

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES
Calle Edison , 4
28006 - Madrid

Madrid, a 22 de noviembre de 2013

COMUNICACIÓN DE HECHO RELEVANTE

INMOLEVANTE, S.A.

En virtud de lo dispuesto en el artículo 82 de la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores (la “**Ley del Mercado de Valores**”), Inmolevante, S.A. (“**Inmolevante**” o la “**Sociedad**”) comunica por medio de la presente el siguiente:

HECHO RELEVANTE

Como continuación al Hecho Relevante publicado el pasado día 20 de noviembre y con número de registro 195473, con fecha 22 de noviembre de 2013 se ha publicado en el BORME y en el diario Cinco Días y ha quedado incorporado en la página web de la Compañía (www.imolevantesa.com) el anuncio de la convocatoria de una Junta General Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad, cuya celebración tendrá lugar en el domicilio social a las once horas del 23 de diciembre de 2013 en primera convocatoria y, en su caso, el 26 de diciembre de 2013 en segunda convocatoria en el mismo lugar y hora.

El Consejo de Administración prevé que, como en anteriores ocasiones, la Junta se celebre en primera convocatoria.

Se adjunta a la presente comunicación la siguiente documentación:

- Anuncio de Convocatoria de la Junta General Extraordinaria de Accionistas.
- Informe del Consejo de Administración en relación con las propuestas de exclusión de negociación bursátil de las acciones de Inmolevante, S.A., la correspondiente formulación de una Oferta Pública de Adquisición de Acciones de Inmolevante, S.A. y del precio ofrecido en la misma.
- Informe del Consejo de Administración sobre la modificación del artículo 5º de los estatutos sociales como consecuencia de la reducción de capital (integrado en el anterior informe).

- Informe de valoración elaborado por PriceWaterHouseCoopers Asesores de Negocio, S.L.
- Redacción íntegra de las propuestas de acuerdos a la Junta General Extraordinaria de Accionistas elaboradas por el Consejo de Administración.

Lo que se comunica para público y general conocimiento.

Atentamente,

José Luis Arellano Sánchez
SECRETARIO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

CONVOCATORIA DE JUNTA GENERAL EXTRAORDINARIA DE ACCIONISTAS DE LA SOCIEDAD INMOLEVANTE, S.A.

Por acuerdo del Consejo de Administración de fecha 20 de noviembre de 2013, se convoca a los señores accionistas a la Junta General Extraordinaria que se celebrará en Madrid, en el domicilio social, Paseo del Pintor Rosales nº 18 bajo, el día 23 de diciembre de 2013, a las once horas, en primera convocatoria, y el día 26 de diciembre de 2013, a la misma hora y en el mismo lugar, para celebrarla, en su caso, en segunda convocatoria, todo ello bajo el siguiente

ORDEN DEL DIA

Primero.- Exclusión de negociación de las acciones de INMOLEVANTE, S.A. de la Bolsa de Valores de Madrid.

Segundo.- Formulación de conformidad con lo dispuesto en el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores y en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, de la consiguiente Oferta Pública de Adquisición de Acciones por Exclusión.

Tercero.- Reducción de capital social, en el importe que representen las acciones que hayan acudido a la Oferta Pública de Adquisición que, en su caso, y según el acuerdo a que se refiere el punto segundo del Orden del Día, formulará la compañía como requisito para la exclusión de cotización de sus acciones, y hasta la cuantía máxima de 883.287 euros de valor nominal mediante amortización de las acciones que hayan acudido a la referida oferta pública de adquisición, facultando al Consejo de Administración y a su Presidente para que determinen el importe de la reducción de capital dentro de la cifra máxima acordada y a tenor del resultado de la referida oferta pública de adquisición, con la consecuente modificación del artículo 5º de los Estatutos Sociales.

Cuarto.- Delegación de Facultades.

Quinto.- Redacción, lectura y aprobación, en su caso, del acta de la reunión.

El Consejo de Administración prevé que, como en anteriores ocasiones, la Junta se celebre en primera convocatoria.

COMPLEMENTO DE LA CONVOCATORIA

Los accionistas que representen, al menos, el cinco por ciento del capital social podrán solicitar que se publique un complemento a la presente convocatoria, incluyendo uno o más puntos en el orden del día. El ejercicio de este derecho deberá hacerse mediante notificación fehaciente que habrá de recibirse en el domicilio social dentro de los cinco días siguientes a la publicación de esta convocatoria, con indicación de la identidad de los accionistas que ejercitan el derecho y del número de acciones de que son titulares,

así como de los puntos a incluir en el orden del día, acompañando la justificación o las propuestas de acuerdos justificadas de dichos puntos y, en su caso, cuanta otra documentación resulte procedente. Esos mismos accionistas titulares de al menos el cinco por ciento del capital social podrán presentar, mediante notificación fehaciente que habrá de recibirse en el domicilio social dentro de los cinco días siguientes a la publicación de esta convocatoria, propuestas fundamentadas de acuerdos sobre asuntos ya incluidos o que deban incluirse en el orden del día, todo ello en los términos previstos en el artículo 519.2 de la Ley de Sociedades de Capital. Lo anterior se entiende sin perjuicio del derecho de cualquier accionista durante el desarrollo de la Junta General a formular propuestas alternativas o sobre puntos que no precisen figurar incluidos en el orden del día en los términos previstos en la Ley de Sociedades de Capital.

DERECHO DE INFORMACION

A partir de la presente convocatoria, los accionistas tienen derecho a examinar en el domicilio social, a pedir la entrega o envío gratuito y a obtener a través de la página Web de la Entidad (www.inmolevantesa.com), los documentos que han de ser sometidos a la aprobación de la Junta General.

Asimismo y de conformidad con lo dispuesto en el artículo 520 de la vigente Ley de Sociedades de Capital, los accionistas podrán solicitar a los administradores, por escrito hasta el séptimo día anterior al previsto para la celebración de la junta, o verbalmente durante su celebración, las aclaraciones que estimen precisas acerca de la información accesible al público que la sociedad hubiere facilitado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores desde la celebración de la última junta general y acerca del informe del auditor.

Por otra parte, y con el fin de dar cumplimiento al artículo 539.2 de la Ley de Sociedades de Capital, a partir de la publicación de esta convocatoria y hasta el día anterior a su celebración en primera convocatoria, se habilitará un Foro Electrónico de Accionistas en la página Web de la Sociedad (www.inmolevantesa.com). El Reglamento del Foro, así como el formulario que hay que cumplimentar para participar en el mismo, se encuentran disponibles en la página Web de la Sociedad.

Para aspectos relativos a la Junta General no contenidos en este anuncio, los accionistas podrán consultar el Reglamento de la Junta General que se encuentra a su disposición en la página Web de la Sociedad. Asimismo, cualquier consulta sobre la Junta y cuanta información precisen los accionistas acerca de la Sociedad les será atendida a través de la página Web de la Entidad.

DOCUMENTACION DISPONIBLE EN LA PÁGINA WEB CORPORATIVA

Los accionistas podrán examinar a través de la página Web de la Entidad (www.inmolevantesa.com), los documentos que a continuación se mencionan:

- 1.- Texto íntegro de las propuestas de acuerdos que formula el Consejo de Administración a la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad;
- 2.- Informe del Consejo de Administración justificativo de la propuesta de acuerdo a la Junta general Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad relativo a la solicitud de exclusión de cotización y consiguiente Oferta Pública de Adquisición de Acciones, así como el precio de la Oferta;
- 3.- Informe de valoración elaborado por PriceWaterHouseCoopers Asesores de Negocio, S.L., con fecha de 7 de octubre de 2013;
- 4.-Informe del Consejo de Administración justificativo de la propuesta de modificación de los Estatutos Sociales, a que se refiere el punto Tercero del orden del día;
- 5.- Reglamento del Foro Electrónico de Accionistas;
- 6.- Tarjeta de asistencia, delegación y voto.

DERECHO DE ASISTENCIA Y REPRESENTACION Y VOTO POR CORREO

Se registrará por lo regulado en los Estatutos Sociales y el Reglamento de la Junta General de accionistas de la Sociedad, que pueden consultar en la página Web corporativa (www.inmolevantesa.com), y la legislación aplicable.

Para asistir a la Junta General, con voz y voto, será preciso que el Accionista haya efectuado el depósito de sus acciones en el domicilio social o en una Entidad autorizada, con un plazo de antelación mínimo de treinta minutos a la hora en que haya de celebrarse la Junta.

Los accionistas que deseen asistir podrán proveerse de la Tarjeta de Asistencia en el domicilio social.

Los accionistas que deseen hacerse representar por otro accionista o por cualquier persona no accionista, podrán proveerse igualmente de la Tarjeta de Asistencia y Delegación en el domicilio social. La delegación se registrará conforme a lo establecido en los Estatutos y la Ley de Sociedades de Capital. La asistencia personal a la Junta del accionista revocará cualquier delegación efectuada con anterioridad.

Los accionistas podrán ejercer su derecho a voto mediante correspondencia postal. Para la emisión del voto por correo, el accionista deberá cumplimentar y firmar la Tarjeta de Asistencia, Delegación y Voto, expedida por la Entidad o Entidades encargadas de la llevanza del Registro de Anotaciones en Cuenta, en la que hará constar su sentido de voto –a favor o en contra- la abstención o el voto en blanco, marcando con una cruz en la casilla correspondiente. La tarjeta cumplimentada y firmada podrá remitirse a INMOLEVANTE, S.A. mediante correspondencia postal dirigida a su domicilio social. El voto emitido mediante correspondencia postal

quedará sin efecto por revocación posterior y expresa del accionista efectuada por el mismo medio empleado para la emisión y dentro del plazo establecido para ésta, o por la asistencia personal a la Junta General del accionista que hubiera emitido el voto por correspondencia postal o por asistencia de su representante.

El voto emitido por correo habrá de recibirse por la Sociedad antes de las 24 horas del día anterior al previsto para la celebración de la Junta General en primera convocatoria. En caso contrario, el voto se entenderá por no emitido. Con posterioridad al indicado plazo solo se admitirán los votos presenciales emitidos en el acto de la Junta General por el accionista titular o por el accionista que le represente válidamente. El accionista que emita su voto a distancia por correspondencia postal, será considerado como presente a los efectos de la constitución de la Junta General.

PROTECCION DE DATOS

Los datos personales que los accionistas remitan a la Sociedad para el ejercicio de sus derechos de asistencia y delegación, participación en el foro de accionistas, o para el cumplimiento de otras obligaciones legales que se deriven de la convocatoria y celebración de la Junta General de Accionistas, o que sean facilitados por las entidades bancarias y sociedades y agencias de valores en las que dichos accionistas tengan depositadas sus acciones, a través de la entidad legalmente habilitada para la llevanza del registro de anotaciones en cuenta, Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (IBERCLEAR), serán tratados (e incorporados a un fichero del que la Sociedad es responsable) con la finalidad de gestionar el desarrollo, cumplimiento y control de la relación accionarial existente en lo referente a la convocatoria y celebración de las Juntas Generales. Los accionistas tendrán la posibilidad de ejercer su derecho de acceso, rectificación, cancelación y oposición, de conformidad con lo dispuesto en la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal, mediante comunicación escrita dirigida al domicilio social de la Entidad.

Madrid 20 de noviembre de 2.013

EL SECRETARIO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Domicilio Social
Paseo del Pintor Rosales, 18.
28008-MADRID

INFORME QUE FORMULA EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE “INMOLEVANTE, S.A.” (la “Sociedad”), DE CONFORMIDAD CON LO DISPUESTO EN EL ARTÍCULO 34 DE LA LEY 24/1988, DEL MERCADO DE VALORES Y EN EL ARTÍCULO 286 DE LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL SOCIAL, EN RELACIÓN CON LA PROPUESTA DE ACUERDO DE EXCLUSIÓN DE NEGOCIACIÓN DE LA TOTALIDAD DE LAS ACCIONES DE LA SOCIEDAD DE LA BOLSA DE VALORES DE MADRID, LA FORMULACIÓN DE UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES DE LA SOCIEDAD PARA DICHA EXCLUSIÓN Y EL PRECIO DE ÉSTA Y EN RELACIÓN CON LA PROPUESTA DE REDUCCIÓN DEL CAPITAL SOCIAL DE LA ENTIDAD A LAS QUE SE REFIEREN LOS PUNTOS PRIMERO, SEGUNDO Y TERCERO DEL ORDEN DEL DÍA DE LA JUNTA GENERAL EXTRAORDINARIA DE ACCIONISTAS DE DICHA SOCIEDAD A CELEBRAR, EN PRIMERA CONVOCATORIA, EL DÍA [.] DE DICIEMBRE 2013 Y, EN SU CASO, EN SEGUNDA CONVOCATORIA, EL SIGUIENTE DÍA DE DICIEMBRE 2013.

1.- Objeto del Presente Informe en relación a la Propuesta de Exclusión y precio de la Oferta Pública de Adquisición.

El Consejo de Administración de la Sociedad, en su reunión celebrada el día de hoy, esto es, el 20 de noviembre de 2013, ha acordado, por unanimidad, someter a la consideración y aprobación, en su caso, de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad, convocada para los días 23 y 26 de diciembre de 2013, en primera y segunda convocatoria, respectivamente, entre otros acuerdos, la exclusión de negociación en la Bolsa de Valores de Madrid de la totalidad de las acciones de la Sociedad, así como la formulación al efecto de una oferta pública de adquisición de acciones (en adelante, la “**OPA de Exclusión**”), en los términos previstos en el artículo 34 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, la “**Ley del Mercado de Valores**”) y en el artículo 10 y concordantes del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores (en adelante, el “**Real Decreto 1066/2007**”).

En virtud de lo expuesto, y de conformidad con lo previsto en el artículo 34.5 de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, el Consejo de Administración de la Sociedad ha aprobado por unanimidad, en su reunión celebrada el día de hoy, esto es, el de noviembre de 2013, la formulación y aprobación del presente informe, cuyo objeto es

justificar detalladamente la propuesta de exclusión de negociación y el precio ofrecido en la referida OPA de Exclusión, así como la relevancia de cada uno de los métodos de valoración empleados en la determinación del precio de la Oferta. Este informe será puesto a disposición de los Sres. Accionistas al tiempo de la convocatoria de la Junta General Extraordinaria de la Sociedad a la que se refiere.

2.- Justificación de la Propuesta.

a) Justificación de la exclusión de negociación oficial.

El capital social de la Sociedad asciende a 16.240.509 euros representado por un total de 5.413.503 acciones de tres (3€) euros de valor nominal cada una de ellas, pertenecientes a una única clase y serie, que se encuentran representadas por anotaciones en cuenta. Dichas acciones se encuentran admitidas a negociación en la Bolsa de Valores de Madrid.

La Sociedad no tiene emitidos derechos de suscripción, obligaciones convertibles, *warrants* o cualesquiera instrumentos financieros similares que pudieran dar derecho a sus titulares, directa o indirectamente, a la suscripción o adquisición de sus acciones.

El motivo que impulsa al Consejo de Administración a proponer la exclusión de negociación en Bolsa de Valores de las acciones de la Sociedad, así como la formulación a tal efecto de la OPA de Exclusión se encuentra en que el volumen medio de contratación de las acciones de la Sociedad es inexistente, lo que determina la imposibilidad de mantener un nivel mínimo de liquidez de la acción, siendo todo ello consecuencia del alto grado de concentración en su accionariado de la compañía que se detalla a continuación:

Accionista	Participación actual
TORIMBIA, S.L.	30,71%
Doña María del Carmen Fernández-Ordás Abarca	17,51%
Doña María Cristina Fernández-Ordás Abarca	16,12%
Don Luis Julián Fernández-Ordás Abarca	13,65%
Don Javier Fernández-Ordás Abarca	13,65%
Don Juan Ignacio Llorente Domínguez	0,01%
Autocartera	2,92%
Resto de accionistas ("Free Float")	5,43%
Total	100%

Asimismo, el Consejo de Administración de la Sociedad no contempla la necesidad de acudir al mercado de capitales para la financiación de sus actividades en el corto y medio plazo, toda vez que el objeto social de la Sociedad se engloba en la compraventa, gestión, arrendamiento y explotación de bienes inmuebles, y la coyuntura actual que acaece sobre el mercado inmobiliario imposibilita que exista captación de financiación a través del mercado de capitales. En este sentido, el mantenimiento de las acciones de la Sociedad en la Bolsa de Valores deviene del todo innecesaria, así como que genera unos elevados costes y obligaciones a la Sociedad, los cuales no aportan ningún valor añadido a la misma ni a sus accionistas.

En estas circunstancias, dada la escasa actividad actual del sector inmobiliario y la no existencia de retorno alguno para los accionistas vía dividendos, se plantea como imprescindible interrumpir la participación de la Sociedad en el Mercado de Valores, ya que no existe ingreso adicional derivado de la cotización de sus títulos y se soporta un elevado e innecesario coste para la Sociedad derivado del mantenimiento de sus títulos en la Bolsa de Madrid, repercutiendo todo ello de forma negativa en los accionistas de la Sociedad, que son quienes están sufriendo los gastos y costes de una gestión y administración de la compañía que deben ser simplificados mediante la salida de negociación de sus acciones en el Mercado de Valores. Por tanto no se contempla promover ni desarrollar medidas tendentes a dotar de liquidez a la acción.

Finalmente, el Consejo de Administración entiende que, atendiendo a criterios de economía y eficacia en el desarrollo y estructura de la Sociedad, la exclusión de cotización es aconsejable en la medida en que puede suponer una simplificación de su funcionamiento y permitirá ahorrar los costes en que incurre la Sociedad por su condición de sociedad cotizada. En virtud de lo expuesto, la Sociedad incurre actualmente en una serie de costes directos que desaparecerían en el momento en que sus acciones dejaran de ser admitidas a cotización en el Mercado de Valores, en tanto en cuanto no existe financiación alguna a través del referido Mercado.

b) Procedimiento de Exclusión

Como consecuencia del acuerdo de exclusión de cotización que, en su caso, adopte la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad, conforme a lo estipulado en el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores, se presentará ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, la “CNMV”), para su examen y, en su caso, autorización, una solicitud de autorización de OPA de Exclusión sobre la totalidad de las acciones que representan el capital

social de la Sociedad, excluidas las acciones de aquellos accionistas que hubieren votado a favor de la exclusión e inmovilicen sus acciones hasta que transcurra el plazo de aceptación de la OPA de Exclusión a que se refiere el artículo 23 del Real Decreto 1066/2007.

La OPA de Exclusión será formulada por la propia Sociedad, en virtud de lo estipulado en el artículo 10.4 del Real Decreto 1066/2007.

Al no existir derechos de suscripción, obligaciones convertibles o canjeables u otros instrumentos admitidos a negociación que pudieran dar derecho directa o indirectamente a la suscripción o adquisición de acciones de la Sociedad, la OPA de Exclusión no se dirigirá a tales valores o instrumentos.

La OPA de Exclusión se formulará como compraventa, debiendo consistir necesariamente la totalidad de la contraprestación ofrecida en dinero, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 10.3 del Real Decreto 1066/2007.

Las acciones de la Sociedad quedarán excluidas de cotización oficial una vez que se haya liquidado la oferta de acuerdo con lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007.

c) Justificación del precio ofrecido por las acciones en el marco de la OPA de exclusión.

El precio a satisfacer por cada acción adquirida de la Sociedad en el marco de la OPA de Exclusión será de 10,80€, que cumple con lo previsto en el artículo 10.6 del Real Decreto 1066/2007.

En opinión del Consejo de Administración, dicho precio no es inferior al mayor que resulta entre el precio equitativo al que se refiere el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007, y el que resulta de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, por lo que cumple con lo previsto en el artículo 10.6 del Real Decreto 1066/2007.

La Sociedad ha designado a la entidad PriceWaterHouseCoopers Asesores de Negocio, S.L. ("**PwC**") para la elaboración de un informe de valoración de la Sociedad atendiendo para ello a los métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007. Con fecha de 7 de octubre de 2013, PwC ha emitido dicho informe (el "**Informe de Valoración**"), que se adjunta a este informe.

Basándose en el contenido y conclusiones del Informe de Valoración, los valores determinados por el Consejo de Administración, según los distintos métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, junto con la justificación de su respectiva relevancia, son los que se exponen a continuación.

- (i) Valor teórico contable de la Sociedad. De acuerdo con este método de valoración, el valor de las acciones de la Sociedad es de 3,65 euros por acción, en base a las últimas cuentas anuales auditadas, cerradas a 31 de diciembre de 2012, y de 3,72 euros por acción en base a los estados financieros no auditados disponibles por la Sociedad de 30 de septiembre de 2013. No se ha optado por este método debido a que se trata de un enfoque estático que no tiene en cuenta los rendimientos que se puedan generar en el futuro, ni las plusvalías ni minusvalías latentes que pueda tener la Sociedad.
- (ii) Valor liquidativo de la Sociedad. El valor liquidativo resultaría significativamente inferior a los demás valores obtenidos por los demás métodos por lo que no es preciso su cálculo a los efectos de determinar el precio a ofrecer por las acciones de la Sociedad, de conformidad con lo establecido en el artículo 10.5 b) del Real Decreto 1066/2007.
- (iii) Cotización media ponderada durante el semestre inmediatamente anterior. El artículo 10 del Real Decreto 1066/2007 requiere considerar “la cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado”. Por ello, se ha tomado como referencia la fecha de emisión del presente informe. En los seis meses previos a la emisión de este informe no se han negociado acciones de Inmolevante en ninguna sesión. El Consejo ha considerado éste método de valoración poco adecuado para determinar el valor de la Sociedad debido a que la última transacción de acciones de la Sociedad se realizó el 18 de noviembre de 2011 (8,48 € por acción) y, por ello, su aplicación no resulta relevante al no haber transacciones como para poder considerarlo como un valor de mercado de la Sociedad razonable.
- (iv) Valor de la contraprestación ofrecida en una Oferta Pública de Adquisición acontecida en el año anterior a la propuesta de exclusión de negociación. No se ha presentado ninguna Oferta Pública de Adquisición en el citado periodo anual.

(v) Otros métodos de valoración.

Adicionalmente a los criterios anteriormente referidos y de conformidad con lo establecido en el artículo 10.5.e) del Real Decreto 1066/2007, se han tomado en cuenta por PwC y, a su vez, por el Consejo de Administración, determinados métodos recogidos en el referido artículo y, asimismo, comúnmente aceptados por la comunidad financiera internacional:

- a) Descuento de flujos de caja. De acuerdo con este método de valoración, el valor de las acciones de la Sociedad sería de 8,56 euros por acción, en base al valor presente de los flujos de caja que se espera que genere el negocio de la Sociedad en el futuro. Estos flujos de caja son descontados a una tasa de descuento (Coste Medio Ponderado del Capital "CMPC"), que refleja el valor del dinero en el tiempo y los riesgos sistemáticos asociados a los flujos de caja. Este valor coincide con el valor máximo del rango estimado por PwC. Las proyecciones utilizadas por PwC para la aplicación de este método son coherentes con las utilizadas en el plan de viabilidad elaborado con ocasión de la refinanciación del Grupo Familiar Torimbia. El Consejo no considera este método el más apropiado por ser Inmolevante una empresa intensiva en activos fijos.
- b) Enfoque del patrimonio neto corregido. Este enfoque es el comúnmente utilizado en la valoración de sociedades altamente intensivas en activos fijos, sociedades inmobiliarias y de tenencia de acciones, o que pudieran obtener un mayor valor por la enajenación de sus activos que de la explotación de los mismos, tal como sucede en el caso de la Sociedad. El Consejo de Administración considera que, entre los distintos métodos referidos en el indicado artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, es precisamente el del Patrimonio Neto Corregido el que mejor refleja el valor real de mercado actual de cada acción de la Sociedad. Este método sitúa el valor de la acción de la Sociedad en 7,70 euros por acción.
- c) Múltiplos de compañías comparables. Debido a que PwC considera en su Informe de Valoración que no se ha encontrado una compañía con una estructura de líneas de negocio y un componente inmobiliario comparable al de la Sociedad en el mercado español, la valoración por múltiplos se ha descartado.
- d) Transacciones Comparables. Debido a que en el año anterior a la fecha de valoración, las transacciones que se han producido en España son transacciones de compra venta de activos y no de compañías

comparables a la Sociedad PwC considera que no se ha producido ninguna transacción de sociedades comparable a Inmolevante, S.A.

Si bien, a pesar de que en los últimos ejercicios no ha habido ninguna transacción de acciones de Inmolevante de terceros sí han existido dos transacciones de acciones de Inmolevante dentro del Grupo Torimbia:

.- Compra de autocartera: En el periodo comprendido entre noviembre de 2010 y noviembre de 2011, se efectuaron compas para autocartera de Inmolevante a un precio máximo de 10,80€/acción y mínimo de 8,48€/acción. En estas operaciones, aproximadamente la mitad de los transmitentes de acciones eran empresas del Grupo Torimbia.

.- Reestructuración societaria: El 26 de diciembre de 2011 se produjo una ampliación de capital en Torimbia, S.L., suscrita mediante aportaciones no dinerarias realizadas por los accionistas de Torimbia, S.L.

En dicha ampliación no dineraria, los accionistas aportaron participaciones de otras sociedades del grupo, de las que algunas a su vez, ostentaban acciones de Inmolevante. Dichas sociedades fueron Fuente Barrera, S.A., Empresas Santa María de Ordás, S.A. y Gestión Ibérica de Inversiones, S.L.

A efectos de valoración de las participaciones aportadas de dichas sociedades a efectos de la ecuación de canje, el valor implícito de las acciones de Inmolevante fue de 9€/acción.

No obstante lo expuesto, Pwc no considera las citadas transacciones representativa del valor de mercado de la Sociedad de acuerdo a los resultados obtenidos en los métodos de valoración anteriormente citados.

El resumen de las valoraciones que resultan de los métodos de valoración anteriores, teniendo en cuenta el Informe de Valoración al que se ha hecho referencia, son las que se exponen en el siguiente cuadro:

MÉTODOS	VALORACIÓN
Descuento de Flujos de Caja	8,56 € por acción
Enfoque de Patrimonio Neto corregido	7,70 € por acción

MÉTODOS	VALORACIÓN
Valor Teórico Contable	3,65 € por acción (31/12/2012) 3,72 € por acción (30/09/2013)
Valor liquidativo de la Sociedad	Resulta Inferior al resto de métodos
Cotización Media de la Sociedad de los últimos 6 meses	No se han cruzado operaciones en el período indicado

Según el informe de PwC, el valor que mejor refleja el valor de mercado de Inmolevante es un rango situado entre, como valor mínimo, el resultante de aplicar el método de enfoque del Patrimonio Neto Corregido y, como valor máximo, el valor obtenido mediante el método del Descuento de Flujos de Caja. El valor de mercado de las acciones estimado se encuentra, a la fecha del informe de valoración, en un rango entre 7,70 euros y 8,56 euros por acción.

