiliar

Nuestra opinión de valor refleja el valor de Mercado individual agregado de la cartera de activos inmobiliario, no representando un valor de cartera. Cada inmueble ha sido valorado individualmente y no como parte de una cartera inmobiliaria. Por lo tanto, la cifra total de valoración no conlleva ningún descuento/incremento, positivo o negativo, que refleje la hipotética circunstancia de que en algún momento la cartera completa saliera al mercado.

SECCIÓN 2 –VALORACIÓN

2.1. Metodología

Inspecciones

En general, las valoraciones individuales se han realizado sin inspección de las propiedades, con una aproximación mixta tipo **Drive-by / Desktop**.

No obstante, para entender la realidad de la cartera, nos hemos basado en informes de valoración anteriores, que nos han sido facilitados por parte de la propiedad. Adicionalmente, los activos que componen la cartera son activos de los que la propiedad (cliente) ya ha tomado posesión. No se trata, por tanto, de colaterales de préstamsos ni de otra modalidad de activos, cuya relación con nuestro cliente pudiera devenir en un conocimiento incompleto de dichos activos.

Por tanto, si al hecho de tratarse de activos cuya posesión ya ha sido materializada por nuestro cliente y haberse aportado una serie de informes de valoración, con una cobertura de la cartera suficiente en nuestra opinion, entendemos que haber optado por una aproximación de Valoración tipo Desktop (sin inspección física) es una medida prudente y suficiente para este ejercicio de Valoración, tanto en lo que se refiere al conocimiento de los activos como por lo que se refiere al riesgo de verificación de su existencia.

Del análisis de los informes de Valoración aportados, podemos concluir lo siguiente:

- Se trata de valoraciones individuales según Orden ECO 803/2005 (Tasación ECO)
- La distribución y alcance de las mismas es el siguiente:

Valoraciones Apoartadas	Antigüedad	Nº Activos
INFORME DE TASACIÓN ECO	Inferior a 6 meses	20
	Entre 6 meses y 1 año	20
	Antigüedad de 1 año y 1 mes	15
TOTAL		**55**

La cobertura de estos informes de tasación es del 20,75% del total de activos de la cartera y, atendiendo al valor de mercado, estas tasaciones cubren el 20,09% del valor total de la cartera.

Como conclusión, entendemos que, basados en nuestra experiencia en Valoraciones de carteras de similar naturaleza durante los últimos meses, no queda justificada la adopción de una aproximación tipo Desktop exclusivamente.

Por este motivo, se ha optado por realizar un enfoque mixto *desktop / drive-by* (con inspección externa) para aquellas unidades que no hubieran sido tasadas con anterioridad.

De esta manera, el enfoque ha sido el siguiente:

Etiquetas de fila	Cobertura Valor de Mercado		Cobertura Nº Unidades	
Informe de Tasación anterior	20,09%	67.56%	20,75%	60,75%
Drive-by	47,47%		40,00%	
Desktop	32,44%	32,44%	39,25%	39,25%
	100,00%		**100,00%**	

Como resultado de lo anterior, agregando aquellos activos con informe de tasación anterior y aquellos valorados con inspección exterior (drive-by), la cobertura de la cartera quedaría en:

- Cobertura sobre valor de mercado: 67,56%
- Cobertura sobre número de unidades: 60,75%

Como conclusión, entendemos que, basados en nuestra experiencia en Valoraciones de carteras de similar naturaleza durante los últimos meses, queda justificada la adopción de la aproximación mixta Drive-by / Desktop descrita para esta Valoración, con un grado suficiente de certidumbre.

Para la valoración de los inmuebles hemos empleado el método del **Descuento de Flujos de Caja**.

El método del Descuento de Flujos de Caja (*Discounted Cash Flow*), es el más utilizado para la valoración de activos en rentabilidad por su rigor y capacidad analítica, siendo sus principales ventajas posibilitar el examen de los factores que crean valor y reconocer de forma explícita el valor temporal del flujo de fondos que genera la explotación de los mismos en sí. Asimismo, para la valoración de aquellos activos que, aun no generando ingresos periódicos, su comercialización necesita de un periodo de maduración, dilatándose en el tiempo y, por tanto creando también una serie de flujos de ingresos y gastos en el tiempo.

Se nos han solicitado determinar el Valor de Mercado de los inmuebles;

El cálculo del Valor de Mercado (VM) se realiza mediante la aplicación de la siguiente fórmula matemática:

$$VM = \sum_{i=1}^{n} \frac{FC_i}{(1+r)^i} + \frac{VM_n}{(1+r)^n}$$

Donde:

- FC_i = Importe de los flujos de caja libres en el año "i"
- r = Tasa de descuento para la actualización
- n = Número de periodos del plazo de proyección de previsiones explícitas
- VM_n = Valor Terminal del Inmueble en el año "n"

Se ha llevado a cabo un análisis de descuento de flujos de caja para cada unidad a valorar, teniendo en cuenta si están arrendados o no, así como el plazo de comercialización previsto para cada una. A partir de estos dos parámetros se establece el horizonte de inversión de cada descuento de flujos de caja individual.

Esto se desarrollará con más concreción en el siguiente apartado.

Es importante destacar que la situación actual de la cartera, aún en fase de consolidación, y las particularidades de la misma (alto nivel de atomización, necesidad de actuaciones previas necesarias para su efectivo arrendamiento, etc.), suponen un elemento diferenciador respecto de activos en rentabilidad ya estabilizados.

En consecuencia, atendiendo a un criterio de prudencia, y a los únicos efectos de la valoración, se ha considerado más razonable asumir una hipótesis de ventas a corto plazo (para las unidades no alquiladas en el plazo estimado de comercialización y para las unidades alquiladas el mismo plazo una vez finalizados los contratos de arrendamiento), aun reconociéndose que el plan de negocio del Grupo consiste en el arrendamiento a medio-largo plazo, siempre por períodos iguales o superiores a lo requerido por la normativa reguladora de las SOCIMIS.

Por lo tanto, en la medida que dicho plan de negocio se cumpla, como así se estima que ocurra, el valor real de los activos podría verse incrementado como resultado de aplicar el método de descuento de flujos de caja en función de la rentabilidad efectivamente obtenida.

Del mismo modo, y puesto que el destino de los activos es el arrendamiento (y no su venta a corto plazo), no se ha entendido conveniente realizar ningún ajuste fiscal a la valoración obtenida, dado que no es previsible que el Grupo venga obligado a satisfacer el Impuesto sobre Sociedades en caso de ventas (al resultar de aplicación el tipo del 0% de las SOCIMIS), ni tampoco a regularizar los beneficios fiscales disfrutados en la adquisición de las unidades (bonificación para SOCIMIS en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales Onerosas).

Para el caso particular de las unidades con contrato de Renta Antigua, se ha realizado la siguiente hipótesis para estimar su plazo de comercialización.

El plazo de arrendamiento efectivo se ha calculado a partir de la antigüedad de los contratos, firmados entre 1905 y 1975. Por este motivo, se ha asignado un periodo de comercialización remanente de 25 años.

Hay que destcar que no disponemos de información referente a la edad del arrendatario y a si se han producido trasnmisiones.

Pensamos que se trata de una aproximación prudente, teniendo en cuenta que, suponer que el arrendamiento se mantuviera a perpetuidad, sería excesivamente conservador. A este plazo de arrendamiento residual aplicado, se al añade el periodo de comercialización estimado, cuya explicación se incluye en lso siguientes apartados.

Por otra parte, la estrategia a seguir en la valoración de aquellas unidades ocupadas en precario sería como sigue:

Estimar que se opta por la vía judicial civil –desahucio por precario. Bajo este supuesto, tomamos como hipótesis de plazo del proceso de desahucio 1 año y unos costes asociados (abogado y procurador) más otros gastos de gestión de 2.000 euros por unidad.

El número de unidades ocupadas en precario en la cartera es de 88, es decir, un 33% del total.

En cuanto a los incrementos por IPC, normalmente adoptamos previsiones consensuadas. Para nuestro caso, hemos optado por tener en cuenta el IPC de manera implícita en la tasa de descuento. Por tanto, hemos manejado ingresos y gastos previstos en moneda constante y tasa de descuento deflactadas.

Los flujos de caja de cada unidad se han establecido en base mensual durante el periodo de proyección de cada unidad.

Hemos realizado los ajustes apropiados para reflejar los siguientes conceptos:

- Reserva para costes no recuperables (*).
  Estos costes inluyen:
  - Seguro
  - Gastos comunes
  - Mantenimiento y reparaciones
  - Gestión de alquileres
  - Impuesto de bienes inmuebles
- Se asume un gasto de preparación de las unidades orientado a reformar cada unidad antes de su venta
- Se deduce una comisión de comercialización de cada unidad
- Se afecta al precio de venta con una estimación de impuesto de incremento en el valor de los terrenos de naturaleza urbana (Plusvalía)
- Se incluye una provisión por impago de renta para las unidades alquiladas

(*) Según nos han informado ustedes, los contratos de arrendamiento de las unidades alquiladas reflejan como única obligación del arrendatario el pago de la renta, siendo poro cuenta del arrendador el resto de conceptos.

En relación con las tasas de descuento aplicables mantenemos contacto regular con inversores para conocer su actitud hacia las tasas de descuentos y rentabilidad que exigen a determinados tipos de inversiones. Este consenso general, junto con evidencia de transacciones y predicciones de mercado de tipos de interés, forman la base para escoger las tasas de descuento que se adoptan en cada caso.

Para determiner la tasa de descuento de cada unidad, hemos clasificado las mismas en grupos homogéneos, acorde con su perfil de riesgo estimado.

Valor Terminal

El Valor Terminal (VM) es el valor atribuido al activo a partir del último periodo de proyección o previsiones explícitas, y su cálculo se basa, en el caso que nos ocupa, dada la naturaleza del activo, en el precio estimado de venta en ese momento.

Para ello, el procedimiento es como sigue:

1. Se estima un precio actual de venta del activo, sin tener en cuenta circunstancias como el estado de ocupación, el número de unidades que existen en la cartera en un mismo municipio, etc. Es decir, se ha considerado que los activos no poseen cargas de ningún tipo y se encuentran vacíos de ocupantes y se pueden comercializar libremente.
2. A partir de nuestras estimaciones, proyectamos ese precio al momento de venta del activo (fin del periodo de proyección)
3. Se obtiene un precio de venta a futuro del activo, sin tener en cuenta circunstancias como el estado de ocupación, el número de unidades que existen en la cartera en un mismo municipio, etc. Es decir, se ha considerado que los activos no poseen cargas de ningún tipo y se encuentran vacíos de ocupantes y se pueden comercializar libremente.

El precio de venta a futuro representa los ingresos a obtener como Valor Terminal (Precio de Salida).

Metodología

Con el fin de llegar a un valor de mercado representando el Valor Terminal (Precio de Salida) para cada unidad hemos adoptado el **Método de Comparación**.

Como resultado de la aplicación de esta metodología, obtendremos nuestra opinión de Precio de Venta Actual, mencionado antes.

Este precio de venta actual no contempla las circunstancias del activo, es decir, su estado de ocupación. Se trata de un parámetro a utilizar para estimar el precio en el momento de venta a futuro.

Esto incluye una evaluación del valor de la propiedad basado en el análisis de comparables e información de mercado con precios actuales en valor unitario de metro cuadrado construido. Es la técnica de valoración principal para la valoración de la propiedad residencial, aunque el método de inversión también puede ser considerado en el caso de propiedades de inversión residencial.

El método de comparación (o de mercado) se basa en la comparación de la propiedad objeto de valoración con otra de similares características, recientemente vendidas o que se hallen en venta actualmente en el mercado, haciendo un análisis comparativo de las mismas y teniendo en cuenta, naturalmente, factores que pueden producir diferencias, como son la antigüedad, la situación, ciertas condiciones, etc.

El proceso de valoración por el método comparativo supone un estudio de los precios y de las transacciones u operaciones de compraventa realizadas recientemente en el mercado, partiendo de una investigación previa para conseguir la información necesaria que sirve de base a la conclusión de valor.

El citado método se divide en las siguientes fases:

1. Establecer las cualidades y características del inmueble que influyen en su valor.
2. Analizar el segmento del mercado inmobiliario de comparables y, basándose en informaciones concretas sobre transacciones reales y ofertas firmes apropiadamente corregidas en su caso, obtener precios actuales de compraventa al contado de dichos inmuebles.
3. Seleccionar entre los precios obtenidos tras el análisis previsto en el punto anterior, una muestra representativa de los que correspondan a los comparables, para proceder posteriormente a aplicar el procedimiento de homogeneización necesario. A su vez se debe, previamente, contrastar aquellos precios que resulten anormales a fin de identificar y eliminar tanto los procedentes de transacciones y ofertas que no cumplan las condiciones exigidas en la definición de Valor de Mercado de los bienes afectados.
4. Realizar la homogeneización de comparables con los criterios, coeficientes y/o ponderaciones que resulten adecuados para el inmueble de que se trate.
5. Asignar el valor del inmueble, neto de gastos de comercialización, en función de los precios homogeneizados, previa deducción de las servidumbres y limitaciones del dominio que recaigan sobre aquel y que no hayan sido tenidas en cuenta en la aplicación de las reglas precedentes.

2.2. Principales hipótesis aplicadas en la valoración

Ingresos - Venta

Según se indica en el apartado anterior, hemos partido de nuestra estimación de precio de venta actual de cada unidad de la cartera. Posteriormente, hemos realizado los siguientes ajustes a este precio actual para obtener nuestra estimación de precio de venta futuro:

Hemos clasificado las unidades de la cartera en función de nuestra opinion individual del crecimiento potencial de precios.

Esto nos conduce a la creación de 3 grupos principales de activos según este criterio y para cada grupo hemos estimado un rango de crecimiento de precio anual:

1.- Subirá en corto plazo; Crecimiento entre un 2,5% y un 4,5% anual

2.- Estable o ligera subida a plazo; Crecimiento entre un 1% y un 2,5% anual

3.- Bajarán o estable mucho tiempo; Crecimiento entre un -2% y un 0% anual

Para poder situar en el punto adecuado de cada intervalo definido cada unidad concreta, hemos utilizado una serie de parámetros adicionales:

- Tasa de paro por municipio
- Renta neta disponible por municpio
- Proyección del crecimiento del PIB por Comunidad Autónoma (*)
- Proyección del crecimiento del empleo por Comunidad Autónoma (*)

(*) Observatorio Regional España BBVA Research

En cada grupo principal, se han establecido, para cada uno de los 4 parámetros adicionales, 5 sub-grupos. Estos sub-grupos se estructuran mediante la comparativa del valor del parámetro en cada municipio con la media nacional.

Este factor de incremento de precios se aplica al periodo de comercialización de cada unidad, con un máximo de 5 años, y se obtiene la estimación de precios de venta a futuro (momento de la venta).

Como resumen, la aplicación de los criterios sería como se especifica en la siguiente tabla:

		Ponderación		Ponderación		VALOR INICIAL
		75%		25%		
Grupo principal	Sub-grupo	PARO POR MUNICIPIO	RENTA DISPONIBLE POR MUNICIPIO	CRECIMIENTO DEL PIB 2016-2017	CRECIMIENTO DEL EMPLEO 2016-2017	
1.- Subirá en corto plazo	1	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	2,00%
	2	0,65%	0,65%	0,65%	0,65%	2,00%
	3	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%	2,00%
	4	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	2,00%
	5	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,00%
2.- Estable o ligera subida a plazo	1	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%	0,50%
	2	0,55%	0,55%	0,55%	0,55%	0,50%
	3	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,50%
	4	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,50%
	5	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,50%
3.- Bajarán o estable mucho tiempo	1	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,50%
	2	-0,15%	-0,15%	-0,15%	-0,15%	-0,50%
	3	-0,25%	-0,25%	-0,25%	-0,25%	-0,50%
	4	-0,55%	-0,55%	-0,55%	-0,55%	-0,50%
	5	-0,75%	-0,75%	-0,75%	-0,75%	-0,50%

Ingresos - Renta

Asumimos como ingresos por rentas la renta contractual que ustedes nos han facilitado. Se utiliza la renta en moneda constante, por lo que no hemos indexado la renta a la inflación.

