



METROVACESA

Madrid, 14 Marzo 2002

ASUNTO: COMUNICACION DE HECHOS RELEVANTES

El Grupo METROVACESA comunica el valor de los activos inmobiliarios del Grupo a 31 de diciembre de 2001, de acuerdo con la valoración realizada por C.B. Richard Ellis, que asciende a 3.402,99 millones de euros, lo que implica un N.A.V. de 2.408,54 millones de euros con un crecimiento de 12,1% respecto al ejercicio anterior.

Se adjunta informe detallado sobre la mencionada valoración.

Metrovacesa, S.A.
p.p.

Ana de Pro
Directora Financiera



METROVACESA

GRUPO METROVACESA

1. VALORACION DE ACTIVOS INMOBILIARIOS

El valor de los activos inmobiliarios del Grupo METROVACESA a 31.12.2001, según valoración realizada por C.B. Richard Ellis, asciende a 3.402,99 millones de euros. Esta valoración representa un aumento del 16,1% respecto a la de 2000.

La estructura del valor de los activos inmobiliarios es la siguiente:

En Mill. €	2001	2000	% Var.
Inmuebles en Renta	2.132,21	1.974,88	8,0
Obra en Curso y Suelo para Alquiler	274,36	305,50	-10,2
TOTAL ACTIVOS PARA ALQUILER	2.406,57	2.280,38	5,5
Existencias: Solares, Obra en Curso y Producto Terminado	996,42	650,97	53,1
TOTAL ACTIVOS INMOBILIARIOS	3.402,99	2.931,35	16,1

Las plusvalías implícitas en los activos valorados, por comparación del valor de mercado asignado por C.B. Richard Ellis y el coste contable, ascienden a 1.803,85 millones de euros.

En Mill. €	2001	V. Libros 2001	Plusvalía
Inmuebles en Renta	2.132,21	1.002,16	1.130,05
Obra en Curso y Suelo para Alquiler	274,36	90,86	183,50
TOTAL ACTIVOS PARA ALQUILER	2.406,57	1.093,02	1.313,55
Existencias: Solares, Obra en Curso y Producto Terminado	996,42	506,12	490,3
TOTAL ACTIVOS INMOBILIARIOS	3.402,99	1.599,14	1.803,85

1.1. INMUEBLES EN RENTA

Los activos en explotación en régimen de alquiler a 31.12.2001 han sido valorados en 2.132,21 millones de euros lo que supone un incremento del 8% respecto a la valoración de 2000.

La estructura de la valoración por tipos de activos es la siguiente:

En Mill. €	2001	2000	% Var.	Yield 2001
Oficinas	1.018,12	947,27	7,5	5,9
C. Comerciales	533,55	512,51	4,1	6,6
Hoteles	161,61	155,63	3,8	8,6
Vivienda	279,92	272,82	2,6	4,8
Parking	64,54	33,59	92,1	6,7
L. Comerciales	38,95	23,85	63,3	3,2
Industrial	27,35	29,21	-6,3	7,2
Residencias	8,17	0,0	N/a	N/a
PATRIMONIO EN ALQUILER	2.132,21	1.974,88	8,0%	

El método de valoración empleado por C.B. Richard Ellis el de descuento de flujos de caja y las hipótesis empleadas se detallan en el apéndice I.

1.2. EXISTENCIAS

La valoración de las existencias, afectadas casi en su totalidad a la actividad de Promoción, se ha elevado a 996,42 millones de euros. Este valor representa un incremento del 53,1% respecto al de 2000.

El método de valoración empleado por C.B. Richard Ellis para los Activos de Promoción es el de estudios de desarrollos residual, y las hipótesis empleadas se detallan en el apéndice I.

2. VALOR LIQUIDATIVO DE LOS ACTIVOS (N. A. V.)

El valor liquidativo de los Activos del Grupo METROVACESA a 31.12.2001, antes de impuestos, es de 2.408,54 millones de euros, lo que representa un incremento del 12,1% respecto al de 2000. Lo que nos sitúa como la primera inmobiliaria cotizada por este concepto.

La formación y evolución del N. A. V. es la siguiente:

En Mill. €	2001	2000	% Var.
Valoración Activos Inmobiliarios	3.402,99	2.931,35	16,1
Otros Activos	290,82	236,44	23,0
Deuda Ajena	-1.240,51	-1.018,97	21,7
N.A.V.	2.408,54	2.148,82	12,1
N.A.V. por acción (euros)	38,58	34,42	12,1

Para el cálculo del NAV después de impuestos habría que tener en cuenta que las plusvalías de los activos en alquiler tributan, en caso de utilizar el criterio de empresa en funcionamiento, y suponiendo que se reinviertan al 18%, mientras que las procedentes del negocio de promoción y la obra en curso de alquiler tributarían al 35%.