No obstante lo anterior, el Consejo de Administración considera que, a pesar de las conclusiones de PwC, el precio ofertado debe ser de 10,80€ por cada acción. Dicho precio se corresponde con el pagado por la propia Sociedad en una adquisición de autocartera de fecha 10 de diciembre de 2010 y además es el más alto pagado o acordado por la Sociedad y las personas que actúan concertadamente con ésta en los doce (12) meses previos a que este Órgano de Administración comenzara a estudiar posibilidad de llevar a cabo la exclusión de negociación en Bolsa de las acciones de la Sociedad.

Por todo ello, el Consejo de Administración manifiesta que el precio propuesto para la OPA de Exclusión, de 10,80 € por acción, cumple con los requerimientos establecidos en el Real Decreto 1066/2007, ya que no es inferior al mayor que resulta entre el precio equitativo al que se refiere el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007 y el que resulta de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007.

3. Informe que formula el consejo de administración de “Inmolevante, S.A.” (la “Sociedad”), de conformidad con lo dispuesto en el artículo 286 de la Ley de sociedades de capital, en relación con la propuesta de reducción del capital social de la entidad, a la que se refiere el punto tercero del orden del día de la junta general extraordinaria de accionistas de dicha sociedad, a celebrar, en primera convocatoria, el día 23 de diciembre 2013 y, en su caso, en segunda convocatoria, el día 26 de diciembre 2013.

En el orden del día de la convocatoria de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de INMOLEVANTE, S.A., a celebrar el próximo día 23 de diciembre de 2013 en primera convocatoria y, en caso, el día 26 de diciembre de 2016 en

segunda convocatoria, se somete al conocimiento y, en su caso, aprobación por la Junta de, entre otros, el siguiente acuerdo:

Tercero.- Reducción de capital social, en el importe que representen las acciones que hayan acudido a la Oferta Pública de Adquisición que, en su caso, y según el acuerdo a que se refiere el punto segundo del Orden del Día, formulará la compañía como requisito para la exclusión de cotización de sus acciones, y hasta la cuantía máxima de 883.287 euros de valor nominal mediante amortización de las acciones que hayan acudido a la referida oferta pública de adquisición, facultando al Consejo de Administración y a su Presidente para que determinen el importe de la reducción de capital dentro de la cifra máxima acordada y a tenor del resultado de la referida oferta pública de adquisición, con la consecuente modificación del artículo 5º de los Estatutos Sociales.

En cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 286 de la Ley de Sociedades de Capital, el Consejo de Administración de la Entidad realiza el presente Informe justificativo de la modificación propuesta. Se propone en dicho punto del Orden del Día la reducción del capital social de la entidad en el importe nominal que representen las acciones que hayan acudido a la Oferta Pública de Adquisición y, en consecuencia, la modificación del artículo 5º de los vigentes Estatutos Sociales.

El Consejo de Administración ha considerado oportuno proceder a la reducción de capital vía amortización de las acciones adquiridas por la Sociedad mediante la Oferta Pública de Adquisición de Acciones con ocasión de la exclusión de cotización.

Por lo expuesto se propone a la Junta la adopción de dicho acuerdo en los siguientes términos:

“Reducir el capital social de la compañía, en el importe que representen las acciones que acudan a la oferta pública de adquisición a que se refiere el punto anterior del Orden del Día.

La Reducción de Capital Social se llevará a cabo en los siguientes términos:

Importe de la reducción de capital: Hasta un máximo de 883.287 euros de valor nominal mediante la amortización de las acciones que la compañía adquiriera en la mencionada Oferta Pública de Adquisición de acciones, esto es, hasta un máximo de 294.429 acciones de tres euros de valor nominal cada una de ellas, representativas de un cinco coma cuarenta y cuatro por ciento (5,44%) del capital social.

La reducción de capital se llevará a cabo mediante la compra de las acciones para su amortización cuyos titulares hayan aceptado la Oferta Pública de Adquisición de Acciones en los términos del artículo 34 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado

de Valores y 10.2 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

Finalidad de la Reducción: Dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 34 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y en el 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores, relativos a las Ofertas Públicas de Adquisición en caso de exclusión de la negociación y concordantes de la Ley de Sociedades de Capital.

Plazo de Ejecución: Una vez aprobadas por la Junta General de la Sociedad la exclusión de cotización de acciones de la Sociedad, la reducción de capital por el importe de las acciones adquiridas en la Oferta Pública de Adquisición y la formulación de la propia Oferta, el Consejo de Administración procederá, en su caso, a publicar los anuncios pertinentes relativos a la reducción de capital. La Oferta Pública de Adquisición se llevará a cabo una vez cumplidos los trámites de publicidad exigidos por la Ley de Sociedades de Capital para la reducción de capital a efectos de los artículos 319 y 336 de la citada Ley.

Transcurrido el plazo de un mes a contar desde la fecha del último de anuncio del acuerdo o desde la fecha en que se garanticen los créditos de los acreedores, se procederá a presentar ante la CNMV la Oferta Pública de Adquisición a los efectos de la exclusión de negociación.

La Oferta Pública de Adquisición de exclusión se mantendrá durante un plazo de aceptación de un mes.

Las acciones adquiridas por la sociedad en la Oferta Pública de Adquisición serán amortizadas dentro del mes siguiente a la fecha de liquidación de la Oferta.

La suma a abonar a los accionistas como precio ofrecido por sus acciones en la Oferta es de 10,80€ por acción.

El importe definitivo de la reducción de capital se fijará en función del número total de acciones que hayan aceptado la OPA de exclusión y será el resultado de multiplicar el número de acciones adquiridas en la OPA por tres euros correspondiente al valor nominal por acción.

Se aprueba delegar en el Consejo de Administración y en su Presidente, con carácter indistinto, para que procedan a ejecutar este acuerdo de reducción de capital social en el plazo de un mes, una vez liquidada la oferta pública de adquisición de acciones, determinando la cifra de reducción del capital en la correspondiente a las acciones que hayan acudido a la oferta pública, procediendo a su amortización y dando nueva

redacción al artículo 5º de los Estatutos Sociales para adecuarlos a la cifra resultante, previa publicación del correspondiente anuncio.”

4. Texto íntegro de las Propuestas que se someten a la Junta General de Accionistas.

De conformidad con las indicaciones recogidas en el presente Informe, se formula a la Junta General Extraordinaria de Accionistas las siguientes propuestas:

Primera.- Exclusión de negociación de las acciones de “INMOLEVANTE, S.A.” de la Bolsa de Valores de Madrid.

Se acuerda aprobar la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones representativas del capital social de “INMOLEVANTE, S.A.” de la Bolsa de Valores de Madrid, con expreso sometimiento a lo dispuesto en el artículo 34 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y concordantes y, solicitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, la “CNMV”) la referida exclusión de negociación, formulando al efecto una Oferta Pública por exclusión, de conformidad con el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, el “Real Decreto 1066/2007”).

Segunda.- Formulación de conformidad con lo dispuesto en el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores y en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, de la consiguiente Oferta Pública de Adquisición de Acciones por Exclusión.

Se acuerda formular una oferta pública de adquisición por exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad (en adelante, la “Oferta”), cuyas características principales son las siguientes:

(a) La Oferta se extiende a la totalidad de las acciones afectadas por la exclusión de negociación, esto es, a la totalidad de las acciones representativas del capital social de la Sociedad. No obstante lo anterior, la Oferta no se extenderá a aquellos accionistas que voten a favor de la exclusión y que, además, inmovilicen sus acciones hasta que transcurra el plazo de aceptación de la Oferta de conformidad con el artículo 23 del Real Decreto 1066/2007.

Determinados accionistas han acreditado ante la Sociedad la inmovilización de sus acciones con el fin de no aceptar la OPA ni transmitirlas de ningún otro

modo. Dichas inmovilizaciones suman un total de 5.119.074 acciones representativas del 94,56% del capital total de la Sociedad. En consecuencia, la OPA se dirigirá de modo efectivo a la adquisición de 294.429 acciones (representativas del 5,44% del capital total de la Sociedad) que completan la totalidad del capital social.

(b) La Oferta se efectúa como compraventa y la contraprestación ofrecida es de DIEZ EUROS CON OCHENTA CENTIMOS DE EURO (10,80 €) por acción.

(c) La Oferta no se condiciona a la aceptación de un volumen máximo o mínimo del capital social, por lo que será válida y surtirá plenos efectos cualquiera que fuese el número de acciones ofrecidas a la Sociedad por los accionistas que acudan a la Oferta.

(d) Al no existir obligaciones convertibles ni otros valores que den lugar al derecho de suscripción o adquisición de acciones de la Sociedad, la Oferta se dirige exclusivamente a los titulares de las acciones de la Sociedad.

Tercera.- Reducción de capital social, en el importe que representen las acciones que hayan acudido a la Oferta Pública de Adquisición que, en su caso, y según el acuerdo a que se refiere el punto tercero del Orden del Día, formulará la compañía como requisito para la exclusión de cotización de sus acciones, y hasta la cuantía máxima de 883.287 euros de valor nominal mediante amortización de las acciones que hayan acudido a la referida oferta pública de adquisición, facultando al Consejo de Administración y a su Presidente para que determinen el importe de la reducción de capital dentro de la cifra máxima acordada y a tenor del resultado de la referida oferta pública de adquisición, con la consecuente modificación del artículo 5º de los Estatutos Sociales.

Tras la adquisición de acciones de la Sociedad, como consecuencia de la Oferta Pública de Adquisición, se acuerda reducir el capital social de la compañía, en el importe que representen las acciones que acudan a la oferta pública de adquisición a que se refiere el punto anterior del Orden del Día.

La Reducción de Capital Social se llevará a cabo en los siguientes términos:

Importe de la reducción de capital: Hasta un máximo de 883.287 euros de valor nominal mediante la amortización de las acciones que la compañía adquiera en la mencionada Oferta Pública de Adquisición de acciones, esto es, hasta un máximo de 294.429 acciones de tres euros de valor nominal cada una de ellas, representativas de un cinco coma cuarenta y cuatro por ciento (5,44%) del capital social.

La reducción de capital se llevará a cabo mediante la compra de las acciones para su amortización cuyos titulares hayan aceptado la Oferta Pública de Adquisición de Acciones en los términos del artículo 34 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y 10.2 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

Finalidad de la Reducción: Dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 34 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y en el 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores, relativos a las Ofertas Públicas de Adquisición en caso de exclusión de la negociación y concordantes de la Ley de Sociedades de Capital.

Plazo de Ejecución: Una vez aprobadas por la Junta General de la Sociedad la exclusión de cotización de acciones de la Sociedad, la reducción de capital por el importe de las acciones adquiridas en la Oferta Pública de Adquisición y la formulación de la propia Oferta, el Consejo de Administración procederá, en su caso, a publicar los anuncios pertinentes relativos a la reducción de capital. La Oferta Pública de Adquisición se llevará a cabo una vez cumplidos los trámites de publicidad exigidos por la Ley de Sociedades de Capital para la reducción de capital a efectos de los artículos 319 y 336 de la citada Ley.

Transcurrido el plazo de un mes a contar desde la fecha del último de anuncio del acuerdo o desde la fecha en que se garanticen los créditos de los acreedores, se procederá a presentar ante la CNMV la Oferta Pública de Adquisición a los efectos de la exclusión de negociación.

La Oferta Pública de Adquisición de exclusión se mantendrá durante un plazo de aceptación de un mes.

Las acciones adquiridas por la sociedad en la Oferta Pública de Adquisición serán amortizadas dentro del mes siguiente a la fecha de liquidación de la Oferta.

La suma a abonar a los accionistas como precio ofrecido por sus acciones en la Oferta es de 10,80€ por acción.

El importe definitivo de la reducción de capital se fijará en función del número total de acciones que hayan aceptado la OPA de exclusión y será el resultado de multiplicar el número de acciones adquiridas en la OPA por tres euros correspondiente al valor nominal por acción.

Se aprueba delegar en el Consejo de Administración y en su Presidente, con carácter indistinto, para que procedan a ejecutar este acuerdo de reducción de capital social en el plazo de un mes, una vez liquidada la oferta pública de adquisición de acciones, determinando la cifra de reducción del capital en la correspondiente a las acciones que hayan acudido a la oferta pública, procediendo a su amortización y dando nueva redacción al artículo 5º de los Estatutos Sociales para adecuarlos a la cifra resultante, previa publicación del correspondiente anuncio.

Cuarta.- Delegación de Facultades

Asimismo, se acuerda facultar al Consejo de Administración de la Sociedad, tan ampliamente como en Derecho sea menester, con facultad de sustitución en cualquiera de sus miembros para que puedan formalizar cualquier documento, público o privado y llevar a cabo cualquier trámite o actuación que resulte conveniente o necesario para la plena ejecución de los anteriores Acuerdos, incluyendo, sin ánimo exhaustivo ni limitativo, las siguientes facultades:

(a) Formular la Oferta Pública de Adquisición de acciones de la propia Sociedad.

(b) Fijar y desarrollar los términos y condiciones de la Oferta, incluyendo, en su caso, la modificación del precio ofrecido y estableciendo, entre otros, el plazo de aceptación de la Oferta e introduciendo, en relación con la Oferta, las observaciones efectuadas, por escrito o verbalmente, por la CNMV o por cualquier organismo, que al efecto sean necesarias o puestas de manifiesto por ellos sin necesidad de nueva consulta a la Junta General de Accionistas.

(c) Comparecer, en su caso, ante la CNMV, presentar la correspondiente solicitud de autorización de la Oferta y aportar toda la documentación requerida al efecto, incluyendo cuanta documentación complementaria o adicional sea requerida por dicho organismo.

(d) Redactar, presentar y suscribir el correspondiente Folleto Explicativo de la Oferta, asumiendo, en su caso, la responsabilidad por su contenido, y proporcionando cuantos datos e informaciones sean necesarios a tal fin hasta su autorización, junto con aquella documentación que dicho proceso requiera, todo ello con completo sometimiento a la legislación del mercado de valores española y a los requerimientos de la CNMV, en su caso.

(e) Publicar cuantos anuncios relativos a la Oferta fueran necesarios o convenientes.

(f) Formalizar los documentos que resulten necesarios para la obtención, constitución, modificación y, en su caso, extensión de las garantías que aseguren el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la Oferta, solicitando, en su caso, las reducciones de las garantías que procedan, así como el levantamiento de las mismas, a los efectos de lo establecido en el artículo 15 del Real Decreto 1066/2007.

(g) Formalizar los documentos que resulten convenientes para la obtención de la financiación necesaria para el buen fin de la Oferta.

(h) Designar la sociedad(es) o agencia(s) de valores que hayan de actuar por cuenta de la Sociedad para la realización de las actuaciones necesarias para la intermediación y liquidación de la Oferta.

(i) Desistir de la Oferta en aquellos casos en que resulte legalmente posible y sea conveniente para la Sociedad.

(j) Adquirir en nombre de la Sociedad, en el marco de la Oferta y sujeto a los términos y condiciones de la misma, acciones de la Sociedad para la completa ejecución de los anteriores Acuerdos. Así como para realizar todas las operaciones que fueren necesarias para la ejecución del acuerdo de reducción de capital descrito en la propuesta tercera anterior.

(l) Realizar todas las actuaciones necesarias para, tras la Oferta, obtener la exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad que, de manera automática deberán quedar excluidas de cotización oficial una vez se haya liquidado la Oferta, de acuerdo con lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007.

(m) Realizar, en general, todos aquellos actos o gestiones que resulten necesarios o convenientes ante la CNMV, la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid, Iberclear, el Registro Mercantil y ante cualquier otro ente, organismo, entidad y registro público o privado, para la completa ejecución de los Acuerdos adoptados.

(n) Comparecer ante Notario para otorgar la elevación a público de los acuerdos adoptados, y realizar cuantas actuaciones o gestiones fueran convenientes o necesarias para lograr su más completa ejecución e inscripción, cuando proceda, en los Registros Públicos correspondientes y, en especial, en el Registro Mercantil de Madrid, extendiéndose esta delegación a la facultad de subsanar, aclarar, interpretar, precisar o complementar, en su caso, los acuerdos adoptados en cuantas escrituras o documentos se otorgasen en su ejecución, la publicidad de los mismos, y, de modo particular, cuantos defectos, omisiones o errores, de forma o fondo, impidieran el acceso de los acuerdos adoptados y de

sus consecuencias en el Registro Mercantil de Madrid, incorporando, incluso, por propia autoridad, las modificaciones que al efecto sean necesarias o puestas de manifiesto en la calificación, oral o escrita, del Sr. Registrador Mercantil o requeridas por las autoridades competentes, sin necesidad de nueva consulta a la Junta General;

(ñ) Realizar, en nombre de la Sociedad, cuantas gestiones, actuaciones y actos jurídicos fuesen necesarios o convenientes con el fin de ejecutar los anteriores acuerdos y llevarlos a buen fin.

En Madrid, a 20 de noviembre de 2013.

El Secretario del Consejo de Administración
D. José Luis Arellano Sánchez.

Inmolevante S.A.

Valoración de las acciones de Inmolevante S.A.

***Privado y
Confidencial***

7 de octubre de 2013





Inmolevante S.A.
Calle Pintor Rosales 18
28008 Madrid

A la atención del Consejo de
Administración de Inmolevante,
S.A.

7 de octubre de 2013

Estimados señores

Informe de valoración independiente de las acciones de Inmolevante, S.A. a 7 de octubre de 2013 en el contexto de una potencial OPA de exclusión siguiendo el RD 1066/2007

Inmolevante, S.A. (“Inmolevante” o la “Sociedad”) está estudiando realizar una Oferta Pública de Adquisición de exclusión (“OPA de exclusión”) sobre la totalidad de las acciones de la Sociedad negociadas en el mercado secundario de la Bolsa de Madrid.

En este contexto, hemos sido contratados por Inmolevante para la realización, como experto independiente, de un informe de valoración (el “Informe”) del 100% de sus acciones siguiendo los métodos de valoración requeridos en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores (“RD 1066/2007”).

Nuestro Informe se ha preparado, siguiendo los criterios establecidos en el RD 1066/2007 podrá ser utilizado, única y exclusivamente, con los fines descritos anteriormente. Asimismo, nuestro Informe deberá utilizarse considerando su contenido íntegro y no podrán utilizarse extractos del mismo.

No obstante, nuestro Informe podrá ser distribuido a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”), tras lo que podrá ponerse a disposición de los accionistas.

Por tanto, la Dirección Financiera de Inmolevante (“la Dirección”) deberán tener en cuenta que la información contenida en el mismo y el trabajo realizado corresponden a lo requerido, y en consecuencia, nuestro Informe no podrá utilizarse ni considerarse adecuado por Inmolevante ni terceras partes para propósitos diferentes a los descritos.

PricewaterhouseCoopers, Asesores de Negocios, S.L. (“PwC” o “nosotros”) en la elaboración del presente Informe no se ve afectado por ningún conflicto de interés. La estimación de nuestros honorarios se ha realizado en base al equipo necesario y experiencia de sus profesionales, la naturaleza del servicio y el tiempo necesario para la realización del mismo. Los honorarios propuestos son fijos e independientes de la operación propuesta.

Este Informe no debe ser entendido en ningún caso como una recomendación a Inmolevante ni a sus accionistas para que compren o vendan, ni sobre ninguna otra acción o toma de decisión que puedan considerar sobre la OPA de exclusión.

Cualquier toma de decisiones será de su responsabilidad, teniendo en consideración lógicamente, además de nuestro Informe, cualquier otro aspecto que no haya formado parte del alcance del trabajo.

Hemos mostrado un borrador del presente Informe a la Dirección, quienes nos ha confirmado por escrito que los contenidos del mismo no contienen errores u omisiones relevantes sobre hechos que sean de su conocimiento y puedan afectar significativamente a nuestro trabajo. Hemos incorporado sus comentarios a este Informe en los aspectos que hemos considerado adecuados.

Asimismo hemos recibido una carta de manifestaciones firmada por la Dirección, en la cual confirma que la información que nos han facilitado es exacta y que no se ha omitido ninguna información relevante que sea de su conocimiento para la elaboración de nuestro trabajo.



Un mayor detalle del trabajo realizado para llegar a nuestra conclusión de valor se incluye en el Informe adjunto a esta carta. Esta carta, por tanto, deberá ser analizada e interpretada conjuntamente con el citado Informe, el cual recoge el propósito y alcance del trabajo, las consideraciones generales y la información utilizada.

Nos encontramos a su disposición para cualquier duda o aclaración.

Atentamente,

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'C. Fernández Landa', is positioned above the printed name.

Carlos Fernández Landa

Socio

PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocio, S.L.

Índice

Sección		Página
1	Antecedentes, objetivo y alcance	1
2	Consideraciones generales	5
3	Métodos de Valoración	8
4	La Sociedad	10
5	Negocios de explotación: Hoteles, oficinas y retail	16
6	Evolución de los resultados de Inmolevante entre 2009 y agosto de 2013	20
7	Valoración de Inmolevante a fecha 01/10/2013	25
7.1	Descuento de Flujos de Caja	26
7.2	Patrimonio Neto Corregido	35
7.3	Múltiplos de compañías y transacciones comparables	39
7.4	Otros Métodos de valoración recogidos en el RD 1066/2007	41
8	Conclusión de Valor	45
Anexos		
1	Fuentes de Información	48
2	Glosario	51

Índice

Sección		Página
3	Coste Medio Ponderado del Capital	55
4	Proyecciones financieras del Caso Base	58
5	Variación de Circulante	60
6	Valoración del Activo por Impuesto Diferido pendiente de compensar	62
7	Perspectivas generales de la economía española	65
8	Análisis de comparabilidad de compañías cotizadas	69
9	Valoraciones realizadas por un experto independiente en 2013	71

Sección 1

Antecedentes, objetivo y alcance

Antecedentes, objetivo y alcance

Antecedentes

- En el contexto de una potencial OPA de exclusión de cotización de las acciones de la Sociedad, PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L. (“PwC” o “nosotros”) ha sido contratado por la Sociedad para realizar una valoración independiente del 100% de las acciones de Inmolevante, considerando los criterios establecidos por el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores (“RD 1066/2007”).

Objetivo y Alcance

- Siguiendo lo establecido por el RD 1066/2007, el precio de la OPA no podrá ser inferior al mayor que resulte entre el precio equitativo al que se refiere el Artículo 9 del RD 1066/2007 (precio o contraprestación no inferior al más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta) y el que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta, y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos de valoración contenidos en el Artículo 10 del RD 1066/2007:
 - Valor teórico contable de la Sociedad, calculado con base en las cuentas anuales auditadas de 2012 y los estados financieros no auditados a 31 de agosto de 2013.
 - Valor liquidativo de la Sociedad. Si de la aplicación de este método fueran a resultar valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, no será preciso su cálculo siempre que en el informe se haga constar dicha circunstancia.
 - Cotización media ponderada del valor durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio a la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.
 - Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente al acuerdo de solicitud de exclusión.
 - Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como, descuento de flujos de caja, múltiplos de compañías, transacciones comparables u otros.
- En este contexto, hemos elaborado este Informe siguiendo los métodos de valoración requeridos en el artículo 10 del RD 1066/2007.

Procedimientos llevados a cabo (1 de 2)

Valor de mercado

- A los efectos de nuestro trabajo, definimos valor de mercado como el valor de las acciones sobre el que se podría negociar, a una fecha predeterminada entre un libre comprador y un libre vendedor dispuestos a realizar una transacción actuando sin compulsión alguna y en beneficio propio, ambos con una información adecuada sobre los negocios y mercados en los que opera la Sociedad.

Fecha de Valoración y Fecha del Informe

- Nuestra conclusión de valor del 100% de Inmolevante es válida a 7 de octubre de 2013 (la “Fecha del Informe”).
 - Los análisis de valoración se refieren a 1 de octubre de 2013 (la “Fecha de Valoración”) y hemos partido de la última información financiera disponible no auditada, correspondiente al 31 de agosto de 2013, facilitada por la Sociedad.
 - Hemos tenido en cuenta en nuestra valoración las variaciones en los datos agregados macroeconómicos y de mercado hasta la Fecha del Informe. Del análisis de los principales datos agregados macroeconómicos y de mercado no se producen variaciones significativas sobre los principales parámetros de valoración. En consecuencia, y en términos generales, no identificamos hechos o factores relevantes que hagan modificar sustancialmente nuestras conclusiones entre la Fecha de Valoración y la Fecha del Informe.
 - La Dirección de Inmolevante (la “Dirección”) nos han confirmado que no se han producido otros hechos o circunstancias posteriores a la Fecha de Valoración que a su leal saber y entender pudieran afectar de forma significativa al negocio ni a las proyecciones financieras elaboradas por la Dirección. Del mismo modo, no hemos identificado otros hechos relevantes que pudieran afectar a las conclusiones de valor.
- En todo caso, cabe resaltar que cualquier cambio significativo o información nueva adicional sobre las condiciones económicas, cambio de mercado o de las operaciones y resultados de la Sociedad posteriores a la Fecha del Informe así como cualquier dato posterior a la emisión del presente Informe podría significar potencialmente un cambio en nuestras conclusiones de valoración.