Periodo de comercialización

Para estimar el periodo de comercialización de cada unidad, hemos dividido la cartera en 3 grupos, a los que les hemos asignado un periodo de comercialización téorico;

- Corto >3 meses y <6 meses
    - El periodo de comercialización se ha establecido en 4,5 meses
- Normal >6 meses y <12 meses
    - El periodo de comercialización se ha establecido en 7,5 meses
- Lento > 12 meses
    - El periodo de comercialización se ha establecido en 15 meses

Para las unidades alquiladas, este plazo se aplicará una vez expire el contrato de arrendamiento.

Para las unidades alquiladas, hemos supuesto que la duración es la nominal del contrato (proporcionada por ustedes) y no existirían prórrogas del mismo. Estas unidades son vendidas una vez finalizado el contrato de arrendamiento, en línea con la práctica de Valoración en España.

El supuesto que hemos realizado es que, una vez finalizado el plazo de arrendamiento, se realiza una pequeña reforma de la unidad y esta es comercializada.

Este plazo teórico se ha matizado aplicando 3 criterios adicionales:

- Número de transacciones por mil habitantes de los últimos 12 meses (publicado por MInisterio de Fomento)

  Hemos analizado el número de transacciones por mil habitantes de cada municipio y lo hemos comparado con el número de transacciones de vivienda por mil habitantes medio nacional en los últimos 12 meses.

  Hemos ajustado el plazo teórico de comercialización en función de la proporción de ambas cifras.

  Como conclusión, hemos aplicado el factor de acuerdo con la siguiente estrategia:

Nº Unidades / Nº de Transacciones (últimos 12 meses)	Factor 1 (multiplicador)
Menor que la media nacional	1,0
Entre 0% y 5% superior a la media nacional	1,5
Entre 5% y 10% superior a la media nacional	2,0
Entre 10% y 15% superior a la media nacional	2,5
Mayor del 15% superior a la media nacional	3,0

Con este factor se pretende medir la absorción necesaria frente a la capacidad demostrada.

- Número de transacciones de los últimos 12 meses sobre el número de transacciones de los 12 anteriores meses a los últimos 12. (publicado por Ministerio de Fomento)

  Hemos obtenido, para cada municipio en el que existan 5 ó más unidades de la cartera, el número de transacciones de los últimos 24 meses, divididas en dos periodos de 12 meses consecutivos, intentando medir la variación de la capacidad de absorción de dichos municipios.

  Hemos ajustado el plazo teórico de comercialización en función de la variación anteriormente obtenida.

  Como conclusión, hemos aplicado el factor de acuerdo con la siguiente estrategia:

Nº Unidades / Nº de Transacciones (últimos 12 meses)	Factor 2 (multiplicador)
Mayor del 100%	0,60
Entre 50% y 100%	0,65
Entre 20% y 50%	0,70
Entre 15% y 20%	0,75
Entre 10% y 15%	0,80
Entre 1% y 10%	0,85
Sin variación	1,00
Entre 0% y -10%	1,10
Entre -10% y -20%	1,15
Entre -20% y -50%	1,20
Menor del -50%	1,25

- Tasa de paro provincial

  Hemos obtenido la tasa de paro provincial y la hemos comparado con la media nacional.

  Hemos ajustado el plazo teórico de comercialización en función de la relación anteriormente obtenida.

  Como conclusión, hemos aplicado el factor de acuerdo con la siguiente estrategia:

Tasa de paro provincial / Tasa de paro nacional	Factor 3 (multiplicador)
Menor del -5%	0,75
Entre -5% y -2%	0,85
Entre -2% y 0%	0,95
Entre 0% y 1%	1,00
Entre 1% y 2%	1,05
Entre 2% y 5%	1,10
Entre 5% y 10%	1,15
Mayor del 10%	1,25

Plazo de comercialización "real" =

Plazo de comercialización "teórico" * Factor 1 * Factor 2 * Factor 3

El plazo de comercialización "real" se ha topado a 15 meses, debido a que estimamos que este plazo máximo de comercialización es suficientemente conservador, eviatándo asimismo resultados aberrantes.

Para las unidades arrendadas, al plazo de comercialización obtenido se le aplica un factor de corrección que tiene en cuenta la duración de los contratos de alquiler, intentando mitigar el efecto que produciría un plazo de alquiler largo junto a un periodo de comercialización también largo, y se le suma el plazo de contrato de arrendamiento restante y se obtiene el plazo de comercialización "real".

Ahora bien, como se estima que la cartera está siendo comercializada, se asume que las primeras unidades se comercializarían en el primer mes, corrigiendo en este sentido el plazo "real" para transformarlo en el plazo de comercialización "efectivo".

Distribución por provincias de unidades por periodo de comercialización (una vez finalizados contratos de arrendamiento y para unidades no alquiladas).

Provincia	Nº Unidades por Periodo de Comercialización (a fin de contrato y/o no alquilada) (meses)									
	5	6	7	8	9	11	12	13	14	15
BARCELONA	32		12	44	6	1	2	7	20	94
MADRID		15	3	3	1	2				6
MALAGA										1
TARRAGONA				3						1
VALENCIA					10					1
PALMA DE MALLORCA										1

Tasa de descuento

Para establecer la tasa de descuento a aplicar en la estimación de valor de Mercado de cada unidad hemos clasificado las unidades de la cartera en grupos homogéneos según el perfil de riesgo estimado en cada una.

Estos grupos homogéneos obedecen a un ranking de clasificación de riesgo, que se ha compuesto utilizando los siguientes parámetros:

1. *Parámetros a nivel activo individual:*

- Plazo de comercialización: tiempo estimado para comercializar cada unidad
- Ritmo de venta: ritmos de comercialización de unidades similares en la zona
- Crecimiento potencial de precios: opinión sobre la evolución a corto plazo de precios en la zona para unidades similares

Nuestros valoradores han realizado una estimación cualitativa de estos parámetros para cada unidad de la cartera. Como resultado, se aplica una puntuación para cada alternativa, de acuerdo con la siguiente tabla:

Plazo de comercialización		Ritmo de venta		Crecimiento potencial de precios	
Criterio	**Factor**	**Criterio**	**Factor**	**Criterio**	**Factor**
Corto >3 meses y <6 meses	2	1.- Se vende activamente en la zona	2	1.- Subirá en corto plazo	2
Normal >6 meses y <12 meses	1	2.- Venta a ritmo lento	1	2.- Estable o ligera subida a plazo	1
Lento > 12 meses	0	3.- No se vende prácticamente nada	0	3.- Bajarán o estable mucho tiempo	0

Por tanto, para cada activo obtenemos un primer factor, como suma de las puntuaciones arriba indicadas.

2. *Parámetros a nivel municipal:*

Hemos clasificado cada municipio bajo determinados criterios, para complementar la segmentación anterior (activo a activo). Los criterios aplicados a nivel municipal han sido los siguientes:

- Nivel de población
- Carácter inmobiliario de la provincia. Se trata de matizar el anterior, contemplando la existencia de factores inmobiliarios relevantes, tales como, dinamismo del Mercado inmobiliario, zonas turísticas activas, áreas metropolitanas de especial relevancia económica…

- Capitalidad: el municipio es capital de provincial o tiene una importancia inmobilairia similar
- Municipio significativo: como complemento al criterio anterior, este factor pretende reforzar la importancia y relevancia del Mercado inmobiliario en cada municipio

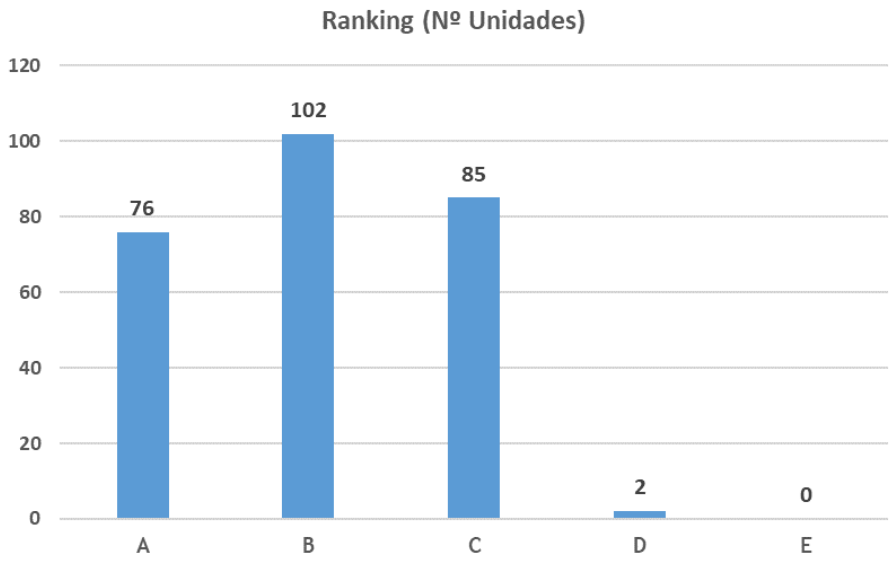
Nuestros valoradores han realizado una estimación de estos parámetros para cada municipio. Como resultado, se aplica una puntuación para cada alternativa, de acuerdo con la siguiente tabla:

Nivel de población		Carácter inmobiliario de la provincia		Capitalidad		Municipio significativo	
Criterio	**Factor**	**Criterio**	**Factor**	**Criterio**	**Factor**	**Criterio**	**Factor**
Mayor de 50.000 habitantes	4	Elevado dinamismo	4	Capital de provincia	1	Mercado inmobilairio muy relevante	2
Entre 20.000 y 50.000 habitantes	3	Moderado dinamismo	3	Resto	0	Mercado inmobiliario relevante	1
Entre 7.000 y 20.000 habitantes	2	Escaso dinamismo	2			Mercado inmobilairio no relevante	0
Menos e 7.000 habitantes	1	Nulo dinamismo	1				

Una vez aplicados estos factores, establecemos la segmentación de la cartera según la siguiente estrategia y aplicamos la tasa de descuento apropiada, en función del grado de atractividad de cada grupo homogéneo:

Ranking	Suma de Factores	Tasa de Descuento (Deflactada)
A	Entre 15 Y 17	3,5%
B	Entre 12 y 14	4,5%
C	Entre 9 y 11	5,0%
D	Entre 6 y 8	7,0%
E	Entre 2 y 5	7,5%

Como resultado del análisis de la cartera, con respecto a la segmentación establecida según el ranking descrito, los resultados son:

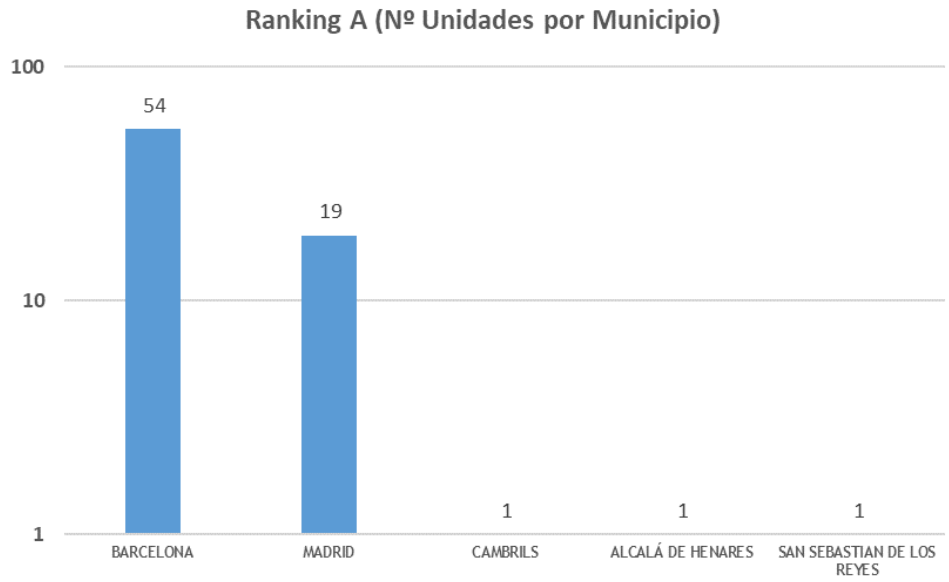


Ranking	Nº Unidades	Proporción (%)
A	76	28,68%
B	102	38,49%
C	85	32,08%
D	2	0,75%
E	-	0,00%
Total	**265**	

Es destacable que no existe ninguna unidad en la cartera clasificada como E. Esto se debe a la calidad de las ubicaciones, tanto como provincia como munciipio, que hace que el nivel medio se sitúe en el rango alto de la clasificación que establecemos en lso proceos sde valoración de carteras.

Para los casos extremos, Ranking A y D, la distribución municipal es como sigue:

Municipio	Ranking A
BARCELONA	54
MADRID	19
CAMBRILS	1
ALCALÁ DE HENARES	1
SAN SEBASTIAN DE LOS REYES	1

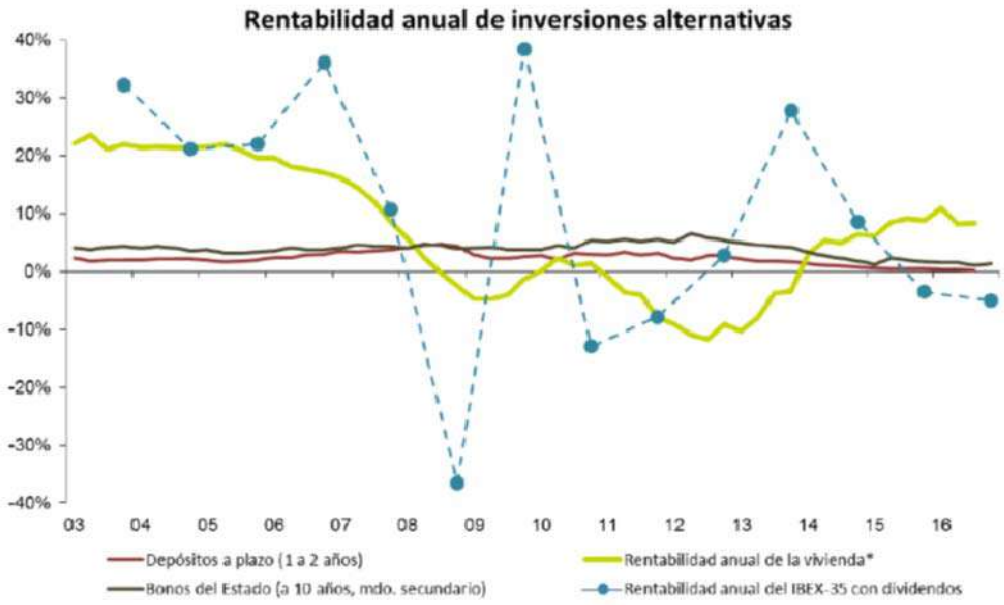


Escala logarítmica

Municipio	Ranking D
CUBELLES	1
SANT FELIU DE LLOBREGAT	1

Rentabilidades

El mercado de inversión residencial experimentó un gran auge en 2016 y hasta la fecha en 2017, porque la rentabilidad ha vuelto.