I. INVERSIONES**VALOR DETERMINADO****Valoración – Método del Descuento de Flujos de Caja**

Para mayor claridad y flexibilidad, hemos adoptado una metodología de “Descuento de Flujos de Caja” para determinar el valor de la propiedad objeto de valoración. Dicho método está siendo empleado en Europa cada vez más para valoraciones con múltiples variables. Asimismo sería el método empleado por los inversores internacionales como posibles compradores.

El método de “Descuento de Flujos de Caja” se basa en una predicción de los probables ingresos netos que generará la propiedad durante un período determinado de tiempo, considerando un valor residual de la propiedad al final de dicho período.

Los flujos de caja se descuentan a una tasa interna de retorno “objetivo” considerada como la correspondiente a la propiedad para generar su Valor Actual. De esta forma, el Valor Neto Actual representaría el precio que se podría pagar por la propiedad para conseguir la tasa interna de rentabilidad “objetivo”, caso de que se cumplieran las hipótesis adoptadas.

En la práctica, la tasa interna de retorno se ajusta para reflejar el riesgo que entraña la inversión. En términos de nuestra metodología, esto reflejaría el riesgo que conllevan las hipótesis adoptadas. Las variables claves del “Método del Descuento de Flujos de Caja” son: la determinación de los ingresos netos, el período de tiempo durante el cual descontaremos dichos ingresos netos, la aproximación de valor que realizamos al final de dicho período y la tasa interna de rentabilidad “objetivo” utilizada para descontar los flujos de caja.

Consideraremos cada una de las variables clave para la propiedad objeto de valoración según se indica en los siguientes apartados.

Las predicciones de flujos de caja para las propiedades se basan en los supuestos relativos a los ingresos y estructura de gastos de la propiedad, estado de ocupación y funcionamiento. En nuestro método hemos realizado además las siguientes suposiciones:

INFLACIÓN DE RENTAS

En nuestro estudio, hemos tomado las previsiones de IPC (Índice de Precios al Consumo) y Crecimiento del Producto Nacional Bruto en España que muestra la tabla siguiente. En base a ella, hemos supuesto un crecimiento de rentas a un IPC del 3% anual:

Debemos destacar que las valoraciones están basadas en hipótesis generales sobre la economía española, sujetas a las inexactitudes asociadas a cualquier método de predicción. Si resultaran inexactas, los pronósticos de valor actual que implican también resultarían imperfectos.

CRECIMIENTO DE MERCADO DE RENTAS

Hemos utilizado un crecimiento anual de rentas que depende del tipo de propiedad y de las condiciones de mercado previstas para los próximos años.

Existe una gran variación, incluso dentro del mismo sector, pero las medias se definen como sigue:

	Año 1	Resto
Oficinas:	-5% - 0%	3%
Residencial:	4 - 6%	3%
Comercial:	4 - 6%	3%

VENCIMIENTO DE CONTRATOS / DESOCUPACIÓN

Hemos tenido en cuenta los vencimientos de los contratos y las superficies vacías.

Hemos supuesto una tasa de desocupación media durante el período de estudio que depende del tipo de propiedad y de las condiciones previstas del mercado.

A vencimiento de cada contrato, hemos supuesto un nuevo período contractual acorde con las condiciones actuales del mercado.

GASTOS NO RECUPERABLES

También hemos considerado los gastos no recuperables, relacionados en general con reparaciones estructurales del inmueble, reformas y rehabilitaciones.

HONORARIOS DE ARRENDAMIENTO

Hemos supuesto unos honorarios de gestión por primer contrato de alquiler del 10% de la renta anual y unos honorarios de renovación del contrato de arrendamiento del 5% de dicha renta anual, considerándolos siempre a su fecha de realización.

SEGURO DE PÉRDIDA DE RENTA

Hemos deducido un 0,25% de las rentas brutas anuales por este concepto.

PERÍODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

Los horizontes temporales que se pueden tomar para descontar los flujos de caja pueden ser diversos. Los periodos de análisis típicos comprenden de tres a diez años, teniendo cada uno sus ventajas e inconvenientes.

El enfoque del corto plazo, de tres a cinco años, tiene la desventaja de no dejar el suficiente tiempo para que el crecimiento de las rentas afecte a los flujos de caja.

Además, el corto plazo resulta muy sensible a las hipótesis que se tomen a vencimiento del período de descuento de los flujos de caja. Es habitual considerar al final de dicho período un valor residual de la propiedad que implica calcular el valor futuro del inmueble.