Procedimientos llevados a cabo

- Nuestro trabajo ha comprendido fundamentalmente los siguientes aspectos:
 - Análisis general de las características, situación actual y perspectivas del mercado inmobiliario (hoteles, oficinas y retail).
 - Análisis de las proyecciones financieras de Inmolevante elaboradas y validadas por la Dirección en la Fecha del Informe, en base a la evolución histórica, los contratos de arrendamiento firmados con los arrendatarios (los “Contratos”) y discusiones con la Dirección sobre las perspectivas de evolución futura del negocio;
 - Análisis de la razonabilidad global de las citadas proyecciones desde un punto de vista financiero, realizando ajustes a los tipos de interés para estimar los gastos financieros;
 - Análisis y evaluación de la tasa de descuento a aplicar y de parámetros del mercado empleados para ello;
 - Análisis de las cuentas anuales auditadas de Inmolevante del período 2009-2012, los estados financieros no auditados a 31 de agosto de 2013, y de las tasaciones de sus propiedades inmobiliarias de cara a analizar a dicha fecha el Patrimonio Neto Corregido (“PNC”) de la Sociedad;
 - En caso de existir, análisis de la información pública disponible sobre otras compañías cotizadas comparables y aquellas que han sido objeto de una transacción potencialmente comparables;

Procedimientos llevados a cabo (2 de 2)

- Análisis de sensibilidad de las variables de mayor impacto (Tasa de descuento “WACC” y crecimiento a perpetuidad “G”) en la conclusión de valor de Inmolevante (ver página 33).
- Estimación del Valor Teórico Contable según cuentas anuales auditadas con fecha, 31 de diciembre de 2012 y de los últimos estados financieros no auditados disponibles (31 de agosto de 2013).
- Análisis de la conveniencia o no de aplicar la metodología de Valor de Liquidación;
- Análisis de la cotización media ponderada de la acción de Inmolevante en los últimos 6 meses anteriores a la fecha de emisión del presente Informe;
- Análisis de otros hechos relevantes y datos que hemos considerado pertinentes para llegar a nuestra conclusión de valor.
- Confirmación por parte de la Dirección de que no existen pasivos contingentes o fuera de balance, ni inmovilizado material no operativo ni activos no afectos al negocio en las cuentas anuales auditadas a 31 de diciembre de 2012 y no auditadas a 31 de agosto de 2013 cuyas plusvalías latentes debieran valorarse a la Fecha del Informe que alteren las conclusiones del presente Informe de manera significativa.

Sección 2

Consideraciones generales

Consideraciones generales (1 de 2)

Consideraciones generales

- La información básica disponible con la que hemos contado para realizar nuestro trabajo se desglosa en el Anexo 1, la cual consideramos suficiente para la realización de nuestro trabajo. Esta información ha sido complementada mediante discusiones con la Dirección de Inmolevante y otra información disponible sobre el sector y el mercado en el que opera la Sociedad.
- Nuestras conclusiones dependen de la exactitud y veracidad de dicha información utilizada. En este sentido, no hemos realizado una auditoría de acuerdo con Normas de Auditoría Generalmente Aceptadas de las cuentas anuales ni de los últimos estados financieros proporcionados de Inmolevante, ni se han efectuado comprobaciones sobre la información financiera y de negocio facilitada.
- Nuestro trabajo tampoco ha consistido en la realización de una due diligence ni trabajo similar que permita la evaluación de la situación fiscal, legal, laboral, comercial, registral, contable, medioambiental, técnica, operativa o de otro tipo. Por tanto, los potenciales hechos que pudieran afectar a nuestra valoración, si existiesen, no han podido ser tomados en consideración.
- Las hipótesis sobre las que se basan las proyecciones financieras correspondientes al plan de negocio (“Caso Base”) aprobadas por el Consejo de Administración y facilitadas por la Dirección para el periodo Agosto 2013-2022 y consideradas en nuestro trabajo, atienden a hechos futuros y están basadas en asunciones que podrían no ser válidas para la totalidad del periodo proyectado. Por tanto, éstas no pueden considerarse en la misma medida que la información derivada de los estados financieros auditados para ejercicios históricos completos.
- Las citadas proyecciones financieras, elaboradas por la Dirección a Fecha de valoración, son de su responsabilidad y constituyen su mejor estimación posible sobre la evolución futura del negocio. No obstante, hemos analizado la coherencia y razonabilidad global de las citadas proyecciones en su conjunto desde un punto de vista financiero y consideramos que se encuentran dentro de un rango razonable.
- Cabe destacar que las tasaciones proporcionadas por Inmolevante de sus inmuebles a Fecha de Valoración, fueron elaboradas por expertos independientes (CB Richard Ellis y Savills).
- En este sentido, si bien se han analizado los criterios y conclusiones globales de las tasaciones realizadas por los expertos independientes (sección 7.2 del presente Informe), no nos responsabilizamos frente a un tercero de la exactitud, integridad, errores u omisiones de dichas tasaciones.

Consideraciones generales (2 de 2)

- Aunque consideramos que nuestra valoración es razonable y defendible en base a la información disponible, debemos indicar que las valoraciones de negocios no son una ciencia exacta, sino un ejercicio basado en la experiencia y en el empleo de hipótesis que contienen cierta dosis de subjetividad, por lo que terceras partes podrían no estar necesariamente de acuerdo con las mismas.
- Nuestro informe se ha preparado, única y exclusivamente, para los fines y el contexto de la potencial OPA de exclusión siguiendo los criterios establecidos en el RD 1066/2007.
- Por tanto, deberá tenerse en cuenta que la información contenida en el mismo y el trabajo realizado corresponden a lo requerido, y en consecuencia, nuestro informe no deberá considerarse adecuado ni deberá utilizarse por Inmolevante, sus accionistas o terceras partes para propósitos diferentes a los descritos.
- Este Informe no debe ser entendido en ningún caso como una recomendación a Inmolevante ni a sus accionistas para que compren o vendan, ni sobre ninguna otra acción o toma de decisión que puedan considerar sobre la potencial OPA de exclusión.
- Cualquier toma de decisiones será de su responsabilidad, teniendo en consideración lógicamente, además de nuestro Informe, cualquier otro aspecto que no haya formado parte del alcance de trabajo.

Sección 3

Métodos de Valoración

Métodos de Valoración

Métodos de valoración establecidos en el RD 1066/2007

Métodos de valoración comúnmente aceptados

Descuento de Flujos de Caja (“DFC”)

Patrimonio Neto Corregido (“PNC”)

Múltiplos de Mercados: empresas cotizadas, transacciones del sector y transacciones previas relevantes con acciones de Inmolevante

Otros criterios establecidos por el RD 1066/2007

Valor teórico contable de Inmolevante (“VTC”)

Valor liquidativo de Inmolevante

Cotización media ponderada últimos 6 meses

Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad en una OPA

- El DFC indica el valor de mercado de un negocio basándose en el valor actual de los flujos de caja que la Sociedad pueden previsiblemente generar en un futuro. Estos flujos de caja asociados son descontados a una tasa de descuento que refleja el valor del dinero en el tiempo y los riesgos asociados a dichos flujos estimados. Véase detalle de su aplicación en la Sección 7.1 del Informe.
- El PNC se ha calculado en base a los últimos estados financieros no auditados de Inmolevante a 31 de agosto de 2013, reestimando el valor de mercado del inmovilizado, en base a las últimas tasaciones de los inmuebles.
- El método de Múltiplos de Mercado no se ha realizado por no haber encontrado compañías cotizadas o compañías objeto de una transacción con un negocio y un balance similares a los de Inmolevante.
- El método del VTC ha sido aplicado sobre la base de las cuentas anuales auditadas del ejercicio 2012 y de los últimos estados financieros no auditados disponibles, (31 de agosto de 2013) tal y como establece el RD 1066/2007. Véase detalle del trabajo en la Sección 7.4 del Informe.
- Tal y como se justifica en la Sección 7.4 del Informe, no hemos calculado el método del valor liquidativo al considerar que de su aplicación resultarían valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos.
- El método basado en la cotización media ponderada de los últimos 6 meses inmediatamente anteriores a la fecha de emisión del presente Informe, se ha realizado en la sección 7.4 del Informe.
- El método de la contraprestación ofrecida con anterioridad en una OPA no se ha considerado al no existir ninguna en el plazo de un año marcado por el RD 1066/2007.

Sección 4

La Sociedad

Descripción general de Inmolevante S.A.

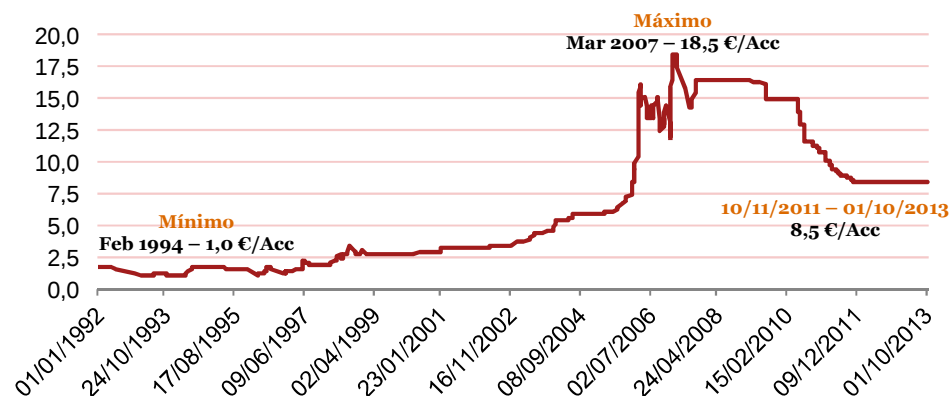
- Inmolevante es una sociedad anónima mercantil constituida el 16 de Julio de 1966 bajo la denominación social de TECU, S.A. Posteriormente, se cambió su denominación por la actual, Inmolevante, S.A., el 29 de Abril de 1975.
- La actividad de la Sociedad consiste en la adquisición, urbanización, transformación, enajenación, cesión, explotación o arrendamiento, de cualquier tipo de inmueble en general.
- La Sociedad cotiza en la Bolsa de Valores de Madrid desde el año 1975. No obstante no se ha realizado ninguna transacción desde el 18 de noviembre de 2011.
- Los inmuebles propiedad de Inmolevante a la fecha de emisión del presente Informe:

Cartera de Inmuebles

Inmueble	Arrendatario	Tipología
Calle Alberto Aguilera 18	NH Alberto Aguilera	Hoteles
Calle Vallehermoso 65	NH Argüelles	Hoteles
Calle San Sebastian 2	NH Palacio de Tepa	Hoteles
Calle Serrano 88	Banco Espirito Santo	Oficinas
Calle Serrano 88	Zara Home	Local Comercial
Plaza Descubridor Diego de Ordás 1	Motor Gamboa	Local Comercial
Plaza Descubridor Diego de Ordás 1	Torimbía	Apartamentos y Local

Fuente: Inmolevante

Cotización Histórica Inmolevante, S.A.



Fuente: Infobolsa.com

Inmolevante cuenta con una cartera de inmuebles en régimen de alquiler cuya explotación se encuentra destinada a diferentes negocios

NH Alberto Aguilera

- Este inmueble (“NH Alberto Aguilera”) se encuentra en régimen de alquiler y destinado a la explotación hotelera.
- Dirección: Calle Alberto Aguilera 18, Madrid
- Habitaciones: 153
- Superficie: 9.029 m²
 - 5.758 m² sobre rasante
 - 3.271 m² bajo rasante (63 plazas de aparcamiento)
- Arrendatario: NH Hoteles, S.A.



Fuente: Inmolevante

NH Argüelles

- Este inmueble (“NH Argüelles”) se encuentra en régimen de alquiler y destinado a la explotación hotelera.
- Dirección: Calle Vallehermoso 65, Madrid
- Habitaciones: 75
- Superficie: 2.628 m²
- Arrendatario: NH Hoteles, S.A.



Fuente: Inmolevante

El NH Palacio de Tepa fue adquirido en 2006 y lleva en funcionamiento desde Diciembre de 2010

NH Palacio de Tepa

- Este inmueble (“NH Palacio de Tepa”) se encuentra en régimen de alquiler y destinado a la explotación hotelera.
- Ubicado en el distrito de Las Letras, en Madrid, es el inmueble más reciente de la Sociedad y lleva en funcionamiento desde diciembre de 2010.
- Dirección: Calle San Sebastián 2, Madrid
- Habitaciones: 85
- 6.200 m² sobre rasante
- Arrendatario: NH Hoteles, S.A.



Fuente: Inmolevante



Fuente: Inmolevante

El inmueble de la calle Serrano 88 cuenta con un total de 7.597 m² distribuidos entre oficinas y un local comercial sobre rasante además de plazas de aparcamiento bajo rasante

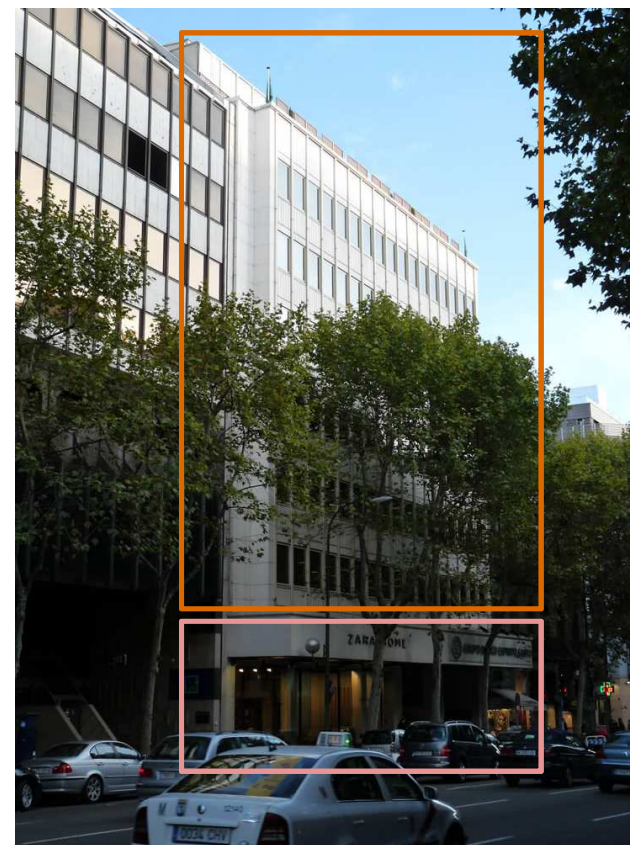
Serrano 88

Oficinas

- Este inmueble se encuentra en régimen de alquiler y destinado a la explotación como oficinas.
- Dirección: Serrano 88, Madrid
- Superficie: 5.332 m²
- Plazas de aparcamiento en el sótano 3º (29) y en el sótano 1º (19).
- Arrendatario: Banco Espirito Santo

Local Comercial

- La parte inferior del inmueble es un local comercial que actualmente se encuentra en régimen de alquiler.
- Dirección: Calle Serrano 88, Madrid
- Superficie: 2.067 m²
 - Planta Baja: 749 m²
 - Entre planta: 592 m²
 - Planta Sótano 726 m²
- Arrendatario: Zara Home, S.A.



Fuente: Inmolevante

Inmolevante es propietaria de parte de uno de los 4 edificios situados en la Plaza descubridor Diego de Ordás nº 1

Plaza de Ordás

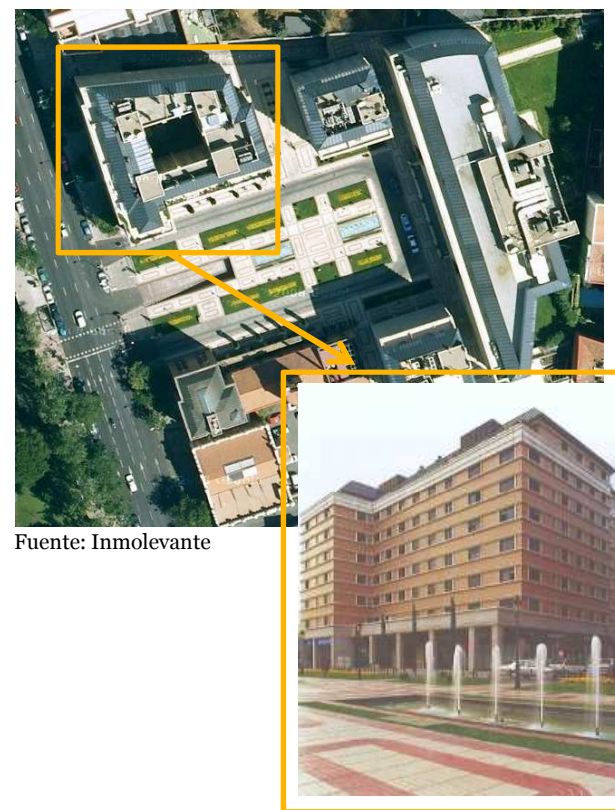
- Los locales comerciales, la cafetería y la escalera 4 del edificio situado en la Plaza Descubridor Diego de Ordás número 1 (en adelante “Plaza de Ordás”) son propiedad de Inmolevante.

Locales Comerciales

- El inmueble tiene en la planta baja capacidad para tres locales comerciales. En la actualidad se encuentran ocupados por un concesionario que ocupa las 3 estancias.
 - Superficie: 574 m²
 - Arrendatario: Motor Gamboa, S.A.

Cafetería y Escalera 4

- Tanto la cafetería como las viviendas situadas en la escalera 4 de Plaza de Ordás se encuentran en régimen de arrendamiento. Asimismo, el arrendatario tiene subarrendadas dichas estancias a NH Hoteles, S.A., formando las mismas parte del NH Prisma.
 - Arrendatario: Torimbia, S.L.



Fuente: Inmolevante

Sección 5

Negocios de explotación: Hoteles, oficinas y retail

Se estima un crecimiento moderado de los principales indicadores del sector hotelero en los destinos urbanos

- Los resultados generales del sector hotelero en España son favorables, si bien, existe un comportamiento distinto en función de los mercados y destinos.
- Los destinos turísticos de costa se ven favorecidos por una demanda extranjera creciente mientras que los destinos urbanos, en los que la Sociedad tiene sus inmuebles de explotación hotelera, se basan principalmente en una demanda nacional muy afectada por la situación económica actual. De acuerdo al informe de Exceltur de “Previsiones Turísticas” de Octubre de 2013, el sector turístico ha sido clave para la recuperación del PIB nacional en el tercer trimestre. La mejora de la actividad permitió un incremento del 1,3% del PIB turístico.
- Si bien, se mantiene una fuerte diferencia entre el comportamiento de la demanda externa e interna.
 - La demanda extranjera (costa) se ha convertido en el eje principal de crecimiento del sector durante el verano de 2013. Su crecimiento sigue estando muy vinculado a la situación de incertidumbre que existen en otros países del mediterráneo (principalmente Egipto).
 - La demanda interna (nacional) da muestras de haber tocado fondo durante los meses de verano de 2013. El incremento de ventas registrado en los hoteles urbanos se debe a una fuerte reducción de precios. A pesar de dicha mejora en ventas, las perspectivas para cuarto trimestre son negativas.
- Las perspectivas futuras de la ocupación hotelera siguen siendo una incertidumbre. No obstante, se estima un incremento en la demanda extranjera debido a la inestabilidad política en el Norte de África y el Mediterráneo Oriental así como una recuperación de los países del norte de Europa. Por el contrario, Exceltur, estima un descenso del gasto vinculado a los desplazamientos nacionales del 1,8%, lo que ralentizaría el crecimiento del sector en destinos urbanos, donde se encuentran los inmuebles de explotación hotelera de la Sociedad
- Estas expectativas, de crecimiento moderado, afectan directamente al ingreso variable que la Sociedad percibe del arrendatario en función de los resultados de explotación de los hoteles y, en este contexto, dichas expectativas han sido tenidas en cuenta por la Dirección en la elaboración del Caso Base.

Variación de los principales indicadores en Madrid

	Var. 2012/2011			Var. 5M2013/5M2012		
	ADR	Ocupación	Revpar	ADR	Ocupación	Revpar
Madrid	(2,8%)	(5,6%)	(8,2%)	(4,8%)	(7,8%)	(12,3%)
5 estrellas	(1,2%)	(1,5%)	(2,6%)	(1,5%)	(4,1%)	(5,4%)
4 estrellas	(3,7%)	(4,5%)	(8,0%)	(4,8%)	(7,2%)	(11,6%)
3 estrellas	(4,4%)	(4,1%)	(8,4%)	(7,7%)	(11,6%)	(18,4%)

Fuente: Exceltur

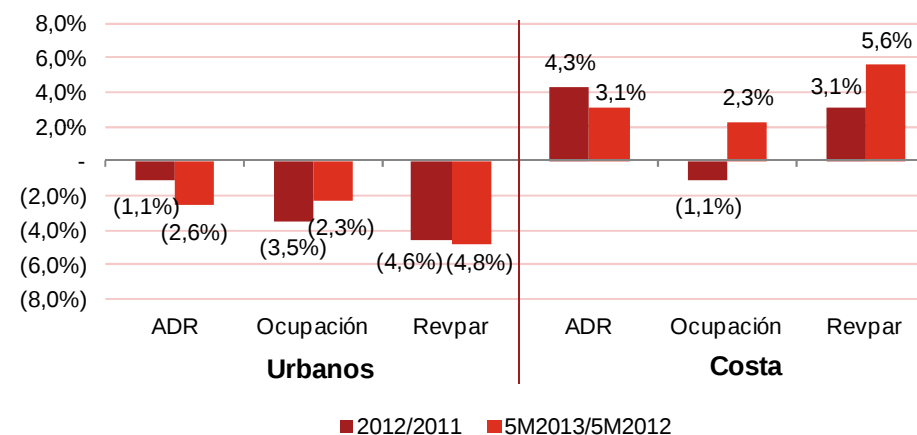
Inmolevante S.A. • Valoración de las acciones de Inmolevante S.A.

PwC

Análisis de indicadores de 2012 y 5 meses de 2013 (enero-mayo)

- Los indicadores más utilizados en el sector hotelero para analizar su evolución y estimar perspectivas futuras son la Tarifa media diaria (“ADR”, Average Daily Rate en sus siglas y en inglés) y los Ingresos por habitación disponible (“RevPar” Revenue per Available Room en sus siglas en inglés) que se calcula multiplicando la ocupación del hotel por el ADR.
- De acuerdo a Exceltur, en 2012 hubo un significativo mayor desempeño de los destinos vacaciones de la costa del mediterráneo y los archipiélagos, en los cuales, los ingresos medios por habitación disponible (“Revpar”) crecieron un 3,1% en 2012. No obstante, en el ámbito urbano, por el contrario el Revpar desciende un 4,6%.
- Esta diferencia de resultados entre los destinos de Costa y Urbanos ha continuado en 2013 (enero-mayo). Los destinos vacacionales de Costa consiguen con datos del acumulado hasta mayo alcanzar un crecimiento del Revpar de un 5,6%. No obstante los destinos Urbanos, más dependientes de la demanda española registran hasta el mes de mayo un nuevo descenso del Revpar del 4,8%.

Principales indicadores por destino - Tasas de variación



Fuente: Exceltur

7 de octubre de 2013

17

Evolución del mercado de alquiler de Oficinas

Oficinas

- El sector de oficinas en Madrid también se ve afectado por la situación económica del país y el ajuste generalizado de precios. Según Savills, en su informe del segundo trimestre de 2013, la disponibilidad de oficinas en “stock” fue de 1,8 millones de metros cuadrados, lo que representa una tasa del 14%.
- Las expectativas económicas de menor actividad durante 2013 y de poco o nulo crecimiento en 2014 mantiene paralizado al mercado en cuanto a la toma espacios. En este escenario, el profundo descenso de las rentas de alquiler de los últimos años no ha sido suficiente para reactivar la demanda. Si bien, se estima que haya movimientos en el corto plazo en cuanto a alquiler de oficinas aprovechando un escenario de precios de renta de alquiler en mínimos históricos.
- El crecimiento del stock se ha visto ralentizado en los últimos años, llegando incluso a niveles de crecimiento negativo durante 2012. Esto se debe a la ralentización de la entrega de nuevos desarrollos. En el futuro se prevé una reducción del stock debido al cambio de uso de parques de oficinas por uso hotelero.

Análisis de 2012 y 5 meses de 2013 (enero-mayo)

- De acuerdo a BNP Paribas en su informe “El mercado de oficinas en Madrid y Barcelona” del cuarto trimestre de 2012, la baja actividad económica se vio reflejada en el número de operaciones. Se registró un total de 339 transacciones, cifra que marca el mínimo de la última década. El tamaño medio por operación de 2012 se cifró en 700 m² frente a los 900 m² en los últimos 5 años y en torno a 1.000 m² en los últimos 10.
- En el primer trimestre de 2013, de acuerdo a BNP Paribas, el número de transacciones fue de 74, por debajo de la media trimestral desde 2009 (91) y del ejercicio anterior (85).
- En cuanto a la oferta de oficinas, la tasa de disponibilidad en zona prime es inferior a la media (13,6% frente al 14,2% registrado en el primer trimestre de 2013). La actividad económica y de contratación no auguran reducciones profundas en la disponibilidad de oficinas en Madrid. No obstante, dada la baja tasa de liberación de espacios de segunda mano y la sequía de los desarrollos, es previsible que la tasa de disponibilidad se mantenga estable hasta finales de 2013 y comience a decrecer ligeramente en 2014.

- Durante 2012, las rentas sufrieron unos ajustes derivados de la menor absorción de oficinas neta, tanto medias como prime. La renta en zona prime era de 27€/m²/mes en enero y se redujo gradualmente hasta cerrar 2012 en 24€/m²/mes. Esto representa un descuento adicional del 11% y acumulada del 41% frente a la máxima de 2008. La reducción de la renta media en 2012 fue del 7% para el total de la ciudad, con todas las zonas decreciendo.
- En 2013, la escasez de oficinas de calidad en zonas centrales actúa como suelo para las rentas prime. En este sentido, las rentas en zona prime se han mantenido constantes frente al cierre de 2012 (24€/m²/mes). No obstante, comparadas con el primer trimestre de 2012, estas han variado un -11%.
- El gran tamaño del stock de oficinas vacías, especialmente en zonas descentralizadas y periféricas distorsiona la renta media de Madrid. De esta forma, la media de Madrid ha caído por debajo de los 13€/m²/mes.
- En este sentido, de acuerdo a BNP Paribas, las reducciones previstas en la producción en la economía local en 2013 dejan margen para reducir plantillas. No obstante, los reajustes en rentas podrían frenarse hacia la segunda mitad del 2013, cuando se espera un escenario macroeconómico, tanto nacional como europeo, con mayor fortaleza en la demanda privada.

Rentas (€/m ² /mes)	Q4 - 2012		Q1 - 2013		Perspectivas a 12M
	MIN	MAX	MIN	MAX	
CDN*	13,5	24,5	13	24,25	↔
Secundaria	10	15,25	9,75	15,25	↔
Periferia	5,75	14,75	5,75	14,25	↓
Satélite	5	10,5	5	10,25	↓

(*)CDN = Centro Distrito Negocios

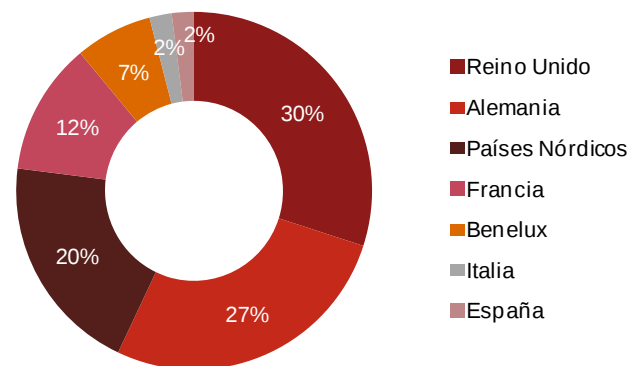
Fuente: Informe “On-Point” de Jones Lang LaSalle.