Fuente: Banco de España, BMEX y Bankia Estudios. * Rentabilidad bruta de la vivienda por alquiler más plusvalía

Porcentaje de Rentabilidad de la Vivienda en Alquiler por Provincias
2º Trimestre 2017

Álava	5,47	Madrid	7,05
Albacete	6,22	Málaga	5,48
Alicante	5,37	Murcia	6,80
Almería	6,12	Navarra	5,87
Ávila	6,50	Orense	6,01
Badajoz	7,07	Asturias	5,94
Islas Baleares	7,42	Palencia	8,15
Barcelona	7,59	Las Palmas	6,82
Burgos	6,91	Pontevedra	5,54
Cáceres	8,24	Salamanca	6,29
Cádiz	6,20	Santa Cruz de Tenerife	5,76
Castellón	6,44	Cantabria	5,47
Ciudad Real	7,96	Segovia	6,25
Córdoba	6,32	Sevilla	6,24
La Coruña	4,67	Soria	4,97
Gerona	5,23	Tarragona	5,93
Granada	6,03	Teruel	5,58
Guadalajara	6,55	Toledo	6,91
Guipúzcoa	4,77	Valencia	7,39
Huelva	7,74	Valladolid	6,25
Huesca	6,62	Vizcaya	4,97
Jaén	7,70	Zamora	5,52
León	7,41	Zaragoza	6,22
Lleida	7,40	Ceuta	5,19
La Rioja	6,75	Melilla	5,42
Lugo	6,44	Cuenca	7,98

Fuente: uDA

La rentabilidad media para una vivienda en alquiler en Madrid provincia se situó en el 7,05%, aunque hemos observado uan variación de renatbilidades desde el 3% en el centro de la capital, en zonas prime, hasta rentabilidades de entre el 4,5% y el 5% en zonas de nivel medio.

Este es un fenómeno común al resto de provincias, en las que se muestra una gran diferencia entre las rentabilidades de unas zonas a otras en una misma provincia.

En este sentido, al haber realizado un análisis detallado unidad a unidad, hemos determinado el carácter y calidad inmobiliaria que nos ha permitido discriminar en cada caso esta dispersión.

Gastos

Hemos establecido una serie de hipótesis para estimar los gastos asociados a la explotación, mantenimiento y venta de las unidades que componen la cartera. A partir de nuestra experiencia y conocimiento del mercado y de su aplicación en carteras similares, consideramos que estos parámetros son adecuados para esta valoración.

Concepto	Valor
Impuesto de Bienes Inmuebles (IBI) (€/m2/año)	5
Impuesto sobre el Incremento en el Valor de los Terrenos de Naturaleza Urbana (Plusvalía) (% s/Precio de Venta) (Acumulado por años y pago en el momento de la venta)	0,30%
Mantenimiento (€/m2/año)	2
Gastos Comunes (€/m2/mes)	1
Reforma para venta por unidad vendida (€/m2)	20 (*)
Seguro (€/m2/año)	0,35 (**)
Impagos (sobre renta actual)	2,00%
Comisión por ventas (API) (s/Precio de Venta)	2,00%
Gastos de Gestión Alquileres (s/Renta Actual)	3,00%
Plazo de reforma de unidades vendidas (previo a la venta, en meses)	1

(*) Unitario de reforma adoptado en unidades que ya han sido reformadas

(**) Estándar adoptado en nuestras valoraciones de carteras similares

Con respecto a la reforma de las unidades previa a su comercialziación, hemos de distinguir los siguientes casos:

Unidad ya reformada

En este caso, se estima una reforma mínima de preparación para su venta, una vez finalizado el periodo de arrendamiento y comercialización (indicado en el cuadro de la página anterior).

Unidad no reformada

Se ha estudiado la estrategia de inversión en reforma de las unidades ya reformadas anteriormente y se ha optado por aplicar la siguiente regla: se aplica un 25% del unitario de precio de venta, topado a 300 euros/m^2 de superficie construida.

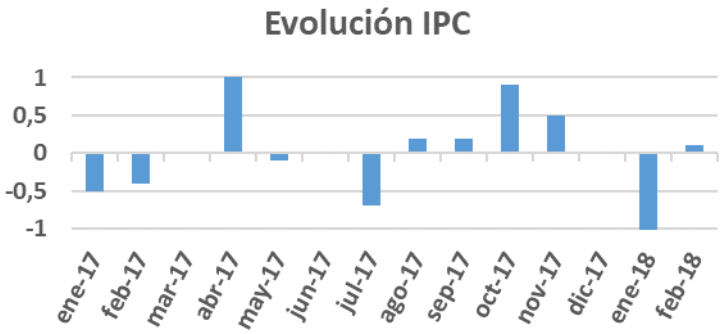
SECCIÓN 3 – ANÁLISIS ECONÓMICO DE MERCADO

3.1. Visión Económica Nacional

La economía española crece a un ritmo superior al esperado. Durante los últimos años, el crecimiento de la economía española ha crecido a un ritmo superior al 2%. De acuerdo con un informe elaborado por BBVA Research, se aumentan las previsiones de crecimiento de la economía hasta el 2,8% en 2018, que se traducirá en la creación de algo más de un millón de empleos en el próximo bienio. También cabe destacar el entorno internacional que continúa siendo favorable para la economía española. En particular, se revisa moderadamente al alza el crecimiento de la zona del euro hasta el 1,7% en 2018.

La recuperación continuará apoyándose tanto en factores internos como externos. El buen pulso exportador, las condiciones monetarias expansivas y la corrección de desequilibrios estructurales apoyarán el avance de la demanda interna. Sin embargo, el menor empuje de factores clave como las políticas fiscal y monetaria, justifica las previsiones de desaceleración suave a lo largo del bienio. Finalmente, la política monetaria entrará paulatinamente en un proceso de normalización, manteniéndose la expectativa de que el BCE no aumente tipos de interés hasta finales de 2018.

La variación mensual del IPC (Índice de Precios al Consumo) en febrero ha sido del 0,1%, 12 décimas superior al del mes anterior, de forma que la inflación acumulada en 2018 es del -0,9%.



Si bien las perspectivas económicas para el bienio han mejorado, dado el buen comportamiento del sector exterior, la inversión y el empleo, persisten riesgos externos e internos que podrían limitar el crecimiento.

A nivel externo se mantiene la incertidumbre sobre el futuro del comercio global, debido al sentido que pueda tomar la política comercial de EEUU y la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Igualmente, aunque reducidas por ahora, existen algunas dudas sobre el momento y la intensidad de la retirada de estímulos monetarios por parte del BCE. En este último aspecto, un tensionamiento de las condiciones de financiación inesperado e intenso afectaría especialmente a una economía apalancada como la española.

En el entorno doméstico, los efectos de la incertidumbre sobre la política económica se reducen, pero no desaparecen. En este sentido, será clave la capacidad de generar consensos sobre las medidas necesarias para consolidar la recuperación de la actividad y la creación de empleo estable y productivo. Por otro lado, aunque el elevado nivel de paro podría estar impidiendo repuntes en precios y salarios, este elemento de contención se está agotando. De producirse incrementos en los salarios que no estén acompañados de mejoras en la productividad, la competitividad de las empresas, el crecimiento de las exportaciones y la creación de empleo podrían verse negativamente afectados.

En cuanto al sector inmobiliario no sólo se beneficia de la buena marcha de la economía, sino que también contribuye a ello, tal y como revela la evolución de la inversión en vivienda que, previsiblemente, fue la partida responsable del 9,4% del crecimiento del PIB en 2017 y se prevé que sea de casi el 11% en 2018.

Por último, desde el cuarto trimestre de 2017 la situación en Cataluña viene marcada por la inestabilidad política. A falta de cifras oficiales, se espera una desaceleración económica en Cataluña que podría afectar al resto de España, propiciada por el éxodo empresarial y el descenso del turismo en la región.

3.2. Mercado Residencial

A partir de los datos publicados por el Colegio de Registradores, correspondientes al primer trimestre de 2018, puede observarse que el cambio de tendencia del precio de la vivienda se va intensificando trimestre tras trimestre, alcanzando cada vez una mayor fortaleza.

El precio de la vivienda ha presentado un importante incremento durante el primer trimestre, dando lugar a una tasa del 4,48%. El incremento interanual se ha situado en el 9,39%, intensificando la tendencia ascendente que el precio de la vivienda viene mostrando durante los últimos años. Desde los mínimos de finales de 2014 se ha incrementado un 25,94%, lo que ha producido que el ajuste desde los máximos de 2007 se encuentre actualmente en el -18%, habiéndose suavizado significativamente como consecuencia de la recuperación de los últimos años.

El número de compraventas de vivienda registradas en el último trimestre ha sido de 128.990, 17.069 más que el trimestre precedente, dando lugar a un importante crecimiento intertrimestral (15,25%). Este volumen de compraventas trimestrales es el más elevado de los últimos treinta y ocho trimestres, debiendo retroceder hasta el tercer trimestre de 2008 para encontrar una cifra superior. En vivienda nueva se han registrado 22.299 compraventas, un 15,39% más que en el cuarto trimestre, alcanzando el mayor resultados de los últimos doce trimestres. En vivienda usada se han registrado 106.691 compraventas, con un incremento intertrimestral del 15,22%, siendo la cifra absoluta más elevada de los últimos cuarenta y tres trimestres, es decir, desde el segundo trimestre de 2007 no se alcanzaba una cuantía tan elevada. De hecho, desde hace cuarenta y dos trimestres no se superaban las 100.000 compraventas trimestrales en vivienda usada.

Las comunidades autónomas que han registrado un mayor número de compraventas de vivienda han sido Andalucía (24.208), Cataluña (20.756), Comunidad Valenciana (19.876) y Comunidad de Madrid (18.855), mientras que los mayores incrementos intertrimestrales han correspondido a País Vasco (36,27%), Murcia (31,88%) y Navarra (21,43%).

En cuarenta y cinco provincias se ha incrementado el número de compraventas de vivienda con respecto al trimestre precedente, con incrementos de dos dígitos en treinta y tres de ellas. El mayor número de compraventas se ha registrado en Madrid (18.855), Barcelona (14.328), Alicante (10.232), Málaga (7.931) y Valencia (7.489). En vivienda nueva las mayores cuantías se han alcanzado en Madrid (3.895), Barcelona (2.247), Alicante (1.332) y Málaga (1.254). Mientras que en vivienda usada los resultados más destacados han correspondido a Madrid (14.960), Barcelona (12.081), Alicante (8.900), Valencia (6.794) y Málaga (6.677).

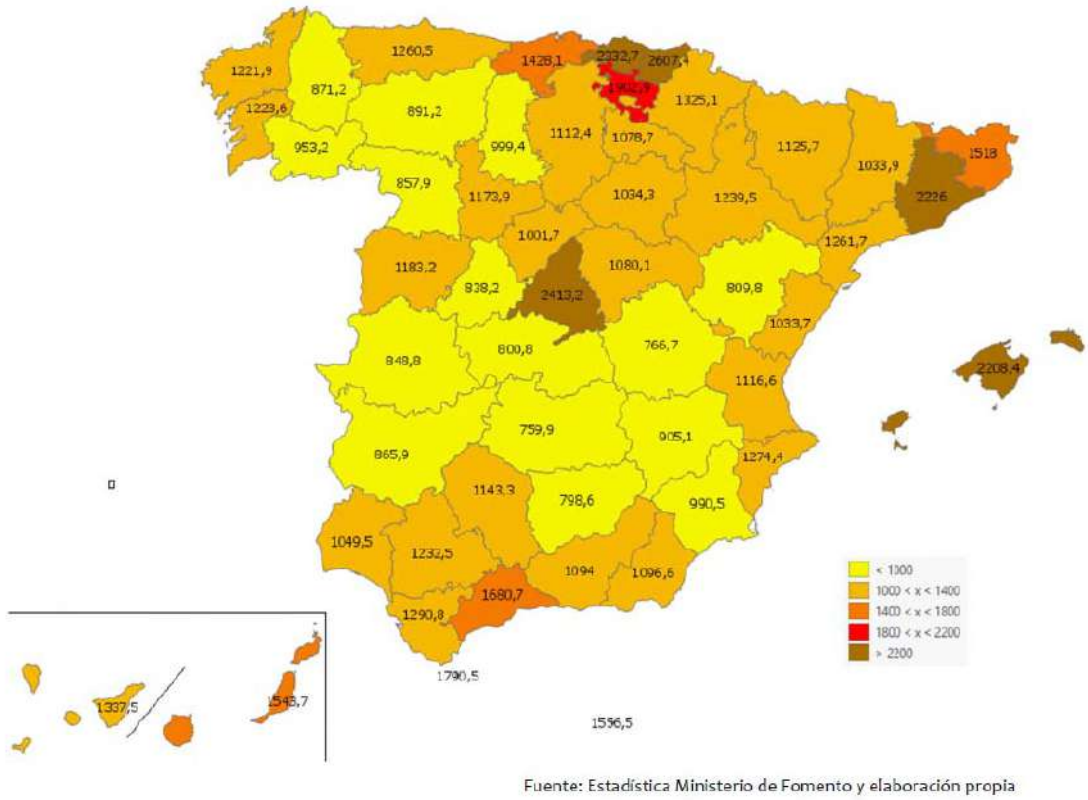
La compra de vivienda por extranjeros se ha situado en el 13,05% de las compraventas, ligeramente por debajo del 13,64% del pasado trimestre, pero con un importante incremento en términos absolutos como consecuencia del fuerte aumento del número de compraventas.

Concretamente, se han registrado más de 16.500 compras de vivienda por extranjeros, frente a las poco más de 15.000 del cuarto trimestre. Las nacionalidades con mayor peso en la compra de vivienda por extranjeros han sido británicos (14,59%), alemanes (7,85%), franceses (7,64%), belgas (6,83%), suecos (6,57%), italianos (5,77%) y rumanos (5,41%). En los últimos doce meses los extranjeros han registrado cerca de 63.000 compras de vivienda.

Las comunidades autónomas que durante el primer trimestre han registrado un mayor número de compras de vivienda por extranjeros han sido Baleares (31,72%), Canarias (29,62%), Comunidad Valenciana (26,47%), Murcia (17,50%), Andalucía (13,97%) y Cataluña (11,64%). A nivel provincial los mayores porcentajes de compra de vivienda por extranjeros han correspondido a Alicante (41,05%), Tenerife (40,78%), Baleares (31,72%), Málaga (30,57%), Girona (26,94%), Las Palmas (19,78%), Almería (19,16%), Melilla (17,65%) y Murcia (17,50%).

La estabilidad sigue caracterizando la distribución de pesos de compraventas de vivienda nueva (17,28%) y usada (82,72%), aunque con incrementos en ambos casos en términos absolutos (número de compraventas). La vivienda nueva se ha desagregado en un 15,39% de vivienda nueva libre y un 1,89% de vivienda nueva protegida. Las comunidades autónomas que han presentado mayores pesos de compraventas de vivienda usada han sido Extremadura (91,42%), Comunidad Valenciana (88,06%), Cataluña (84,65%) y Murcia (84,36%). En vivienda nueva libre los pesos más destacados han correspondido a Galicia (20,68%), Asturias (20,38%), Canarias (19,16%) y Comunidad de Madrid (18,51%). En vivienda nueva protegida las mayores cuantías se han alcanzado en País Vasco (5,43%), Asturias (5,39%), Navarra (3,59%) y Castilla y León (3,54%).

