



Informe de experto independiente en relación con el proyecto de fusión por absorción de Única Real Estate SOCIMI, S.A. por Vitruvio Real Estate SOCIMI, S.A.

Septiembre de 2019



VITRUVIO REAL ESTATE SOCIMI, S.A.

Calle Sagasta, 15

C.P. 28004 Madrid

CIF - A87028932

Madrid, 12 de septiembre de 2019

Con fecha 2 de agosto de 2019, hemos recibido del Ilmo. Registro Mercantil de Madrid, designación para la emisión de un informe de experto independiente, sobre el proyecto común de fusión, entre las sociedades “Vitruvio Real Estate SOCIMI, S.A” (sociedad absorbente, en adelante VITRUVIO) y “Única Real Estate SOCIMI, S.A.” (sociedad absorbida, en adelante UNICA), según consta en el expediente 576/19. Dicho informe comprenderá dos partes: En primer lugar, se determinará si existe justificación al tipo de canje de las acciones aplicado en la sociedad extinguida y, en segundo lugar, se establecerá si existe correspondencia del patrimonio aportado por la sociedad absorbida, con el aumento de capital de la sociedad absorbente.

De acuerdo con dicha solicitud y en virtud de lo establecido en el artículo 34, apartado 3 de la Ley 3/2009 de 3 de abril sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, GESVALT SOCIEDAD DE TASACIÓN, S.A. (**gesvalt**) ha procedido a la elaboración del presente informe, en los términos y a los efectos previstos en la Ley.

ÍNDICE

1. RESUMEN EJECUTIVO.....	3
2. OBJETO Y ALCANCE	5
2.1. Objeto	5
2.2. Oferta de adquisición de acciones de UNICA REAL ESTATE SOCIMI, S.A.	5
2.2. Alcance - Información dispuesta	6
3. ENTIDADES PARTICIPANTES EN LA FUSIÓN	7
4. TEORÍA SOBRE VALORACIÓN DE EMPRESAS	12
4.1. Métodos de valoración.....	13
4.2. Metodología utilizada	14
5. DETERMINACIÓN DEL TIPO DE CANJE.....	15
5.1. Justificación del tipo de canje de las acciones de la sociedad que se extingue.	16
5.2. Análisis de la correspondencia del patrimonio aportado por la sociedad extinguida con el aumento de capital de la absorbente.....	18
5.3. Consideraciones a tener en cuenta	18
6. CONCLUSIÓN	21

Sección 1

Resumen ejecutivo

1. Resumen ejecutivo
2. Objeto y alcance
3. Entidades participantes en la fusión
4. Teoría sobre valoración de empresas
5. Determinación del tipo de canje
6. Conclusión

1. RESUMEN EJECUTIVO

A continuación, se muestra el resultado del informe sobre el proyecto de fusión por absorción de ÚNICA REAL ESTATE SOCIMI, S.A. por VITRUVIO SOCIMI REAL ESTATE, S.A.

Valoración de las entidades participantes en el proyecto de fusión:

Valoración de UNICA:

Valor por acción a efectos de canje = 27,61 € - 0,378 € = 27,23 €/acción
Esta cantidad, se ajusta con el valor neto patrimonial determinado de acuerdo con la metodología referida en epígrafes posteriores menos el pago del dividendo previsto. Si bien, hay que contemplar variaciones poco significativas, que atienden a las fechas de valoración contempladas, con los datos auditados y a la variación de acciones en circulación (diferencia inmaterial, correspondiente a variaciones de autocartera).

Valoración de VITRUVIO:

Valor por acción a efectos de canje = 14,5 - 0,07 = 14,43 €/ acción
Correspondiendo 10 € al valor nominal de la acción y 4,5 € a prima de emisión y 0,07 al dividendo previsto para repartir. 14,5 € es el precio al que se emitieron las acciones en la última ampliación de capital y coincide con el último valor de cotización.
Respecto al valor calculado apoyándose en el NAV, como en el caso de UNICA existen diferencias que entran dentro de un rango razonable y que

atienden a las diferencias entre los balances auditados y no auditados correspondientes a la fecha de la valoración.