Evolución del mercado de alquiler de Retail

Retail

- Las medidas de austeridad adoptadas por los países de la Unión Europea ha tenido un impacto significativo en los ingresos del sector comercial (“Retail”). En este sentido, las empresas localizadas en áreas “prime”, se han mantenido en detrimento de empresas situadas en zonas secundarias. Esto ha provocado que en general, en Europa, las rentas de alquiler en zonas prime hayan incrementado ante un aumento de la demanda por parte de las grandes marcas por dichas zonas.
- No obstante, en España, las rentas de alquiler han bajado debido al descenso del consumo y de las recientes reformas fiscales. La renta de alquiler prime en Madrid ha alcanzado su nivel más bajo desde 2008. De acuerdo al informe de BNP Paribas “Retail Markets in Western Europe 1Q 2013” de junio 2013, la renta de alquiler se ha reducido un 40% desde la época pre-crisis.
- En este contexto, en 2012, las rentas de alquiler en el sector se han ajustado a la baja aunque en menor medida que años anteriores, ralentizándose en las zonas prime, lo que hace suponer que el ciclo de corrección de precios esta llegando a su fin.
- El ratio de ocupación se ha visto reducido de manera generalizada en Madrid, si bien, las zonas prime han mostrado mejores resultados que las zonas secundarias. De acuerdo al informe “Market Study on Retail Unit” de Aguirre Newman de Abril 2013, la tasa de disponibilidad ha alcanzado una media del 6,2% en todas las zonas frente al 5,7% registrado el año anterior. En zonas prime, la tasa de disponibilidad se ha mantenido constante en un 5,5%. Asimismo, de acuerdo a dicho informe, el 82% de la demanda de locales comerciales se centra en locales en zonas secundarias con una superficie inferior a los 200 metros cuadrados, debido a que los costes son menores que en zonas prime.
- En cuanto a la inversión, si bien las rentabilidades exigidas por inversores han descendido de manera generalizada en toda Europa, en España han aumentado. Según BNP Paribas, se ha situado en un 4,6%, siendo la media europea aproximadamente del 3,5%.
- Esto se debe a las condiciones económicas de España, que hace que las inversiones en España se consideren como arriesgadas. La rentabilidad de los bonos del gobierno español en niveles altos provoca que las rentabilidades exigidas en el sector retail sean elevadas.
- En este contexto, los analistas esperan un aumento de las rentabilidades exigidas en las zonas secundarias y estabilización en la zonas prime. En cuanto a los precios, de acuerdo al informe de Aguirre Newman, los precios tenderán un poco a la baja, si bien, la ocupación será algo mayor, puesto que distintas marcas podrán instalarse localizaciones mejores a unos precios muy competitivos.

Inversión en el sector Retail 1Q2012-1Q2012



Fuente: Informe de BNP Paribas “Retail Markets in Western Europe 1Q 2013” de junio 2013

Sección 6

Evolución de los resultados de Inmolevante entre 2009 y agosto de 2013

El descenso en los ingresos de 2012 se debe a un ajuste en las rentas de alquileres derivado de una renegociación de los contratos realizada en 2010

Cuenta de Resultados

EUR	2009	2010	2011	2012	Agosto 2013
Importe neto de la cifra de negocios	4.927.530	5.050.517	7.221.657	6.488.187	4.272.821
% crecimiento	1,6%	2,5%	43,0%	(10,2%)	-
Otros Ingresos de Explotacion	40.406	38.721	122.819	19.282	8.483
Trabajos realizados para su activo	9.436.909	1.167.907	-	-	-
Aprovisionamientos	(9.436.909)	(1.443.976)	(391.648)	-	-
Gastos de Explotación	(1.506.400)	(1.642.329)	(1.306.492)	(1.534.397)	(1.380.638)
Personal	(49.337)	(49.337)	(49.337)	(49.683)	(33.249)
Servicios exteriores	(1.413.664)	(1.272.537)	(847.110)	(1.021.796)	(1.052.309)
Tributos	(43.399)	(320.455)	(410.045)	(462.918)	(295.080)
Otros resultados	-	-	(51)	(568)	2.459
EBITDA	3.461.536	3.170.841	5.646.285	4.972.504	2.903.125
% Margen s/ventas	70,2%	62,8%	78,2%	76,6%	67,9%
Amortizacion del Inmovilizado	(562.292)	(808.372)	(1.770.199)	(1.769.893)	(1.179.928)
Deterioro y enajenación del inmovilizado	(16.927.176)	(1.483.179)	(7.547.304)	-	-
EBIT	(14.027.933)	879.290	(3.671.218)	3.202.611	1.723.197
% Margen s/ventas	(284,7%)	17,4%	(50,8%)	49,4%	40,3%
% Margen s/ventas normalizado	58,8%	46,8%	53,7%	49,4%	40,3%
Ingresos Financieros	1.801.360	728.796	21.966	18.358	8.527
Gastos Financieros	(1.889.037)	(1.924.868)	(2.982.717)	(2.414.613)	(1.383.036)
Resultado Financiero	(87.677)	(1.196.072)	(2.960.750)	(2.396.255)	(1.374.509)
Resultado Antes de Impuestos	(14.115.611)	(316.782)	(6.631.969)	806.356	348.687
Impuestos	4.234.683	95.035	1.989.591	(241.907)	-
% Impuestos	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	-
Resultado operaciones continuadas	(9.880.927)	(221.748)	(4.642.378)	564.449	348.687
Resultado operaciones interrumpidas	-	-	-	-	-
Resultado Neto	(9.880.927)	(221.748)	(4.642.378)	564.449	348.687

Fuente: Elaborado por PwC de acuerdo a las cuentas anuales auditadas de 2009, 2010, 2011, 2012 y no auditadas de agosto de 2013.

Comentarios a los Estados Financieros

1 En 2011 el volumen de ingresos aumento considerablemente (43%) debido a que en Junio de 2010, Inmolevante adquirió el inmueble NH Alberto Aguilera a Torimbia, subrogando el contrato de alquiler con NH Hoteles de Torimbia a Inmolevante. Asimismo, el hotel NH Palacio de Tepa comenzó a operar en diciembre de 2010, con lo que 2011 es el primer año de ingreso completo.

En 2012, el descenso en los ingresos (-10,2%) se debe al ajuste a mercado de las rentas fijadas en el contrato de los inmuebles de Serrano 88 y los locales comerciales de Plaza de Ordás, derivado de una renegociación de dichos contratos durante el ejercicio 2010.

Contratos Renegociados	m2	2011 (mensual)		2012 (mensual)		Mercado (mensual*)	
		Renta	€/m2	Renta	€/m2	€/m2	Sector
Serrano 88	5.532	202.234	37	146.986	27	26	Oficinas
Locales Plaza de Ordás	574	15.029	26	9.763	17	16-17,5	Retail

(*) Información extraída de diversos informes de mercado e informes de tasadores (ver anexo 1), comparadas con la información extraída de los Contratos.

Fuente: Elaborado por PwC.

2 Los gastos de explotación comprenden gastos de personal, impuestos, primas de seguro y servicios profesionales, tales como gestores de patrimonio, auditorías, notarías, servicios legales, etc.

En ejercicios anteriores Inmolevante ha dotado €25M en concepto de provisión por deterioro de su inmovilizado

Cuenta de Resultados

EUR	2009	2010	2011	2012	Agosto 2013
Importe neto de la cifra de negocios	4.927.530	5.050.517	7.221.657	6.488.187	4.272.821
% crecimiento	1,6%	2,5%	43,0%	(10,2%)	-
Otros Ingresos de Explotacion	40.406	38.721	122.819	19.282	8.483
Trabajos realizados para su activo	9.436.909	1.167.907	-	-	-
Aprovisionamientos	(9.436.909)	(1.443.976)	(391.648)	-	-
Gastos de Explotación	(1.506.400)	(1.642.329)	(1.306.492)	(1.534.397)	(1.380.638)
Personal	(49.337)	(49.337)	(49.337)	(49.683)	(33.249)
Servicios exteriores	(1.413.664)	(1.272.537)	(847.110)	(1.021.796)	(1.052.309)
Tributos	(43.399)	(320.455)	(410.045)	(462.918)	(295.080)
Otros resultados	-	-	(51)	(568)	2.459
EBITDA	3.461.536	3.170.841	5.646.285	4.972.504	2.903.125
% Margen s/ventas	70,2%	62,8%	78,2%	76,6%	67,9%
Amortizacion del Inmovilizado	(562.292)	(808.372)	(1.770.199)	(1.769.893)	(1.179.928)
Deterioro y enajenación del inmovilizado	(16.927.176)	(1.483.179)	(7.547.304)	-	-
EBIT	(14.027.933)	879.290	(3.671.218)	3.202.611	1.723.197
% Margen s/ventas	(284,7%)	17,4%	(50,8%)	49,4%	40,3%
% Margen s/ventas normalizado	58,8%	46,8%	53,7%	49,4%	40,3%
Ingresos Financieros	1.801.360	728.796	21.966	18.358	8.527
Gastos Financieros	(1.889.037)	(1.924.868)	(2.982.717)	(2.414.613)	(1.383.036)
Resultado Financiero	(87.677)	(1.196.072)	(2.960.750)	(2.396.255)	(1.374.509)
Resultado Antes de Impuestos	(14.115.611)	(316.782)	(6.631.969)	806.356	348.687
Impuestos	4.234.683	95.035	1.989.591	(241.907)	-
% Impuestos	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	-
Resultado operaciones continuadas	(9.880.927)	(221.748)	(4.642.378)	564.449	348.687
Resultado operaciones interrumpidas	-	-	-	-	-
Resultado Neto	(9.880.927)	(221.748)	(4.642.378)	564.449	348.687

Fuente: Elaborado por PwC de acuerdo a las cuentas anuales auditados de 2009, 2010, 2011, 2012 y no auditadas de agosto de 2013.

Comentarios a los Estados Financieros

3 El incremento en la amortización en 2011 se debe a que comienza la amortización del NH Palacio de Tepa y a la amortización completa en 2011 del NH Alberto Aguilera.

Asimismo, en los últimos ejercicios la Sociedad ha ajustado (deteriorado) los valores contables de sus activos a mercado en base a tasaciones de expertos independientes realizados en ejercicios anteriores.

La Sociedad ha negociado con sus bancos acreedores la refinanciación de su deuda durante el periodo 2012-2013

Balance de Situación

EUR	2009	2010	2011	2012	Agosto 2013
Inmovilizado Material	36.933.145	-	-	-	-
Terrenos y Construcciones	6.032.928	-	-	-	-
Otro inmovilizado material	-	-	-	-	-
Inmovilizado en curso y anticipos	30.900.217	-	-	-	-
Inversiones Inmobiliarias	24.854.224	85.140.450	75.822.947	74.053.055	72.873.126
Terrenos	6.753.519	39.622.541	39.622.541	39.622.541	39.622.541
Construcciones	18.100.705	45.517.909	36.200.406	34.430.513	33.250.585
Inversiones financieras a largo plazo	565.981	572.888	771.788	762.160	955.604
Otros activos financieros	565.981	572.888	771.788	762.160	955.604
Activos por impuesto diferido	3.880.466	3.975.501	6.058.639	5.723.185	5.723.185
Activo No Corriente	66.233.816	89.688.839	82.653.374	80.538.399	79.551.915
Existencias	17.592	1.276	13.060	21.070	54.263
Deudores Comerciales	958.357	4.402.322	39.072	285.887	74.195
Inversiones Financieras a Corto Plazo	1.836	1.836	1.836	4.844	4.844
Efectivo y otros activos líquidos	1.136.551	1.455.256	4.332.026	4.748.644	7.686.413
Periodificaciones a corto plazo	-	-	-	137.928	-
Activo Corriente	2.114.336	5.860.691	4.385.994	5.198.373	7.819.715
Total Activo	68.348.152	95.549.530	87.039.368	85.736.772	87.371.631
EUR	2009	2010	2011	2012	Agosto 2013
Fondos Propios	23.734.206	23.430.682	18.637.040	19.201.489	19.550.177
Capital	16.240.509	16.240.509	16.240.509	16.240.509	16.240.509
Reservas	18.642.392	18.642.392	18.642.392	18.642.392	18.642.392
Acciones y participaciones propias	(1.267.768)	(1.349.544)	(1.500.808)	(1.500.808)	(1.500.808)
Resultado de ejercicios anteriores	-	(9.880.927)	(10.102.675)	(14.745.053)	(14.180.604)
Resultado del ejercicio	(9.880.927)	(221.748)	(4.642.378)	564.449	348.687
Ajustes por cambio de valor	-	-	(218.277)	-	-
Patrimonio Neto	23.734.206	23.430.682	18.418.763	19.201.489	19.550.177
Deudas a largo plazo	31.058.382	67.040.694	63.633.655	63.939.824	66.676.981
Entidades de crédito	30.436.415	66.197.727	62.491.602	62.894.657	65.631.813
Derivados	-	-	311.824	-	-
Otros pasivos financieros	621.967	842.967	830.229	1.045.168	1.045.168
Provisiones a largo plazo	-	-	-	-	291.704
Pasivo por impuesto diferido	-	-	-	-	-
Pasivo No Corriente	31.058.382	67.040.694	63.633.655	63.939.824	66.968.685
Provisiones	-	6.250	6.450	7.000	7.989
Deudas a corto plazo	2.377.050	3.619.465	4.529.865	2.270.318	277.081
Deudas con empresas del grupo	7.350.000	760.000	1.290	-	-
Deudores	3.828.515	692.439	449.345	318.140	567.699
Pasivo Corriente	13.555.565	5.078.154	4.986.949	2.595.458	852.769
Total Pasivo	68.348.152	95.549.530	87.039.368	85.736.772	87.371.631

Fuente: Elaborado por PwC de acuerdo a las cuentas anuales auditadas de 2009, 2010, 2011, 2012 y no auditadas de agosto de 2013.

Inmolevante S.A. • Valoración de las acciones de Inmolevante S.A.

PwC

Comentarios a los Estados Financieros

1 La obra del hotel NH Palacio de Tepa finalizó en diciembre de 2010. Por ello, a cierre de cuentas a 31/12/2010 todos los inmuebles se encuentran registrados en “Inversiones inmobiliarias”, disponibles para su explotación.

Inmueble	Valor Contable 31/08/2013
NH Alberto Aguilera	21.077.287
NH Argüelles	5.432.952
NH Palacio de Tepa	28.996.653
Plaza de Ordás	5.211.574
Serrano 88	12.154.661
Total	72.873.126

2 La Sociedad cuenta con 5,7 millones de € de activos por impuesto diferido que representan un ahorro fiscal. Estos, son producto de resultados negativos de ejercicios anteriores.

3 La Sociedad mantiene en “Efectivo y otros activos líquidos 7,7 millones de €. Se ha producido un incremento respecto a la caja reflejada en 2012 debido a que:

- La refinanciación realizada por la Sociedad tiene carácter retroactivo desde el 4 de abril de 2012. Por tanto los pagos del principal realizados desde dicha fecha hasta el cierre del proceso de renegociación se han incorporado como un aumento de deuda (1,7 millones de €) y por lo tanto un mayor efectivo disponible.
- NH Hoteles, S.A. ha realizado el pago de una deuda operativa con Inmolevante por importe de 685,6 miles de €.

La Sociedad mantiene una deuda a largo plazo con entidades financieras por importe de €66,7M

Balance de Situación

EUR	2009	2010	2011	2012	Agosto 2013
Inmovilizado Material	36.933.145	-	-	-	-
Terrenos y Construcciones	6.032.928	-	-	-	-
Otro inmovilizado material	-	-	-	-	-
Inmovilizado en curso y anticipos	30.900.217	-	-	-	-
Inversiones Inmobiliarias	24.854.224	85.140.450	75.822.947	74.053.055	72.873.126
Terrenos	6.753.519	39.622.541	39.622.541	39.622.541	39.622.541
Construcciones	18.100.705	45.517.909	36.200.406	34.430.513	33.250.585
Inversiones financieras a largo plazo	565.981	572.888	771.788	762.160	955.604
Otros activos financieros	565.981	572.888	771.788	762.160	955.604
Activos por impuesto diferido	3.880.466	3.975.501	6.058.639	5.723.185	5.723.185
Activo No Corriente	66.233.816	89.688.839	82.653.374	80.538.399	79.551.915
Existencias	17.592	1.276	13.060	21.070	54.263
Deudores Comerciales	958.357	4.402.322	39.072	285.887	74.195
Inversiones Financieras a Corto Plazo	1.836	1.836	1.836	4.844	4.844
Efectivo y otros activos líquidos	1.136.551	1.455.256	4.332.026	4.748.644	7.686.413
Periodificaciones a corto plazo	-	-	-	137.928	-
Activo Corriente	2.114.336	5.860.691	4.385.994	5.198.373	7.819.715
Total Activo	68.348.152	95.549.530	87.039.368	85.736.772	87.371.631
EUR	2009	2010	2011	2012	Agosto 2013
Fondos Propios	23.734.206	23.430.682	18.637.040	19.201.489	19.550.177
Capital	16.240.509	16.240.509	16.240.509	16.240.509	16.240.509
Reservas	18.642.392	18.642.392	18.642.392	18.642.392	18.642.392
Acciones y participaciones propias	(1.267.768)	(1.349.544)	(1.500.808)	(1.500.808)	(1.500.808)
Resultado de ejercicios anteriores	-	(9.880.927)	(10.102.675)	(14.745.053)	(14.180.604)
Resultado del ejercicio	(9.880.927)	(221.748)	(4.642.378)	564.449	348.687
Ajustes por cambio de valor	-	-	(218.277)	-	-
Patrimonio Neto	23.734.206	23.430.682	18.418.763	19.201.489	19.550.177
Deudas a largo plazo	31.058.382	67.040.694	63.633.655	63.939.824	66.676.981
Entidades de crédito	30.436.415	66.197.727	62.491.602	62.894.657	65.631.813
Derivados	-	-	311.824	-	-
Otros pasivos financieros	621.967	842.967	830.229	1.045.168	1.045.168
Provisiones a largo plazo	-	-	-	-	291.704
Pasivo por impuesto diferido	-	-	-	-	-
Pasivo No Corriente	31.058.382	67.040.694	63.633.655	63.939.824	66.968.685
Provisiones	-	6.250	6.450	7.000	7.989
Deudas a corto plazo	2.377.050	3.619.465	4.529.865	2.270.318	277.081
Deudas con empresas del grupo	7.350.000	760.000	1.290	-	-
Deudores	3.828.515	692.439	449.345	318.140	567.699
Pasivo Corriente	13.555.565	5.078.154	4.986.949	2.595.458	852.769
Total Pasivo	68.348.152	95.549.530	87.039.368	85.736.772	87.371.631

Fuente: Elaborado por PwC de acuerdo a las cuentas anuales auditados de 2009, 2010, 2011, 2012 y no auditadas de agosto de 2013.

Inmolevante S.A. • Valoración de las acciones de Inmolevante S.A.

PwC

Comentarios a los Estados Financieros

- 4 La deuda vigente de la Sociedad se compone principalmente de préstamos de garantía hipotecaria contra sus inmuebles con el objeto de financiar la adquisición y obra del inmueble NH Palacio de Tepa realizada en 2010 y la adquisición del NH Alberto Aguilera.

De acuerdo al hecho relevante 190354 publicado en la CNMV el 11 de julio de 2013, la Sociedad ha finalizado un proceso de refinanciación de su deuda con sus bancos acreedores. Los términos de dicha refinanciación contemplan un periodo de carencia del cuatro años en la amortización del principal a partir de junio de 2013 así como una modificación en los tipos de interés.

Entidad	Importe	Garantía
La Caixa	30.000.000	Serrano 88
La Caixa	1.775.620	Serrano 88
Banco Popular	13.000.000	NH Argüelles
Banco Popular	2.000.000	NH Argüelles
Banco Popular	25.000.000	NH Palacio de Tepa
Banco Popular	2.500.000	Plaza de Ordás

Sección 7

Valoración de Inmolevante a fecha 01/10/2013

Sección 7.1

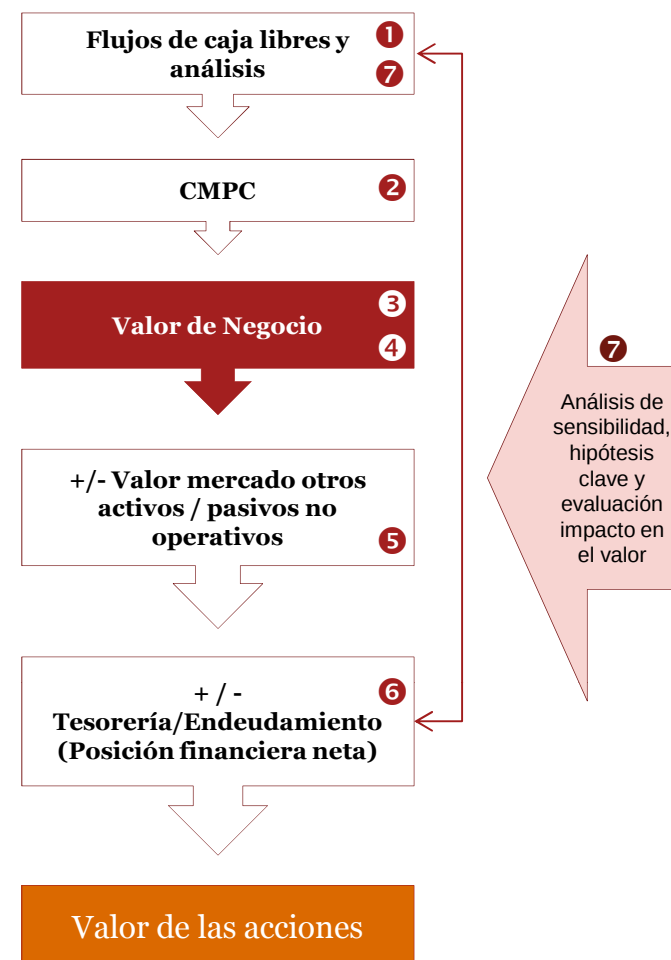
Descuento de Flujos de Caja

Metodología de valoración por Descuento de Flujos de Caja (“DFC”)

- Indica el valor de un negocio basado en el valor presente de los flujos de caja que se espera que genere el negocio en el futuro. Estos flujos de caja son descontados a una tasa de descuento (Coste Medio Ponderado del Capital, o “CMPC”), que refleja el valor del dinero en el tiempo y los riesgos sistemáticos asociados a los flujos de caja.
- La aplicación de la metodología ha comprendido las siguientes fases:

- Estimación de los flujos de caja libres (en adelante “FCL”) generados por el negocio (disponibles para atender a los compromisos con los proveedores de capital: acreedores financieros y accionistas);
- Estimación de la tasa de descuento adecuada para el riesgo sistemático del negocio, equivalente al CMPC. Dicha tasa de descuento considera tanto el coste de los recursos propios (o rentabilidad exigida por los accionistas, estimada a partir del “Capital Assets Pricing Model” o “CAPM”), como el coste de la deuda o recursos ajenos, y se determina a partir de una ponderación adecuada de los mismos;
- Estimación de un FCL normalizado sostenible a perpetuidad y determinación del valor residual del negocio a partir del mismo;
- Aplicación de la tasa de descuento a los flujos de caja libres y al valor residual para determinar el valor actual del negocio;
- Suma o resta al valor de mercado de cualquier activo o pasivo no operativos;
- Suma o resta de la posición neta de tesorería/deuda (posición financiera neta) existente a la Fecha de Valoración para obtener el valor de las acciones; y
- Contraste de razonabilidad global del Caso Base en su conjunto desde un punto de vista financiero y análisis de sensibilidad de hipótesis críticas (WACC y G) y estimar su impacto en el valor de la Sociedad.

- Tal y como hemos comentado anteriormente, el FCL consiste en el flujo de caja disponible antes de atender el servicio de la deuda. Por tanto, el impacto de la refinanciación, y por lo tanto de los gastos financieros sobre el resultado de los ejercicios futuros se ha tenido en cuenta a la hora de valorar los activos por impuesto diferido (ver anexo 6).

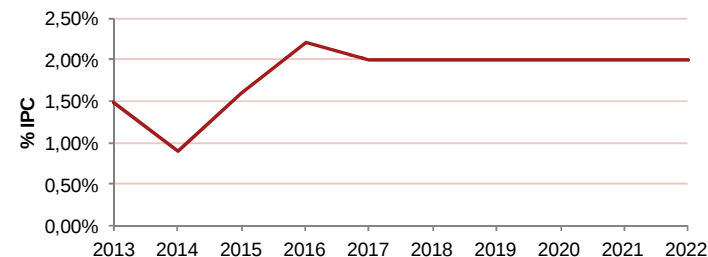


Bases utilizadas para la valoración por el método del DFC

- Las proyecciones financieras del Caso Base se encuentran en línea con los Contratos de arrendamiento de los inmuebles propiedad de la Sociedad (ver sección 4 anterior).
- Asimismo, la Dirección nos ha facilitado los Contratos y las cuentas analíticas del ejercicio 2012 y de 2013 que la Dirección ha utilizado para la estimación de ingresos y gastos del Caso Base.
- Dichas proyecciones financieras consideran un horizonte temporal de 10 años (agosto 2013 a 2022), tomando como punto de partida los resultados obtenidos en 2012, recogidos en las cuentas anuales auditadas y en los resultados parciales recogidos en los estados financieros no auditados a 31 de agosto de 2013.
- Los ingresos operativos de la Sociedad han sido estimados por la Dirección de acuerdo a los contratos de arrendamiento vigentes y las estimaciones del Índice de Precios al Consumo (“IPC”). Asimismo, en el caso de que el contrato finalizase dentro del período proyectado, el Caso Base registra la renovación del mismo de acuerdo a las renovaciones anteriores y al tipo de inquilino.
- En los casos en el que el negocio de explotación del inmueble pertenece al sector hotelero, los Contratos reflejan un ingreso variable. Dicha parte variable ha sido proyectada por la Dirección en el Caso Base de acuerdo a su mejor estimación de la evolución del mercado hotelero en España.
- Los costes de explotación se componen de:
 - Tributos: impuestos y primas de los seguros contratados que repercuten a la Sociedad de acuerdo a los Contratos.
 - Costes de personal.
 - Costes de servicios exteriores que comprenden gastos de servicios profesionales de terceros tales como:
 - Servicios legales y financieros (auditorías).
 - Contrato con un gestor de patrimonio.
 - Etc.