Asimismo, en el Boletín nº 25 del Observatorio de Vivienda y Suelo, Ministerio de Fomento, para el primer trimestre de 2018, por lo que se refiere a precios medios a nivel provincial de la vivienda, las principales magnitudes se representan gráficamente en el siguiente mapa:



Fuente: Estadística Ministerio de Fomento y elaboración propia

De los datos se puede destacar que superan los 2.200 €/m2 de precio medio de la vivienda las dos provincias vascas, Gipuzkoa con 2.607,4 €/m2 y Bizkaia con 2.332,7 €/m2. La tercera, Álava, 0btiene un precio inferior de 1.902,9 €/m2.

Este trimestre también Madrid alcanza los 2.413,2 €/m2 Barcelona 2.226 y Illes Balears 2.208.

Con un precio entre 1.800 y 2.200€/m2 está la provincia de Álava, situándose a continuación, con un precio entre 1.400 y 1.800€/m2, Málaga, Cantabria, Girona, Las Palmas, y las ciudades autónomas de Ceuta y Melilla.

Con un precio inferior a 1.000€/m2 están las provincias de Jaén, Teruel, Ávila, León ,Palencia, Zamora, Albacete, Ciudad Real, Cuenca, Toledo, Badajoz, Cáceres, Lugo, Ourense y Murcia.

El resto de las provincias, un total de veinticinco, tienen un precio medio de vivienda entre los 1.000 y los 1.400 €/m2.

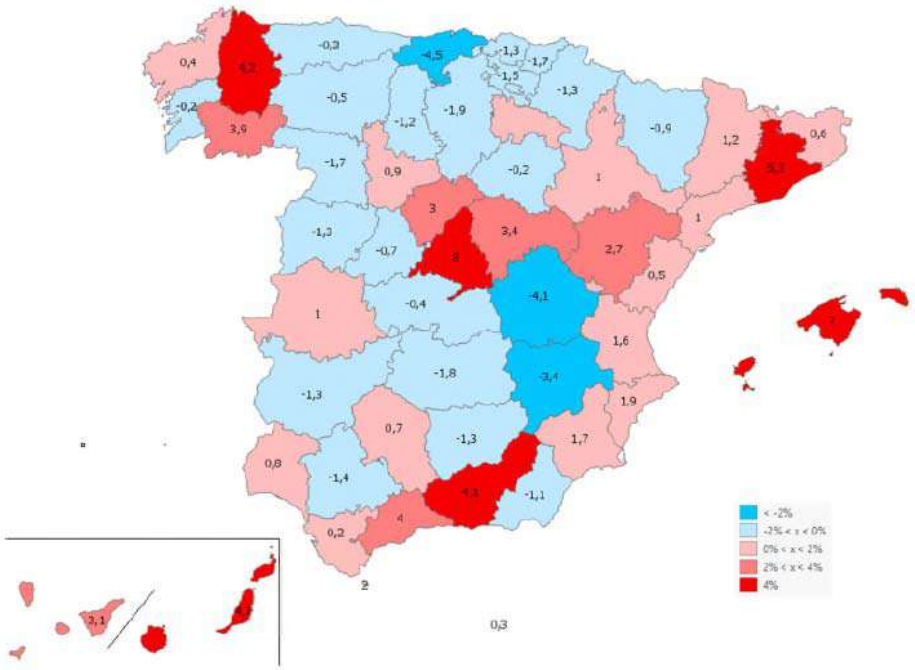
En cuanto a la variación de los precios en el último año, como puede observarse en el Mapa 2.5.b, se produce un aumento del 2,7% de media en el conjunto del territorio.

El incremento mayor del 4%, se produce en siete provincias, siendo Madrid 8%, Baleares 7%, y Barcelona con el 5,3%, las de mayor incremento. El resto son Las Palmas, Granada, Málaga, y Lugo.

Aunque en la gran mayoría de las provincias, como se puede ver en el mapa, la variación interanual de precios de la vivienda libre está entre el cero y el -2%.

En veintitrés provincias, se han registrado variaciones interanuales negativas.

El descenso mayor en el precio de la vivienda se ha producido en la provincia de Cantabria con -4,5%, Cuenca con un descenso en variación interanual del -4,1%, y en Albacete la reducción en el precio ha sido del -3,4%.



Fuente: Estadística Ministerio de Fomento y elaboración propia

Estadísticas residenciales a nivel nacional

ESPAÑA

- Segundo Trimestre 2018 -

Tasa de variación anual 9%

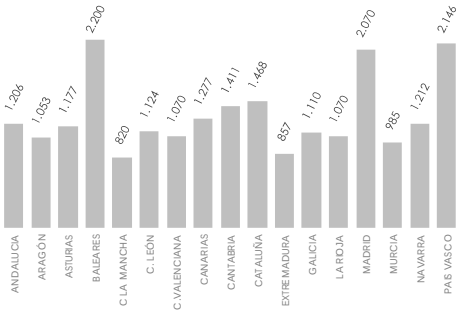
Número de transacciones vivienda libre y variación anual (%)

TOTAL NACIONAL		129.198	8%
Andalucía		24.798	18%
	Almería	2.535	26%
	Cádiz	3.027	16%
	Córdoba	1.566	17%
	Granada	2.692	21%
	Huelva	1.215	16%
	Jaén	1.265	8%
	Málaga	8.252	15%
	Sevilla	4.246	23%
Aragón		3.618	18%
	Huesca	731	17%
	Teruel	306	32%
	Zaragoza	2.581	16%
Asturias		2.203	12%
Baleares		4.001	-10%
Canarias		6.285	2%
	Las Palmas	3.176	3%
	Sta. Cruz de Tenerife	3.109	0%
Cantabria		1.351	6%
Castilla y León		5.507	7%
	Ávila	444	28%
	Burgos	927	6%
	León	806	-2%
	Palencia	313	1%
	Salamanca	742	3%
	Segovia	446	9%
	Soria	217	21%
	Valladolid	1.247	3%
	Zamora	365	24%
C. La Mancha		4.882	7%
	Albacete	673	-11%
	Ciudad Real	938	22%
	Cuenca	373	-2%
	Guadalajara	810	15%
	Toledo	2.088	6%
Cataluña		20.553	2%
	Barcelona	13.975	-1%
	Girona	2.749	3%
	Lleida	1.093	25%
	Tarragona	2.736	13%
C. Valenciana		19.848	17%
	Alicante	10.658	19%
	Castellón	1.837	20%
	Valencia	7.353	15%
Extremadura		1.857	2%
	Badajoz	1.121	-1%
	Cáceres	736	9%
Galicia		4.035	4%
	A Coruña	1.660	-5%
	Lugo	617	25%
	Ourense	407	16%
	Pontevedra	1.351	4%
Madrid		19.008	4%
Murcia		4.070	23%
Navarra		1.216	-6%
País Vasco		4.611	-4%
	Álava	679	-6%
	San Sebastián	1.359	-16%
	Vizcaya	2.573	4%
La Rioja		1.075	39%

Precio unitario medio/m² por Comunidad Autónoma

AÑO	TRIM.	NACIONAL	ÍNDICE (BASE 3T07)
2016	1º	1.262	53,34
2016	2º	1.238	52,32
2016	3º	1.206	50,99
2016	4º	1.207	51,01
2017	1º	1.287	54,40
2017	2º	1.263	53,38
2017	3º	1.291	54,56
2017	4º	1.228	51,90
2018	1º	1.316	55,63
2018	2º	1.373	58,03

Precio unitario medio/m² por Comunidad Autónoma



Estadísticas residenciales a nivel regional / local

ANDALUCÍA

- Segundo Trimestre 2018 -

Tasa de variación anual 6%

TRANSACCIONES

17,5%

1T2018

COMPRADOR INTER.

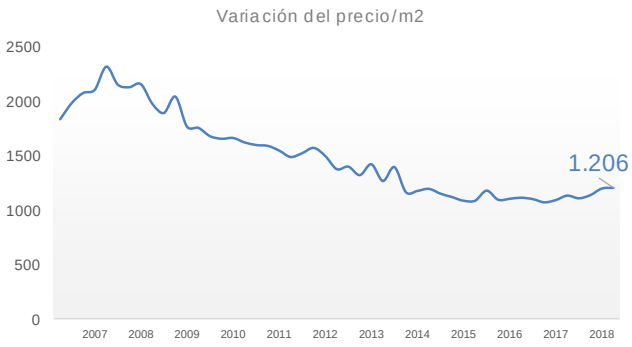
16,4%

1T2018

Nº HIPOTECAS

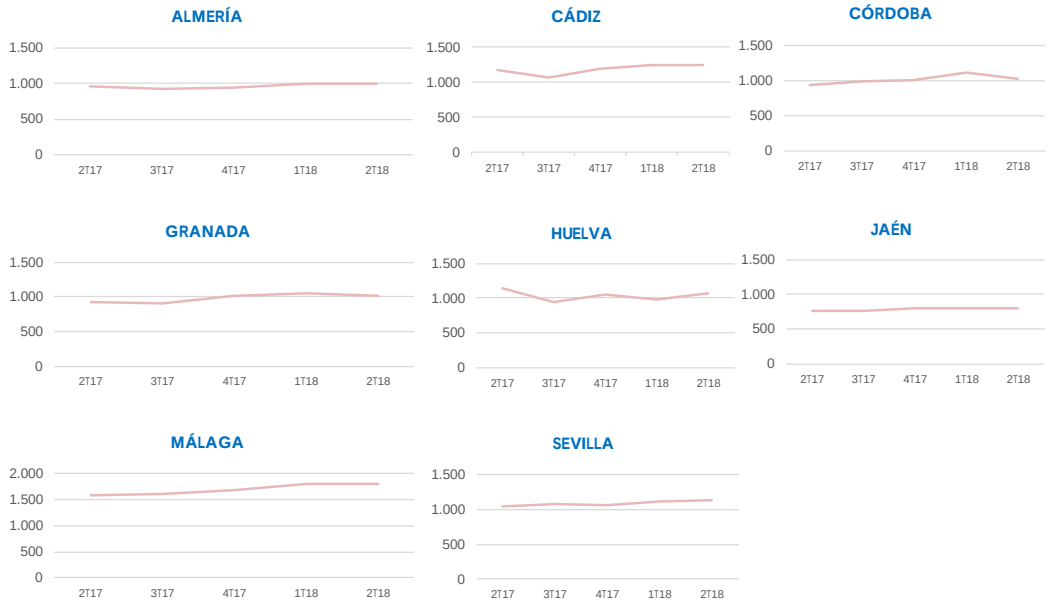
-2,2%

mar.-18



Estudio por provincias

	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	*Var. Anual*	Alquiler €/m²
ALMERÍA	956	932	939	995	998	4,4%	6,16
CÁDIZ	1.175	1.061	1.186	1.240	1.245	6,0%	8,68
CÓRDOBA	935	993	1.010	1.120	1.023	9,4%	5,59
GRANADA	933	905	1.017	1.052	1.010	8,3%	6,50
HUELVA	1.133	948	1.047	986	1.071	-5,5%	8,20
JAÉN	766	757	790	805	796	3,9%	3,90
MÁLAGA	1.574	1.599	1.665	1.803	1.800	14,4%	10,29
SEVILLA	1.042	1.083	1.057	1.119	1.125	8,0%	7,80



BALEARES

- Segundo Trimestre 2018 -

Tasa de variación anual 10%

TRANSACCIONES

-10,0%

1T2018

COMPRADOR INTER.

32,9%

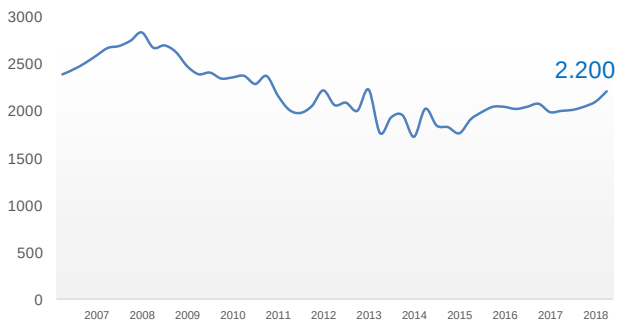
1T2018

Nº HIPOTECAS

-24,9%

mar.-18

Variación del precio/m2



	2T17	3T17	4T2017	1T18	2T18	*Var. Anual*	Alquiler €/m²
BALEARES	1.995	2.005	2.039	2.091	2.200	10,3%	14,77

CATALUÑA

- Segundo Trimestre 2018 -

Tasa de variación anual 10%

TRANSACCIONES

3,2%
1T2018

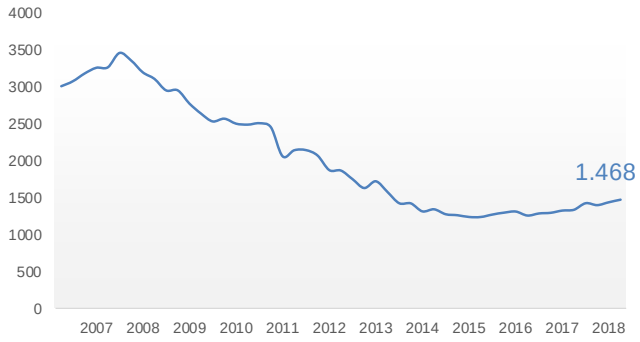
COMPRADOR INTER.

13,6%
1T2018

Nº HIPOTECAS

-2,7%
mar.-18

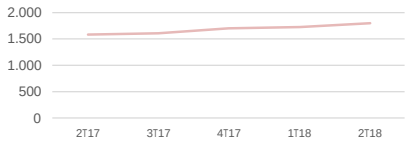
Variación del precio/m2



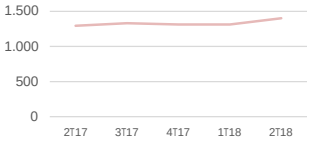
Estudio por provincias

	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	*Var. Anual*	Alquiler €/m²
BARCELONA	1.576	1.601	1.700	1.709	1.790	13,6%	16,22
GERONA	1.285	1.321	1.300	1.313	1.394	8,5%	10,30
LÉRIDA	779	783	892	911	898	15,3%	5,39
TARRAGONA	1.106	1.153	1.085	1.142	1.149	3,9%	6,71

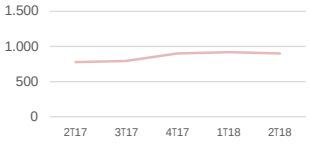
BARCELONA



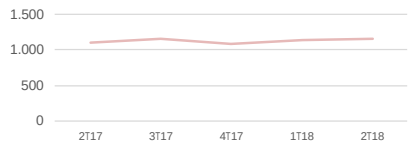
GERONA



LÉRIDA



TARRAGONA



C. VALENCIANA

- Segundo Trimestre 2018 -

Tasa de variación anual 11%

TRANSACCIONES

17,0%

1T2018

COMPRADOR INTER.

33,1%

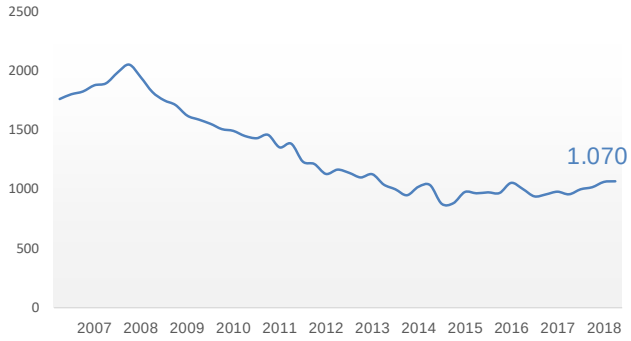
1T2018

Nº HIPOTECAS

-5,0%

mar.-18

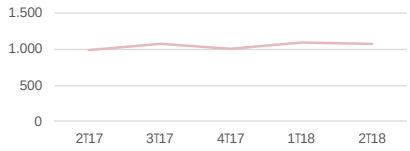
Variación del precio/m2



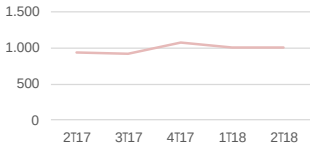
Estudio por provincias

	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	*Var. Anual*	Alquiler €/m²
ALICANTE	980	1.078	1.011	1.095	1.075	9,7%	7,58
CASTELLÓN	930	921	1.069	1.003	1.005	8,1%	6,15
VALENCIA	948	973	1.001	1.070	1.034	9,1%	7,74

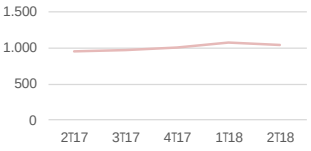
ALICANTE



CASTELLÓN



VALENCIA



MADRID

- Segundo Trimestre 2018 -

Tasa de variación anual 11%

TRANSACCIONES

2,8%

1T2018

COMPRADOR INTER.

