

EMVS

Análisis de la cartera, estimación de valor de la misma y aspectos clave de un potencial proceso de venta

*Estrictamente
privado y
confidencial*
Borrador

2 de abril 2013

Limitaciones

- El presente informe es un borrador sujeto a cambios.
- La información utilizada para realizar nuestro trabajo fue obtenida de forma íntegra por parte de la Dirección y empleados de la Compañía.
- PwC no se hace responsable de la veracidad y exactitud de la información facilitada por la Compañía, ni de que ésta sea completa.
- Nuestro informe no debe ser utilizado, en otro contexto o por parte de terceros que tuvieran acceso al mismo sin nuestro consentimiento expreso por escrito.
- La información relativa a los flujos de caja estimados y determinadas hipótesis se refieren a eventos futuros. Las observaciones, comentarios, sensibilidades y conclusiones contenidas en el presente informe se han basado, principalmente, en la realización de procedimientos de revisión analítica sobre la información facilitada por la Compañía. Dado que, a menudo, los hechos y circunstancias no se producen según lo previsto, normalmente habrá diferencias entre los resultados previstos y los reales, y cabe la posibilidad de que esas diferencias sean materiales. No asumimos responsabilidad alguna en relación con la consecución de los flujos de caja previstos.
- Por los motivos expuestos anteriormente, es posible que en este informe no se identifiquen todos los asuntos de interés para ustedes y/o cualquier lector del presente informe.
- En cualquier caso, PwC, sus socios o empleados no serán responsables de cualquier pérdida, coste o gastos dimanantes en cualquier forma o en relación con actos fraudulentos u omisiones, malas interpretaciones o engaños por parte de la Compañía, los directores, personal o accionistas del mismo o sus asesores, así como de cualquier tratamiento inadecuado, omisiones, exactitud y veracidad de la información facilitada por la Compañía.

Aspectos clave de la cartera de activos objeto de análisis

1 Cartera

- **18 promociones** (1.860 viviendas) en el municipio de **Madrid**, con VNC de **€161m** y una deuda financiera asociada de **€86m***.
- La tipología de la cartera se distribuye en viviendas en alquiler de VPPA (Alquiler a 5/10 años) y VPPOC / VPPOCJ (Alquiler a 7 años con opción de compra).
- La **ocupación media** de la cartera es del **77%**.
- La tasa de **morosidad** media de la cartera es del **8%**.
- La **renta anual bruta** estimada es de **€8m** aproximadamente .
- El **tiempo medio estimado** ponderado de **venta** de los activos es de **6,5 años** (desde 1 de enero de 2013)

2 Estimación de valor

- Valoración de la cartera vía descuento de flujos futuros (rentas, venta de los inmuebles y costes relacionados).
- Rango de Valor Actual Neto de **€117m - €135m** .
- Coste de capital para el inversor de **23%-17%**.

3 Momento de Venta

- Consideramos que el **momento actual es adecuado** para vender, teniendo en cuenta las circunstancias del mercado y las prioridades estratégicas de EMVS.
- Existe un **alto interés** de inversores (principalmente internacionales) para adquirir carteras de esta tipología en España.
- Existen expectativa de **mayor oferta inmobiliaria** a final de año a la venta que incrementará competencia y complejidad de cierre.
- Una operación de venta de la cartera posibilitaría **generar liquidez y reducir endeudamiento y costes asociados a activos**.

