



GRUPO CEVASA - VALORACION DEL PATRIMONIO INMOBILIARIO Y TRIPLE NET ASSET VALUE (NNNAV) A 31.12.2014

1. Bases de valoración

La valoración se ha realizado de acuerdo con los Estándares Internacionales de Valoración - International Valuation Standards (IVS)-, metodología aceptada internacionalmente y reconocida por el IASB (International Accounting Standards Board), según información de AMERICAN APPRAISAL, sociedad encargada de realizar el estudio de valoración de los activos inmobiliarios del grupo CEVASA a 31.12.2014.

El criterio de valoración es el de "Valor Razonable de Mercado", el cual se define como la cantidad estimada por la cual, en la fecha de valoración, se intercambiaría voluntariamente una propiedad entre un comprador y un vendedor en una transacción libre después de una comercialización adecuada en la que cada una de las partes ha actuado con conocimiento, prudentemente y sin presiones.

Se incluyen en las valoraciones y en el NNNAV aquellos inmuebles que son propiedad de CEVASA y sus "sociedades dependientes", que son los que se reflejan en las partidas correspondientes del balance consolidado.

Debido a la toma de control por CEVASA, en los últimos meses del año 2014, de la Sociedad SBD Lloguer Social, S.A., a 31.12.2014 se incluyen los inmuebles de esa Sociedad y su filial, que no se incluían a 31.12.2013. Este es uno de los motivos del aumento del GAV (Gross Asset Value).

2. Valoración del Patrimonio Inmobiliario

El patrimonio inmobiliario de las empresas del Grupo CEVASA alcanza un valor a 31.12.2014 de 356 millones de euros, según valoración realizada, lo que supone un aumento del 7,37% del GAV de los activos inmobiliarios, respecto al valor al cierre del ejercicio 2013.

El desglose por tipos de activos es el siguiente:

Valoración Patrimonio Inmobiliario					
Valoración Activos Inmobiliarios Grupo CEVASA (miles de €)	2014	Peso %	2013	Peso %	Variación %
Inmuebles en Alquiler	316.085	88,77%	291.998	88,05%	8,25%
Hoteles	10.251	2,88%	9.981	3,01%	2,71%
Suelo y proyectos en curso para patrimonio	3.526	0,99%	3.446	1,04%	2,32%
Total inversión patrimonial	329.862	92,64%	305.425	92,10%	8,00%
Promociones acabadas y edificios en venta	48	0,01%	47	0,01%	1,06%
Suelo sin destino fijado y proy.en curso venta	26.149	7,34%	26.146	7,88%	0,01%
Total inversión para venta	26.197	7,36%	26.193	7,90%	0,01%
TOTAL PATRIMONIO INMOBILIARIO	356.059	100,00%	331.618	100,00%	7,37%

Si lo anterior lo corregimos con:

- Las inversiones y desinversiones realizadas en el ejercicio 2014, en nuevos inmuebles o en inmuebles en cartera,
- El efecto de la incorporación en el ejercicio 2014 de inmuebles de la sociedad SBD Lloguer Social, S.A., como si éstos se hubieran considerado al cierre del ejercicio 2013,

podemos concluir que la variación total de los inmuebles del grupo ha sido del 1,76 %, con una variación del 1,90% en la inversión patrimonial y del -0,08% en la inversión en inmuebles para la venta.

2.A Valoración de la inversión patrimonial

El valor de los inmuebles asociados a los negocios de alquiler y hotelero asciende a 329,86 millones de euros, y se desglosa como sigue:

Valoración de la inversión patrimonial					
Valoración de Activos en alquiler y explotación hotelera (miles de €)	2014	Peso %	2013	Peso %	Variación %
Viviendas y plazas de parking					
- Catalunya	258.828	78,47%	204.194	66,86%	26,76%
- Madrid		0,00%	26.085	8,54%	-100,00%
Locales comerciales	19.541	5,92%	20.814	6,81%	-6,12%
Edificios industriales	9.440	2,86%	9.145	2,99%	3,23%
Oficinas	28.276	8,57%	31.760	10,40%	-10,97%
Total superficies en alquiler	316.085	95,82%	291.998	95,60%	8,25%
Hoteles	10.251	3,11%	9.981	3,27%	2,71%
Suelo y constr.en curso con destino patrimonio	3.526	1,07%	3.446	1,13%	2,32%
TOTAL INVERSIÓN PATRIMONIAL	329.862	100,00%	305.425	100,00%	8,00%

2.B Valoración de la inversión en inmuebles para la venta

El valor de los inmuebles asociados a los negocios de promoción inmobiliaria y de suelo asciende a 26,20 millones de euros, y se desglosa como sigue:

Valoración de la inversión en activos para promociones destinadas a la venta					
Valoración Activos Asociados al negocio de Promociones (miles de €)	2014	Peso %	2013	Peso %	Variación %
Producto acabado	48	0,18%	47	0,18%	1,06%
Suelo sin destino fijo y proyectos en curso venta	26.149	99,82%	26.146	99,82%	0,01%
TOTAL NEGOCIO PROMOCIONES	26.197	100,00%	26.193	100,00%	0,01%

3. Valor del Grupo en función del denominado NNNAV o EPRA NNNAV (“triple net” asset value)

El denominado EPRA¹ NNNAV es el indicador del valor razonable de una empresa inmobiliaria e incluye, además del valor razonable de sus activos, también el de todos sus pasivos, entre los que se encuentran los activos y pasivos por impuestos diferidos y revalorizaciones de instrumentos financieros que son omitidas en el cálculo del IFRS NAV.

El valor del grupo con base al valor neto de sus activos y pasivos, calculado con los criterios del EPRA NNNAV, se define como el valor del mismo sobre la base del valor de mercado de todos sus activos, netos de la deuda financiera, y de los impuestos que se devengarían en caso de venta de aquellos activos y pasivos, entre ellos los que gravan las plusvalías o minusvalías en los mismos. Tal valor no es el valor de la empresa como negocio, considerando tanto su capacidad para generar utilidades futuras en el desarrollo de sus actividades como la potencialidad de aumento del valor añadido mediante mejora de la estructura financiera o reorganización de carteras inmobiliarias.

En cualquier caso, el NNNAV, calculado con los criterios establecidos por EPRA, está considerado una buena medida del valor razonable de una Compañía en un determinado momento, pero no se trata de un valor NAV liquidativo.

En la consideración del NNNAV debe tenerse en cuenta lo siguiente:

- a) Respecto a las opciones de valoración a que se refiere la NIC 40 respecto a las inversiones inmobiliarias, el grupo CEVASA optó en su día por el modelo de valor de coste respecto al de valor razonable.
- b) Para el cálculo del NNNAV se parte del patrimonio contable del grupo a 31.12.2014 atribuible a la sociedad controladora (CEVASA) y se añaden al mismo las diferencias de valor no registradas (plusvalías) entre los importes de tasación de los inmuebles del grupo que también le son atribuibles y el valor que para ellos se tiene registrado en las cuentas consolidadas cerradas a aquella fecha.
- c) Adicionalmente a las plusvalías asociadas a los activos inmobiliarios, se consideran aquellas que existen en otros activos y pasivos y que no se encuentran registradas en las cuentas o si lo están no lo están dentro de su Patrimonio Neto, en función de la estricta aplicación de la normativa contable. Entre éstas se encuentran aquellas sobre determinados instrumentos financieros (activos y pasivos) registrados a valor de coste y otras que se registran dentro del epígrafe de ingresos diferidos, así como el valor razonable de los activos y pasivos por impuestos diferidos, registrados en las cuentas por su valor nominal.
- d) En la determinación de la carga fiscal, EPRA NNNAV considera el criterio de empresa en funcionamiento. Por ello, es posible que las tasas impositivas efectivas consideradas en el cálculo de los impuestos potenciales sean menores que las tasas que se aplicarían bajo el supuesto de liquidación, por cuanto en algunos casos la legislación tributaria contempla mecanismos que reducen las tasas impositivas efectivas (p.ej.: reducción de bases imponibles por reserva de capitalización).