9,0%

1T2018

Nº HIPOTECAS

1,8%

mar.-18

Variación del precio/m2

Estudio por provincias

	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	*Var. Anual*	Alquiler €/m²
MADRID	1.870	1.910	1.964	1.991	2.070	10,7%	14,80

CAPITALES DE PROVINCIA

- Segundo Trimestre 2018 -

		Venta €/m²	Alquiler €/m²/mes
Andalucía			
	Almería	1.195	6,09
	Cádiz	1.810	8,98
	Córdoba	1.325	6,66
	Granada	1.533	7,20
	Huelva	1.032	5,52
	Jaén	1.150	5,64
	Málaga	1.720	10,04
	Sevilla	1.439	9,62
Aragón			
	Huesca	1.165	6,03
	Teruel	1.030	4,95
	Zaragoza	1.290	7,69
Asturias			
	Oviedo	1.379	6,84
Baleares			
	P. de Mallorca	2.158	12,58
Canarias			
	Las Palmas	1.458	11,63
	Sta. Cruz de Tenerife	1.215	7,53
Cantabria			
	Santander	1.494	8,54
Castilla y León			
	Ávila	948	4,92
	Burgos	1.485	6,67
	León	1.201	5,97
	Palencia	1.179	5,74
	Salamanca	1.527	7,23
	Segovia	1.378	7,26
	Soria	1.140	5,88
	Valladolid	1.305	6,80
	Zamora	ND	4,49
C. La Mancha			
	Albacete	1.134	5,44
	Ciudad Real	1.060	4,73
	Cuenca	1.043	4,83
	Guadalajara	1.080	5,85
	Toledo	1.290	6,39
Cataluña			
	Barcelona	3.367	18,52
	Girona	1.664	9,02
	Lleida	817	5,99
	Tarragona	1.342	7,28
C. Valenciana			
	Alicante	1.229	7,95
	Castellón	995	5,14
	Valencia	1.409	9,29
Extremadura			
	Badajoz	1.020	5,10
	Cáceres	1.009	4,65
Galicia			
	A Coruña	1.628	7,15
	Lugo	1.035	4,90
	Ourense	1.360	5,15
	Pontevedra	1.390	5,42
Madrid			
	Madrid	2.960	16,85
Murcia			
	Murcia	1.060	6,20
Navarra			
	Pamplona	1.710	8,24
País Vasco			
	Vitoria	1.824	9,08
	San Sebastián	3.836	15,59
	Bilbao	2.410	12,12
La Rioja			
	Logroño	1.290	6,19

Precio unitario medio/m² por capital provincia

Precio unitario medio/m²/mes por capital provincia

MUNICIPIOS >50.000 HAB.

- Segundo Trimestre 2018 -

LOCALIDAD	Venta €/m²	Alquiler €/m²/mes
ALMERÍA		
El Ejido	840	5,87
Roquetas de Mar	970	5,55
CÁDIZ		
Algeciras	930	6,34
Chiclana de la Frontera	1.340	8,20
Jerez de la Frontera	930	5,86
Línea de la Concepción	1.190	7,12
Puerto de Santa María	1.490	9,17
San Fernando	1.120	6,39
Sanlúcar de Barrameda	1.215	7,64
GRANADA		
Motril	980	4,64
JAÉN		
Linares	780	4,13
MÁLAGA		
Benalmádena	1.940	10,11
Estepona	1.780	11,19
Fuengirola	1.805	10,35
Marbella	2.457	13,42
Mijas	1.650	8,61
Torremolinos	1.510	10,60
Vélez-Málaga	1.180	6,53
SEVILLA		
Alcalá de Guadaíra	970	5,71
Dos Hermanas	1.130	6,03
ASTURIAS		
Avilés	983	5,89
Gijón	1.348	7,68
LAS PALMAS		
Arrecife	1.170	8,14
Santa Lucía de Tirajana	1.110	8,66
Telde	1.115	6,72
TENERIFE		
Arona	1.620	11,65
San Cristóbal L.	1.120	7,05
CANTABRIA		
Torrelavega	1.010	5,30
CIUDAD REAL		
Puertollano	680	3,79
TOLEDO		
Talavera de la Reina	710	4,42
LEÓN		
Ponferrada	820	4,74
BARCELONA		
Badalona	1.710	10,67
Castelldefels	2.810	13,53
Cerdanyola del Vallès	2.100	9,83
Cornellà de Llobregat	2.020	11,68
Granollers	1.587	8,02
Hospitalet de Llobregat	1.820	14,31
Manresa	1.038	6,42
Mataró	1.720	9,20
Mollet del Vallès	1.760	8,88
Prat de Llobregat	2.099	10,76
Rubí	1.745	9,01
Sabadell	1.396	9,50
Sant Boi de Llobregat	1.796	10,60
Sant Cugat del Vallès	3.310	12,42
Sta Coloma de Gramer	1.590	10,44
Terrassa	1.380	8,82
Viladecans	2.030	10,08
Vilanova i la Geltrú	1.590	8,73
TARRAGONA		
Reus	901	6,12
BADAJOZ		
Mérida	790	4,61
CORUÑA		
Ferrol	620	4,17
Santiago de Compostel	1.742	6,43
PONTEVEDRA		
Vigo	1.699	7,82
MADRID		
Alcalá de Henares	1.522	8,94
Alcobendas	2.310	11,11
Alcorcón	1.910	9,18
Collado Villalba	1.550	7,91
Coslada	1.750	9,09
Fuenlabrada	1.410	8,31
Getafe	1.650	9,17
Leganés	1.730	8,98
Majadahonda	2.890	11,53
Móstoles	1.580	8,85
Parla	1.199	6,83
Pozuelo de Alarcón	3.010	10,17
Rivas-Vaciamadrid	1.770	9,53
Rozas de Madrid (Las)	2.580	9,81
S. Sebastián de los Reye	2.250	11,06
Torrejón de Ardoz	1.430	8,00
Valdemoro	1.466	7,07
MURCIA		
Cartagena	990	6,28
Lorca	870	4,54
Molina de Segura	810	4,71
GUIPUZCOA		
Irun	2.206	10,01
VIZCAYA		
Barakaldo	1.880	9,52
Getxo	2.980	10,90
ALICANTE		
Alcoy/Alcoi	630	4,12
Benidorm	1.982	11,35
Elche/Elx	900	5,04
Elda	510	3,59
Orihuela	1.207	9,20
Torrevieja	1.257	7,72
VALENCIA		
Gandia	890	7,19
Paterna	1.070	5,82
Sagunto/Sagunt	760	4,82
Torrent	880	5,78

MADRID

- Segundo Trimestre 2018 -

RENTA DISPONIBLE

▲ 25.100€

4T2016

VARIACION POB. ACTIVA

▲ 2,3%

abr-17

TASA DESEMPLEO

▲ 10,8%

feb-18

% VIVIENDAS/INMUEBLES

▼ 68,2%

2016

RATIO PISO/UNIF

▲ 66/2

2016

ANTIGÜEDAD

▼ 45

2016

SUPERFICIE MEDIA

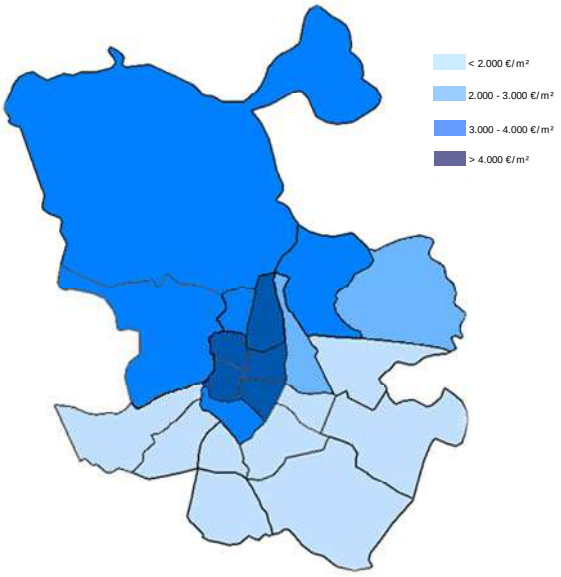
▼ 160,5

2016

VARIACION VISADOS

▲ 6,1%

2016



DISTRITO	Pob.	Venta €/m²	Alquiler €/m²/mes
CENTRO	132.888	4.398	20,59
ARGANZUELA	153.531	3.484	15,88
RETIRO	119.516	4.396	17,33
SALAMANCA	145.893	5.433	21,14
CHAMARTÍN	145.564	4.687	17,80
TETUAN	156.869	3.005	16,46
CHAMBERÍ	139.112	5.101	19,31
FUENCARRAL	244.467	3.110	12,07
MONCLOA	118.501	3.223	15,48
LATINA	237.110	1.845	11,97
CARABANCHEL	249.943	1.752	11,65
USERA	137.951	1.520	11,24
P.VALLECAS	232.104	1.502	12,67
MORATALAZ	94.648	1.990	10,69
CIUDAD LINEAL	215.563	2.720	13,74
HORTALEZA	185.151	3.225	13,51
VILLAVERDE	146.831	1.302	10,62
V.VALLECAS	108.354	1.998	11,22
VICALVARO	71.305	1.790	10,20
SAN BLAS	157.219	1.890	12,04
BARAJAS	48.196	2.817	11,68

BARCELONA

- Segundo Trimestre 2018 -

RENTA DISPONIBLE

▲ 26.252€

4T2016

VARIACION POB. ACTIVA

▲ 0,5%

2T2017

TASA DESEMPLEO

▼ 8,81%

feb-18

% VIVIENDAS/INMUEBLES

▼ 60,4%

2016

RATIO PISO/UNIF

▲ 98/2

2016

ANTIGÜEDAD

▼ 59

2016

SUPERFICIE MEDIA

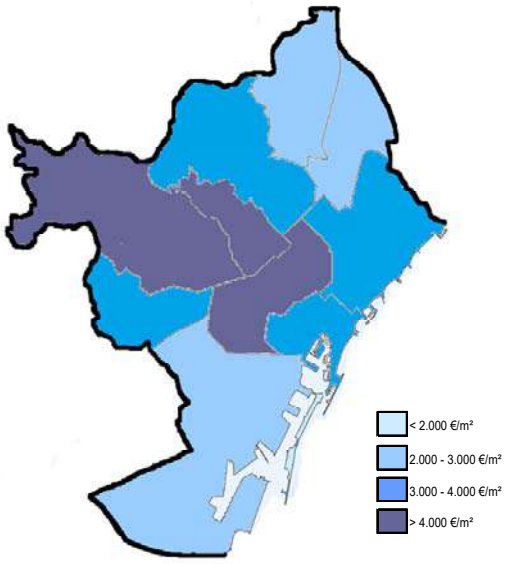
▼ 133,1

2016

VARIACION VISADOS

▲ 9,3%

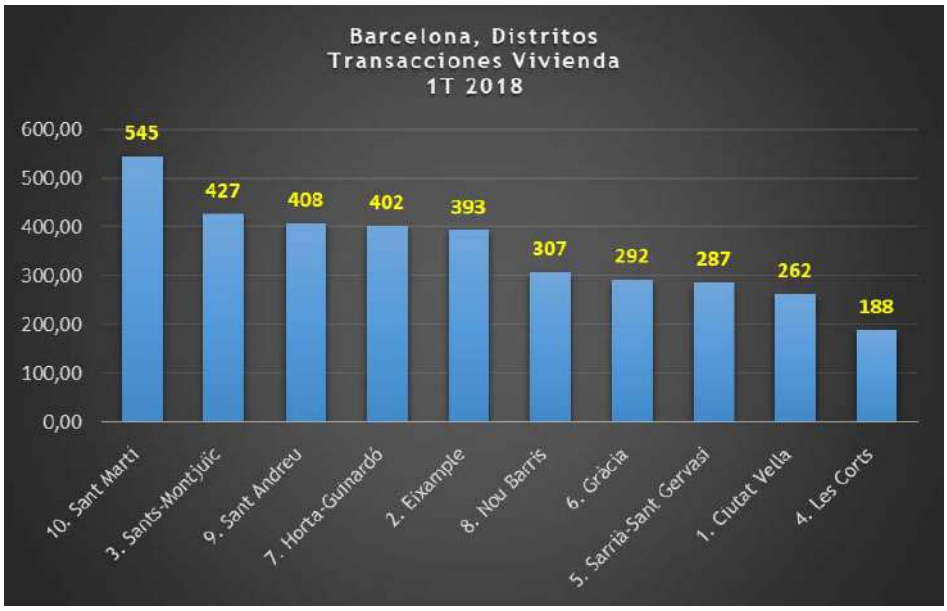
2016



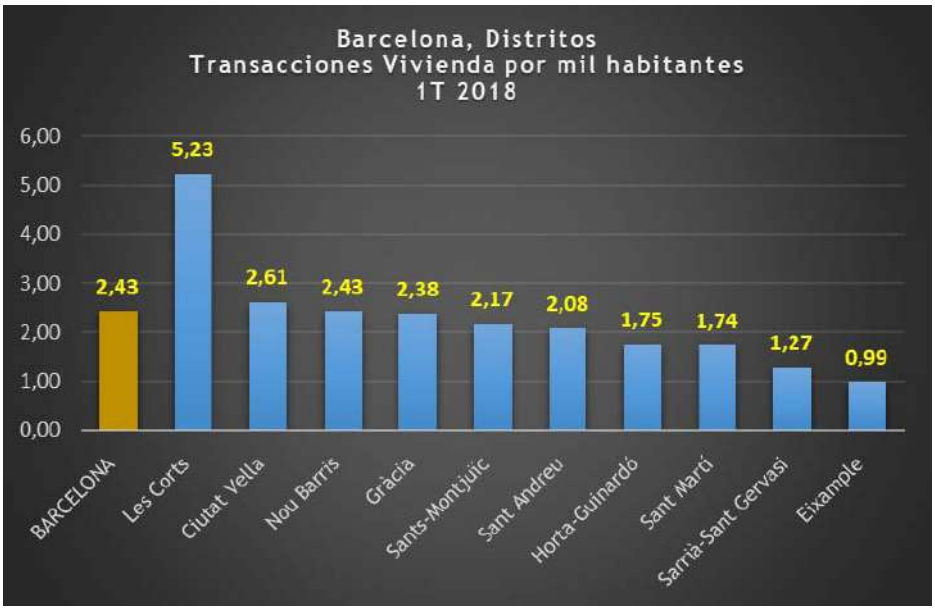
DISTRITO	Pob.	Venta €/m²	Alquiler €/m²/mes
CIUTAT VELLA	102.250	3.676	21,33
EIXAMPLE	267.184	4.150	19,55
SAN MARTÍ	236.163	3.328	19,56
SANT ANDREU	147.639	2.872	13,54
NOU BARRIS	166.805	2.187	13,36
SANTS - MONTJUIC	182.354	3.079	17,01
LES CORTS	82.201	3.174	16,94
SARRIÁ - SANT GERVASI	149.734	4.998	19,44
GRACIA	121.566	4.105	17,92
HORTA - GUINARDÓ	169.187	2.990	14,66

A continuación, incluimos un análisis pormenorizado del mercado en Barcelona.