De acuerdo con estas valoraciones y descontado el dividendo a pagar desde la fecha de la formulación del proyecto, se establece un precio por acción para UNICA de 27,23 € y para VITRUVIO de 14,43 €. Lo que supone una ecuación de canje de 1,8871 acciones de VITRUVIO por cada acción de UNICA. La cual se llevará a cabo en dicha proporción, redondeado por defecto, hasta el número entero más próximo de acciones de VITRUVIO y entregando la diferencia en efectivo.

De acuerdo con el alcance, la información utilizada y las distintas metodologías de valoración aplicadas en nuestro trabajo, el resultado de la valoración realizada y teniendo en cuenta los aspectos relevantes a considerar en la interpretación de los resultados de nuestro trabajo, con el objetivo de cumplir exclusivamente con los requisitos establecidos en el artículo 34 de la Ley 3/2009 de 3 de abril sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, consideramos que la metodología de valoración utilizada en la determinación del valor real de las Sociedades es adecuada a las circunstancias de la operación planteada y está justificado el tipo de canje propuesto en el Proyecto de Fusión.

Asimismo, el patrimonio aportado por la sociedad absorbida se corresponde por lo menos con el importe efectivo (nominal y Prima de emisión) del aumento de capital de la sociedad absorbente previsto en el Proyecto de Fusión y en el informe de los administradores, sobre el mismo, dentro de un rango razonable de valoración.

Sección 2

Objeto y alcance

1. Resumen ejecutivo
2. Objeto y alcance
3. Entidades participantes en la fusión
4. Teoría sobre valoración de empresas
5. Determinación del tipo de canje
6. Conclusión

2. OBJETO Y ALCANCE

2.1. Objeto: análisis de la fusión por absorción

Antecedentes

Tras varias comunicaciones entre los órganos de administración de las sociedades implicadas, ambas compañías publicaron, con fecha 08 de noviembre de 2018, un hecho relevante por el que daban a conocer la voluntad de VITRUVIO de adquirir las acciones de UNICA, en los términos de la oferta, así como un precio indicativo y provisional, determinado en función de sus correspondientes valoraciones a dicha fecha. Con fecha 4 de junio de 2019 se publicó en un nuevo Hecho Relevante, el Documento Informativo sobre la oferta de adquisición de acciones de Única Real Estate SOCIMI, S.A. formulado por Vitruvio Real Estate SOCIMI, S.A.

A continuación, se resumen los términos de la propuesta.

Oferta de adquisición de acciones de UNICA REAL ESTATE SOCIMI, S.A., precedente al proyecto de fusión

- Alcance de la oferta: 100% de las acciones representativas del capital social de UNICA.
- Valoración de la aportación: 32.527.335 € correspondiente al valor razonable estimado de las acciones de UNICA.
- Forma de pago: Se formuló en modalidad mixta de compraventa y canje de valores. La contraprestación consistió en efectivo y canje de acciones de VITRUVIO, emitidas a tal fin. Cada accionista que acudiera debía aceptar el canje como forma de pago de un mínimo

del 25% de las acciones que enajenase y un máximo del 75% en efectivo.

- Precio por acción: La acción de Única se valoró por el importe, en euros por acción, resultado de dividir la valoración de la sociedad entre el número de acciones en circulación, en el momento de la formulación de la oferta, ascendió a 27,61 euros por acción.
- Precio de las acciones emitidas por VITRUVIO para atender el canje: Correspondió con el último NAV publicado por VITRUVIO, ascendiendo a 14,5 euros por acción, correspondiendo 10 euros al valor nominal y 4,5 a prima de emisión.
- Ecuación de canje: El canje calculado fue de 1,904137 acciones de VITRUVIO por cada acción de UNICA, redondeándose hasta el número entero más próximo de acciones de VITRUVIO y entregando la diferencia en efectivo.
- La oferta fue aceptada por 1.052.410 acciones que representaban el 89,33% de las acciones en circulación de UNICA. Se aceptó la opción de pago en efectivo de 769.372 acciones y 283.038 en canje
- Con fecha 16 de julio de 2019 se informó del cierre del proceso de liquidación de la adquisición de las acciones de UNICA, en relación con la Oferta de adquisición formulada por VITRUVIO.