¹ EPRA es la abreviatura de European Public Real Estate Association, asociación que agrupa a la mayoría de sociedades patrimonialistas europeas.

El valor de la Sociedad en función del NNNAV a 31.12.14 y atribuible a la controladora (CEVASA) es de 252,77 millones de euros y su cálculo se detalla en el siguiente cuadro:

Valor del grupo CEVASA según EPRA NNNAV

en miles de €		
Conceptos	2014	2013
NAV según estados financieros consolidados	104.976	83.369
Efecto del ejercicio de opciones, convertibles y otros pasivos dilutivos del capital		
NAV diluido, después del ejercicio de opciones, convertibles y otros pasivos dilutivos	104.976	83.369
Se añade (i) a (vii):	148.508	174.614
(i.a) Revaluación de inversiones inmobiliarias (si se ha optado por la opción de coste en IAS 40)	170.826	183.787
(i.b) Reval. inversiones inmobiliarias en constr. (si se ha optado por la opción de coste en IAS 40)	296	245
(i.c) Revaluación de otras inversiones no corrientes mantenidas al coste		
(ii) Reval.de edificios ocupados como arrendatario en contratos de leasing financiero, mantenidas al coste	9.504	9.054
(iii) Revaluación de existencias inmobiliarias para la venta mantenidas al coste (IAS 2)	16.330	16.382
(iv) Revaluación de instrumentos financieros mantenidos al coste		-509
(v) Plusvalía de préstamos asociados a inversiones inmobiliarias, no incluida en NAV s/ estados financieros	7.054	2.289
(vi) Impuestos diferidos relativos a las partidas (i) a (v)	-55.260	-36.107
De (i) + (v)	-48.471	-31.345
De (ii)	-2.945	
De (iii)	-3.844	-4.915
De (iv)		153
(vii) Valor razonable de los impuestos diferidos registrados s/NIIF,s	-241	-526
(-) Valor nominal de los impuestos diferidos en estados financieros NIIF,s	-1.276	-2.782
(+) Valor razonable de los impuestos diferidos en estados financieros NIIF,s	1.034	2.256
Se añade o excluye:		
Ajustes de (i-vii) con respecto a negocios conjuntos e intereses de minoritarios	-716	
EPRA NNNAV ("triple net" asset value)	252.767	257.984
Nº de acciones a 31 de diciembre (excluida autocartera)	1.158.959	1.160.452
EPRA NNNAV per acción	218,10	222,31

Como puede apreciarse en el siguiente cuadro, las plusvalías latentes al cierre del año 2014, después de impuestos, son de 148,5 millones de euros, un 15 % menores a las que había al cierre del año 2013.

en miles de €			
	2014	2013	Variación %
Plusvalías brutas no registradas	203.768	210.721	-3,3%
Plusvalías netas de IS	148.508	174.614	-15,0%

La reducción de las plusvalías no registradas en balance tiene su principal explicación en la materialización en el ejercicio 2014 de parte de las mismas, a consecuencia de la venta de una inversión inmobiliaria que el grupo tenía en Madrid.

Se informa, finalmente, que el NNNAV por acción al cierre del año 2014, es de 218.10 €, menor que el publicado el pasado ejercicio, de 222,31 euros. Ello supone una disminución del 1,90%.

La principal causa de disminución del NNNAV es que, al cierre del ejercicio 2013, en el cálculo de tales tasas impositivas se supuso la reinversión de los importes obtenidos en hipotéticas ventas de activos del inmovilizado, con los requisitos fiscales de aplicación. Este mecanismo de reducción del tipo efectivo ha desaparecido con la entrada en vigor del nuevo Impuesto sobre Sociedades, y, aunque ha sido compensado por otros mecanismos, en su conjunto supone un aumento de la tributación potencial en caso de venta.