La previsión del posible valor futuro (valor residual) de la propiedad debe considerarse como mínimo "inexacto", de forma que cuanto menor sea el impacto que cause sobre el proceso de valoración, más aproximada resultará la valoración. Este menor impacto es más fácil de lograr cuando tomamos periodos de descuento más largos, normalmente 10 años.

El período de descuento de 10 años no cuenta con las desventajas comentadas anteriormente. Sin embargo, realizar hipótesis en el largo plazo aumenta el margen de error.

Teniendo en cuenta lo expuesto, creemos que un período de 10 años es el más apropiado para una inversión como la que es objeto de valoración.

TIR (TASA INTERNO DE RETORNO)

La tasa de retorno de la inversión es función del riesgo que entraña y del nivel de rentabilidad que ofrecen otras inversiones alternativas.

Como hemos comentado anteriormente, la mayoría de las transacciones de propiedades se analizan de una forma muy convencional, proporcionando pocas pistas sobre las tasas de retorno. Obtenemos nuestras evidencias de aquellas ofertas realizadas por CB Richard Ellis a los inversores sobre posibles operaciones de compra de edificios de oficinas y que nos permiten aproximarnos a las rentabilidades que están exigiendo dichos inversores.

Se considera que el mercado inmobiliario español debería ofrecer una rentabilidad mínima de 400 puntos básicos por encima del activo sin riesgo a largo plazo. En la actualidad esto representaría una tasa de retorno en torno al 9%. El margen añadido de puntos básicos es debido a la escasa liquidez del mercado inmobiliario

en comparación con otros mercados como el de acciones y al mayor riesgo que entraña la incertidumbre sobre los ingresos.

En cualquier análisis de flujos de caja es de vital importancia que los flujos de caja netos que se descuenten sean lo más realistas posibles, para poder comparar la tasa de retorno específica de la propiedad con las de otros activos.

En nuestros cálculos hemos utilizado una tasa de retorno mínimo del 9,25%, que aporta una prima de riesgo razonable sobre las obligaciones del tesoro a 10 años, reflejando el riesgo inmobiliario y su dificultad de gestión eficiente.

Al término de salida del período de descuento es necesario determinar un valor residual de la propiedad. En ese momento no es posible volver a aplicar una metodología de descuento de flujos de caja (sin extender el período) y resulta necesario calcular dicho valor residual en base a una rentabilidad de salida basada en la renta final que genera el inmueble. Hemos supuesto que la propiedad estará en disposición de incorporarse al mercado libre a dicha fecha.

Hemos utilizado una rentabilidad de salida acorde con la edad del inmueble en el 2012 y la situación del mercado previsto.

Existe una gran variación de rentabilidades de salida, dependiendo del tipo y edad de la propiedad, pero en términos generales se puede definir las medias utilizadas como sigue:

	Rango
Oficinas	6,75% - 7,75%
Residencial	5% - 6%
Comercial	6,5% - 8,75%

2. OPCIONES DE COMPRA

En caso de existir opciones de compra, la valoración se ha llevado a cabo teniendo en cuenta los desembolsos realizados por Metrovacesa a fecha de valoración en el ejercicio de dichas opciones.

El valor adoptado representa, por lo tanto, la diferencia entre el valor de mercado del inmueble objeto de opción de compra y los desembolsos pendientes de realizar por Metrovacesa.

El método de descuento de flujos de caja a 10 años ha sido el utilizado para llegar a nuestra opinión de valor en el mercado libre de la propiedad a fecha de valoración.

3. SOLARES / TERRENOS

Para valorar solares destinados a futuras promociones, hemos realizado Estudios de Desarrollo Residuales usados normalmente por valoradores en estos casos, así hallamos el precio por metro cuadrado de repercusión con el que se pueden contrastar nuestras opiniones sobre los niveles de valor.

Explicado sencillamente, el método de Desarrollo Residual requiere deducir los costes de la promoción propuesta del valor total de la promoción añadiendo el margen de beneficio que un promotor requeriría teniendo en cuenta el riesgo que conlleva la promoción. La cifra neta o "residual" resultante representa el valor más alto que se ofrecería por dicha propiedad. El método puede resumirse con la siguiente expresión:

$$(A) - (B + C) = D$$

Donde:

- A representa el valor total de la promoción terminada.
- B representa el coste de la promoción.
- C representa el beneficio del promotor.
- D representa el valor residual de la propiedad.

En los casos donde se especifica una promoción o reforma particular y existe cierta certeza sobre el tiempo que se empleará para la obra, la naturaleza de la misma y su uso futuro una vez terminada, el método de Estudio Residual actúan como un Estudio de Flujos de Caja sofisticado. El promotor dispondría de datos precisos y detallados sobre las distintas entradas, aunque alguna de ellas pudiera sufrir variaciones, por ejemplo los ingresos que se espera obtener de la venta de la promoción.