El 30 de julio se presenta en el Registro Mercantil de Madrid, solicitud de designación de experto independiente para la elaboración de informe sobre el proyecto común de fusión, para la adquisición del resto de acciones de UNICA, en manos de minoritarios, en los términos que a continuación se describirán.

2.2. Alcance - Información dispuesta

En el transcurso del estudio hemos tenido acceso a la siguiente información, procedente de las fuentes indicadas y considerada fiable:

INFORMACIÓN APORTADA POR EL PETICIONARIO

- Comunicaciones de Hechos Relevantes por parte de VITRUVIO y UNICA, al mercado Alternativo Bursátil (MAB), relacionadas con el proyecto de fusión.
- Informe Anual 2018 - Única Real Estate Socimi
- Cuentas Anuales auditadas 2018 - Única Real Estate.
- Cuentas Anuales auditadas 2018- Vitruvio Real Estate SOCIMI
- Documento Informativo sobre la oferta de adquisición de acciones de UNICA REAL ESTATE SOCIMI, S.A. que formula VITRUVIO SOCIMI REAL ESTATE
- VITRUVIO: Folleto informativo sobre ampliación de capital (marzo de 2019)
- Informe trimestral Proforma Vitruvio + Única
- Informe de experto independiente en relación con la ampliación de capital de Vitruvio Real Estate SOCIMI, S.A. por aportación no dineraria. 30/04/19
- Informe del Proyecto de Fusión por Absorción

OTRA INFORMACIÓN

- Bases de datos e informes recientes de valoración de GESVALT SOCIEDAD DE TASACIÓN, S.A.
- Informaciones públicas de entidades oficiales.
- Otra información publicada relativa a magnitudes financieras sectoriales (Bases de datos consultables).
- Bibliografía:
 - o Manuales de valoración de empresas editados por Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA).
 - o Bibliografía editada para CEVE ® (Instituto Español de Analistas Financieros)
 - o Red Book Ed 2017 (© Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS))

A su vez, vemos necesario destacar que la labor del presente informe no es fiscalizar el origen de las partidas recogidas en la contabilidad aportada, las cuales son asumidas como dato para el presente trabajo. Por esta razón, las conclusiones adoptadas se encuentran íntimamente ligadas a la veracidad de la información aportada.

Sección 3

Entidades participantes en la fusión

1. Resumen ejecutivo
2. Objeto y alcance
3. Entidades participantes en la fusión
4. Teoría sobre valoración de empresas
5. Determinación del tipo de canje
6. Conclusión

3. ENTIDADES PARTICIPANTES EN LA FUSIÓN

- **Nombre:** “Única Real Estate Socimi, S.A.” A-83058651 (Sociedad afectada).

La Sociedad se constituyó el 02 de agosto de 2001 bajo la denominación de TUCAS DE IXEA, S.L. Con fecha 05 de septiembre de 2007 se aprobó en Junta General Extraordinaria el acogimiento al régimen fiscal de SOCIMI y se modificó su denominación por la actual de “ÚNICA REAL ESTATE SOCIMI, S.A.”

La sociedad se encuentra domiciliada en la Calle O´Donnell, 12 de Madrid ÚNICA es una compañía inmobiliaria patrimonialista cotizada en el MAB, segmento SOCIMI, enfocada en la adquisición y arrendamiento de locales comercial en planta calle en las principales arterias comerciales de Madrid centro y de los grandes municipios de la Comunidad de Madrid.

A cierre del 2018 el accionariado estaba compuesto por un total de 55 inversores sin existir grupos de control.