4 Próximos Pasos

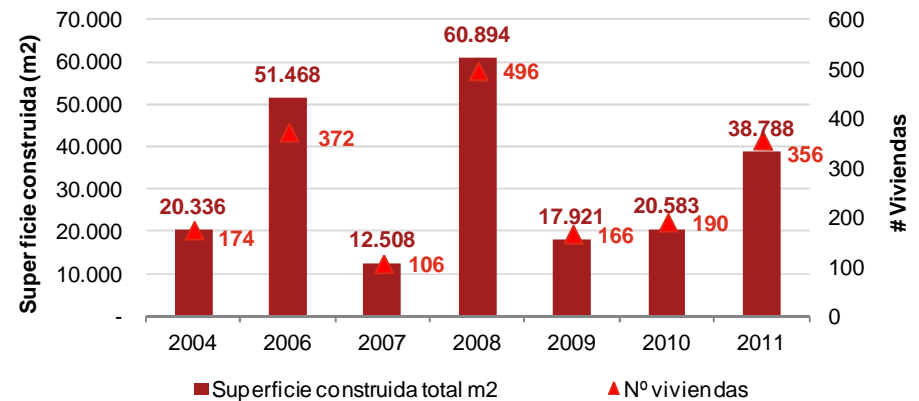
- **Maximización del precio** de venta a través de:
 - Proceso de Venta Competitivo y Ordenado.
 - Búsqueda de potenciales compradores adicionales.
 - Puesta a disposición de información clave, clara y adecuada que soporte el precio objetivo.

* Deuda a 31 de diciembre de 2012

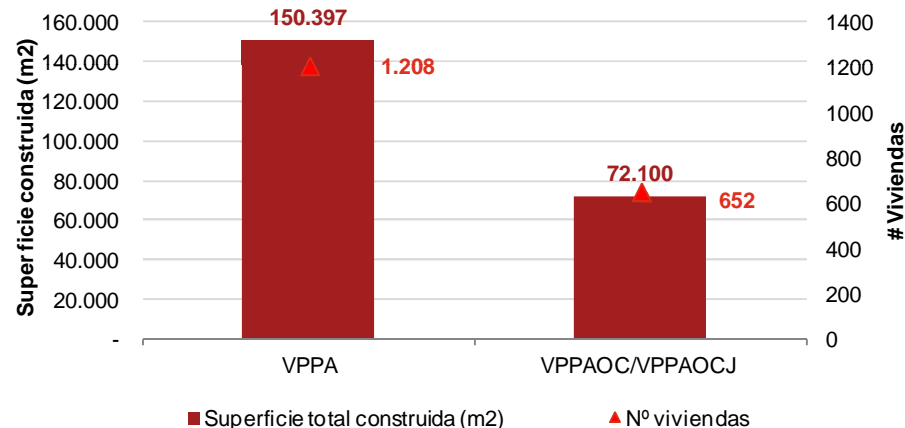
La cartera está compuesta por 18 promociones, que se componen de 1.860 viviendas

- La cartera está compuesta por 18 promociones con una superficie total construida de 222.497 m² y una superficie útil de 101.947 m².
- El 35,1% de las unidades corresponde a viviendas con opción a compra.
- La fecha de calificación media ponderada por la superficie total construida es noviembre de 2007.
- El ratio de ocupación medio de las viviendas de arrendamiento general es de 79,1% mientras que en el caso de las viviendas en alquiler con opción a compra es del 71,9% (Total 76,6%).

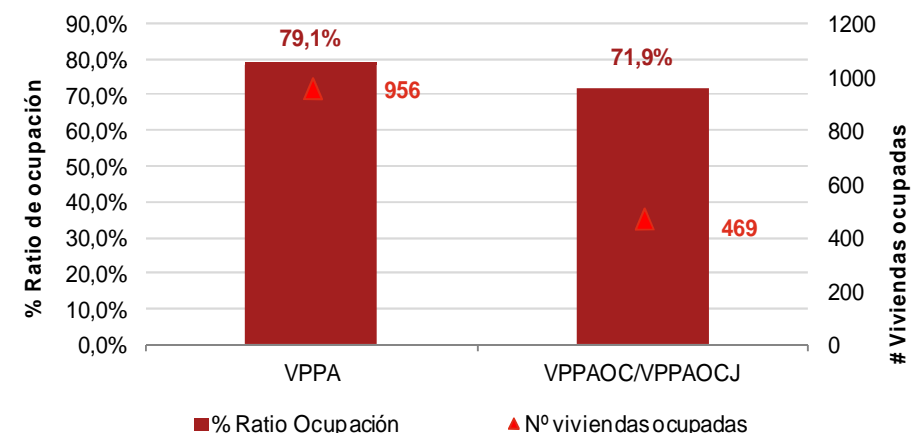
Sup. construida y # de viviendas por año de calificación