Dichos costes han sido proyectados de acuerdo al IPC a excepción del coste derivado del gestor de patrimonio, el cual se ha estimado de acuerdo al contrato con dicho gestor ajustado a niveles de eficiencia en el largo plazo (ver página 31).

Estimaciones de IPC



Fuente: Economist Intelligence Unit a 6 de septiembre de 2013

- La Dirección nos ha manifestado que no se han producido hechos posteriores que supongan una modificación significativa de las proyecciones financieras recogidas en el presente informe.

Proyecciones financieras del Caso Base durante el período proyectado (Agosto 2013-2022) (*)

EUR	2011	2012	Ago. 2013	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Importe neto de la cifra de Negocios	7.221.657	6.488.187	4.272.821	6.491.056	6.718.643	6.951.376	7.105.478	7.264.432	7.462.556	7.664.672	7.876.757	8.089.139	8.262.041	1
% crecimiento	43%	(10%)	-	0%	4%	3%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	2%	
Otros Ingresos de Explotacion	122.819	19.282	8.483	19.571	19.748	20.064	20.505	20.915	21.333	21.760	22.195	22.639	23.092	1
Trabajos realizados para su activo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Aprovisionamientos	(391.648)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Gastos de Explotacion	(1.306.492)	(1.534.397)	(1.380.638)	(1.730.944)	(1.007.668)	(1.026.295)	(1.048.897)	(1.070.212)	(1.092.673)	(1.115.584)	(1.139.071)	(1.162.950)	(1.186.431)	2
% crecimiento	(20%)	17%	-	13%	(42%)	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	
Personal	(49.337)	(49.683)	(33.249)	(50.428)	(50.882)	(51.696)	(52.834)	(53.890)	(54.968)	(56.067)	(57.189)	(58.332)	(59.499)	
Servicios Exteriores	(847.110)	(1.021.796)	(1.052.309)	(1.210.654)	(482.696)	(492.924)	(503.791)	(514.204)	(525.545)	(537.113)	(549.031)	(561.109)	(572.553)	
Tributos	(410.045)	(462.918)	(295.080)	(469.862)	(474.090)	(481.676)	(492.273)	(502.118)	(512.160)	(522.404)	(532.852)	(543.509)	(554.379)	
Otros resultados	(51)	(568)	2.459	5.900	5.954	6.049	6.182	6.305	6.432	6.560	6.691	6.825	6.962	
EBITDA	5.646.285	4.972.504	2.903.125	4.785.584	5.736.676	5.951.193	6.083.267	6.221.440	6.397.648	6.577.408	6.766.572	6.955.653	7.105.664	
% margen s/ventas	78%	77%	68%	74%	85%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	
Amortizacion del Inmovilizado	(1.770.199)	(1.769.893)	(1.179.928)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	3
Deterioro y enajenación del inmovilizado	(7.547.304)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
EBIT	(3.671.218)	3.202.611	1.723.197	3.303.040	4.254.132	4.468.649	4.600.723	4.738.896	4.915.104	5.094.864	5.284.028	5.473.110	5.623.120	
% margen s/ventas	(51%)	49%	40%	51%	63%	64%	65%	65%	66%	66%	67%	68%	68%	
% margen s/ventas normalizado	54%	49%	40%	51%	63%	64%	65%	65%	66%	66%	67%	68%	68%	

(*) La proyección del Caso Base para todos los ejercicios y hasta el resultado neto se encuentra en el anexo 4

Fuente: Elaborado por PwC de acuerdo a las proyecciones proporcionadas por la Dirección

El importe neto de la cifra de negocios de Inmolevante se ha proyectado en base a los Contratos asumiendo la renovación de los mismos en caso de prórroga durante el período proyectado

1 Importe neto de la cifra de negocios

- La Sociedad tiene como única fuente de ingresos los alquileres que posee sobre sus inmuebles (ver sección 4 anterior). Dichos ingresos han sido proyectados por la Sociedad en base a los Contratos.
- A Fecha de Valoración los Contratos se encuentran en vigor, por lo tanto La Sociedad asume como hipótesis que los Contratos seguirán en vigor durante el período proyectado. La situación actual con los inquilinos es la siguiente:

Inmueble	Vencimiento	Renta	Actualizacion Renta Anual
NH Alberto Aguilera	Prórroga en 2014 y 2019	Fija + Variable	IPC
NH Argüelles	2023	Fija + Variable	Planning de Rentas
NH Palacio de Tepa	2032	Fija + Variable	IPC
Serrano 88			
Oficinas	2016	Fijo	Planning de Rentas
Local Comercial	2032	Fijo	Planning de Rentas
Plaza de Ordás			
Cafetería y Escalera 4 (*)	2014	Fijo	IPC
Local Comercial	2022	Fijo	IPC

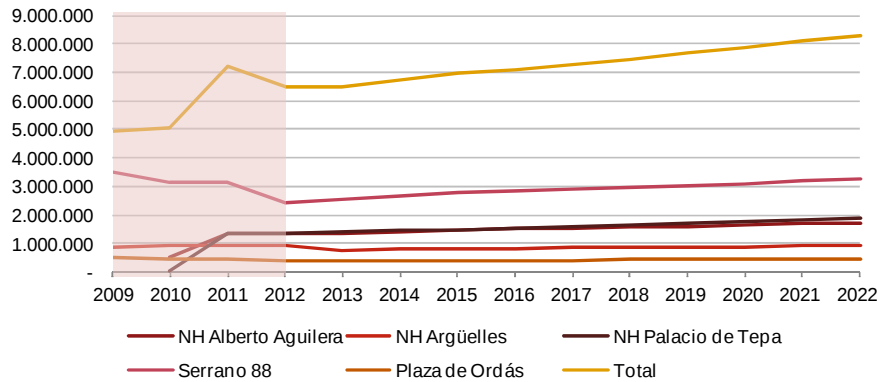
(*) Torimbia S.L. subarrienda la cafetería y las viviendas de la escalera 4 a NH Hoteles, S.A., formando parte del hotel NH Prisma.

Fuente: Elaborado por PwC de acuerdo a los contratos de arrendamiento de los inmuebles

- En 2009, se prorrogó el contrato de NH Alberto Aguilera con Torimbia actualizando la renta al IPC, por lo que se aplica como hipótesis la misma metodología en las prórrogas futuras de 2014 y 2019 que figuran en el contrato.
- El contrato del NH Argüelles registra un planning de rentas que ha sido negociado hasta el 2015. A partir de 2015 la renta se actualizará de acuerdo al IPC.

- Del mismo modo ocurre con los contratos de Serrano 88. A partir del vencimiento de las oficinas, en 2016, la rentas se actualizarán de acuerdo al IPC.
- Los contratos con los hoteles NH Alberto Aguilera, NH Argüelles y NH Palacio de Tepa reflejan un ingreso variable en función del Beneficio operativo bruto (G.O.P en sus siglas en inglés) que registra la cuenta de explotación del hotel. Este ingreso variable ha sido proyectado por Inmolevante a su mejor entendimiento del sector hotelero en España.

Evolución Ingresos de acuerdo a los Contratos



Fuente: Elaborado por PwC

- **Otros Ingresos:** La partida de ‘Otros Ingresos’ corresponde a gastos de los inmuebles poco significativos que la Sociedad asume y que posteriormente repercute a los inquilinos de los inmuebles correspondientes. Esta partida se ha proyectado de acuerdo a la curva de IPC.

Los gastos de explotación comprenden gastos de impuestos y servicios profesionales

2 Gastos de Explotación

- Los gastos de explotación del negocio de la Sociedad comprenden gastos de personal, tributos, y servicios profesionales:
 - Gastos de Personal; comprende el salario de un único trabajador.
 - Tributos; comprende gastos de impuestos como el Impuesto sobre Bienes Inmuebles (“IBI”), primas de pólizas de seguro que se repercuten al arrendador de acuerdo a los Contratos, y tasas de basura, las cuales paga el arrendador pero son posteriormente repercutidas a los arrendatarios de los inmuebles, y se reflejan en la partida de “Otros ingresos de Explotación”.
 - Servicios exteriores; esta partida agrupa los costes de servicios profesionales que la Sociedad realiza para la explotación de su negocio (servicios de auditoría, asesores legales, gastos de notarías, marketing y un gestor de patrimonio). Asimismo, dichos costes recogen gastos extraordinarios derivados de la refinanciación que la Sociedad ha realizado en el periodo 2012-2013 los cuales no se han tenido en cuenta en la proyección por no considerarse recurrentes.
- En la proyección se han estimado estos gastos de acuerdo al IPC estimado al considerarse gastos recurrentes, a excepción de los costes derivados de la contratación de un gestor de patrimonio que se encuentran sujetos a los términos del contrato entre Inmolevante y dicho gestor.
- No obstante, según la Dirección, los costes del gestor de patrimonio son susceptibles de ser reducidos en el largo plazo alcanzando unos niveles más eficientes en línea con la composición actual de su cartera de inmuebles. En este contexto de eficiencia, La Dirección ha proyectado estos costes como el 2% de los ingresos anuales de la Sociedad durante el periodo de proyección.

3 Amortización del Inmovilizado

- La amortización del inmovilizado material de Inmolevante ha sido estimada por la Dirección mediante un cuadro de amortización lineal en base a:
 - Inmovilizado neto de los inmuebles a 31 de agosto de 2013.
 - Vidas útiles de los inmuebles.
- En este sentido, se ha aplicado al Inmovilizado Bruto pendiente de amortizar a 31 de agosto de 2013, un coeficiente de amortización calculado en base a la vida útil ponderada de la totalidad del inmovilizado de la Sociedad.
- Dicha amortización se ha realizado sobre el Inmovilizado Bruto de la construcción y no sobre el del suelo, ya que, de acuerdo al Plan General Contable, no se amortiza.

Inmueble	Inmovilizado Bruto	Amortización Acumulada	Vida Útil
Suelo			
NH Alberto Aguilera	9.908.917	-	-
NH Argüelles	3.474.183	-	-
NH Palacio de Tropa	22.960.105	-	-
Plaza de Ordás	1.319.354	-	-
Serrano 88	1.959.982	-	-
Total suelo	39.622.541	-	-
Construcción			
NH Alberto Aguilera	13.842.083	(2.673.713)	25
NH Argüelles	4.796.639	(2.837.870)	33
NH Palacio de Tropa	32.793.848	(26.757.300)	50
Plaza de Ordás	6.215.533	(2.323.314)	75
Serrano 88	15.843.484	(5.648.805)	50
Total construcción	73.491.587	(40.241.002)	50*

(*)Vida útil ponderada de todos los inmuebles

Hemos estimado un coste medio ponderado del capital para Inmolevante del 6,8% durante el periodo proyectado

Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC) en Euros

CMPC (1 de octubre de 2013)

Tasa libre de riesgo (1)	4,2%
Coeficiente Beta (2)	1,11
Prima de riesgo del mercado (3)	6,0%
Coste de los Fondos Propios	10,9%
Coste bruto de la deuda (4)	6,5%
Tipo de impuesto sobre sociedades	30,0%
Coste neto de la deuda	4,5%
% Fondos Propios	35%
% Recursos ajenos (deuda)	65%
Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC)	6,8%

Fuente: Bloomberg y CapitalIQ

CMPC

- Al aplicar el método del DFC, los flujos de caja esperados se descuentan a su valor presente a una tasa de descuento que refleja el riesgo inherente sistemático al negocio. Esta tasa de descuento, denominada CMPC (Coste Medio Ponderado del Capital), se calcula a partir de la media ponderada del coste de los recursos propios (coste de capital) y ajenos (coste de la deuda).
- Para el cálculo del coste ponderado del capital de Inmolevante, hemos analizado los datos relativos a compañías cotizadas patrimoniales cuyos ingresos proviniesen en un porcentaje relevante de la explotación de sus inmuebles en régimen de arrendamiento y cuya actividad se genera en Europa (ver anexo 8).

Coste de los Fondos Propios

- Utilizamos la **tasa libre de riesgo** del 4,2% correspondiente a la rentabilidad esperada a 1 de octubre de 2013 de las obligaciones a 10 años emitidas por el Estado español, por ser (i) los riesgos originados por sus operaciones, (ii) los percibidos por el mercado y (iii) los incurridos en su capacidad de acceder a financiación los propios de una compañía española.
- El **coeficiente Beta** (2) ha sido calculado en base a la mediana de las compañías comparables cotizadas, ajustadas cada una de ellas por sus respectivos niveles de

endeudamiento frente a la media estimada (ver compañías comparables utilizadas para la beta en el anexo 3).

- Como resultado de nuestro análisis, hemos considerado razonable aplicar una **prima de riesgo de mercado** (“EMRP”, Equity Market Risk Premium en sus siglas en inglés) (3) del 6% a Fecha de Valoración, compuesta por (i) un 5% correspondiente a nuestra práctica y visión histórica y a largo plazo del EMRP y (ii) un 1% correspondiente a una prima coyuntural por ajuste del riesgo de mercado, sobre la base de nuestro análisis actual de la evolución histórica de la tasa libre de riesgo y del cuadro macroeconómico básico en España (ver anexo 7).

Coste de la Deuda

- El **coste bruto de la deuda** (4) se ha estimado como la suma de la tasa libre de riesgo utilizada (1) y el diferencial entre dicha tasa libre de riesgo y la rentabilidad ofrecida de los bonos de deuda emitidos por todas las compañías cotizadas del sector en Europa.
- Para calcular dicho coste, se han seleccionado emisiones de deuda de rentabilidad fija a vencimiento de compañías del sector Inmobiliario en Europa. En este sentido, se ha realizado un análisis de razonabilidad de dichas emisiones en cuanto a rentabilidad/vencimiento con el objeto de determinar un coste de la deuda óptimo en largo plazo (10 años) que pueda compararse con la tasa libre de riesgo de España a 10 años (1) y establecer así un diferencial.
- Actualmente debido a la refinanciación de la Sociedad, el coste de la deuda que tiene Inmolevante se ve sujeta a los términos y condiciones de dicha refinanciación y, por lo tanto, lejos del coste neto de la deuda reflejada en el mercado (**4,5%**). No obstante la Dirección de Inmolevante considera que dicho coste de la deuda de mercado es razonable y por lo tanto tienen como objetivo tender al mismo en el largo plazo.

Ponderación entre el coste de los Fondos Propios y el coste de la Deuda

- La estructura de deuda óptima/objetivo se ha calculado como una ponderación entre fondos propios y fondos ajenos en línea con las compañías cotizadas comparables identificadas para el cálculo de la tasa de descuento (ver anexo 3). En este sentido, La Dirección ha considerado dicha estructura de deuda como objetivo a la que la Sociedad debiera converger en el largo plazo.

Valoración por DFC

EUR	4M 2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	VT
EBITDA	1.882.459	5.736.676	5.951.193	6.083.267	6.221.440	6.397.648	6.577.408	6.766.572	6.955.653	7.105.664	7.240.676
Amortización	(302.615)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)
EBIT	1.579.843	4.254.132	4.468.649	4.600.723	4.738.896	4.915.104	5.094.864	5.284.028	5.473.110	5.623.120	5.758.132
Impuestos	(473.953)	(1.276.240)	(1.340.595)	(1.380.217)	(1.421.669)	(1.474.531)	(1.528.459)	(1.585.209)	(1.641.933)	(1.686.936)	(1.727.440)
Tipo impositivo	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
NOPLAT	1.105.890	2.977.892	3.128.055	3.220.506	3.317.227	3.440.573	3.566.405	3.698.820	3.831.177	3.936.184	4.030.693
Amortización	302.615	1.482.544	1.482.544	1.482.544	1.482.544	1.482.544	1.482.544	1.482.544	1.482.544	1.482.544	1.482.544
CAPEX	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variación de Circulante (*)	(194.924)	8.566	8.760	5.800	5.983	7.457	7.607	7.983	7.994	6.508	6.219
Flujo de Caja Libre	1.213.582	4.469.002	4.619.358	4.708.850	4.805.754	4.930.574	5.056.556	5.189.346	5.321.714	5.425.236	5.519.456
Valor Residual										115.930.411	
Factor Temporal	0,2	0,8	1,8	2,8	3,8	4,8	5,8	6,8	7,8	8,8	8,8
Factor de Descuento	0,99	0,95	0,89	0,83	0,78	0,73	0,68	0,64	0,60	0,56	0,56
Flujo de Caja Libre Descontado	1.200.421	4.231.880	4.097.243	3.912.122	3.739.782	3.593.930	3.452.346	3.318.635	3.187.761	3.043.968	65.045.737
WACC	6,8%										
G	2,0%										

(*) Ver anexo 5 para un mayor detalle de las variaciones de circulante.

Fuente: Elaborado por PwC

Comentarios

Las hipótesis de valoración utilizados (WACC y G) se refieren a 1 de octubre de 2013, la Fecha de Valoración. Si bien, hemos partido de la última información financiera disponible no auditada, correspondiente al 31 de agosto de 2013, facilitada por la Sociedad.

① Se ha tenido en cuenta un flujo de 2013 a partir del 31 de agosto de 2013, fecha de los últimos estados financieros no auditados disponibles (4 meses).

② Se estima el valor residual a partir de 2022 en función de la fórmula de Gordon-Shapiro:

$$VT = FCL / WACC - G$$

Siendo:

- FCL: FCL año 2023;
- WACC: Tasa de descuento
- G: tasa de crecimiento a perpetuidad (2,0%), determinada por la inflación estimada a largo plazo.

③ De acuerdo a los términos y condiciones de los Contratos las inversiones de capital (“CAPEX”) necesarias para el mantenimiento de los inmuebles corren a cargo de los inquilinos. Por tanto, no se ha considerado incluir gastos en CAPEX durante la proyección.

La valoración por el método de DFC de Inmolevante sitúa el valor de las acciones en 45 millones de € (8,56 € por acción)

Fecha Valoración 01/10/2013

Flujos de Caja	34%	33.778.088
Valor Terminal	66%	65.045.737
Valor del Negocio		98.823.825

Activos	1	13.146.842
+ Inversiones Financieras a largo plazo		955.604
+ Activo por impuesto diferido		4.499.981
+ Inversiones Financieras a corto plazo		4.844
+ Tesorería	2	7.686.413
Pasivos		(66.962.051)
- Deudas a largo plazo		(66.676.981)
- Deudas a corto plazo		(277.081)
- Provisiones		(7.989)
Valor de los Fondos Propios		45.008.616

Valoración a 01/10/2013

Número de Acciones	5.413.503
Acciones Propias (Autocartera)	157.953
Acciones ajustadas	5.255.550
Precio/Acción	8,56

Fuente: Elaborado por PwC

Valoración de los Fondos Propios

- Los fondos propios recogen asimismo aquellos activos de Inmolevante cuyo valor no se encuentra recogido en las proyecciones financieras:
 - Inversiones financieras a largo plazo y a corto plazo.
 - Valor actual del crédito fiscal activado generado por los resultados negativos de ejercicios anteriores originados por las provisiones por deterioro de los inmuebles, pendientes de compensar al final del periodo proyectado (ver anexo 6).
- La deuda financiera neta de Inmolevante es de 59,3 millones de € a 31 de agosto de 2013.

Hemos realizado un análisis de sensibilidad al valor estimado por el DFC de las variables más sensibles, tales como la tasa de descuento (WACC) y la tasa de crecimiento a perpetuidad (G).

Análisis de Sensibilidad

Valor DCF		WACC								
	8,56	6,4%	6,5%	6,6%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%
g	1,6%	9,10	8,70	8,32	7,96	7,60	7,27	6,94	6,63	6,32
	1,7%	9,37	8,96	8,57	8,19	7,83	7,48	7,15	6,82	6,51
	1,8%	9,66	9,24	8,83	8,44	8,07	7,71	7,36	7,03	6,71
	1,9%	9,96	9,52	9,10	8,70	8,31	7,94	7,58	7,24	6,91
	2,0%	10,27	9,82	9,38	8,96	8,56	8,18	7,81	7,46	7,12
	2,1%	10,60	10,13	9,68	9,24	8,83	8,43	8,05	7,69	7,34
	2,2%	10,95	10,45	9,98	9,54	9,11	8,70	8,30	7,93	7,56
	2,3%	11,31	10,79	10,31	9,84	9,40	8,97	8,56	8,17	7,80
	2,4%	11,68	11,15	10,64	10,16	9,70	9,26	8,84	8,43	8,05

Fuente: Elaborado por PwC

Sección 7.2

Patrimonio Neto Corregido

El enfoque de Patrimonio Neto Corregido o “PNC” es un método de valoración apropiado cuando el objetivo a valorar es una empresa intensiva en activos fijos, inmobiliaria o de tenencia de acciones

- El enfoque de Patrimonio Neto Corregido o “PNC” indica el valor de los Fondos Propios de una empresa ajustando los activos y pasivos a su valor de mercado, asumiendo una situación de empresa en funcionamiento (y no un valor de liquidación de la Sociedad).
- Para la aplicación de este enfoque es necesario obtener un valor de mercado para cada activo relevante utilizando uno o varios enfoques.
- Este enfoque es el comúnmente utilizado en la valoración de sociedades altamente intensivas en activos fijos, sociedades inmobiliarias y de tenencia de acciones, o que pudieran obtener un mayor valor por la enajenación de sus activos que de la explotación de los mismos, tal como sucede en el caso de Inmolevante.
- De este modo, el valor del 100% de los Fondos Propios será igual a la suma del valor de mercado de sus activos neto de pasivos, incluyendo el pasivo por impuesto diferido correspondiente a los impuestos sobre las plusvalías estimadas por la diferencia entre el valor de mercado y el valor contable de dichos activos.
- Para calcular dichos impuestos diferidos se ha considerado un tipo impositivo del 30%, en base a lo siguiente:
 - Es el tipo impositivo considerado para el Impuesto de Sociedades para España.
 - El valor de mercado del inmovilizado material (ver anexo 9) refleja el mayor valor del mismo frente a su valor contable, que surgiría de su hipotética enajenación ordenada a valor de mercado.
- Considerando la situación actual del mercado inmobiliario en España así como la situación financiera de la Sociedad, resulta complicado que a corto o medio plazo en un hipotético supuesto de enajenación, se pueda destinar el importe obtenido por la venta a reinversiones en nuevos elementos del inmovilizado, motivo por el cual no se ha considerado la potencial deducción por reinversión que permitiría reducir el tipo impositivo aplicable a las plusvalías generadas.
- Para determinar el valor de mercado de los activos dentro del enfoque de PNC, hemos considerado para el inmovilizado fijo el valor de tasación determinado por los siguientes expertos independientes, que han valorado los inmuebles de la Sociedad:

Experto Independiente	Inmueble	Fecha última tasación
CB Richard Ellis	NH Alberto Aguilera	31/08/2013
Savills	NH Argüelles	31/08/2013
Savills	NH Palacio de Tepa	31/08/2013
Savills	Serrano 88	31/08/2013
Savills	Plaza de Ordás	31/08/2013

Fuente: Elaborado por PwC

La plusvalía total neta del Impuesto sobre Sociedades generada por la consideración del valor de mercado de los activos propiedad de Inmolevante, eleva el valor de las acciones a 40,5 millones de € (7,70 € por acción)

Activo

EUR	31/08/2013	Ajuste	31/08/2013 Aj.
Inmovilizado Material	-	①	-
Inversiones Inmobiliarias	72.873.126	29.918.874	102.792.000
NH Alberto Aguilera	21.077.287	(1.077.287)	20.000.000
NH Argüelles	5.432.952	4.528.048	9.961.000
NH Palacio de Tepa	28.996.653	(6.053.653)	22.943.000
Serrano 88	12.154.661	32.475.339	44.630.000
Plaza de Ordás	5.211.574	46.426	5.258.000
Inversiones financieras a largo plazo	955.604	②	955.604
Activos por impuesto diferido	5.723.185	2.139.282	7.862.467
Activo No Corriente	79.551.915		111.610.071
Existencias	54.263		54.263
Deudores Comerciales	74.195		74.195
Inversiones Financieras a Corto Plazo	4.844		4.844
Efectivo y otros activos líquidos	7.686.413		7.686.413
Periodificaciones a corto plazo	-		-
Activo Corriente	7.819.715		7.819.715
Total Activo	87.371.631		119.429.786

Fondos Propios

Patrimonio Neto Corregido	40.493.388
----------------------------------	-------------------

Valoración

Numero de Acciones	5.413.503
Acciones Propias (Autocartera)	157.953
Acciones ajustadas	5.255.550
Precio/Acción	7,70

Referencia Ilustrativa

(en euros)	Corregido (PNC)	Net Asset Value	Gross Asset Value
Fondos Propios	40.493.388	51.608.332	119.429.786
Precio/Acción	7,70	9,82	22,72

Pasivo y Patrimonio Neto

EUR	31/08/2013	Ajuste	31/08/2013 Aj.
Fondos Propios	19.550.177		19.550.177
Capital	16.240.509		16.240.509
Reservas	18.642.392		18.642.392
Acciones y participaciones propias	(1.500.808)		(1.500.808)
Resultado de ejercicios anteriores	(14.180.604)		(14.180.604)
Resultado del ejercicio	348.687	③	348.687
Ajustes por cambio de valor	-	20.943.211	20.943.211
Patrimonio Neto	19.550.177		40.493.388
Deudas a largo plazo	66.676.981		66.676.981
Provisiones a largo plazo	291.704	④	291.704
Pasivo por impuesto diferido	-	11.114.944	11.114.944
Pasivo No Corriente	66.968.685		78.083.629
Provisiones	7.989		7.989
Deudas a corto plazo	277.081		277.081
Deudas con empresas del grupo	-		-
Deudores	567.699		567.699
Pasivo Corriente	852.769		852.769
Total Pasivo y Patrimonio Neto	87.371.631		119.429.786

Comentarios al Patrimonio Neto Corregido

- ① De acuerdo a las tasaciones de los tasadores independientes, el ajuste es de **29,9 millones de €**.
- ② De acuerdo al impuesto de sociedades (30%), las minusvalías registradas en NH Alberto Aguilera y NH Palacio de Tepa generan activos por impuesto diferido por importe de 2,1 millones de €.
- ③ El ajuste al Patrimonio Neto derivado de las tasaciones de los inmuebles de Inmolevante asciende a 20,9 millones de €.
- ④ Asimismo, las plusvalías generadas derivadas de dichas tasaciones genera un pasivo por impuesto diferido por importe de 11,1 millones de €.