La compañía tiene un perfil de riesgo moderado y sus inversiones se focalizan en:

- La localización de los activos
- Tipología de inquilinos
- Diversidad de la cartera
- Bajo endeudamiento: Loan to Value 30%-40%

A 31/12/18 estos eran sus principales indicadores:

- 36 activos
- Valor bruto de los inmuebles: 44,8 € Millones
- Yield Bruto: 5,4%
- Tasa de ocupación 94%
- Dividendo por acción: 0,31€
- Superficie Bruta Alquilable: 8.655 m²

El día 27 de junio de 2018, comenzó a cotizar en el Mercado Alternativo Bursátil dentro del segmento SOCIMI. Siendo los principales datos:

- Cotización a 31/12/18 (€/acción): 25,60
- Variación de cotización con respecto a la salida al MAB: 1,6%
- Capitalización bursátil a cierre de 2018: 30.455.398€
- Volumen negociado: 216 títulos
- Número de transacciones: 2

A continuación, se muestra el balance a fecha 31/12/18:

UNICA SOCIMI (€)	dic-17	dic-18
Inversiones inmobiliarias	30.657.644	39.161.788
Inmovilizado material	3.701	10.504
Inversiones financieras LP	348.970	482.739
Activo No Corriente	31.010.315	39.655.031
Deudores Comerciales y otros a cobrar	52.525	171.320
Efectivo e inversiones Financieras CP	2.083.818	2.246.368
Activo Corriente	2.136.343	2.417.688
Total Activo	33.146.658	42.072.719

Balance típico de sociedad patrimonial, que tiene materializada su inversión en activos inmobiliarios. En el ejercicio 2018 se ha producido un crecimiento correspondiente a las adquisiciones (9 locales comerciales).

UNICA SOCIMI (€)	dic-17	dic-18
Capital	10.030.400	11.896.640
Reservas	11.881.975	14.615.000
Patrimonio Neto	21.912.375	26.511.640
Deudas entidades crédito LP	10.081.751	14.144.240
Provisiones LP	12.000	36.000
Otros pasivos financieros LP	503.028	624.378
Pasivo No Corriente	10.596.779	14.804.618
Deudas entidades crédito CP	356.684	597.508
Otros pasivos financieros CP	146.600	0
Acreedores Comerciales y otras cuentas a pagar	129.746	158.953
Periodificaciones a corto plazo	4.474	0
Pasivo Corriente	637.504	756.461
Total del Pasivo	33.146.658	42.072.719

Las nuevas adquisiciones han sido financiadas, con la ampliación de capital realizadas con fecha 20/03/18 por importe de 4.712.256 € y con endeudamiento bancario a largo plazo.

El auditor emite opinión sobre que las cuentas anuales expresan la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera de la Sociedad, así como de sus resultados y flujos de efectivo correspondientes al ejercicio.

Según se recoge en la comunicación del Hecho Relevante de 25 de febrero de 2019 la Sociedad informa que con fecha 31 de diciembre de 2018, Savills Consultores Inmobiliarios llevó a cabo una valoración bajo estándares RICS

de la cartera inmobiliaria de UNICA, cuyo valor de mercado ascendió a 44.800.000 €

Respecto a la cartera de activos, se adjunta el detalle de estos:

	Inmueble	Ubicación	Fecha Adq.
1	Guzmán el Bueno, 28	Meléndez Valdés 38 Loc. 1 y 2	29/09/2014
2	Orense, 22	Orense 22 Bajo 3, Madrid	17/12/2014
3	Nuñez de Balboa, 64	Nuñez de Balboa 64 Bajo Izda, Madrid	25/03/2015
4	Concha Espina, 69	Concha Espina 69, Local 1, Madrid	27/04/2015
5	Olimpica s/n	Av. Olímpica esq. Av. De la Ermita Alcobendas, Ma	27/04/2015
6	Monte Igueldo, 16	Monte Igueldo, 16 Madrid	25/05/2015
7	Cuchilleros, 7	Toledo 10, Madrid	10/07/2015
8	Hortaleza, 78	Hortaleza 78, Local 1A Madrid	24/09/2015
9	Reina Mercedes, 13	Reina Mercedes 13 Local 3 Madrid	22/10/2015
10	Fernández de los Ríos, 63	Fernández de los ríos 63 Local Dcha. Madrid	25/11/2015
11	Dos de Mayo, 26 L1	Dos de Mayo 26. Esc 3 Bajo puerta 16 Móstoles Ma	01/03/2016
12	Gaztambide, 36	Fernández de los Ríos, 79, Madrid	04/03/2016
13	Albufera, 25	Avenida de la Albufera 25 bajo . Madrid	29/04/2016
14	Bravo Murillo, 129	Bravo murillo, 129 Local 1 Madrid	13/07/2016
15	Sánchez Barcaiztegui, 12	Granada, 53 Planta baja puerta 1,2 y 3 Madrid	28/10/2016
16	Mayor, 41	Soria 5 planta baja local A Alcorcón, Madrid	11/11/2016
17	León, 25	León 25 Madrid	10/01/2017
18	Avda. Felipe II, 16	Avda. Felipe II 16 y 17 bis Madrid	27/01/2017
19	Alcalde Luis Marichalar, 3	Corregidor Diego de Valderrabano 25 C y 25 D Mad	09/03/2017
20	Puerto de Balbarán, 45	Calle Puerto de Balbarán, 45 Planta baja Madrid	24/03/2017
21	Pintor Rosales, 20	Paseo Pintor Rosales 20 Planta Baja Madrid	30/06/2017
22	Bravo Murillo, 170	Calle Juan de Olías 1 Planta Baja	18/07/2017
23	Marcelo Usera, 85	Calle Marcelo Usera 85 Planta Baja y sotano Madrid	22/09/2017
24	Alcalá, 223	Calle Alcalá 2223 y Ruiz Perello 14 Madrid	24/10/2017
25	Monte Igueldo, 12	Calle María Bosch 24 y Calle Monte Igueldo 12	16/11/2017
26	Concepción Jerónima, 29	Calle Concepción Jerónima, 29 Planta Baja Madrid	30/11/2017
27	Dos de Mayo, 26 L2	Calle Dos de Mayo 26 Esc 3 bajo Móstoles Madrid	19/12/2017
28	Federico Mompou, 6	María Tubau 19 Bajo Puerta 10 - Madrid	15/03/2018
29	Corregidor Diego Valderrábano, 25	Corregido Diego Valderrábano 25 Local 3 Madrid	05/04/2018
30	Goya, 143	Goya, 143 local 2 Madrid	09/07/2018
31	Dos de Mayo, 23-A	Av. Dos de Mayo 23 Planta Baja Móstoles Madrid	26/07/2018
32	Dos de Mayo, 23-B	Av. Dos de Mayo 23 Planta Baja Móstoles Madrid	26/07/2018
33	Goya, 30	Goya 30 Puerta Derecha Madrid	26/07/2018
34	Alcalá, 310	Alcalá 310 Planta 1ª Baja y Puerta A Madrid	26/07/2018
35	Augusto Figueroa, 31	Augusto Figueroa 31 Planta Baja Madrid	26/07/2018
36	Alcalá, 183	Alcalá 183 Planta Baja Madrid	27/07/2018

- **Nombre: “Vitruvio Real Estate Socimi, S.A.” A-87028932 (Sociedad oferente).**

La sociedad se constituyó el 3 de junio de 2014, bajo la denominación 7 Vitruvio Proyectos e Inversiones, S.A. Con fecha 10 de julio de 2014 se aprobó su acogimiento al régimen fiscal de SOCIMI.

El 30 de julio de 2015 se aprobó el cambio a la denominación “Vitruvio Real Estate SOCIMI, S.A”.

Su domicilio social se encuentra en la calle Sagasta,15 piso 6 de Madrid (28004), aunque su domicilio comercial se localiza en la calle Antonio Maura, 7 bajo izquierda de Madrid.

En el último trimestre de 2015, la sociedad adquirió el 100% de las acciones de la compañía Brumana, S.A, realizando fusión por absorción.