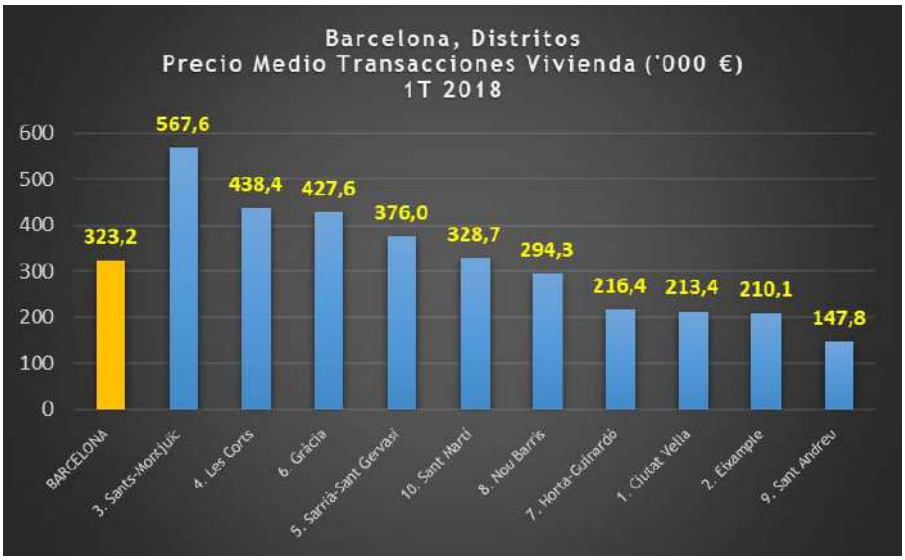
Por lo que respecta a transacciones, la distribución por distritos que daría como sigue:



Como puede observarse en el gráfico, el distrito de Sant Martí es el que más transacciones de vivienda (nueva y usada) refleja en el primer trimestre de 2018, siendo Les Corts el que menos.



Asimismo, en número de transacciones por 1.000 habitantes, el distrito de Les Corts es el que mayor ratio ofrece, siendo L'Eixample el menor de ellos. Puede observarse que solamente 3 distritos se sitúan por encima de la media de la ciudad: Les Corts, Ciutat Vella y Nou Barris.



Por lo que se refiere al precio medio de las transacciones de vivienda, Sants Montjuic es el distrito con mayor precio medio, siendo Sant Andreu el menor. Con respecto a la media de la ciudad, 5 distritos se sitúan por encima: Sants Montjuic, Les Corts, Gràcia, Sarriá-Sant Gervasi y Sant Martí.

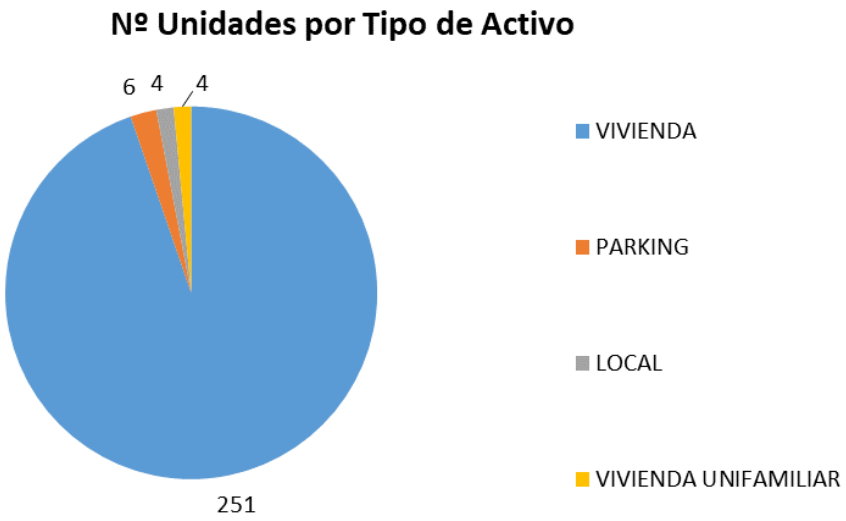
SECCIÓN 4 – ANÁLISIS DE LA CARTERA

A continuación, se analizará la Cartera objeto de esta Valoración.

El 97,76% de La Cartera, en términos de valor de Mercado, está representado por viviendas (40.996.803 €) y el restante 2,24% (940.559 €) está compuesto por locales comerciales y plazas de aparcamiento.

4.1. Composición de La Cartera por usos

En términos de valor de mercado, el uso residencial colectiva es la tipología que representa el mayor valor de La Cartera (40.180.216 €), seguido por el uso local comercial (875.789 €), residencial unifamiliar (816.586 €) y plazas de aparcamiento (64.770 €).

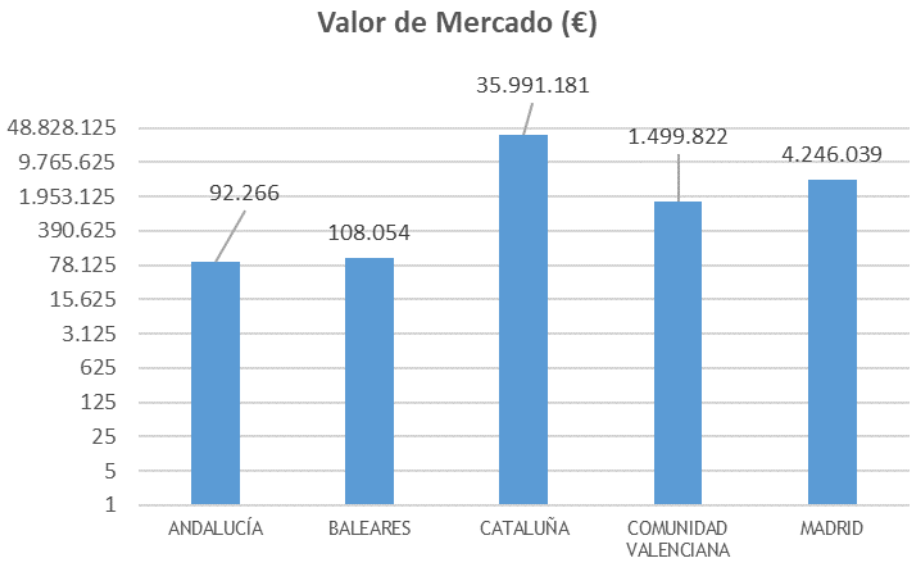


La siguiente tabla muestra la descomposición de La Cartera en términos de uso.

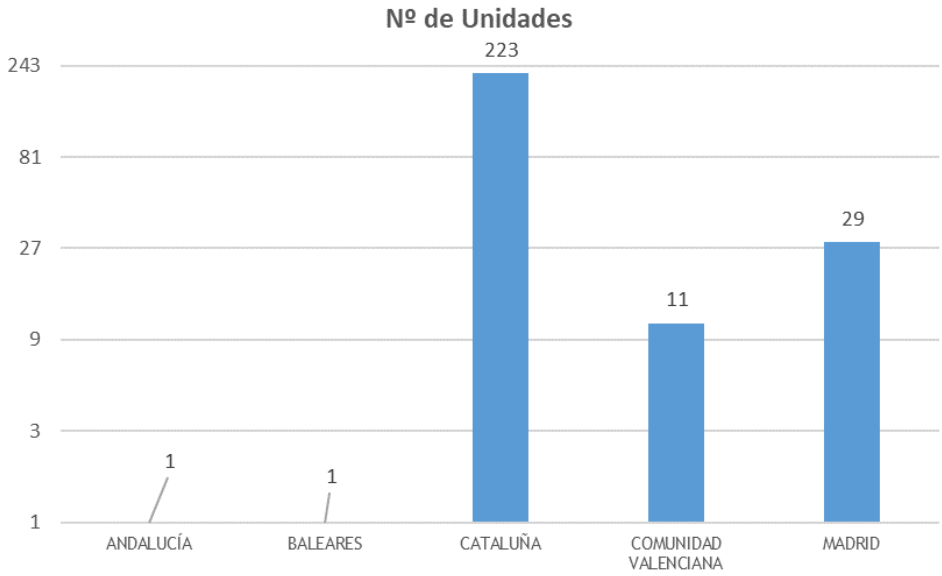
Tipo de Activo	Valor de Mercado (€)	Nº Unidades
VIVIENDA	40.180.216	251
LOCAL	875.789	4
VIVIENDA UNIFAMILIAR	816.586	4
PARKING	64.770	6
TOTAL	**41.937.362**	**265**

4.2. Composición de La Cartera por ubicación

La Cartera se localiza en 5 Comunidades Autónomas, pero se concentra significativamente en algunas de ellas. Las Comunidades Autónomas de Cataluña y Madrid concentran el 95,95% del valor de Mercado total. Asimismo, Cataluña concentra el 85,82% del valor total y Madrid concentra el 10,12%.



Escala logarítmica



Escala logarítmica

Cataluña concentra el mayor porcentaje de unidades (84,15%), seguido por Madrid (10,94%) y por la Comunidad Valenciana (4,15%).

Distribución de la cartera (nº de unidades) por Comunidades Autónomas

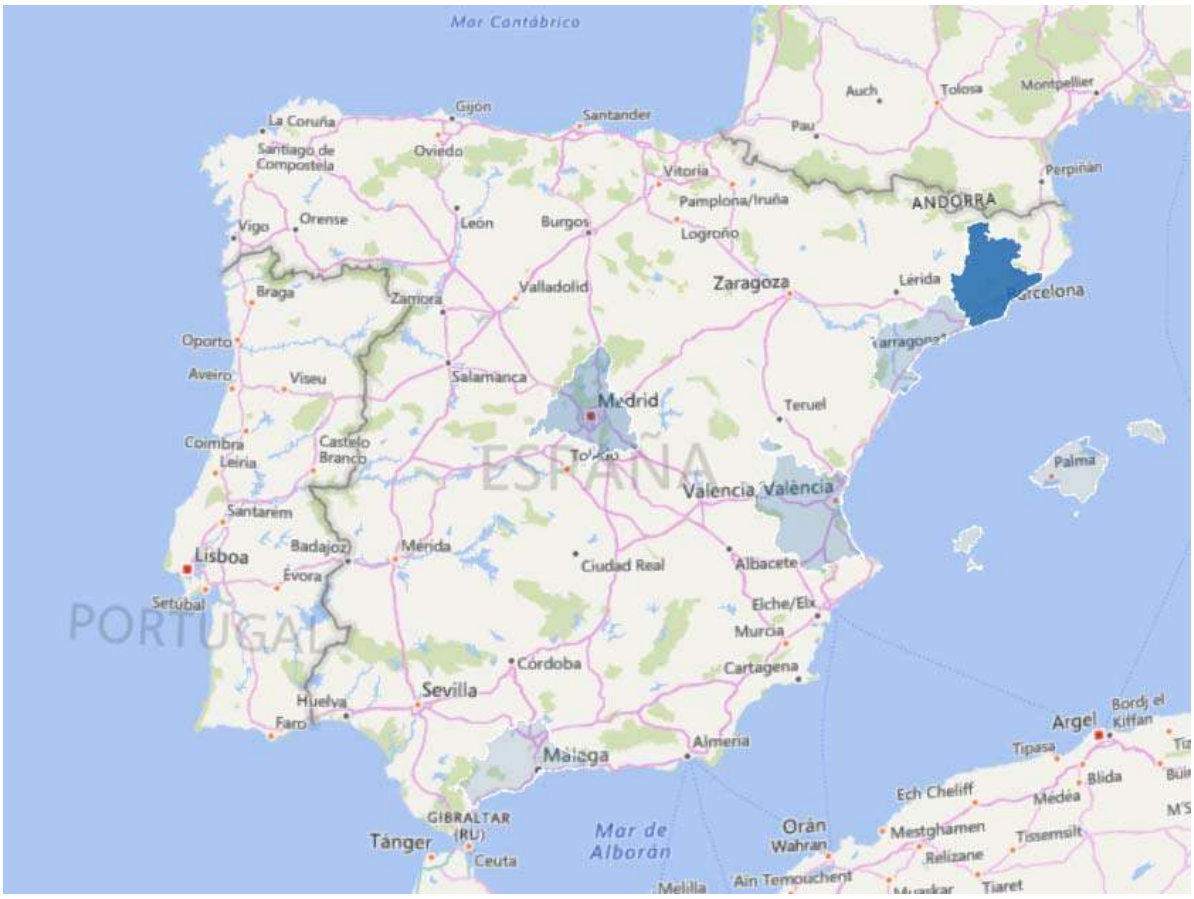
Tabla resumen de La Cartera por ubicación regional

Comunidad Autónoma	Valor de Mercado (€)	No. Unidades
ANDALUCÍA	92.266	1
BALEARES	108.054	1
CATALUÑA	35.991.181	223
COMUNIDAD VALENCIANA	1.499.822	11
MADRID	4.246.039	29
Total	**41.937.362**	**265**

Distribución provincial

La Cartera se distribuye en 6 provincias, de una manera heterogénea. En la provincia de Barcelona se concentra el 82,26% del número de unidades y el 84,18% del valor total. En Madrid se ubica el 11,32% del total de unidades y el 10,46% del valor. Asimismo, en la provincia de Valencia se ubica el 4,15% del número de unidades y el 3,58% del valor.

