

CB Richard Ellis, S.A.
Edificio Torre Picasso, planta 27
Plaza Pablo Ruiz Picasso, s/n
28020 Madrid

T +34 91 598 1900
F +34 91 556 9690
www.cbre.es

CNMV
Paseo de la Castellana 15
28046 Madrid
España

03 de agosto de 2005

RE: Valoración Activos Propiedad Sol Meliá S.A.

Muy señores míos:

1. INSTRUCCIÓN

Por la presente les comunicamos que a fecha de 10 de Febrero 2005 Sol Meliá, S.A. contrató los servicios de CB Richard Ellis para realizar la valoración de sus activos inmobiliarios. El patrimonio Inmobiliario de Sol Meliá está formado por 63 hoteles en España, 11 hoteles en Europa, 13 hoteles en Latinoamérica; y 13 activos diversos en España y 5 activos diversos en Latinoamérica. El propósito de la valoración es estimar el valor de mercado para cada propiedad a fecha de 31 de Diciembre de 2004.

VALOR DE MERCADO

4.217.230.000,00 Euros

(Cuatro mil dos ciento diecisiete millones doscientos treinta mil EUROS)
excluido IVA, que se desglosa de la siguiente forma:

	EUROS
Hoteles en España	2.802.100.000,00
Hoteles en Europa	487.600.000,00
Hoteles en Latinoamérica *	797.700.000,00
Solares, terrenos y otro inmovilizado en España	47.780.000,00
Solares, terrenos y otro inmovilizado en Latinoamérica *	82.050.000,00
VALOR TOTAL	4.217.230.000,00

* El tipo de cambio para los activos de Latinoamérica ha sido de EUR-USD 1,30

El valor total de la cartera asciende a 4.217.230.000,00€. En algunos hoteles, en concreto 10 hoteles, se ha valorado la alternativa de reconversión a uso residencial. Asumiendo como hipótesis que la reconversión fuera viable, esto representa un 5.07% sobre el valor del uso actual.

Las valoraciones han sido preparadas de acuerdo con la más reciente edición del "RICS Appraisal and Valuation Standards" y los "Internacional Valuation Standards".

Se define valor de mercado de la siguiente manera:

"El precio al que podría venderse el inmueble, mediante contrato privado entre un vendedor voluntario y un comprador independiente en la fecha de valoración en el supuesto de que el bien se hubiere ofrecido públicamente en el mercado, que las condiciones del mercado permitieren disponer del mismo de manera ordenada y que dispusiese de un plazo normal, habida cuenta de la naturaleza del inmueble, para negociar la venta."

Esta definición de Valor de Mercado es similar a la definición utilizada por el Appraisal Institute de EEUU, la definición de la Unión Europea y por el Royal Institution of Chartered Surveyors de Gran Bretaña.

2. MÉTODO DE VALORACIÓN

La valoración está basada en nuestra experiencia y conocimiento del mercado, sustentado en estudios financieros de cada propiedad asegurando que existe un retorno aceptable para inversor/promotor/hotelero. Además, hemos tenido en cuenta evidencias de operaciones de compraventa en el mercado.

CB Richard Ellis ha realizado para Sol Meliá, S.A. una valoración de cada propiedad. Estas valoraciones no son garantías o predicciones de los resultados del futuro de ninguna de las propiedades.

VALORACIÓN DE HOTELES

El hotel se ha valorado como propiedad completamente equipada y operativa. En la valoración se incluye:

- Suelo y edificación
- Instalaciones, mobiliario, decoración y equipamiento
- La percepción del mercado del potencial comercial del negocio, incluyendo el fondo de comercio inherente a la propiedad
- Los productos consumibles se excluyen del objeto de valoración.

Los métodos de valoración aplicados al hotel son los siguientes:

Hoteles en Explotación: para la valoración de los hoteles actualmente en funcionamiento hemos aplicado los siguientes métodos:

1.- Método de Comparación de mercado: consiste en la apreciación del valor del inmueble a partir del análisis de las transacciones que se hayan realizado en el mercado hotelero en los últimos años de propiedades de características similares.

Este método se ha aplicado en ubicaciones con buena información de mercado de transacciones similares.

Hemos considerado las transacciones que han tenido lugar en el mercado, aunque con cautela, ya que no siempre contienen los datos completos de la transacción.