Con fecha 12 de febrero de 2017 se elevó a público la fusión con la sociedad Consulnor Patrimonio Inmobiliario, S.A.

Vitruvio Socimi es un vehículo cotizado de inversión inmobiliaria a largo plazo, centrado en la compra y alquiler de inmuebles urbanos en localizaciones céntricas con alta demanda de ocupación.

Su base de accionistas está diversificada y sin grupos de control. Cuenta con más de 350 accionistas, lo que la convierten en una de las sociedades con mayor número de accionistas dentro de las SOCIMIS negociadas en el MAB.

El enfoque de gestión es patrimonialista, estando su cartera de activos diversificada por usos (residencial, locales, oficinas y naves) y por inquilinos, limitando así la exposición a cada uno de ellos. Utilizando la rehabilitación como palanca para la puesta en valor de estos activos.

El nivel de deuda máximo estatutario es del 33% pudiendo alcanzar el 40% excepcionalmente, debiendo regresar al 33% en un plazo máximo de 12 meses.

La compañía tiene un perfil de riesgo moderado y sus inversiones se focalizan en:

- Enfoque micro
- Transformación y reposicionamiento de activos
- Horizonte temporal de largo plazo
- Bajo endeudamiento. Max. 33%
- Localización principal: Madrid capital, preferiblemente dentro M-30
- Mix de localización prime y secundarias con elevado tráfico comercial o residencial.

A 31/12/18 estos eran sus principales indicadores:

- 35 activos
- Valor bruto de los inmuebles: 110,6 € Millones + Derecho de Superficie 3,6 € Millones.
- Evolución NAV/Acción, revalorización 48%.
- Rentabilidad de alquileres 3,8% en residencial, 6,3% en comercial, 5,0% en oficinas y 9,5% en naves

- Tasa de ocupación 95%
- Dividendo previsto: 1,7 € millones.

El día 08 de julio de 2016, comenzó a cotizar en el Mercado Alternativo Bursátil dentro del segmento SOCIMI. Siendo los principales datos:

- Cotización a 31/12/18 (€/acción): 14,30
- Variación de cotización con respecto a la salida al MAB: 13%
- Capitalización bursátil a cierre de 2018: 82.077 (miles €)
- Volumen negociado: 463 miles de acciones

A continuación, se muestra el balance a fecha 31/12/18:

VITRUVIO SOCIMI (€)	dic-17	dic-18
Inmovilizado intangible	4.035.258	3.701.938
Inversiones inmobiliarias	94.449.748	94.973.318
Inversiones financieras LP	750.505	6.726.255
Activo No Corriente	99.235.511	105.401.510
Deudores Comerciales y otros a cobrar	373.736	792.330
Inversiones financieras CP	2.968	835.637
Periodificaciones	29.900	21.024
Efectivo e inversiones Financieras CP	1.277.718	4.604.821
Activo Corriente	1.684.322	6.253.812
Total Activo	100.919.832	111.655.323

La principal partida como corresponde a este tipo de sociedades se corresponde con inversiones inmobiliarias. La misma no ha sufrido variaciones significativas.

Se adquirió el local comercial en la calle Fernández de la Hoz, 52 y se realizaron las desinversiones de los locales comerciales situados en Plaza de San Bernardo (Las Palmas), vivienda situada en Ibiza (Baleares) y vivienda en Avenida de Valladolid, 57 (Madrid)

El cambio más relevante se corresponde con la incorporación de un activo financiero, asociado a un derecho de superficie, que genera un tipo de interés efectivo resultado de actualizar las rentas futuras a cobrar del IVIMA.