Superficie construida y # viviendas por régimen legal



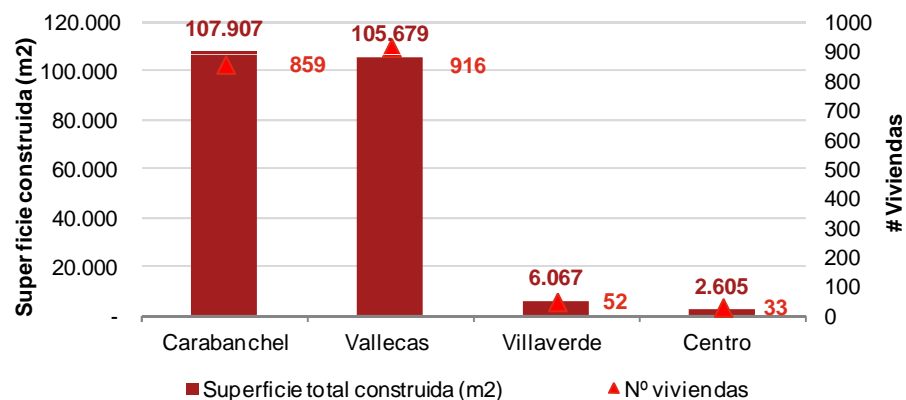
% Ocupación* y # de viviendas ocupadas por régimen legal



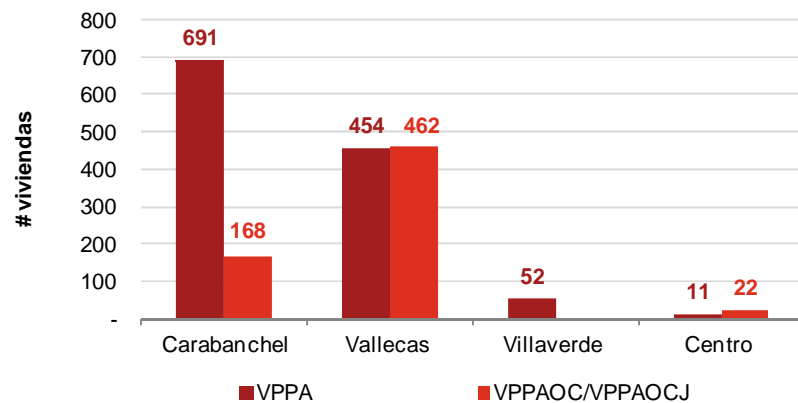
Las promociones se localizan principalmente en Carabanchel y Vallecas

- Todas las promociones de la cartera se localizan en el municipio de Madrid.
- Carabanchel es el distrito que acumula una mayor superficie construida (48,6%) seguido de Vallecas (47,5%), Villaverde (2,7%) y Centro (1,2%).
- En Carabanchel, un 80,4% de las viviendas están sujetas al régimen de arrendamiento general, mientras que en Vallecas un 49,5%.
- Los porcentajes de ocupación son similares en todos los distritos.

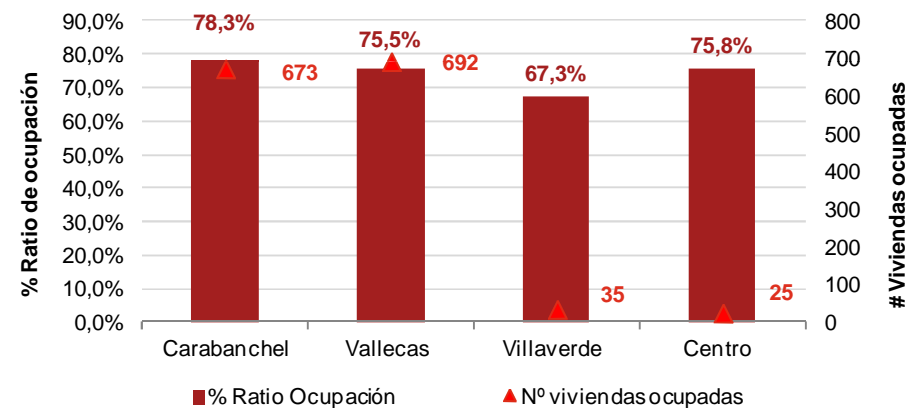
Superficie construida y # de viviendas por distrito