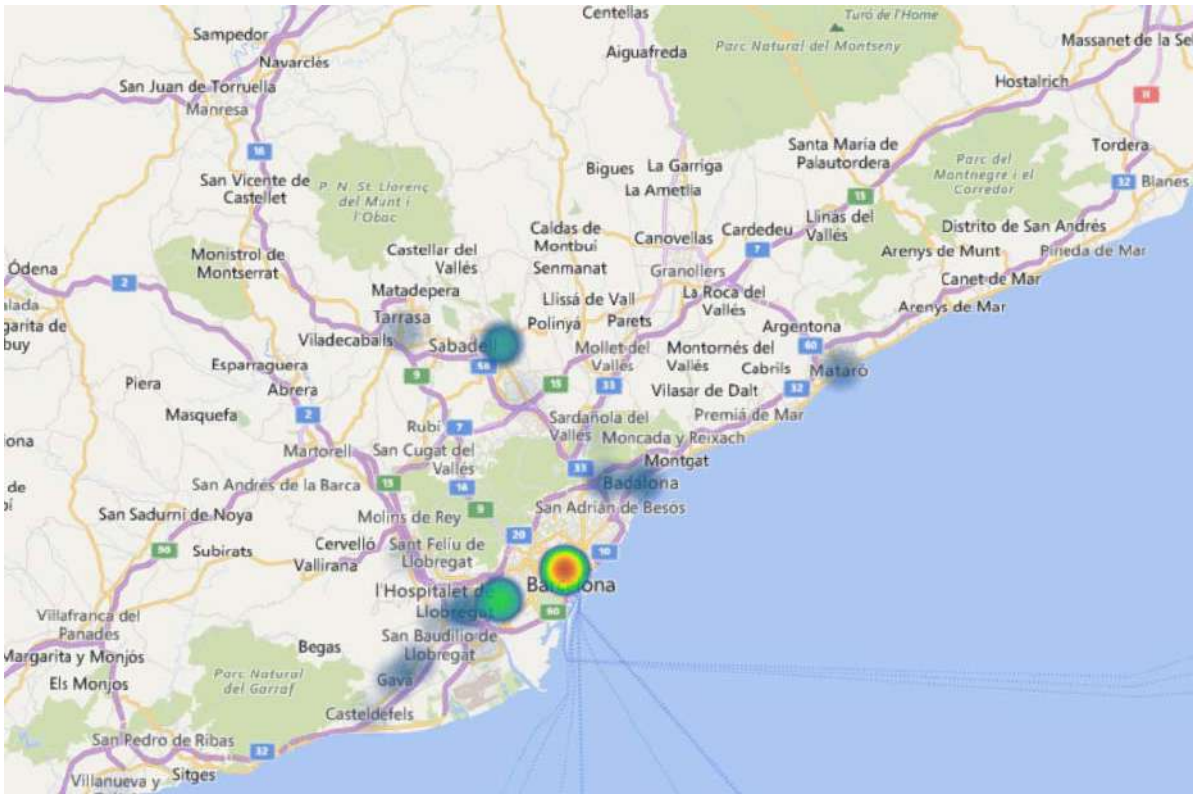
Provincia	No. Unidades	Valor de Mercado (€)
BARCELONA	218	35.302.403
MADRID	30	4.387.328
VALENCIA	11	1.499.822
TARRAGONA	4	547.489
MALAGA	1	92.266
PALMA DE MALLORCA	1	108.054
Total	**265**	**41.937.362**



Distribución de la cartera (nº de unidades) por provincias

Si nos fijamos en las provincias que acumulan el mayor valor de Mercado (Barcelona y Madrid), podemos concluir acerca de la distribución a nivel municipal:

- Barcelona: de los 23 municipios en los que se ubica alguno de los activos, más del 50% del valor de Mercado se concentra en los términos municipales de Barcelona y L'Hospitalet de Llobregat. Por lo que respecta al número de unidades, más del 50% de las mismas se concentran en los municipios de Barcelona, L'Hospitalet de Llobregat y Sabadell.
- Madrid: de los 10 municipios en los que se ubica alguno de los activos, el 62,04% del valor de Mercado se concentra en el término municipal de Madrid, así como el 63,33% del total de unidades.

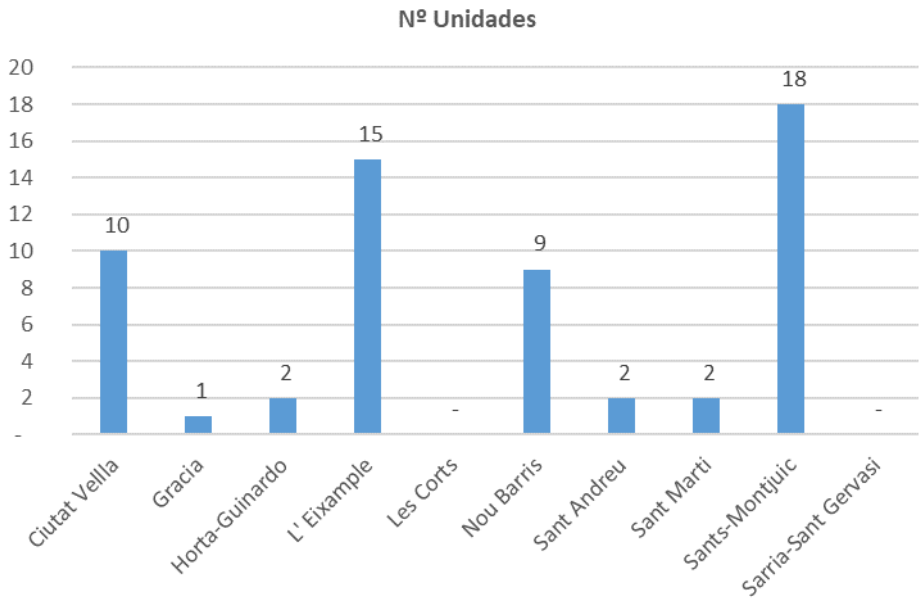


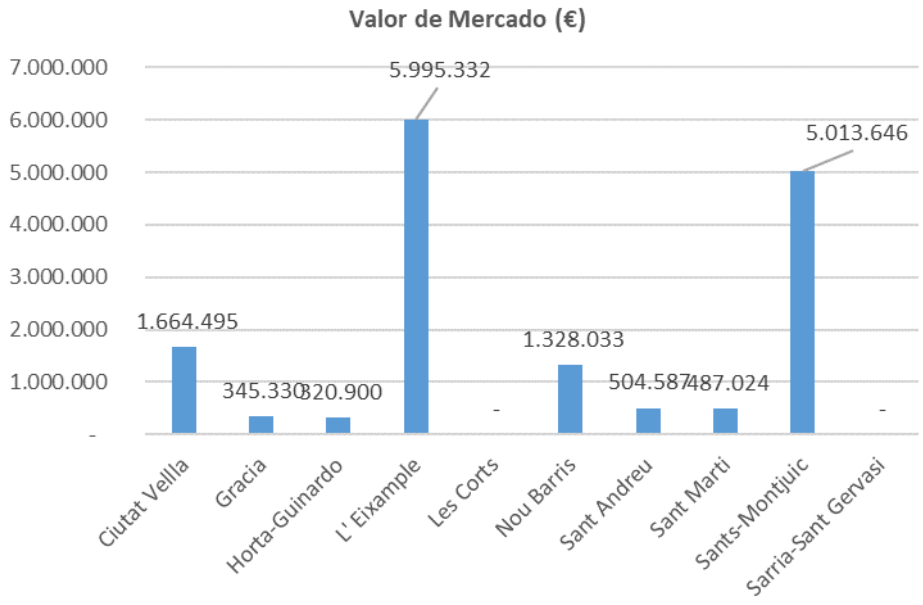
Distribución (nº de unidades) en la provincia de Barcelona

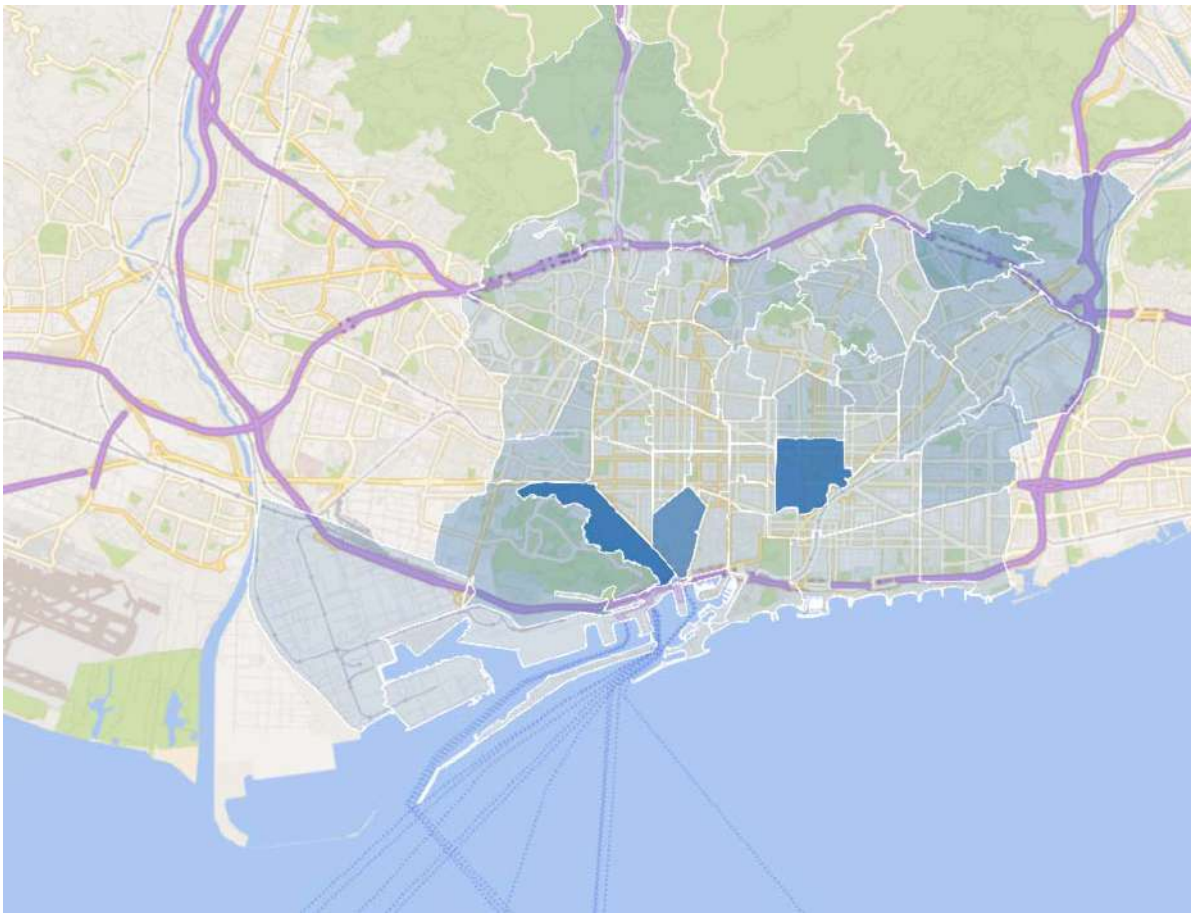
Como puede observarse, en la provincia de Barcelona, el valor de mercado y el número de unidades de la cartera está concentrado mayoritariamente en la ciudad de Barcelona y en los municipios limítrofes, como se ha comentado anteriormente.

A continuación, se incluye el detalle de la distribución por distritos en el municipio de Barcelona.

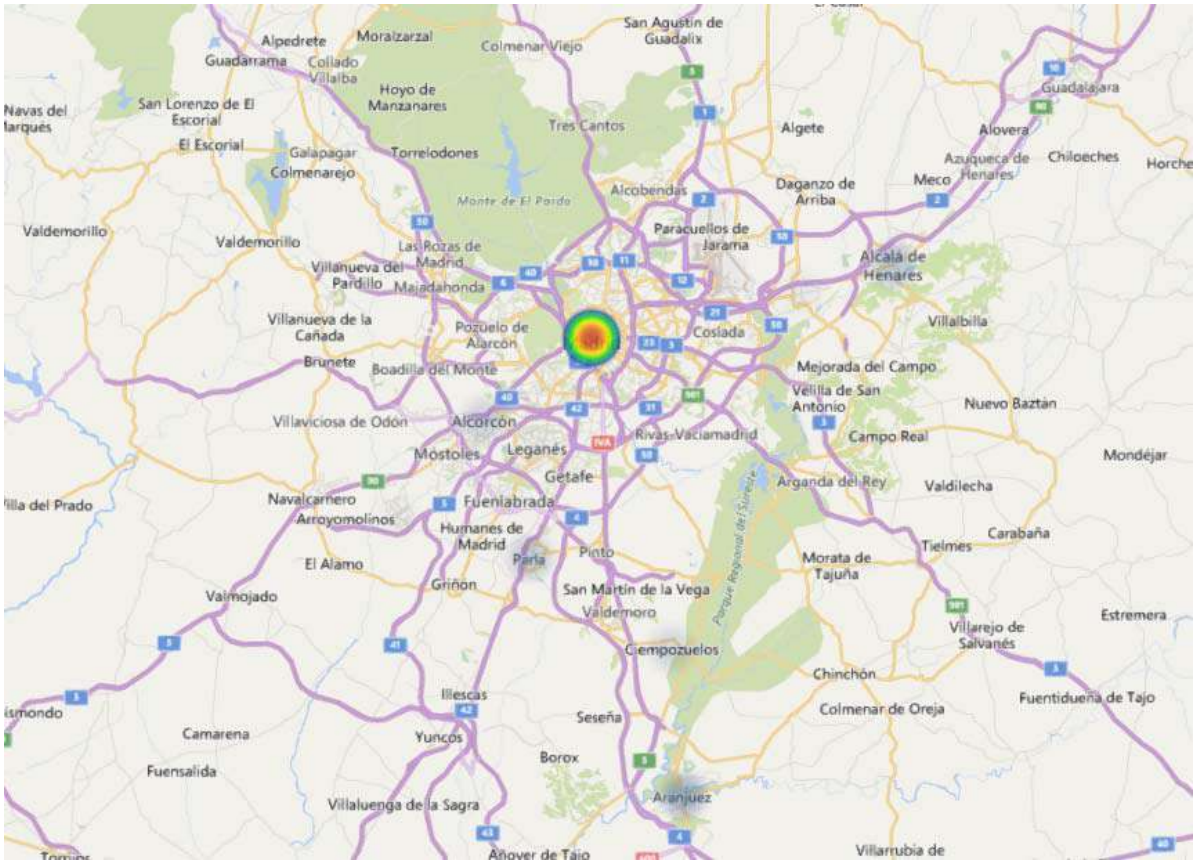
Distrito	Nº Viviendas	Valor de Mercado (€)
Ciutat Vellla	10	1.664.495
Gracia	1	345.330
Horta-Guinardo	2	320.900
L' Eixample	15	5.995.332
Les Corts	-	-
Nou Barris	9	1.328.033
Sant Andreu	2	504.587
Sant Marti	2	487.024
Sants-Montjuic	18	5.013.646
Sarria-Sant Gervasi	-	-
Total	**59**	**15.659.347**


Nº Unidades
20
18
16
14
12
10
8
6
4
2
-
10
1
2
15
-
9
2
2
18
-
Ciutat Vella
Gracia
Horta-Guinardo
L' Eixample
Les Corts
Nou Barris
Sant Andreu
Sant Marti
Sants-Montjuic
Sarria-Sant Gervasi


Valor de Mercado (€)
7.000.000
6.000.000
5.000.000
4.000.000
3.000.000
2.000.000
1.000.000
-
1.664.495
345.330
320.900
5.995.332
-
1.328.033
504.587
487.024
5.013.646
-
Ciutat Vella
Gracia
Horta-Guinardo
L' Eixample
Les Corts
Nou Barris
Sant Andreu
Sant Marti
Sants-Montjuic
Sarria-Sant Gervasi



Distribución de la cartera (nº unidades) por distritos de Barcelona



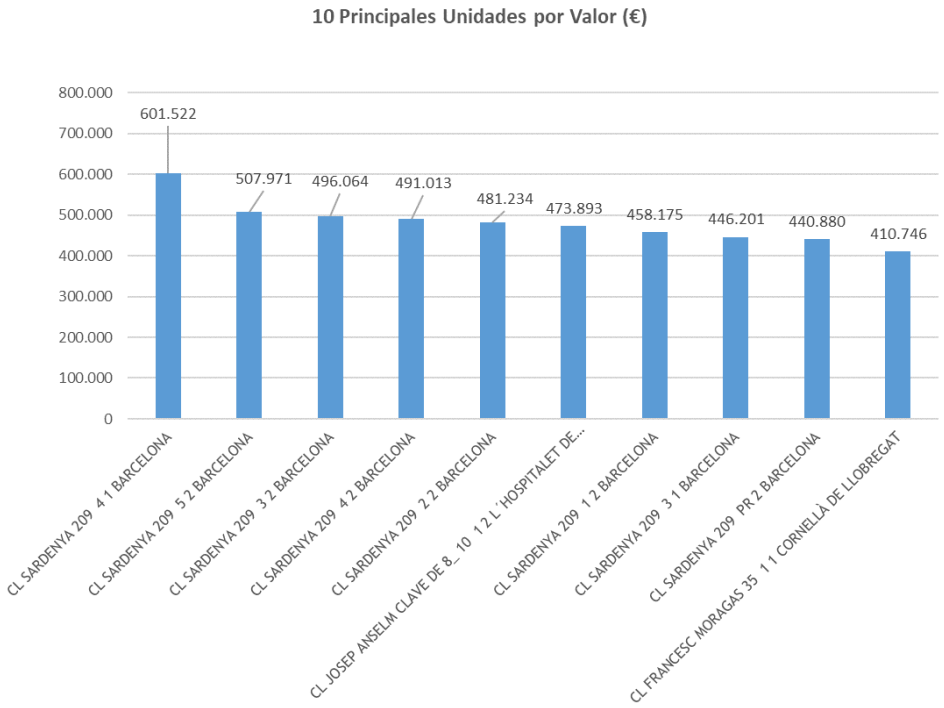
Distribución (nº de unidades) en la provincia de Madrid

Como puede observarse, en la provincia de Madrid, el valor de mercado y el número de unidades de la cartera está concentrado mayoritariamente en la ciudad de Madrid.