Análisis de las Plusvalías y Minusvalías de los inmuebles

- A Fecha de Valoración los inmuebles de Inmolevante tienen un valor contable 72,9 millones de €. Con objeto de reflejar el valor de mercado de los mismos, la Dirección de la Sociedad nos ha proporcionado las últimas tasaciones disponibles de sus inmuebles.
- Dichas tasaciones, elaboradas por un experto independiente a efectos de su reflejo en las cuentas anuales de la Sociedad, emplean distintos métodos de valoración en función de la naturaleza de la explotación de los inmuebles.
- De esta forma, y considerando el valor contable de los terrenos, construcciones, de acuerdo a las tasaciones, resultarían unas plusvalías brutas a Fecha de Valoración por valor de 29,9 millones de €.
- Estas plusvalías elevarían el Patrimonio Neto de la Sociedad en 20,9 millones de € y les correspondería aproximadamente 11,1 millones de € en concepto de deuda fiscal por las plusvalías latentes. Si bien, las minusvalías latentes han generado 2,1 millones de € de activos por impuesto diferido.
- Cabe señalar que, considerando la evolución del mercado inmobiliario en España y la fecha de realización de las tasaciones, el valor de los activos pudiera haberse visto reducido.
- De acuerdo a los estados financieros no auditados de 31 de agosto de 2013 y a conversaciones con la Dirección de Inmolevante, el resto de partidas del balance no han sido ajustadas a mercado por no existir ni plusvalías ni minusvalías materiales en dichas partidas.
- De acuerdo a la información proporcionada por los expertos independientes, para valorar un inmueble en régimen de arrendamiento, la metodología comúnmente aceptada es el “Método de Actualización de rentas” que consiste en calcular el precio más probable que un inversor, estaría dispuesto a pagar por la adquisición de un bien capaz de producir rentas.
- Dicha actualización de rentas se realiza a través de flujos de caja inmobiliarios, calculando el valor presente de las rentas netas futuras (ingresos y gastos únicamente afectos al inmueble, y no de la Sociedad) de acuerdo a los contratos de arrendamiento.
- En dicha metodología de valoración de inmuebles, el valor terminal de los inmuebles, o valor de reversión, se calcula en base a una rentabilidad de salida o venta del inmueble (“Exit Yield”) en el largo plazo, en un contexto de mercado más estable que podrá garantizar la rentabilidad futura de dicha Exit Yield. Ver detalle de las tasaciones en el anexo 9.

Tasaciones de los Inmuebles (EUR)

Experto Independiente	Inmueble	Explotación	Fecha última tasación	Método de Tasación	Valor Contable 31/08/2013	Tasación	Ajuste
CB Richard Ellis	NH Alberto Aguilera	Hotel	31/08/2013	Actualización de Rentas	21.077.287	20.000.000	(1.077.287)
Savills	NH Argüelles	Hotel	31/08/2013	Actualización de Rentas	5.432.952	9.961.000	4.528.048
Savills	NH Palacio de Tepa	Hotel	31/08/2013	Actualización de Rentas	28.996.653	22.943.000	(6.053.653)
Savills	Serrano 88	Oficinas y Local	31/08/2013	Actualización de Rentas	5.211.574	44.630.000	39.418.426
Savills	Plaza de Ordás	Local Comercial	31/08/2013	Actualización de Rentas	12.154.661	5.258.000	(6.896.661)
Total					72.873.126	102.792.000	29.918.874

Fuente: Elaborado por PwC

Sección 7.3

Múltiplos de compañías y transacciones comparables

No hemos encontrado compañías cotizadas ni adquisiciones de empresas con un negocio comparable al de Inmolevante

Compañías comparables

- El método de múltiplos de mercado indica el valor de mercado del negocio comparándolo con compañías similares que cotizan en mercados bursátiles o que hayan sido objeto de transacciones privadas. También pueden considerarse los múltiplos implícitos en transacciones relevantes previas con acciones de Inmolevante, lo que no se ha producido recientemente.
- Durante el transcurso de nuestro trabajo hemos realizado un análisis detallado de compañías potencialmente comparables (ver anexo 8) con el objeto de realizar una valoración por el método de múltiplos de mercado que posteriormente hemos descartado debido a que:
 - La actividad de las compañías seleccionadas no eran comparables a la actividad de la Sociedad, que se basa única y exclusivamente en los ingresos obtenidos por los arrendamientos de sus inmuebles. Debido a una actividad tan específica y poco diversificada (inmuebles de unas características concretas en una zona específica de Madrid), no hemos encontrado compañías cotizadas ni transacciones de empresas con un negocio y unos activos comparables.
 - La cartera de inmuebles de las potenciales compañías comparables difiere en gran medida con la cartera propia de Inmolevante.
 - Asimismo, el tamaño de las compañías analizadas no se ajusta al tamaño de Inmolevante, por lo que los valores arrojados por este método no representaría el valor de mercado de la Sociedad.
- Si bien los múltiplos implícitos resultantes del análisis de dichas compañías comparables no pueden ser consideradas como una referencia de valor de mercado de Inmolevante debido a la falta de comparabilidad descrita anteriormente, consideramos que la estructura de apalancamiento y el coeficiente beta de dichas compañías (ver anexo 8) si debe ser tenida en cuenta. Esto es debido a que compañías de carácter inmobiliario tienen en común niveles históricos de apalancamiento elevados, al igual que Inmolevante. Asimismo, la característica principal del riesgo inherente de la deuda de compañías intensivas en activos fijos es de carácter hipotecario cuya garantía principal son sus activos inmobiliarios, tal y como ocurre en Inmolevante.

Transacciones comparables

- En el año anterior a la Fecha de Valoración, las transacciones que se han producido en España son transacciones de compra venta de activos y no de compañías comparables a la Sociedad. Por ello concluimos que no se ha producido ninguna transacción de sociedades comparables a Inmolevante.
- Si bien, a pesar de que en los últimos ejercicios no ha habido ninguna transacción de acciones de Inmolevante de terceros, sí han existido dos transacciones de acciones de Inmolevante dentro del Grupo Torimbía.
 - Compra de autocartera. En el periodo comprendido entre noviembre de 2010 y noviembre de 2011, se efectuaron compras para autocartera de Inmolevante a un precio máximo de 10,8€/acción y mínimo de 8,48 €/acción. En estas operaciones, aproximadamente la mitad de los transmitentes de acciones eran empresas del grupo.
 - Reestructuración societaria. El 26 de diciembre de 2011 se produjo una ampliación de capital en Torimbía S.L., suscrita mediante aportaciones no dinerarias realizadas por los accionistas de Torimbía, S.L.

En dicha ampliación no dineraria, los accionistas aportaron participaciones de otras sociedades del grupo, de las que algunas a su vez, ostentaban acciones de Inmolevante. Dichas sociedades fueron Fuente Barrera, S.A., Empresas Santa María de Ordás S.A. y Gestión Ibérica de Inversiones S.L.

De acuerdo a la información proporcionada por la Dirección, a efectos de valoración de las participaciones aportadas de dichas sociedades a efectos de la ecuación de canje, el valor implícito de las acciones de Inmolevante fue de 9€/acción.
- No obstante, no consideramos dichas transacciones como representativas del valor de mercado actual de la Sociedad de acuerdo a los resultados obtenidos en los métodos de valoración anteriormente aplicados.

Sección 7.4

Otros Métodos de valoración recogidos en el RD 1066/2007

El valor teórico contable de Inmolevante a 31 de agosto de 2013 se sitúa en 3,72 € por acción, según los últimos estados financieros disponibles

- El método del Valor Teórico Contable (“VTC”) se basa en valorar una empresa en función de su patrimonio neto, entendiendo éste como la diferencia entre sus activos contables y sus pasivos exigibles, registrados a valor neto contable. Dicho valor del patrimonio neto se divide por el número de acciones (excluyendo las acciones propias) para obtener el VTC por acción.
 - VTC = AC – PE – AP
- Siendo:
 - VTC = Valor teórico contable;
 - AC = Activo contable;
 - PE = Pasivo exigible;
 - AP = Acciones propias;
- Se trata de un enfoque estático que considera los activos (principalmente tangibles) y pasivos invertidos en el negocio en el momento de la valoración a su valor contable y no tiene en cuenta los rendimientos que pueden generar éstos en el futuro ni las plusvalías o minusvalías latentes con que pudiera contar la sociedad. Por tanto, no considera el valor generado por los activos intangibles y fondo de comercio del negocio.
- El Valor Teórico Contable de Inmolevante asciende a 3,65 € por acción, según las cuentas anuales auditadas de 31 de diciembre de 2012 y a 3,72 € por acción de acuerdo a los últimos estados financieros no auditados disponibles a 31 de agosto de 2013.

Balance de Situación

<i>EUR miles</i>	2012	Agosto 2013
Activo No Corriente	80.538	79.552
Activo Corriente	5.198	7.820
Total Activo	(A) 85.737	87.372
Pasivo No Corriente	63.940	66.969
Pasivo Corriente	2.595	853
Total Pasivo	(B) 66.535	67.821
Total Patrimonio Neto	(A) - (B) 19.201	19.550
Número de Acciones	5.414	5.414
Acciones Propias (Autocartera)	158	158
Acciones Ajustadas	5.256	5.256
Valor Teórico Contable por acción	3,65	3,72

Fuente: De acuerdo a los Estados Financieros auditados de 2012 y los últimos estados financieros disponibles de 2013

El valor de liquidación de Inmolevante resultaría significativamente inferior al obtenido mediante la aplicación de las restantes metodologías de valoración, motivo por el cual no resulta preciso su cálculo

- El valor de liquidación de una empresa, trata de reflejar el valor que la misma tendría en una eventual situación de disolución y cese definitivo de las actividades, realizando todos sus activos y liquidando todos sus pasivos teniendo en consideración las plusvalías/minusvalías latentes, así como las contingencias que pudieran existir, de modo que:
 - tiene en consideración tan sólo la situación de sus activos y pasivos en el momento de la valoración y no los rendimientos que pueden generar éstos en el futuro;
 - en la práctica, el precio obtenido en la enajenación de algunos de los activos podría ser inferior a su valor en libros. Esto vendrá determinado, fundamentalmente, por la rapidez con que se necesite efectuar la venta de los mismos.
- Asimismo, hay que tener en cuenta que la Sociedad cuenta con créditos fiscales reconocidos en el Balance por importe de 5,7 millones de €, que en caso de liquidación no podrían ser compensados.
- Teniendo en cuenta todas las circunstancias anteriormente mencionadas, consideramos que en el caso de que la Sociedad se viese obligada a enajenar sus activos, los inmuebles descritos en la sección 4 anterior, ésta tendría que ofrecer un descuento sustancial para lograr liquidar los mismos en un mercado ilíquido como el actual a un valor que podría ser sustancialmente inferior al valor recogido en las tasaciones con que cuenta Inmolevante a Fecha de Valoración, y posiblemente inferior al valor por el cual se encuentran contabilizados. Si bien, sería lógico que este valor de venta nunca fuera inferior al importe de su deuda, lo cual es un factor de incertidumbre para poder realizar un proceso de liquidación ordinario.
- Asimismo, en los procesos de liquidación, normalmente se incurre en diferentes pasivos adicionales (indemnizaciones por despidos, costes de cancelación de contratos, etc.) cuya liquidación impactarían aún más en los fondos propios de Inmolevante.
- De este modo, en caso de poder llevar a cabo un proceso de liquidación, el valor de liquidación de Inmolevante resultaría inferior al obtenido mediante la aplicación de las restantes metodologías de valoración, motivo por el cual no resulta preciso su cálculo.

No ha existido ninguna transacción de las acciones de Inmolevante desde el 18 de Noviembre de 2011

No se han formulado OPAs en el último año

- El artículo 10 del RD 1066/2007 requiere considerar el “valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión”.
- No se ha producido ninguna OPA sobre el valor durante el año previo a la emisión de este Informe.

La cotización media ponderada de los últimos 6 meses de cotización anteriores a la Fecha de Valoración no resulta relevante como valor de mercado debido a que no se ha realizado ninguna transacción en el mercado en dicho periodo

- El Artículo 10 del RD 1066/2007 requiere considerar la “cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado”.
- La última transacción de acciones de la Sociedad se realizó el 18 de noviembre de 2011. Por ello, su aplicación no resulta relevante al no haber transacciones como para poder considerarlo como un valor de mercado de la Sociedad razonable.

Sección 8

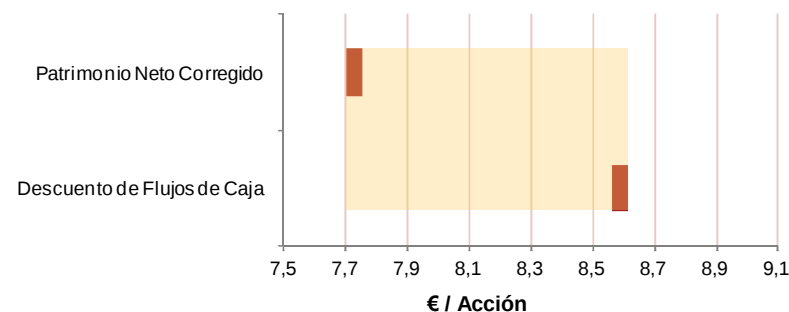
Conclusión de Valor

El valor de las acciones de Inmolevante se encuentra en un rango estimado entre 7,70 y 8,56 €/Acción a la fecha de emisión del informe

- Una vez aplicados los métodos establecidos en el RD 1066/2007, consideramos que el valor que mejor refleja el valor de mercado de Inmolevante es un rango situado entre, como valor máximo, el DFC, y como valor mínimo, el valor obtenido mediante el método del PNC.
- Por tanto, el valor de mercado de las acciones estimado se encuentra en un rango entre **7,70 y 8,56 € por acción.**
- Consideramos adecuado establecer un rango de valor debido a que, de todos los métodos aplicados:
 - El **DFC** indica el valor de un negocio basado en el valor presente de los flujos de caja que se espera que genere el negocio en el futuro. De la aplicación de este método, valoramos los fondos propios de la Sociedad en 8,56€/acción.
 - El **PNC** recoge la composición del valor de mercado de sus activos, debido a la naturaleza patrimonialista de la Sociedad y su elevado perfil inmobiliario. De la aplicación de este método, valoramos los fondos propios de la Sociedad en 7,70€/acción.

Conclusiones de valor

Métodos de Valoración	Valoración Fondos Propios	
	€ miles	€/ Acción
Patrimonio Neto Corregido	40.493	7,70
Descuento de Flujos de Caja	45.009	8,56



Fuente: Elaborado por PwC

Hemos descartado el resto de métodos aplicados al considerar que no reflejan el valor de mercado de Inmolevante

- Las conclusiones obtenidas a través de la aplicación del resto de métodos han sido descartadas debido a las siguientes consideraciones:
 - **VTC:** se trata de un método estático basado en los principios de valor de coste o adquisición histórico de los activos neto de sus pasivos. Este método no refleja el verdadero valor de los activos de Inmolevante. Por otra parte, de su aplicación resulta un valor inferior al obtenido mediante PNC;
 - **Valor Liquidativo:** no necesario, ya que consideramos que de su aplicación resultaría un valor significativamente inferior a los obtenidos a partir de los demás métodos (RD 1066/2007);
 - **Múltiplos de Mercado (Cotizadas y Transacciones):** el método de múltiplos de mercado comparables ha sido descartado por no haber encontrado compañías cotizadas cuya actividad fuera comparable a Inmolevante.

Asimismo, para el caso de los Múltiplos de Transacciones comparables, hemos realizado un análisis de transacciones realizadas por compañías intensivas en activo inmobiliario. Cabe destacar que dichas transacciones son única y exclusivamente de compra y venta de inmuebles y no de compañías cuya composición de activos sea comparable a Inmolevante.

Si bien, en el periodo comprendido entre noviembre de 2010 y noviembre de 2011, se efectuaron compras para autocartera de Inmolevante a un precio máximo de 10,8€/acción y mínimo de 8,48 €/acción.

Asimismo, el 26 de septiembre de 2011 se produjo una ampliación de capital en Torimbia S.L., mediante aportaciones no dinerarias realizadas por los accionistas de otras empresas del sociedades del grupo, de las que algunas a su vez, ostentaban acciones de Inmolevante. En este sentido, el valor implícito de las acciones de Inmolevante fue de 9 €/acción.

No obstante, no consideramos dichas transacciones como representativas del valor de mercado actual de la Sociedad de acuerdo a los resultados obtenidos en los métodos de valoración anteriormente aplicados.

- **OPA anterior:** En este caso no aplica ya que no se ha producido ninguna en el plazo máximo marcado por el RD 1066/2007.
- **Cotización de los 6 meses anteriores a la emisión del Informe:** Su aplicación no resulta relevante debido a que no se ha producido ninguna transacción de acciones en dicho periodo.

Anexo 1

Fuentes de Información

Fuentes de Información

- La valoración se ha efectuado fundamentalmente en base a la información que nos ha proporcionado la Dirección de Inmolevante, así como a distintas fuentes de información sectorial pública disponibles.
- La información clave que hemos recibido y utilizado en nuestra valoración se indica a continuación:
 - **Información Financiera**
 - Cuentas anuales de Inmolevante auditadas a 31 de diciembre de los ejercicios 2009, 2010, 2011 y 2012.
 - Estados financieros no auditados a 31 de agosto de 2013.
 - Cuentas analíticas de Inmolevante de ingresos y gastos de explotación para los ejercicios 2009, 2010, 2011, 2012 y 31 de agosto de 2013.
 - Documento de sumas y saldos para los ejercicios 2010, 2011, 2012 y 31 de agosto de 2013.
 - Plan de Negocio de la Sociedad a 10 años elaborado por la Dirección aprobado por el Consejo de Administración de Inmolevante el 26 de septiembre de 2013.
 - Cuentas de explotación del NH Alberto Aguilera, NH Argüelles y NH Palacio de Tepa para los ejercicios 2010, 2011 y 2012.
 - **Otra información**
 - Contratos de arrendamiento, anexos y cualquier otra información contractual de los inmuebles propiedad de la Sociedad.
- Valoraciones por un experto independiente de los inmuebles de Inmolevante en las siguientes fechas:
 - › CB Richard Ellis - NH Alberto Aguilera: tasación a 31 de agosto de 2013.
 - › Savills - NH Argüelles: tasación a 31 de agosto de 2013.
 - › Savills - NH Palacio de Tepa: tasación a 31 de agosto de 2013.
 - › Savills - Serrano 88: tasación a 31 de agosto de 2013.
 - › Savills - Plaza de Ordás: tasación a 31 de agosto de 2013.
- Contratos de los préstamos con garantía hipotecaria vigentes con entidades de crédito.
- Plan de amortización de la deuda financiera de acuerdo a los términos y condiciones de la refinanciación.

Informes de mercado utilizados

Informes de mercado

Analista	Fecha
Hoteles	
<i>Aguirre Newman</i>	Mayo 2012
<i>Alimarket</i>	14/03/2013
	11/02/2013
	13/02/2011
<i>CB Richard Ellis</i>	Ene. 2012
	Feb. 2011
<i>Datamonitor</i>	Oct. 2012
<i>Exceltur</i>	Oct. 2013
	Jul. 2013
	Jun. 2013
	Ene. 2013
	Ene. 2012
<i>HVS</i>	Sept. 2010
<i>Intelitur</i>	Feb. 2011
<i>Jones Lang</i>	Ene. 2012
	Sept. 2011
Oficinas	
<i>Aguirre Newman</i>	Ene. 2013
	Ene. 2012
	Julio 2011
<i>BNP Paribas Real Estate</i>	1T 2013
	4T 2012
	4T 2011
	3T 2011
<i>MarketBeat (Cushman & Wakefield)</i>	3T 2011
	Oct. 2011
<i>Jones Lang</i>	2T 2013
<i>Savills</i>	2T 2013
	1T 2013
	3T 2011
<i>Trima</i>	Abr. 2011

Analista	Fecha
Retail	
<i>Aguirre Newman</i>	Abr. 2013
	Abr. 2011
<i>MarketBeat (Cushman & Wakefield)</i>	1T 2011
<i>CB Richard Ellis</i>	1T 2013
	1T 2011
<i>Knight Frank</i>	Sept. 2011
<i>MarketBeat (Cushman & Wakefield)</i>	3T 2011
	Abr. 2011
<i>Savills</i>	Jun. 2013

Anexo 2

Glosario

Glosario de Términos (1 de 3)

Término	Definición
ADR	Tarifa media diaria (Average Daily Rate “ADR” en sus siglas en inglés)
CAPM	Modelo de Valoración del Precio de los Activos Financieros (Capital Asset Pricing Model en sus siglas en inglés)
Caso Base	Hipótesis base del Plan de Negocio a 10 años facilitado por la Dirección
CDN	Centro del Distrito de Negocios
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CMPC	Coste Medio Ponderado del Capital
Contratos	Los contratos de arrendamiento firmados con los arrendatarios de los inmuebles de la Sociedad
DFC	Descuento de Flujos de Caja
Dirección	La Dirección Financiera de Inmolevante,S.A. (Director Financiero (CFO) Manuel Rodríguez y el Controller Financiero Alejandro Mahía)
EBITDA	Beneficio antes de intereses, impuestos, amortización y depreciación
EBIT	Beneficio antes de intereses e impuestos
EMRP	Prima de riesgo de mercado (Equity Market Risk Premium en sus siglas en inglés)

Glosario de Términos (2 de 3)

Término	Definición
Exit Yield	Rentabilidad de salida pactada en la venta de un inmueble.
FCL	Flujos de Caja Libres
Fecha de Valoración	La fecha de valoración del presente informe es el 1 de octubre de 2013
G	Tasa de crecimiento a perpetuidad
IBI	Impuesto sobre Bienes Inmuebles
G.O.P	Ingreso Bruto de Explotación de un hotel (Gross Operating Profit “GOP” en sus siglas en inglés).
Informe	Este informe de valoración
Inmolevante	Inmolevante, S.A.
IPC	Índice de Precios al Consumo
La Sociedad	Inmolevante, S.A.
LTM	Estados financieros de los últimos doce meses, (“Last Twelve Months en sus siglas en inglés)
NH Alberto Aguilera	Edificio situado en la calle Alberto Aguilera 18, Madrid propiedad de Inmolevante, S.A.

Glosario de Términos (3 de 3)

Término	Definición
NH Argüelles	Edificio situado en la calle Vallehermoso 65, Madrid propiedad de Inmolevante, S.A.
NH Palacio de Tepa	Edificio situado en la calle San Sebastián 2 , Madrid propiedad de Inmolevante, S.A.
OPA de exclusión	Oferta Pública de Adquisición por exclusión
Plaza de Ordás	Edificio situado en la plaza del descubridor Diego de Ordás 1, Madrid propiedad de Inmolevante, S.A.
PNC	Patrimonio Neto Corregido
PwC	PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L.
RD 1066/2007	Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores
RevPar	Ingresos por habitación disponible (Revenue per Available Room en sus siglas en inglés)
SBA	Superficie Bruta Alquilable
Serrano 88	Edificio situado en la calle Serrano 88, Madrid propiedad de Inmolevante, S.A.
VTC	Valor teórico contable
WACC	Coste Medio Ponderado del Capital en sus siglas en inglés. También llamado tasa de descuento

Anexo 3

Coste Medio Ponderado del Capital

Análisis del coeficiente beta y del apalancamiento de las compañías cotizadas del sector inmobiliario (**)

Análisis de la Beta en la Fecha de Valoración (01/10/2013)

Compañía	País	Raw Beta	Standard error of Beta	R2	Beta/ Standard error of Beta	Periodicidad	Puntos de la muestra	Beta ajust.	Beta desapalancada	Beta re-apalancada (*)
CLS Holdings plc	UK	1,21	0,25	28%	4,76	mensual	60	1,14	0,39	1,10
Eurosic SA	FR	0,85	0,20	23%	4,15	mensual	60	0,90	0,39	1,11
Gecina SA	FR	1,74	0,25	46%	7,03	mensual	60	1,49	0,74	2,09
Mediana		1,21	0,25		4,76			1,14	0,39	1,11

Eliminadas por R2 Bajo

Inmobiliaria del Sur, SA	SP	0,15	0,16	0%	0,95	mensual	60	n.a.	n.a.	n.a.
Inmobiliaria Colonial SA	SP	0,77	0,28	11%	2,69	mensual	60	n.a.	n.a.	n.a.
Testa Inmuebles en Renta SA	SP	0,09	0,19	0%	0,44	mensual	60	n.a.	n.a.	n.a.

(*) Cálculo detallado (Ejemplo: CLS HOLDINGS PLC)

Beta Ajustada	1,14
/ (1 + Gearing Compañía Comparable)	293%
Beta Desapalancada	0,39
x (1 + Gearing óptimo sector)	283%
Beta Re apalancada	1,10

Fuente: CapitalIQ y Bloomberg

(**) Dichas compañías se encuentran detalladas en el anexo 8

El apalancamiento del sector es del 64,7%

Estructura de Apalancamiento del sector (*)

Compañía	Gearing					Media
	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	LTM	
Inmobiliaria Colonial SA	502,2%	152,5%	226,8%	235,4%	243,8%	272,1%
Inmobiliaria del Sur, SA	89,2%	97,9%	205,8%	273,1%	241,4%	181,5%
Testa Inmuebles en Renta SA	274,1%	378,3%	339,4%	348,2%	267,4%	321,5%
CLS Holdings plc	225,9%	226,3%	216,7%	180,1%	117,0%	193,2%
Eurosic SA	214,9%	152,2%	124,5%	72,0%	77,3%	128,2%
Gecina SA	107,8%	105,7%	131,6%	90,4%	77,4%	102,6%
Mediana	166,9%	152,3%	211,3%	207,7%	179,2%	183,5%

n.d. = no disponible

Las cifras señaladas en cuadro han sido excluidas de nuestro análisis para el cálculo de la mediana (análisis vertical)

Fuente: CapitalIQ

Deuda Neta	Gearing del sector	183,5%
/ Equity (Fondos Propios)	/ (1 + Gearing)	283,5%
Gearing	Apalancamiento del sector	64,7%

(*) Una compañía puede financiarse a través de dos fuentes de financiación en el medio y largo plazo: recursos propios (fondos propios) y recursos ajenos (deuda). El coste de dichas fuentes de financiación vienen representadas en el WACC (Coste Medio Ponderado del Capital) (ver sección 7.1 anterior página 31). La teoría del Capital Asset Pricing Model (CAPM) estándar, la estructura de capital óptima es aquella que minimiza el WACC. Como consecuencia, la estructura óptima/objetivo de capital es aquella que maximiza el valor de mercado del negocio, y por tanto, lo determina.