El método Residual también se puede utilizar para casos en los que la naturaleza de la promoción está menos claramente definida, por ejemplo cuando los detalles del proyecto de construcción o el precio exacto de venta no está establecido. En estos casos, el valorador debe actuar con cautela a la hora de juzgar las diversas suposiciones y datos asumidos para la valoración y asegurar que éstos sean razonables y lo más precisos posible dadas las circunstancias. Claramente, cualquier método que se adopte para llegar al valor residual requiere la estimación de un amplio número de variables.

En el caso de solares grandes para promociones, también hemos tenido en cuenta otros factores adicionales que podrían afectar su valor en el mercado libre, tales como tamaño del solar o de la promoción

proyectada, problemas urbanísticos que podrían darse, o si los solares cuentan ya con toda la infraestructura necesaria.

Los niveles de beneficio sobre coste utilizados en nuestros estudios varían entre el 13% y el 17% para solares principalmente urbanos con licencia de obras y entre el 20% y el 25% para solares de grandes dimensiones en mercados más inestables y con trámites urbanísticos pendientes.

4. OBRAS EN CURSO

Para valorar Obras en Curso, hemos utilizado el Método de Valoración Residual descrito anteriormente, el cual puede resumirse con la siguiente expresión:

$$(A) - (B + C) = D$$

Donde:

A representa el valor total de la promoción terminada.

B representa el coste de la promoción.

C representa el beneficio del promotor.

D representa el valor residual de la propiedad.

La definición de estas variables tiene en cuenta los siguientes matices:

**VALOR TOTAL DE LA
PROMOCIÓN TERMINADA
(A)**

En este caso hemos tomado los ingresos totales por ventas de la promoción proyectados, incluyendo ventas sobre plano.

Por lo tanto asumimos que el beneficio de las ventas realizadas sobre plano y cualquier ingreso en forma de depósitos de reserva o pagos anticipados (pagos efectuados antes de la entrega de la propiedad a su comprador) serían entregados al comprador de la promoción en curso.

**COSTES DE LA PROMOCIÓN
(B)**

Hemos asumido que el comprador de la promoción en curso se beneficiaría de la continuación de cualquier contrato de construcción que ya existiese antes de la venta de la promoción en curso.

Por tanto hemos utilizado todos los datos de costes presupuestados por ustedes para la construcción de la promoción y también los datos sobre periodo de construcción remanentes estimados y facilitados por ustedes.

Hemos asumido que tras la finalización de la construcción sería necesario un periodo para la comercialización de las propiedades que quedasen pendientes de vender antes de la compra de la

promoción en curso y las que no se hubiesen vendido durante el periodo de acabado de la obra.

Hemos asumido que el tipo de interés para financiar la obra hasta completar la promoción sería la tasa de mercado, y no la que pudiera haber sido fijada con anterioridad entre la compañía que inició la promoción y el banco, pues está podría ser una tasa preferencial.

BENEFICIO DEL PROMOTOR (B)

El beneficio del promotor que hemos supuesto en cada caso varía dependiendo del tamaño de la promoción, complejidad de la misma, estado de acabado de la obra y ventas realizadas. Así, hemos supuesto unos márgenes de beneficio sobre coste del 2% en los casos en que la obra está muy avanzada y se ha comercializado gran parte de la promoción y del 15% cuando la obra está recién iniciada y la comercialización no ha alcanzado niveles considerables.

5. SOCIEDADES PARTICIPADAS

Este capítulo contiene varios tipos de propiedades, tales como solares, edificios terminados, y propiedades en renta que se mantienen como inversión. El método empleado para valorar estas propiedades es el definido en las secciones anteriores según corresponda.

En el caso de sociedades participadas hemos valorado el 100% de la propiedad y luego hemos calculado matemáticamente el valor del porcentaje del que es propietario Metrovacesa.

Indicamos en el informe el porcentaje de participación que tiene Metrovacesa en las distintas propiedades.

Debemos resaltar que el valor del 100% de la sociedad representa el valor de mercado a la fecha de valoración. El valor de la proporción de la que es propietario Metrovacesa, ha sido calculado matemáticamente partiendo del 100% del valor de la propiedad el cual no necesariamente representa el valor en el mercado de dicha proporción en el caso de que ésta fuese puesta en el mercado independientemente y por separado.

Según el tipo de propiedad (patrimonio en renta, solar, etc.) hemos utilizado los métodos descritos anteriormente para llegar al valor de mercado.