2.- Método de Capitalización de Rendimientos: consiste en evaluar el valor de las propiedades en base a su capacidad de generar rentas, es decir "el valor presente de los futuros beneficios". Estos beneficios entendemos normalmente como el EBITDA (ingresos antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización).

Bajo esta metodología existen básicamente dos técnicas de cálculo:

a) *Capitalización Directa:* consiste en convertir una expectativa de ingresos en un valor aplicando a los ingresos netos previstos una rentabilidad (tasa de capitalización) apropiada al inmueble. Esto implica la capitalización a perpetuidad de los ingresos de un año sin considerar por tanto ninguna fluctuación futura de los mismos.

Esta técnica ha sido aplicada para el cálculo del valor de salida del inmueble en el año 10 en el estudio de los flujos de caja (DCF).

b) *Descuento de Flujos (DCF):* a través del Descuento de Flujos (DCF) analizamos los flujos de caja en un plazo de diez años, basado en la previsión de los ingresos y gastos a generar durante este período de tiempo por el Hotel y teniendo en cuenta futuras variaciones en los mismos.

Para el análisis en detalle de las rentas y gastos que prevemos va a generar el Hotel hasta su posible venta en el año 10, nos hemos basado en la información que CB Richard Ellis posee del mercado y en su larga experiencia en el mercado inmobiliario.

Los rangos de análisis del descuento de flujos de cajas oscilan entre 3 a 10 años teniendo cada periodo sus ventajas e inconvenientes. Un periodo corto de 3 a 5 años tiende a sufrir de un tiempo insuficiente para que las rentas incrementen e impacten significadamente en el flujo de caja. Un periodo de 10 años no sufre de situaciones puntuales que afecten negativamente un año, situación que si afectaría a un descuento de flujo de caja de periodo corto.

Cada vez más y más es utilizado el método de valoración de (DCF) en la industria inmobiliaria y particularmente para la valoración de hoteles. Este método es a su vez el más utilizado por inversores internacionales. Es importante constatar que igualmente al resultado que salga del descuento de flujos, el valor es contrastado con recientes transacciones de mercado.

Tal y como hemos comentado anteriormente, para el cálculo del valor de salida del Hotel al final de dicho período, aplicamos la técnica de capitalización a perpetuidad de la renta anual neta estimada a una tasa de capitalización de mercado.

En todo momento se han utilizado tasas de descuento y yields de acuerdo con el mercado, adjuntándose a continuación los rangos utilizados para cada área geográfica en las que se localizan las propiedades:

	Tasas de descuento	Exit Yields
España	9% - 12%	6,15% - 7,5%
Europa	8,75% - 9,5%	6% - 7%
Latinoamerica	11% - 15%	9% - 13%

VALORACIÓN DE TERRENOS

Método residual: determina el valor del terreno en línea con la proyección de costes de construcción, la previsión de ingresos a futuro y el margen de beneficio del promotor requerido teniendo en cuenta el riesgo que incurre el proyecto.

Con el fin de determinar el valor del terreno es necesario realizar una precisa estimación de los futuros ingresos que generará una vez finalizado el proyecto, ya sea por su venta como por su explotación o generación de rentas. Este cálculo se lleva a cabo mediante un exhaustivo estudio del mercado donde se localiza la propiedad, comparando la calidad final del producto con otros en el mismo mercado.

Una vez que se ha definido cuales serán los ingresos generados por el proyecto es necesario extraer los costes de construcción. Los costes de construcción varían en función de las calidades del proyecto, el tiempo necesario para la construcción, así como la necesidad de obras de urbanismo y paisajismo, en el caso de que sean necesarios. Además, hay que tener en cuenta costes de arquitectura, ingeniería, financiación, seguros, etc.

Finalmente, también es necesario abstraer el margen de beneficio que sería requerido por el promotor, en otras palabras, la cantidad de dinero que el promotor haría en la línea con los costes y los ingresos. Actualmente, el margen de beneficio estándar requerido por el promotor es de un 20% sobre el coste, aunque este porcentaje varía de acuerdo con el riesgo que conlleva cada desarrollo. Este riesgo puede reflejarse de varias formas, por ejemplo, pudiera necesitarse una negociación para la modificación del plan general de urbanismo. El margen de beneficio podría modificarse también en función de la tipología de edificio que se construya y también según a los diferentes sectores a los que se dirija el fin último del edificio.