En este contexto, hemos realizado un ejercicio de homogeneización del apalancamiento de cada compañía en un horizonte temporal de 5 años en el cual excluimos aquellos años cuyo apalancamiento ha sido influenciado por elementos externos a la operativa normal del negocio. Por ello, se considera como apalancamiento óptimo/objetivo del sector, la media de las medianas del apalancamiento de la compañías comparables a Inmolevante una vez realizado dicho ejercicio de homogeneización.

En este sentido, la Dirección de Inmolevante ha considerado dicha estructura de deuda óptima de capital como objetivo en el largo plazo a la que Inmolevante debiera tender.

Anexo 4

Proyecciones financieras del Caso Base

Proyecciones del Caso Base para el período proyectado (Agosto 2013-2022)

EUR	2009	2010	2011	2012	Ago. 2013	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Importe neto de la cifra de Negocios	4.927.530	5.050.517	7.221.657	6.488.187	4.272.821	6.491.056	6.718.643	6.951.376	7.105.478	7.264.432	7.462.556	7.664.672	7.876.757	8.089.139	8.262.041
% crecimiento	2%	2%	43%	(10%)	-	0%	4%	3%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	2%
Otros Ingresos de Explotacion	40.406	38.721	122.819	19.282	8.483	19.571	19.748	20.064	20.505	20.915	21.333	21.760	22.195	22.639	23.092
Trabajos realizados para su activo	9.436.909	1.167.907	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aprovisionamientos	(9.436.909)	(1.443.976)	(391.648)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gastos de Explotacion	(1.506.400)	(1.642.329)	(1.306.492)	(1.534.397)	(1.380.638)	(1.730.944)	(1.007.668)	(1.026.295)	(1.048.897)	(1.070.212)	(1.092.673)	(1.115.584)	(1.139.071)	(1.162.950)	(1.186.431)
% crecimiento	10%	9%	(20%)	17%	-	13%	(42%)	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Personal	(49.337)	(49.337)	(49.337)	(49.683)	(33.249)	(50.428)	(50.882)	(51.696)	(52.834)	(53.890)	(54.968)	(56.067)	(57.189)	(58.332)	(59.499)
Servicios Exteriores	(1.413.664)	(1.272.537)	(847.110)	(1.021.796)	(1.052.309)	(1.210.654)	(482.696)	(492.924)	(503.791)	(514.204)	(525.545)	(537.113)	(549.031)	(561.109)	(572.553)
Tributos	(43.399)	(320.455)	(410.045)	(462.918)	(295.080)	(469.862)	(474.090)	(481.676)	(492.273)	(502.118)	(512.160)	(522.404)	(532.852)	(543.509)	(554.379)
Otros resultados	-	-	(51)	(568)	2.459	5.900	5.954	6.049	6.182	6.305	6.432	6.560	6.691	6.825	6.962
EBITDA	3.461.536	3.170.841	5.646.285	4.972.504	2.903.125	4.785.584	5.736.676	5.951.193	6.083.267	6.221.440	6.397.648	6.577.408	6.766.572	6.955.653	7.105.664
% margen s/ventas	70%	63%	78%	77%	68%	74%	85%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%
Amortizacion del Inmovilizado	(562.292)	(808.372)	(1.770.199)	(1.769.893)	(1.179.928)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)	(1.482.544)
Deterioro y enajenación del inmovilizado	(16.927.176)	(1.483.179)	(7.547.304)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	(14.027.933)	879.290	(3.671.218)	3.202.611	1.723.197	3.303.040	4.254.132	4.468.649	4.600.723	4.738.896	4.915.104	5.094.864	5.284.028	5.473.110	5.623.120
% margen s/ventas	(285%)	17%	(51%)	49%	40%	51%	63%	64%	65%	65%	66%	66%	67%	68%	68%
% margen s/ventas normalizado	59%	47%	54%	49%	40%	51%	63%	64%	65%	65%	66%	66%	67%	68%	68%
Ingresos Financieros	1.801.360	728.796	21.966	18.358	8.527	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gastos Financieros	(1.889.037)	(1.924.868)	(2.982.717)	(2.414.613)	(1.383.036)	(2.257.668)	(2.257.668)	(3.084.489)	(3.590.370)	(3.475.504)	(3.798.051)	(3.584.678)	(3.274.411)	(2.877.557)	(2.398.533)
Resultado Financiero	(87.677)	(1.196.072)	(2.960.750)	(2.396.255)	(1.374.509)	(2.257.668)	(2.257.668)	(3.084.489)	(3.590.370)	(3.475.504)	(3.798.051)	(3.584.678)	(3.274.411)	(2.877.557)	(2.398.533)
Resultado Antes de Impuestos	(14.115.611)	(316.782)	(6.631.969)	806.356	348.687	1.045.372	1.996.464	1.384.161	1.010.353	1.263.392	1.117.054	1.510.186	2.009.617	2.595.552	3.224.586
Impuestos	4.234.683	95.035	1.989.591	(241.907)	-	(560.209)	(759.939)	(804.987)	(832.723)	(861.739)	(898.743)	(936.493)	(976.217)	(1.015.924)	(1.047.426)
% Impuestos	30%	30%	30%	30%	-	54%	38%	58%	82%	68%	80%	62%	49%	39%	32%
Resultado operaciones continuadas	(9.880.927)	(221.748)	(4.642.378)	564.449	348.687	485.162	1.236.525	579.173	177.630	401.653	218.311	573.694	1.033.400	1.579.628	2.177.160
Resultado operaciones interrumpidas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado Neto	(9.880.927)	(221.748)	(4.642.378)	564.449	348.687	485.162	1.236.525	579.173	177.630	401.653	218.311	573.694	1.033.400	1.579.628	2.177.160

Fuente: Proyecciones elaboradas por la Dirección

Anexo 5

Variación de Circulante

Cálculo detallado de la Variación de Circulante aplicado en el DFC

Variación de Circulante

EUR	2009	2010	2011	2012	Ago. 2013	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	VT
Días de Cobro	3	3	0	16	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ventas Brutas	4.927.530	5.050.517	7.221.657	6.488.187	4.272.821	6.491.056	6.718.643	6.951.376	7.105.478	7.264.432	7.462.556	7.664.672	7.876.757	8.089.139	8.262.041	8.427.282
Clientes	46.166	47.636	1.001	278.994	69.134	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Deudores varios	294.063	116.687	38.071	6.893	5.061	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Existencias (Anticipos proveedores)	17.592	1.276	13.060	21.070	54.263	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Proveedores	3.807.860	620.049	39.101	141.781	6.576	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Acreedores varios	7.179	61.739	138.428	83.602	419.898	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otras deudas AAPP	13.476	10.651	271.816	92.757	141.225	244.316	252.883	261.642	267.443	273.426	280.883	288.490	296.473	304.467	310.974	317.194
Variación de Working Capital	2.043															
Clientes	(2.043)	(1.470)	46.635	(277.993)	209.860	69.134	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Deudores Varios	(294.063)	177.377	78.615	31.178	1.832	5.061	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Existencias	(8.319)	16.317	(11.785)	(8.010)	(33.193)	54.263	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Proveedores	1.921.284	(3.187.811)	(580.948)	102.680	(135.205)	(6.576)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Acreedores varios	2.620	54.560	76.689	(54.826)	336.296	(419.898)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otras deudas AAPP	(491.977)	(2.825)	261.165	(179.059)	48.469	103.091	8.566	8.760	5.800	5.983	7.457	7.607	7.983	7.994	6.508	6.219
Total	1.127.501	(2.943.852)	(129.628)	(386.030)	428.057	(194.924)	8.566	8.760	5.800	5.983	7.457	7.607	7.983	7.994	6.508	6.219

Fuente: Elaborado por PwC

- Los ingresos de Inmolevante provienen de las rentas de alquiler de sus inmuebles. De acuerdo a la Dirección, se cobra los primeros días del mes, por lo que se ha proyectado de acuerdo a unos días de cobro nulos.
- La partida de “Otras deudas AA.PP” registra los pagos trimestrales del IVA, por lo que se ha estimado como el 3,8% de las ventas de acuerdo a la información facilitada por la Sociedad.
- El resto de partidas, “Deudores”, “Existencias”, “Proveedores” y “Acreedores Varios” registran en años anteriores movimientos realizados en concepto de la obra del NH Palacio de Tepa y la adquisición del NH Alberto Aguilera. No obstante, la Dirección nos ha informado de que el saldo de la partida de ‘Acreedores varios’ registrada en el balance de situación a 31 de agosto de 2013 por importe de 419.898€ responde en su mayoría, a pagos pendientes con asesores de la refinanciación. En este sentido, la Dirección nos ha confirmado la Sociedad realizará el pago de la totalidad de dicho importe en el ejercicio 2013.
- La Sociedad no va a realizar ninguna obra en el período proyectado así como tampoco prevé realizar ninguna adquisición, por lo que no se han proyectado las citadas partidas.

Anexo 6

Valoración del Activo por Impuesto Diferido pendiente de compensar

La valoración del activo por impuesto diferido pendiente de compensar a 01/10/2013 asciende a 4,5 millones de €

Valoración a 01/10/2013

Activo por Impuesto Diferido

Importe	5.723.185
Tipo Impositivo	30%
Vigencia	8 años

EUR	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Base imponible ^❶	1.867.365	2.533.129	2.683.291	2.775.743	2.872.464	2.995.810	3.121.642	3.254.057	3.386.414	3.491.421
Impuesto	(560.209)	(759.939)	(804.987)	(832.723)	(861.739)	(898.743)	(936.493)	(976.217)	(1.015.924)	(1.047.426)
Tipo Impositivo	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Activo por Impuesto Diferido	5.723.185	5.162.975	4.403.036	3.598.049	2.765.326	1.903.587	1.004.844	68.351	-	-
Impuesto a pagar	-	-	-	-	-	-	-	(907.866)	(1.015.924)	(1.047.426)
Activo Imp.Dif pendiente	5.162.975	4.403.036	3.598.049	2.765.326	1.903.587	1.004.844	68.351	-	-	-
Ahorro Fiscal	560.209	759.939	804.987	832.723	861.739	898.743	936.493	68.351	-	-
Factor Temporal	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5
Factor de Descuento	0,97	0,91	0,85	0,80	0,74	0,70	0,65	0,61	0,57	0,54
Valoración	542.181	688.905	683.530	662.302	641.976	627.142	612.099	41.846	-	-
Total	4.499.981									

Fuente: Elaborado por PwC

- ❶ La Base imponible sobre la cual se liquida el Impuesto sobre Sociedades se ha calculado de acuerdo al Real Decreto-ley 12/2012, de 30 de marzo, modificado posteriormente por el Real Decreto ley 20/2012, de 13 de julio. Dicha normativa introdujo una limitación general a la deducibilidad de los gastos financieros netos (ingreso financiero – gasto financiero).
- Con efectos para los períodos iniciados desde 1 de enero de 2012, los sujetos afectados por dicha limitación solo pueden deducir sus gastos financieros netos del período hasta el límite del 30% de su beneficio operativo (con una deducción mínima de 1 millón de €), si bien:
 - Los excesos no deducidos pueden aprovecharse en los 18 períodos posteriores.
 - Si los gastos netos no alcanzan dicho límite, la diferencia puede adicionarse al límite en los 5 períodos siguientes.
 - En este sentido, hemos realizado el siguiente cálculo (ver página siguiente).

Cálculo de las Bases imponibles y el Impuesto sobre Sociedades efectivo de acuerdo a la nueva normativa fiscal

EUR	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Beneficio Operativo	4.785.584	5.736.676	5.951.193	6.083.267	6.221.440	6.397.648	6.577.408	6.766.572	6.955.653	7.105.664
Gastos financiero (GF) (acumulado)	(2.257.668)	(3.079.661)	(4.443.147)	(6.248.159)	(7.898.683)	(9.830.301)	(11.495.685)	(12.796.874)	(13.644.459)	(13.956.296)
% Max Deducible s/ Ben.Ope	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
% s/ Ben.Ope	47%	54%	75%	103%	127%	154%	175%	189%	196%	196%
EBIT	3.303.040	4.254.132	4.468.649	4.600.723	4.738.896	4.915.104	5.094.864	5.284.028	5.473.110	5.623.120
GF fiscalmente deducible	(1.435.675)	(1.721.003)	(1.785.358)	(1.824.980)	(1.866.432)	(1.919.294)	(1.973.222)	(2.029.972)	(2.086.696)	(2.131.699)
% G.F. fiscalmente deducible s/ Ben.Ope	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Base imponible efectiva ¹	1.867.365	2.533.129	2.683.291	2.775.743	2.872.464	2.995.810	3.121.642	3.254.057	3.386.414	3.491.421
% impuesto	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Impuestos sobre sociedades efectivo	(560.209)	(759.939)	(804.987)	(832.723)	(861.739)	(898.743)	(936.493)	(976.217)	(1.015.924)	(1.047.426)

Fuente: Elaborado por PwC

Anexo 7

Perspectivas generales de la economía española

Perspectivas generales de la economía española (1/3)

Perspectivas generales de la economía española

- Desde 2010 las condiciones financieras y económicas en España han empeorado significativamente. Ello se ha visto reflejado en la prima de riesgo del bono español a 10 años.
- La elevada necesidad de financiación externa de España ha tenido un impacto negativo creciente en la economía. El endeudamiento del sector privado ha provocado una reducción de la demanda interna, y el déficit público se ha incrementado considerablemente. Los problemas de liquidez y solvencia que afectan a las instituciones financieras también impactan negativamente a la economía española, teniendo en cuenta que el flujo de crédito se ha visto restringido.

Déficit público

- El déficit público de España se situó en 2011 y 2012 en el 8,9% y el 7,1%, respectivamente (10,6% en 2012 incluyendo la recapitalización bancaria).
- España acordó con la Unión Europea reducir el déficit público hasta el 3% entre 2012 y 2014 según el objetivo establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que sería posteriormente ampliado primero en un año y posteriormente hasta 2016.
- Para ello, el actual Gobierno español, cuya legislatura comenzó en noviembre de 2011, ha adoptado diversas medidas con el fin de aumentar los ingresos fiscales y reducir el gasto público, entre las que destacan:
 - Establecimiento de nuevos impuestos sobre la renta y la propiedad privada para recaudar €6 mm (diciembre de 2011);
 - Ahorro público en salud y educación de €10 mm (abril de 2012);
 - Real Decreto-ley 3/2012, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral: reducción del coste de despido, incremento de su flexibilidad, prevalencia del convenio de empresa frente al convenio colectivo, etc. (febrero 2012);



Fuente: Bloomberg

- 1 Rescate a Grecia y S&P baja la calificación de la deuda española.
- 2 Petición de rescate de Irlanda.
- 3 Rescate de Portugal aprobado.
- 4 El BCE compra deuda española e italiana.
- 5 Elecciones en España. Revisión del déficit público del 6% al 8,9%.
- 6 Primeras reformas del nuevo Gobierno.
- 7 Anuncio del rescate a Bankia.
- 8 España pide ayuda a la UE para recapitalizar la banca.
- 9 El BCE anuncia un nuevo programa de compra de deuda.
- 10 Acuerdo de EEUU para evitar el "abismo fiscal". Inestabilidad por la falta de mayoría absoluta en las Elecciones Generales italianas. Rescate a Chipre aprobado con una quita para los depósitos superiores a €100.000.
- 11 El Banco Central de Japón anuncia medidas drásticas para inyectar liquidez y acabar con la deflación.
- 12 El BCE baja los tipos de interés al 0,5%.
- 13 Crisis de gobierno en Italia.

Perspectivas generales de la economía española (2/3)

- Reducción de los objetivos de coste de los gobiernos locales y regionales;
- Incremento del IVA por el que se eleva el tipo general del 18% al 21% y el reducido del 8% al 10% (que en septiembre de 2009 se habían incrementado ya desde el 16% y 7%, respectivamente), así como reasignación de diversos objetos impositivos del tipo reducido al general (Septiembre 2012);
- Eliminación de la deducción fiscal por compra de vivienda, reducción de beneficios por desempleo, reducción del salario de funcionarios públicos (eliminación de una paga extra), etc. (Septiembre 2012). Todo ello conlleva un ahorro de €65 mm durante los dos años posteriores a dichas medidas;
- Real Decreto-ley 12/2012, por el que se introducen medidas tributarias y administrativas dirigidas a la reducción del déficit público, entre las que destacamos el límite de deducibilidad de los gastos financieros al 30% del beneficio operativo del ejercicio (marzo 2012);
- Los Presupuestos Generales del Estado (PGE) 2013 establecen diversos ajustes adicionales; y
- Se prorroga hasta 2014 la subida del IRPF establecido en 2012 y 2013, se incrementarán impuestos especiales y se eliminarán deducciones del impuesto sobre sociedades (abril 2013).
- Real Decreto-ley 18/2012 sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero: incremento de los requerimientos sobre provisiones para activos inmobiliarios. Ello conlleva una provisión adicional de €30 mm (mayo 2012);
- El Memorándum de Entendimiento sobre la Condicionalidad de la Política del Sector Financiero destaca las condiciones y requerimientos establecidos por la CE para conceder un préstamo de €100 mm al sector financiero español (julio 2012);
- De acuerdo con la auditoría de dos firmas independientes (Oliver Wyman y Roland Berger), el sistema bancario español requerirá entre €50 y €60 mm de capital adicional dentro de un escenario adverso (junio 2012). Oliver Wyman fija las necesidades de capital en €54 mm (septiembre 2012);
- La CE aprueba un plan de recapitalización por el que los bancos nacionalizados (Bankia, Novagalicia, CatalunyaCaixa y Banco de Valencia) han recibido un préstamo de €37 mm (noviembre 2012); y
- Creación del “*banco malo*” en agosto 2012 que adquirió en diciembre de 2012 y febrero de 2013 los activos tóxicos de las entidades financieras nacionalizadas y de las que han recibido ayudas públicas, por un importe total de €74 mm.

Deterioro y reestructuración del sistema financiero español

- Como consecuencia de la incertidumbre sobre la solvencia del sistema financiero español, el Gobierno ha aprobado una nueva legislación con requerimientos financieros más estrictos y numerosas entidades, en su mayoría cajas de ahorros, se han visto obligadas a consolidar y cambiar su estructura de gobierno corporativo:
 - Real Decreto-ley 2/2012 de saneamiento del sector financiero: incremento de los requerimientos sobre provisiones y de las aportaciones de capital para activos inmobiliarios problemáticos. Ello conlleva una provisión adicional de €54 mm (febrero 2012);

Perspectivas generales de la economía española (3/3)

Incertidumbre en las perspectivas de crecimiento de la economía

- A partir del segundo semestre de 2013 se ha producido una mejoría de las previsiones a nivel macroeconómico de España. Es este sentido, el Gobierno Español presentó el 27 de septiembre de 2013 el anteproyecto de los Presupuestos Generales del Estado en el cual prevé un crecimiento de la economía española del 0,7% y un descenso en términos anuales de la tasa de paro para el ejercicio 2014.
- En este sentido, la prima de riesgo española ha visto reducido su diferencial con Alemania en los últimos meses.
- No obstante, a pesar de que las previsiones a nivel macroeconómico son optimistas, España se encuentra expuesta a determinados riesgos a nivel microeconómico que crean incertidumbre en el medio plazo sobre dichas estimaciones optimistas:
 - El rápido crecimiento del sector exterior se debe a una mejora de la competitividad que se basa principalmente en la reducción de costes vía salarios y empleos, lo cual crea incertidumbre de si podrá continuar esta tendencia en el largo plazo.
 - España todavía cuenta con un alto nivel de desempleo y no se prevé una disminución relevante en el corto plazo.
 - El cumplimiento de los objetivos de déficit limitan al Estado para crear medidas de estimulación de la economía. En los Presupuestos Generales del Estado de 2014 se prevé que gran parte de los fondos se destinen para el pago de intereses de la deuda pública así como una previsión de endeudamiento cercana al 100% de PIB.
 - Exposición de España a economías como Italia, Grecia o Portugal que afectarían directamente a la prima de riesgo española tal y como ocurrió en septiembre de 2013 ante la crisis de gobierno de Italia. **13**
- Asimismo, las perspectivas publicadas en Julio de 2013 por el Fondo Monetario Internacional muestran una lenta recuperación principalmente motivada por el alto desempleo existente en España:
 - Crecimiento prácticamente nulo de la economía para 2014, siendo 2018 el ejercicio en el que España crecerá a una tasa superior del 1%.
 - El nivel de desempleo comenzará a reducirse a partir del año 2016, situándose en 2018 por encima del 25%.
 - Hasta 2018 el déficit público no se situará por debajo del 3%.
- En este contexto, de acuerdo al Fondo Monetario Internacional, las previsiones de crecimiento de España son positivas, si bien, son necesarias más reformas estructurales que le permitan consolidar su crecimiento.

Anexo 8

Análisis de comparabilidad de compañías cotizadas

Hemos seleccionado una muestra de compañías similares a Inmolevante cuyo porcentaje de inversiones inmobiliarias y el porcentaje de ingresos de explotación en forma de alquiler de las inversiones fijas sean altos

2012 (en miles de €)	Inmolevante	Inmobiliaria Colonial, S.A.	Inmobiliaria del Sur, SA	Quabit Inmobiliaria, S.A.	Realia Business, S.A.	Renta Corporación Real Estate, S.A.	Reyal Urbis, S.A.	Testa Inmuebles en Renta SA	Urbas Grupo Financiero, S.A.	Sacyr Vallehermoso, S.A.	CLS Holdings plc	Eurosic SA	Gecina SA
Total Activo	85.737	7.253.460	267.591	1.074.176	3.371.168	159.944	2.858.173	3.834.635	120.035	4.705.137	1.225.700	1.490.930	11.188.100
Inmovilizado Material	-	34.269	4.136	2.696	8.394	191	16.545	-	795	4.683	2.800	3.329	707.300
% de Activo	-	0,5%	1,5%	0,3%	0,2%	0,1%	0,6%	0,0%	0,7%	0,1%	0,2%	0,2%	6,3%
Terrenos y Construcciones	-	34.269	3.795	2.696	6.306	191	12.502	-	776	156	2.800	-	-
% de Inmov. Material	n.a.	100,0%	91,8%	100,0%	75,1%	100,0%	75,6%	n.a.	97,6%	3,3%	100,0%	0,0%	0,0%
Otros	-	-	341	-	2.088	-	4.043	-	19	4.527	-	653	707.300
% de Inmov. Material	n.a.	0,0%	8,2%	0,0%	24,9%	0,0%	24,4%	n.a.	2,4%	96,7%	0,0%	19,6%	100,0%
Inversiones Inmobiliarias	74.053	4.782.137	106.134	48.136	2.332.378	-	354.437	2.665.442	8.112	-	934.500	1.452.731	9.865.400
% de Activo	86,4%	65,9%	39,7%	4,5%	69,2%	0,0%	12,4%	69,5%	6,8%	0,0%	76,2%	97,4%	88,2%
Existencias / Mantenidos para la venta	21	1.623.806	83.171	849.320	578.553	150.679	2.227.070	-	77.640	-	-	-	428
% de Activo	0,0%	22,4%	31,1%	79,1%	17,2%	94,2%	77,9%	0,0%	64,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Terrenos y Construcciones	-	-	35.388	1.002.440	385.575	162.327	3.216.645	-	54.568	-	-	-	-
% Existencias	0,0%	0,0%	42,5%	118,0%	66,6%	107,7%	144,4%	n.a.	70,3%	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%
Obras en curso (ciclo corto y largo)	-	-	7.986	5.355	46.056	-	-	-	2.604	-	-	-	-
% Existencias	0,0%	0,0%	9,6%	0,6%	8,0%	0,0%	0,0%	n.a.	3,4%	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%
Edificios Terminados	-	-	39.797	133.631	133.718	143	215.017	-	19.896	-	-	-	428
% Existencias	0,0%	0,0%	47,8%	15,7%	23,1%	0,1%	9,7%	n.a.	25,6%	n.a.	n.a.	n.a.	100,0%
Otros	21	1.623.806	-	(292.106)	3.404	(11.791)	(1.204.592)	-	572	-	-	-	-
% Existencias	100,0%	100,0%	0,0%	-34,4%	0,6%	-7,8%	-54,1%	n.a.	0,7%	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%
Importe neto de la cifra de negocios	6.488	225.293	53.342	361.593	211.360	52.499	136.163	251.627	7.716	51.536	80.200	104.070	596.146
Explotacion / Rentas Alquiler	-	225.293	13.239	1.954	146.726	-	18.377	246.888	319	-	66.100	104.070	596.146
% Ingresos	0,0%	100,0%	24,8%	0,5%	69,4%	0,0%	13,5%	98,1%	4,1%	0,0%	82,4%	100,0%	100,0%
Promocion Inmobiliaria (Ventas)	-	-	33.226	359.367	30.098	52.499	91.798	-	7.397	-	800	-	-
% Ingresos	0,0%	0,0%	62,3%	99,4%	14,2%	100,0%	67,4%	0,0%	95,9%	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%
Construcción	-	-	6.405	243	-	-	-	-	-	-	-	-	-
% Ingresos	0,0%	0,0%	12,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros	-	-	472	29	34.536	-	25.988	4.739	-	51.536	13.300	-	-
% Ingresos	0,0%	0,0%	0,9%	0,0%	16,3%	0,0%	19,1%	1,9%	0,0%	100,0%	n.a.	0,0%	0,0%
Comparabilidad	✓	✓	✓	✗	✗	✗	✗	✓	✗	✗	✓	✓	✓

Fuente: Elaborado por PwC

Anexo 9

Valoraciones realizadas por un experto independiente en 2013

NH Alberto Aguilera - CB Richard Ellis**Valoración: 31 de agosto de 2013 - 20 millones de €**

INFORME DE PROPIEDAD- HOTEL NH ALBERTO AGUILERA

49

3.5 OPINIÓN DE VALOR

3.5.1 Valor de Mercado

Nuestra opinión del valor de mercado del inmueble a fecha de 31 de Agosto de 2013 es:

NH Alberto Aguilera

20.000.000 €
(VEINTE MILLONES DE EUROS).