Viviendas por régimen legal y distrito



% Ocupación y # de viviendas ocupadas por distrito



Análisis y metodología de estimación de valor de la cartera, de acuerdo a hipótesis de mercado comúnmente aceptadas por los inversores (1 de 3)

- Hemos realizado un ejercicio de estimación de valor de la cartera atendiendo a nuestra experiencia y basándonos en la aplicación de una serie de variables e hipótesis sobre la información aportada por la compañía y a los parámetros comúnmente utilizados por la comunidad de inversores.
- Se ha realizado una proyección de flujos de caja por promoción partiendo como fecha de inicio del 1 de enero de 2013.
 - **Cash Flow Operativo**
 - Los cobros operativos incluyen las entradas de caja por rentas y gastos repercutidos y la estimación de venta de viviendas (garajes y trasteros vinculados).
 - Se ha partido como referencia del detalle individualizado de contratos de alquiler vigentes teniendo en cuenta las rentas y gastos repercutidos actuales.
 - Para las viviendas que no están ocupadas actualmente, hemos estimado una generación de un nuevo contrato de alquiler por promoción cada 30 días.
 - Adicionalmente, se considera la morosidad actual por promoción sobre la renta a facturar.
 - Los pagos operativos tienen en cuenta los gastos de comunidad no repercutidos, IBIS y TRU, de mantenimiento y otros gastos no repercutibles.
 - A las rentas y gastos asociados se le estima una subida del IPC del 0,5% anual hasta 2014, 2,5% en 2015 y un 2,0% hasta 2035.
 - **Cash Flow Deuda**
 - Los intereses han sido calculados en base a las condiciones actualmente firmadas, teniendo en cuenta los tipos fijos o, en caso de tipos variables, la curva actual de Euribor a 3 o 12 meses más los diferenciales individuales aplicables en cada caso. Se tiene también en cuenta el efecto de la subsidiación de las cuotas en el caso de la deuda asociada a inmuebles de arrendamiento general.
 - Se ha proyectado la caída de la deuda según los vencimientos actuales teniendo en cuenta la reducción de deuda provocada por las desinversiones estimadas de viviendas.

Análisis y metodología de estimación de valor de la cartera, de acuerdo a hipótesis de mercado comúnmente aceptadas por los inversores (2 de 3)

- **Tasas de Descuento**

- La tasa de descuento aplicada sobre flujo de caja total sin tener en cuenta impuesto de sociedades (CF Operativo + CF Deuda) es el retorno de capital.
- Retorno del Capital : **23-17%**. (Estos supuestos son realistas con respecto a la particularidad de los inversores financieros en el mercado de activos inmobiliarios).

- **Costes de la transacción**

- El tipo impositivo que aplica a las viviendas sin opción a compra sería el ITP (que se calcula como el 8% de venta) y para las viviendas con opción a compra sería el IVA (10%).
- Costes de asesoramiento al inversor: due diligence de revisión de la información, asesoramiento en la estimación del precio de la cartera, abogados. Este coste se sitúa, según estándares de mercado, aproximadamente sobre el 1% del precio pagado por la cartera.
- En el momento de la venta de las viviendas se considera un coste de venta del 2% del precio de venta del inmueble.