A continuación, se incluye una tabla con el detalle de la cartera a nivel municipal, tanto en valor de mercado como en número de unidades.

MUNICIPIO	VALOR DE MERCADO (€)	Nº Unidades
BARCELONA	15.659.347	59
L´HOSPITALET DE LLOBREGAT	5.494.632	49
SABADELL	2.837.211	27
MADRID	2.722.098	19
CORNELLÀ DE LLOBREGAT	1.523.253	10
VALENCIA	1.499.822	11
BADALONA	1.485.847	14
SANTA COLOMA DE GRAMANET	1.209.708	9
MATARO	1.128.584	7
VILADECANS	973.512	6
GAVA	886.165	5
TERRASSA	765.160	7
SANT BOI DE LLOBREGAT	641.228	4
CASTELLDEFELS	425.568	3
ARGANDA DEL REY	419.875	2
SALOU	391.499	3
EL PRAT DE LLOBREGAT	351.308	2
SANT VICENÇ DELS HORTS	341.357	3
BARBERA DEL VALLES	310.350	2
VILANOVA I LA GELTRU	284.164	2
TORREJÓN DE ARDOZ	276.930	2
MONTCADA I REIXAC	273.122	3
LAS ROZAS	230.048	1
CUBELLES	180.068	1
CAMBRILS	155.991	1
SAN SEBASTIAN DE LOS REYES	145.585	1
SERRANILLOS DEL VALLE	141.289	1
MÓSTOLES	120.977	1
PARETS DEL VALLÈS	120.830	1
PARLA	113.588	1
SANT FELIU DE LLOBREGAT	113.257	1
ALCALÁ DE HENARES	110.869	1
GRANOLLERS	110.094	1
PALMA DE MALLORCA	108.054	1
FUENLABRADA	106.070	1
SANT PERE DE RIBES	105.597	1
MARBELLA	92.266	1
VILANOVA I LA GELTRÚ	82.043	1
Total	**41.937.362**	**265**

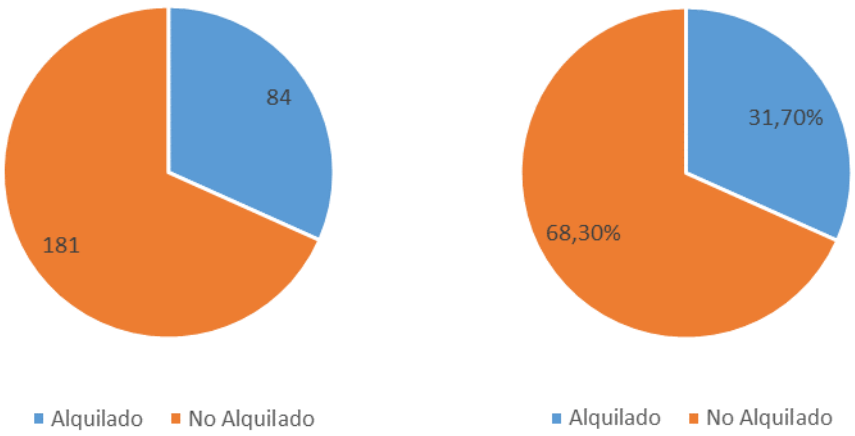
4.3. Composición de La Cartera por Valor de Mercado



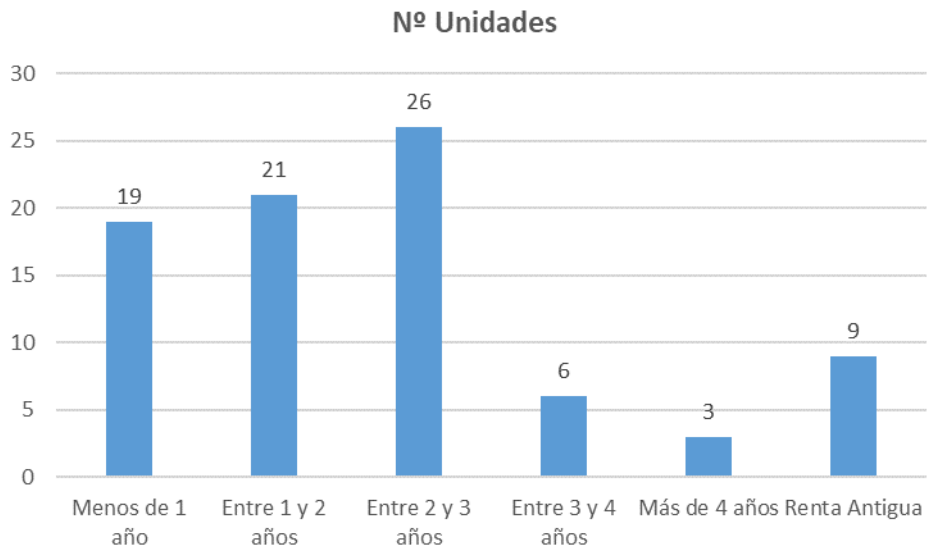
Activo	Valor de Mercado (€)
CL SARDENYA 209 4 1 BARCELONA	601.522
CL SARDENYA 209 5 2 BARCELONA	507.971
CL SARDENYA 209 3 2 BARCELONA	496.064
CL SARDENYA 209 4 2 BARCELONA	491.013
CL SARDENYA 209 2 2 BARCELONA	481.234
CL JOSEP ANSELM CLAVE DE 8_ 10 1 2 L´HOSPITALET DE LLOBREGAT	473.893
CL SARDENYA 209 1 2 BARCELONA	458.175
CL SARDENYA 209 3 1 BARCELONA	446.201
CL SARDENYA 209 PR 2 BARCELONA	440.880
CL FRANCESC MORAGAS 35 1 1 CORNELLÀ DE LLOBREGAT	410.746

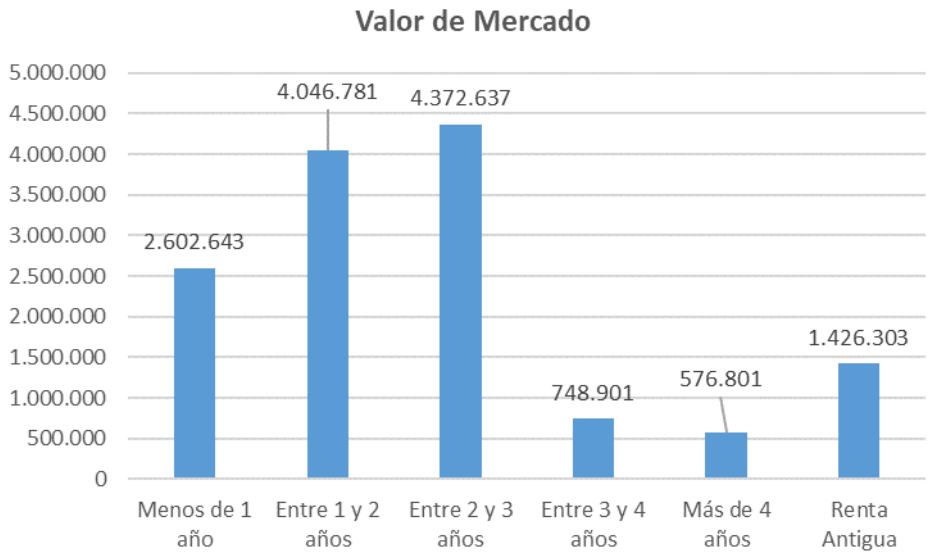
4.4. Composición de La Cartera por Estado de Ocupación

La Cartera se encuentra dividida en dos categorías: unidades alquiladas y unidades no alquiladas. Las unidades alquiladas suman un total de 84 unidades, equivalente al 31,70% del total de la cartera.



En términos de duración de contrato, entendido como plazo de arrendamiento restante a fecha de valoración, la estructura es como sigue:



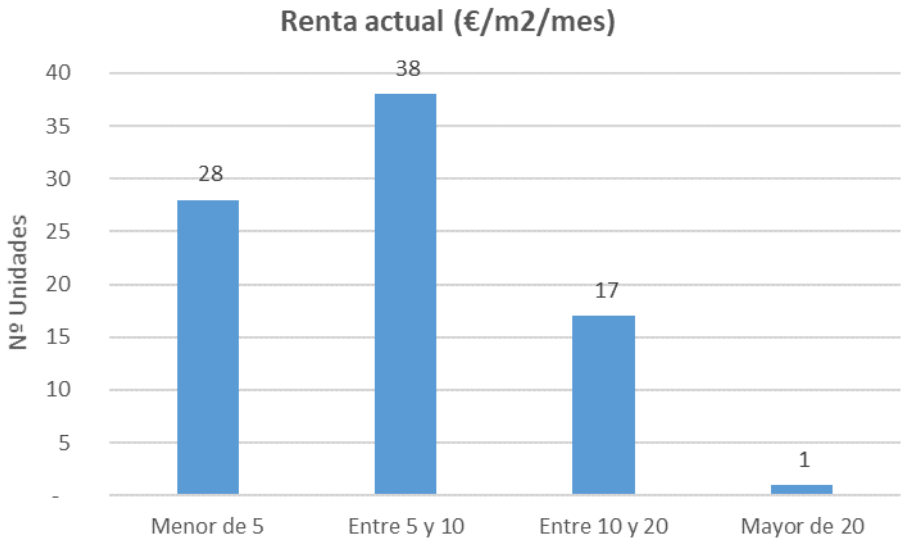


Plazo de Arrendamiento Remanente	Nº Unidades	Valor de Mercado
Menos de 1 año	19	2.602.643
Entre 1 y 2 años	21	4.046.781
Entre 2 y 3 años	26	4.372.637
Entre 3 y 4 años	6	748.901
Más de 4 años	3	576.801
Renta Antigua	9	1.426.303
Total	**84**	**13.774.066**

El 78,57% de las unidades alquiladas tiene una duración de contrato remanente de hasta 3 años de duración, mientras que el 80,02% del valor de Mercado de las unidades arrendadas se acumula en estas mismas unidades.

Renta de Contrato

Para las unidades alquiladas, la renta de contrato está concentrada al 78,82% entre unidades con una renta unitaria de hasta 10 euros/m²/mes.



No. Unidades	Renta actual (€/m²/mes)	Proporción
28	Menor de 5	33,33%
38	Entre 5 y 10	45,24%
17	Entre 10 y 20	20,24%
1	Mayor de 20	1,19%
84	**7,05**	**100%**

La renta contractual media de la cartera se sitúa en 7,05 euros/m²/mes.

Por lo que respecta a la distribución provincial de alquileres, el conjunto de las provincias de Barcelona y Madtid el 100% de las unidades.

La provincia de Barcelona concentra el 97,62% del total de unidades alquiladas y Madrid el 2,38% del total.

Distribución provincial de unidades alquiladas

Provincia	No. Unidades	Proporción (%)
BARCELONA	82	97,62%
MADRID	2	2,38%
Total	**84**	**100%**

Por lo que respecta a la distribución provincial de activos no alquilados, el conjunto de las provincias de Barcelona y Madrid concentran el 90,61% de las unidades.

La provincia de Barfcelona concentra el 75,14% del total de unidades no alquiladas y Madrid el 15,47%.

Distribución provincial de unidades no alquiladas

Provincia	No. Unidades	Proporción (%)
BARCELONA	136	75,14%
MADRID	28	15,47%
VALENCIA	11	6,08%
TARRAGONA	4	2,21%
MALAGA	1	0,55%
PALMA DE MALLORCA	1	0,55%
Total	**181**	**100%**

SECCIÓN 5 – CONCLUSIONES

Factores positivos

- Cartera eminentemente residencial-vivienda, el tipo de activo más seguro y con mayores expectativas de crecimiento sostenido a corto y medio plazo
- Cartera concentrada (en número de unidades y valor de mercado) en provincias de gran potencial: Barcelona, Madrid y, en menor medida, en Valencia, Málaga, Mallorca y Tarragona. Se trata de provincias con una dinámica inmobiliaria elevada
- Más del 80% de las unidades están situadas en capitales de provincia o grandes áreas metropolitanas: Barcelona, Madrid, L' Hospitalet de Llobregat, Valencia, Badalona, Sabadell…
- Cartera fundamentalmente de primera residencia, que es el activo de uso residencial más estable
- Si la estrategia fuese la explotación en rentabilidad, la concentración en zonas de gran potencial y centros económicos de primer orden de este tipo de activos en esas ubicaciones tiene una gran facilidad de alquiler

Factores menos positivos

- Grado de ocupación en torno al 32%, debido a los trabajos previos a la comercialización y su reciente incorporación a la cartera
- Cartera con costes de gestión elevados al tratarse de unidades residenciales diseminadas
- Existe un número de unidades ocupadas en precario, que supone un tercio de la cartera, lo que implica una gestión con cierta complejidad para estas unidades
- El proceso de implantación de la estrategia de cartera podría dilatarse en el tiempo al tratarse de unidades residenciales diseminadas

SECCIÓN 6 – VALORACIÓN

Según instrucción recibida, indicamos nuestra opinión acerca del Valor de Mercado de la cartera:

a) Valor de Mercado

Teniendo en cuenta los comentarios y asunciones, incluidas en este informe, somos de la opinión de que el Valor de Mercado de la cartera descrita en este informe, a fecha de 31 de agosto de 2018:

41.940.000 € (Redondeado)

(Cuarenta y Un Millones Novecientos Cuarenta Mil Euros)

b) Análisis de Sensibilidad

De manera adiional, se ha procedido a realizar un análisis de sensibilidad en la valoración.

Este análisis de sensibilidad ha consistido en variar las tasas de descuento aplicadas en el Decsuento de Flujos de Caja. La variación realizada se traduce en disminuir (escenario optimista) en un 1,50% las tasas aplicadas y en aumentar (escenario pesimista) en un 1,50% también las tasas aplicadas.

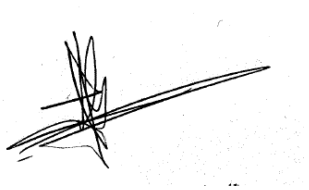
Los resultados sde este proceso se muestran a continuación:

Análisis de Sensibilidad	Valor de Mercado (€)	Variación
Escenario Optimista	**43.287.456**	**3,21%**
Escenario Pesimista	**40.828.440**	**-2,65%**

SECCIÓN 7 – CONFIDENCIALIDAD

Finalmente, en concordancia con la práctica habitual, este informe es confidencial y solamente debe ser utilizado por el solicitante y para la finalidad indicada. No asumimos responsabilidad alguna frente a terceras partes, derivadas del contenido de este informe, en su totalidad o en parte del mismo. La divulgación del contenido de este informe (en su totalidad o en parte) debe ser autorizada por escrito por Gesvalt Sociedad de Tasación S.A.

GESVALT SOCIEDAD DE TASACIÓN, S.A.



Sergio Espadero Colmenar, MRICS
Director Advisory Services