Excluido IVA

Teniendo en cuenta unos costes de adquisición de 3,00%, nuestra opinión del Valor de Mercado mostraría el siguiente perfil de rentabilidades:

Rentabilidad Inversión	
Rentabilidad Inicial Neta	5,01%
Rentabilidad Año 2	5,39%
Rentabilidad Año 3	6,08%
Tasa de Salida	7,00%
Tasa de Descuento	9,00%
TIR Antes de Financiación	8,50%

Estimamos que las rentabilidades resultantes en nuestros cálculos reflejan el riesgo que un potencial inversor exigiría a una operación de inversión en el mercado hotelero de Madrid, dada la coyuntura económica actual y el uso residencial permitido en el edificio.

CBRE

NH Palacio de Tepa - Savills**Valoración: 31 de agosto de 2013 – 22,9 millones de €**

PATRIMONIO

HOTEL NH PALACIO DE TEPA, MADRID

savills

**Método de Valoración**

- Para determinar el valor de mercado del hotel se ha empleado la **metodología del descuento de flujos de caja (DCF)**. Esta metodología analiza los flujos de caja del hotel en explotación en un plazo de 10 años. Puesto que el hotel objeto de valoración cuenta con un contrato de arrendamiento en vigor con cadena hotelera, a efectos de valoración nos hemos basado en el mismo para determinar la renta futura a percibir por la propiedad. Hemos realizado una estimación de los ingresos y gastos operativos futuros que generará el hotel, que nos ha permitido determinar el importe de Renta Variable que le correspondería cobrar a la propiedad en cada periodo del flujo de caja. Así mismo, hemos considerado la venta del hotel en el último año del flujo de caja (año 10) a una rentabilidad de salida que consideramos apropiada para el tipo de inmueble. La actualización de la renta neta (deducidos los costes de propiedad) y el valor futuro de venta la hemos realizado mediante una tasa de descuento que consideramos apropiada de acuerdo con las características del hotel, y la coyuntura económica y de mercado.

- Principales parámetros de la valoración:

Año Flujo de Caja	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ADR (€)	166,5	169,9	175,0	183,7	189,2	194,9	200,8	206,8	213,0	219,4
% Ocupación	64,5%	65%	65%	65%	65%	70%	75%	80%	80%	80%
Ingresos Totales (.000€)	4.745,4	4.876,1	5.125,8	5.382,0	5.543,5	6.149,0	6.785,9	7.455,4	7.679,1	7.909,5
G.O.P. (.000€)	1.828,2	1.878,5	1.982,3	2.099,7	2.168,8	2.462,1	2.770,9	3.096,0	3.195,5	3.298,2
% G.O.P. sobre IT	39%	39%	39%	39%	39%	40%	41%	42%	42%	42%
Renta (.000€)	1.454,8	1.486,5	1.528,6	1.573,7	1.610,3	1.689,2	1.771,5	1.857,4	1.901,6	1.946,9

- Venta del producto: En Rentabilidad
- Exit Yield: 6,75%
- TIR: 8,75%
- Valor de Mercado/habitación: 270.000 €/habitación
- IPC considerado: 2,00%
- Gastos Anuales No Recuperables (año 1): 29.032€
 - Seguros: 11.277€
 - IBI: 17.755€

Nota

- No hemos realizado mediciones de superficies ni comprobaciones urbanísticas en las Administraciones competentes, habiendo confiado en la información aportada por nuestro cliente.

Valor de Mercado a 31/08/2013	22.943.000 €
Inmolevante, S.A. 100%	22.943.000 €

Confidencial

NH Argüelles - Savills

Valoración: 31 de agosto de 2013 - 10 millones de €

PATRIMONIO

HOTEL NH ARGÜELLES, MADRID

savills



Método de Valoración

- Para determinar el valor de mercado del hotel se ha empleado la **metodología del descuento de flujos de caja (DCF)**. Esta metodología analiza los flujos de caja del hotel en explotación en un plazo de 10 años. Puesto que el hotel objeto de valoración cuenta con un contrato de arrendamiento en vigor con cadena hotelera, a efectos de valoración nos hemos basado en el mismo para determinar la renta futura a percibir por la propiedad. Hemos realizado una estimación de los ingresos y gastos operativos futuros que generará el hotel, que nos ha permitido determinar el importe de Renta Variable que le correspondería cobrar a la propiedad en cada periodo del flujo de caja. Así mismo, hemos considerado la venta del hotel en el último año del flujo de caja (año 10) a una rentabilidad de salida que consideramos apropiada para el tipo de inmueble. La actualización de la renta neta (deducidos los costes de propiedad) y el valor futuro de venta la hemos realizado mediante una tasa de descuento que consideramos apropiada de acuerdo con las características del hotel, y la coyuntura económica y de mercado.

- Principales parámetros de la valoración:

Año Flujo de Caja	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ADR (€)	65,1	66,4	67,8	71,2	74,7	77,0	79,3	81,7	84,1	86,6
% Ocupación	64,2%	65,0%	66,0%	68,0%	68,0%	68,0%	70,0%	72,0%	75,0%	75,0%
Ingresos Totales (.000€)	1.340,6	1.383,5	1.432,8	1.550,1	1.627,6	1.676,4	1.777,5	1.883,1	2.020,4	2.081
G.O.P. (.000€)	645,4	666,1	692,5	759,7	803,0	828,8	886,2	946,1	1.025,2	1.057,8
% G.O.P. sobre IT	48%	48%	48%	49%	49%	49%	50%	50%	51%	51%
Renta (.000€)	775,0	808,0	824,2	840,6	857,5	874,6	892,1	919,1	952,4	974,5

- Venta del producto: En Rentabilidad
- Exit Yield: 7,75%
- TIR: 9,00%
- Valor de Mercado/habitación: 132.813 €/habitación
- IPC considerado: 2,00%
- Gastos Anuales No Recuperables(año 1): 70.532€
 - Seguros: 7.852€
 - IBI: 62.680€

Nota

- No hemos realizado mediciones de superficies ni comprobaciones urbanísticas en las Administraciones competentes, habiendo confiado en la información aportada por nuestro cliente.

Valor de Mercado a 31/08/2013	9.961.000 €
Inmolevante, S.A. 100%	9.961.000 €

Confidencial

Plaza de Ordás Apartamentos - Savills

Valoración: 31 de agosto de 2013 – 3,6 millones de €

PATRIMONIO

HOTEL NH ARGÜELLES, MADRID

savills



Método de Valoración

- La metodología de valoración empleada es la de Rentabilidad Inicial o Capitalización directa. Se trata del método tradicional de valoración de inmuebles en rentabilidad a largo plazo, que consiste en aplicar una tasa de capitalización a perpetuidad a los ingresos por netos por alquiler a fecha de valoración.
- A efectos de la presente valoración, consideramos que es la metodología más apropiada porque que al contar el inmueble con un uso de apartamentos turísticos operado por cadena hotelera de reconocido prestigio, estimamos el contrato se prorrogará hasta el plazo máximo permitido de 20 años. Así mismo, puesto que consideramos que la renta actual es de mercado, estimamos el valor de mercado considerando los actuales ingresos netos de alquiler a perpetuidad.
- La rentabilidad o tasa de capitalización aplicada a los ingresos estimados refleja todas las previsiones y riesgos asociados al flujo de tesorería y a la inversión. La estimación de la tasa de capitalización se determina a partir de una combinación del análisis de inversiones similares formalizadas (cuyos precios por lo general vienen fijados por el mercado en función de la rentabilidad bruta) y por la experiencia general y el conocimiento del mercado.

Principales parámetros de la valoración:

- | | |
|---|---|
| ➤ Ocupación: Mono-Inquilino | ➤ Gastos Anuales No Recuperables: 13.295,64 € |
| ➤ Grado de Ocupación: 100% | • IBI: 10.656,51 € |
| ➤ Renta bruta anual contratada: 267.955 € | • Seguro: 2.639,13 € |
| ➤ Renta Neta anual contratada: 254.659,36 € | ➤ Initial Yield: 7,00% |
| ➤ Renta €/m²/mes contratada: 15,97 € | ➤ Repercusión €/m²: 2.602,9 €/m² |

Nota

- No hemos realizado mediciones de superficies ni comprobaciones urbanísticas en las Administraciones competentes, habiendo confiado en la información aportada por nuestro cliente.

Valor de Mercado a 31/08/2013	3.638.000 €
Inmolevante, S.A. 100%	3.638.000 €

Confidencial

26

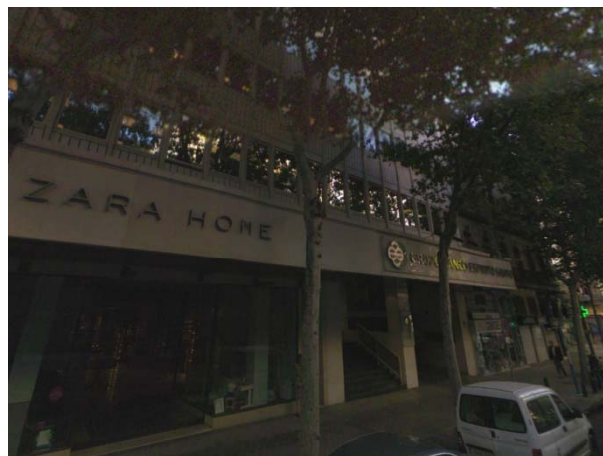
Serrano 88 Oficinas - Savills

Valoración: 31 de agosto de 2013 – 28,6 millones de €

PATRIMONIO

SERRANO 88 (OFICINAS), MADRID

savills



Método de Valoración

Para estimar el valor de mercado del inmueble hemos empleado la metodología del descuento de flujos de caja (DCF). De este modo, hemos basado nuestro cálculo en las rentas que genera el inmueble, así como los gastos actuales. Así mismo, hemos realizado una estimación de las rentas de mercado y proyectado los gastos futuros (no recuperables, el seguro, IBI, etc.) para la superficie vacía, así como del espacio cuyos contratos vayan finalizando y/o se vayan renovando los contratos actuales. Al final de nuestro flujo de caja, hemos adoptado la hipótesis de que el inmueble se venderá a una determinada Rentabilidad de salida o "Exit Yield". Finalmente, tanto las rentas netas una vez deducidos los gastos no recuperables, como el valor de venta a futuro del inmueble lo hemos actualizado aplicando una tasa de descuento que consideramos apropiada para el inmueble en la situación actual de mercado.

• Principales parámetros de la valoración :

- Hipótesis adoptada en la valoración: una vez finalizado el contrato actual, asumimos que el inquilino permanecerá en el inmueble bajo contrato de arrendamiento con una renta actualizada a mercado.
- Venta del Producto: En Rentabilidad.
- Ocupación: Mono-inquilino (Banco Espíritu Santo)
- Grado de Ocupación: 100%
- Fecha de finalización del contrato actual: Diciembre 2016
- Renta bruta anual contratada: 1,706,987€
- Renta bruta anual contratada: 25,72 €/ m²/mes
- Renta ponderada de mercado considerada para oficinas: 22,00 €/m²
- Renta de mercado considerada para parking: 200 €/Ud
- IPC considerado: 2,00%
- Grado de ocupación oficinas: 100,00%
- Gastos no recuperables: 3,00%
- Repercusión: 5.177,22 €/m²
- Initial Yield (Renta neta 1er año/Valor neto): 5,73%
- Exit Yield: 5,50%
- TIR: 8,00%

Nota

- No hemos realizado mediciones de superficies ni comprobaciones urbanísticas en las Administraciones competentes, habiendo confiado en la información aportada por nuestro cliente.

Valor de Mercado a 31/08/2013	28.630.000 €
Inmolevante, S.A. 100%	28.630.000 €

Confidencial

Serrano 88 Retail - Savills

Valoración: 31 de agosto de 2013 - 16 millones de €

PATRIMONIO

SERRANO 88 (LOCAL), MADRID

savills



Método de Valoración

Para estimar el valor de mercado del inmueble hemos empleado la metodología del descuento de flujos de caja (DCF). De este modo, hemos basado nuestro cálculo en las rentas que genera el inmueble, así como los gastos actuales. Así mismo, hemos realizado una estimación de las rentas de mercado y proyectado los gastos futuros (no recuperables, el seguro, IBI, etc.) para la superficie vacía, así como del espacio cuyos contratos vayan finalizando y/o se vayan renovando los contratos actuales. Al final de nuestro flujo de caja, hemos adoptado la hipótesis de que el inmueble se venderá a una determinada Rentabilidad de salida o "Exit Yield". Finalmente, tanto las rentas netas una vez deducidos los gastos no recuperables, como el valor de venta a futuro del inmueble lo hemos actualizado aplicando una tasa de descuento que consideramos apropiada para el inmueble en la situación actual de mercado.

• Principales parámetros de la valoración :

- Venta del Producto: En Rentabilidad.
- Ocupación: Mono-inquilino (Zara)
- Grado de Ocupación: 100%
- Fecha de finalización del contrato actual: 2032
- Renta bruta anual contratada: 727,240.20 €/año
- Renta bruta anual contratada: 29,32 €/ m²/mes
- Renta ponderada de mercado considerada para el local: 53.97€ €/m²/mes
- Grado de ocupación comercial: 100,00%
- IPC considerado: 2,00%
- Gastos no recuperables:
 - Seguro: 3.908,52 €
 - IBI: 50,555.28€
- Repercusión: 7,741.81 €/m²
- Initial Yield (Renta neta 1er año/Valor neto): 4,55%
- Exit Yield: 4,75%
- TIR: 7,00%

Nota

- No hemos realizado mediciones de superficies ni comprobaciones urbanísticas en las Administraciones competentes, habiendo confiado en la información aportada por nuestro cliente.

Valor de Mercado a 31/08/2013	16.000.000 €
Inmolevante, S.A. 100%	16.000.000 €

Confidencial

29

Plaza de Ordás Locales - Savills

Valoración: 31 de agosto de 2013 - 1,6 millones de €

PATRIMONIO

PLAZA DIEGO ORDAS (LOCAL), MADRID

savills



Método de Valoración

- La metodología de valoración empleada es la de Rentabilidad Inicial o Capitalización directa. Se trata del método tradicional de valoración de inmuebles en rentabilidad a largo plazo, que consiste en aplicar una tasa de capitalización a perpetuidad a los ingresos por netos por alquiler a fecha de valoración.
- La rentabilidad o tasa de capitalización aplicada a los ingresos estimados refleja todas las previsiones y riesgos asociados al flujo de tesorería y a la inversión. La estimación de la tasa de capitalización se determina a partir de una combinación del análisis de inversiones similares formalizadas (cuyos precios por lo general vienen fijados por el mercado en función de la rentabilidad bruta) y por la experiencia general y el conocimiento del mercado.

• Principales parámetros de la valoración :

- Venta del Producto: En Rentabilidad.
- Ocupación: Mono-inquilino (Gamboa Motors)
- Grado de Ocupación: 100%
- Fecha de finalización del contrato actual: 2022
- Renta bruta anual contratada: 120,441.84 €/año
- Renta de mercado considerada para el local: 16€ €/m² /mes
- Grado de ocupación comercial: 100,00%
- Gastos no recuperables:
 - IBI: 5,955.87€
 - Repercusión: 2.821 €/m²
 - Initial Yield: 7,00%

Nota

- No hemos realizado mediciones de superficies ni comprobaciones urbanísticas en las Administraciones competentes, habiendo confiado en la información aportada por nuestro cliente.

Valor de Mercado a 31/08/2013	1.620.000 €
Inmolevante, S.A. 100%	1.620.000 €

Confidencial

31

Texto íntegro de las Propuestas que se someten a la Junta General Extraordinaria de Accionistas a celebrar el 23 de diciembre de 2013 en primera convocatoria o el día 26 de diciembre de 2013 en segunda convocatoria.

Primera.- Exclusión de negociación de las acciones de “INMOLEVANTE, S.A.” de la Bolsa de Valores de Madrid.

Se acuerda aprobar la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones representativas del capital social de “INMOLEVANTE, S.A.” de la Bolsa de Valores de Madrid, con expreso sometimiento a lo dispuesto en el artículo 34 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y concordantes y, solicitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, la “CNMV”) la referida exclusión de negociación, formulando al efecto una Oferta Pública por exclusión, de conformidad con el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, el “Real Decreto 1066/2007”).

Segunda.- Formulación de conformidad con lo dispuesto en el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores y en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, de la consiguiente Oferta Pública de Adquisición de Acciones por Exclusión.

Se acuerda formular una oferta pública de adquisición por exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad (en adelante, la “Oferta”), cuyas características principales son las siguientes:

(a) La Oferta se extiende a la totalidad de las acciones afectadas por la exclusión de negociación, esto es, a la totalidad de las acciones representativas del capital social de la Sociedad. No obstante lo anterior, la Oferta no se extenderá a aquellos accionistas que voten a favor de la exclusión y que, además, inmovilicen sus acciones hasta que transcurra el plazo de aceptación de la Oferta de conformidad con el artículo 23 del Real Decreto 1066/2007.

Determinados accionistas han acreditado ante la Sociedad la inmovilización de sus acciones con el fin de no aceptar la OPA ni transmitirlas de ningún otro modo. Dichas inmovilizaciones suman un total de 5.119.074 acciones representativas del 94,56% del capital total de la Sociedad. En consecuencia, la OPA se dirigirá de modo efectivo a la adquisición de 294.429 acciones (representativas del 5,44% del capital total de la Sociedad) que completan la totalidad del capital social.

(b) La Oferta se efectúa como compraventa y la contraprestación ofrecida es de DIEZ EUROS CON OCHENTA CENTIMOS DE EURO (10,80 €) por acción.

(c) La Oferta no se condiciona a la aceptación de un volumen máximo o mínimo del capital social, por lo que será válida y surtirá plenos efectos cualquiera que fuese el número de acciones ofrecidas a la Sociedad por los accionistas que acudan a la Oferta.

(d) Al no existir obligaciones convertibles ni otros valores que den lugar al derecho de suscripción o adquisición de acciones de la Sociedad, la Oferta se dirige exclusivamente a los titulares de las acciones de la Sociedad.

Tercera.- Reducción de capital social, en el importe que representen las acciones que hayan acudido a la Oferta Pública de Adquisición que, en su caso, y según el acuerdo a que se refiere el punto tercero del Orden del Día, formulará la compañía como requisito para la exclusión de cotización de sus acciones, y hasta la cuantía máxima de 883.287 euros de valor nominal mediante amortización de las acciones que hayan acudido a la referida oferta pública de adquisición, facultando al Consejo de Administración y a su Presidente para que determinen el importe de la reducción de capital dentro de la cifra máxima acordada y a tenor del resultado de la referida oferta pública de adquisición, con la consecuente modificación del artículo 5º de los Estatutos Sociales.

Tras la adquisición de acciones de la Sociedad, como consecuencia de la Oferta Pública de Adquisición, se acuerda reducir el capital social de la compañía, en el importe que representen las acciones que acudan a la oferta pública de adquisición a que se refiere el punto anterior del Orden del Día.

La Reducción de Capital Social se llevará a cabo en los siguientes términos:

Importe de la reducción de capital: Hasta un máximo de 883.287 euros de valor nominal mediante la amortización de las acciones que la compañía adquiera en la mencionada Oferta Pública de Adquisición de acciones, esto es, hasta un máximo de 294.429 acciones de tres euros de valor nominal cada una de ellas, representativas de un cinco coma cuarenta y cuatro por ciento (5,44%) del capital social.

La reducción de capital se llevará a cabo mediante la compra de las acciones para su amortización cuyos titulares hayan aceptado la Oferta Pública de Adquisición de Acciones en los términos del artículo 34 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

Finalidad de la Reducción: Dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 34 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y en el 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores, relativos a las Ofertas Públicas de Adquisición en caso de exclusión de la negociación y concordantes de la Ley de Sociedades de Capital.

Plazo de Ejecución: Una vez aprobadas por la Junta General de la Sociedad la exclusión de cotización de acciones de la Sociedad, la reducción de capital por el importe de las acciones adquiridas en la Oferta Pública de Adquisición y la formulación de la propia Oferta, el Consejo de Administración procederá, en su caso, a publicar los anuncios pertinentes relativos a la reducción de capital. La Oferta Pública de Adquisición se llevará a cabo una vez cumplidos los trámites de publicidad exigidos por la Ley de Sociedades de Capital para la reducción de capital a efectos de los artículos 319 y 336 de la citada Ley.

Transcurrido el plazo de un mes a contar desde la fecha del último de anuncio del acuerdo o desde la fecha en que se garanticen los créditos de los acreedores, se procederá a presentar ante la CNMV la Oferta Pública de Adquisición a los efectos de la exclusión de negociación.

La Oferta Pública de Adquisición de exclusión se mantendrá durante un plazo de aceptación de un mes.

Las acciones adquiridas por la sociedad en la Oferta Pública de Adquisición serán amortizadas dentro del mes siguiente a la fecha de liquidación de la Oferta.

La suma a abonar a los accionistas como precio ofrecido por sus acciones en la Oferta es de 10,80€ por acción.

El importe definitivo de la reducción de capital se fijará en función del número total de acciones que hayan aceptado la OPA de exclusión y será el resultado de multiplicar el número de acciones adquiridas en la OPA por tres euros correspondiente al valor nominal por acción.

Se aprueba delegar en el Consejo de Administración y en su Presidente, con carácter indistinto, para que procedan a ejecutar este acuerdo de reducción de capital social en el plazo de un mes, una vez liquidada la oferta pública de adquisición de acciones, determinando la cifra de reducción del capital en la correspondiente a las acciones que hayan acudido a la oferta pública, procediendo a su amortización y dando nueva redacción al artículo 5º de los Estatutos Sociales para adecuarlos a la cifra resultante, previa publicación del correspondiente anuncio.”

Cuarta.- Delegación de Facultades

Asimismo, se acuerda facultar al Consejo de Administración de la Sociedad, tan ampliamente como en Derecho sea menester, con facultad de sustitución en cualquiera de sus miembros para que puedan formalizar cualquier documento, público o privado y llevar a cabo cualquier trámite o actuación que resulte conveniente o necesario para la plena ejecución de los anteriores Acuerdos, incluyendo, sin ánimo exhaustivo ni limitativo, las siguientes facultades:

(a) Formular la Oferta Pública de Adquisición de acciones de la propia Sociedad.

(b) Fijar y desarrollar los términos y condiciones de la Oferta, incluyendo, en su caso, la modificación del precio ofrecido y estableciendo, entre otros, el plazo de aceptación de la Oferta e introduciendo, en relación con la Oferta, las observaciones efectuadas, por escrito o verbalmente, por la CNMV o por cualquier organismo, que al efecto sean necesarias o puestas de manifiesto por ellos sin necesidad de nueva consulta a la Junta General de Accionistas.

(c) Comparecer, en su caso, ante la CNMV, presentar la correspondiente solicitud de autorización de la Oferta y aportar toda la documentación requerida al efecto, incluyendo cuanta documentación complementaria o adicional sea requerida por dicho organismo.

(d) Redactar, presentar y suscribir el correspondiente Folleto Explicativo de la Oferta, asumiendo, en su caso, la responsabilidad por su contenido, y proporcionando cuantos datos e informaciones sean necesarios a tal fin hasta su autorización, junto con aquella documentación que dicho proceso requiera, todo ello con completo sometimiento a la legislación del mercado de valores española y a los requerimientos de la CNMV, en su caso.

(e) Publicar cuantos anuncios relativos a la Oferta fueran necesarios o convenientes.

(f) Formalizar los documentos que resulten necesarios para la obtención, constitución, modificación y, en su caso, extensión de las garantías que aseguren el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la Oferta, solicitando, en su caso, las reducciones de las garantías que procedan, así como el levantamiento de las mismas, a los efectos de lo establecido en el artículo 15 del Real Decreto 1066/2007.

(g) Formalizar los documentos que resulten convenientes para la obtención de la financiación necesaria para el buen fin de la Oferta.

(h) Designar la sociedad(es) o agencia(s) de valores que hayan de actuar por cuenta de la Sociedad para la realización de las actuaciones necesarias para la intermediación y liquidación de la Oferta.

(i) Desistir de la Oferta en aquellos casos en que resulte legalmente posible y sea conveniente para la Sociedad.

(j) Adquirir en nombre de la Sociedad, en el marco de la Oferta y sujeto a los términos y condiciones de la misma, acciones de la Sociedad para la completa ejecución de los anteriores Acuerdos. Así como para realizar todas las operaciones que fueren necesarias para la ejecución del acuerdo de reducción de capital descrito en la propuesta tercera anterior.

(l) Realizar todas las actuaciones necesarias para, tras la Oferta, obtener la exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad que, de manera automática deberán quedar

excluidas de cotización oficial una vez se haya liquidado la Oferta, de acuerdo con lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007.

(m) Realizar, en general, todos aquellos actos o gestiones que resulten necesarios o convenientes ante la CNMV, la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid, Iberclear, el Registro Mercantil y ante cualquier otro ente, organismo, entidad y registro público o privado, para la completa ejecución de los Acuerdos adoptados.

(n) Comparecer ante Notario para otorgar la elevación a público de los acuerdos adoptados, y realizar cuantas actuaciones o gestiones fueran convenientes o necesarias para lograr su más completa ejecución e inscripción, cuando proceda, en los Registros Públicos correspondientes y, en especial, en el Registro Mercantil de Madrid, extendiéndose esta delegación a la facultad de subsanar, aclarar, interpretar, precisar o complementar, en su caso, los acuerdos adoptados en cuantas escrituras o documentos se otorgasen en su ejecución, la publicidad de los mismos, y, de modo particular, cuantos defectos, omisiones o errores, de forma o fondo, impidieran el acceso de los acuerdos adoptados y de sus consecuencias en el Registro Mercantil de Madrid, incorporando, incluso, por propia autoridad, las modificaciones que al efecto sean necesarias o puestas de manifiesto en la calificación, oral o escrita, del Sr. Registrador Mercantil o requeridas por las autoridades competentes, sin necesidad de nueva consulta a la Junta General;

(ñ) Realizar, en nombre de la Sociedad, cuantas gestiones, actuaciones y actos jurídicos fuesen necesarios o convenientes con el fin de ejecutar los anteriores acuerdos y llevarlos a buen fin.

En Madrid, a 20 de noviembre de 2013.