- **Ritmos de venta**

- Estimación de venta: 9 meses desde la finalización del contrato de alquiler concreto.
- Estimación de generación de un nuevo contrato de alquiler por promoción cada 30 días para las viviendas desocupadas
- Ninguna vivienda se vende en un plazo inferior al periodo mínimo desde la fecha de calificación (Arrendamiento General 10 años; Alquiler con opción de compra 7 años)

Ritmo de Ventas	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Total
Años	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Nº Ventas	-	1	71	153	286	651	348	195	62	25	26	15	12	13	5	1.863
% Sobre el total	0%	0%	4%	8%	15%	35%	19%	10%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	100%
Rotación Media (días)	6,4															

El 79% de la cartera se vende en 5 años entre 2016 y 2020

Análisis y metodología de estimación de valor de la cartera, de acuerdo a hipótesis de mercado comúnmente aceptadas por los inversores (3 de 3)

- **Precios/rentas/costes de referencia de las viviendas**

- El precio de venta de las viviendas, se calcula a través de hipótesis de acuerdo a la normativa aplicable:
 - VPPA: Superficie Útil (Viviendas + 60% Garajes y Trasteros) x Modulo Calificación x Coeficiente Multiplicador (1,5x).
 - VPPOC/VPPOCJ: Superficie Útil (Viviendas + 60% Garajes y Trasteros) x Modulo Calificación x Coeficiente Multiplicador (2x) – 50% de las rentas recibidas.
 - Hemos tenido en cuenta el precio de mercado de vivienda libre para aquellas promociones en los que este fuera inferior a los parámetros aplicables comentados en los párrafos anteriores.

Precios y sensibilidades

- La estimación del valor de la cartera se sitúa en **€117m a €135m**, en función de las distintas hipótesis aplicadas y de la tasa de descuento aplicada.
- Adicionalmente mostramos el comparativo con respecto a las ofertas recientemente recibidas por EMVS en relación a esta cartera.

(€m)	Escenario Pesimista	Escenario Optimista	Oferta 1	Oferta 2	Oferta 3	Oferta 4	Oferta 5
TIR	23%	17%					
NAV	44	61					
Deuda Bancaria *	86	86	86	86	86	86	86
GAV	130	150					
Impuestos (IVA / TPO) **	8,7%	8,7%					
Costes Intermediación	1,0%	1,0%					
Precio de Venta	117	135	120	145	106	121	115
			2 pagos anuales	5 pagos anuales	Único pago	40% aplazado	Único pago
VNC(31/12/2012)	161	161	161	161	161	161	161
% Descuento sobre VNC	(27%)	(16%)	(25%)	(10%)	(34%)	(25%)	(29%)
Precio / Vivienda	63.118	72.659	64.516	77.957	56.989	65.054	61.828

* A 31 de diciembre 2012
 ** Promedio

Conclusiones y Consideraciones

- Existe actualmente un **alto interés de inversores** para adquirir carteras de esta tipología en España.
- Existe la expectativa de que al final del presente año la **oferta inmobiliaria a la venta de este tipo de carteras se incrementará notablemente**. Esto añadirá competencia (menores precios) y complejidad de cierre de las transacciones.
- Existe la Atendiendo al conocimiento preliminar que tenemos de EMVS, consideramos que la posibilidad de cerrar una transacción de este tipo a un precio adecuado es beneficiosa para la compañía, permitiendo:
 - La **entrada** de un volumen de **liquidez** relevante útil para minimizar las necesidades operativas de la Compañía.
 - La **reducción** de un porcentaje significativo del **riesgo bancario** actual (13% sobre un total de €630m).
 - La **reducción** de **otros costes relevantes asociados a estos activos** no repercutibles a los inquilinos actuales (mantenimiento y reparaciones, IBIS, TRU, otros).
- Bajo nuestro punto de vista, consideramos que es **un momento adecuado para vender**, por lo consideramos que la decisión de tratar de **cerrar en el corto plazo una transacción a un precio idóneo es la adecuada**.
- Consideramos que sdebe intentar **maximizar el precio de venta** hasta llegar a rangos coherentes con el valor idóneo de mercado de la cartera
- Para ello, recomendamos establecer un **Proceso de Venta Competitivo y Ordenado** entre los ofertantes actuales y buscar potenciales compradores adicionales que entren a formar parte de dicho proceso.
- Se debe poner a disposición de ofertantes e interesados la **información clave, clara y ordenada** que soporte el precio objetivo a alcanzar.

Muchas Gracias