VITRUVIO SOCIMI (€)	dic-17	dic-18
Capital	49.066.840	57.396.840
Reservas	9.845.110	13.877.019
Operaciones cobertura	-282.305	-377.816
Subvenciones	0	1.092.567
Patrimonio Neto	58.629.645	71.988.610
Deudas LP	38.949.295	35.930.313
Pasivo por impuesto diferido	2.142.152	1.911.127
Pasivo No Corriente	41.091.447	37.841.441
Deudas CP	407.108	1.036.747
Acreedores Comerciales y otras cuentas a pagar	777.708	719.675
Periodificaciones a corto plazo	13.925	68.850
Pasivo Corriente	1.198.741	1.825.272
Total del Pasivo	100.919.832	111.655.323

En enero de 2018 se llevó a cabo una ampliación de capital por 11,6 millones de euros, inicialmente prevista para la adquisición de un edificio con licencia de actividad hotelera. Finalmente, no se llevó a cabo la adquisición por problemas detectados en la Due Diligence legal.

La subvención se corresponde con el 40% del préstamo a pagar, ligado a un Derecho de Superficie adquirido.

El auditor emite una opinión sobre que las cuentas anuales expresan la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera, así como de sus resultados y flujos de efectivo correspondientes al ejercicio.

Adjuntamos relación de su cartera de activos, a la que hay que añadir concesión administrativa de inmueble sito en Mercamadrid con un valor bruto de 3.020.612,52 € y un derecho de superficie y la propiedad superficiaria, contabilizado por 3.140.610,71 € a largo plazo y 726.640,85 € a corto plazo.

Según publicación del Hecho Relevante de 02 de abril de 2019, VITRUVIO solicitó al experto independiente Savills Aguirre Newman, S.A. una valoración de la cartera de activos de la Sociedad a 31 de diciembre de 2018, bajo la metodología “RICS Valuation Standards”. La valoración de activos inmobiliarios de VITRUVIO a 31 de diciembre de 2018 ascendió a un total de 110.640.000 euros.

Inmueble	Ubicación	Uso	Sup. M ²	Valoración €	€/m ²
Sagasta 24	Madrid	Residencial	4.731	20.100.000	4.249
Ayala 101	Madrid	Residencial	2.983	10.700.000	3.587
Pº Ermita del Santo 14	Madrid	Residencial	3.956	8.200.000	2.073
Fernández de la Hoz 52	Madrid	Oficinas	2.552	11.397.000	4.466
Diego López de Haro 61	Pais Vasco	Comercial	608	6.340.000	10.428
Goya 5-7	Madrid	Oficinas	1.064	5.079.000	4.773
Encofradores 4 PI Mohedano Yunquera	Yunquera	Industrial	13.587	5.171.000	381
Mediana comercial Artea	Pais Vasco	Comercial	2.757	4.870.000	1.766
Torneros 74	Madrid	Industrial	6.656	4.782.000	718
Javier Ferrero 9	Madrid	Oficinas	1.788	3.343.000	1.870
Goya 5	Madrid	Comercial	467	3.100.000	6.640
Mercamadrid	Madrid	Industrial	5.358	2.740.000	511
General Alvarez de Castro 26	Madrid	Oficinas	1.099	2.831.000	2.576
Infanta Mercedes 31	Madrid	Oficinas	1.008	2.593.000	2.572
Juan Carlos I 4	Badajoz	Comercial	907	2.080.000	2.293
Bravo Murillo 174	Madrid	Comercial	534	1.950.000	3.650
Avenida de la Habana 41	Orense	Comercial	480	1.710.000	3.563
Goya 7	Madrid	Oficinas	297	1.408.000	4.741
Marqués de la Ensenada 16	Madrid	Comercial	410	1.350.000	3.297
Gran Vía 43	Salamanca	Comercial	350	1.160.000	3.314
Av de Valladolid 57	Madrid	Residencial	168	641.000	3.815
Rambla Celler 83-85	Barcelona	Comercial	465	1.100.000	2.366
López de Hoyos 10	Madrid	Oficinas	292	1.068.000	3.658
Segovia 8	Madrid	Comercial	430	1.100.000	2.555
Lagasca 80	Madrid	Comercial	114	880.000	7.719
Avda. Constitución 102-104	Barcelona	Comercial	351	780.000	2.222
Mossen Jaume Soler 5	Barcelona	Comercial	917	720.000	785
Montecarlo 20-24	Barcelona	Comercial	300	640.000	2.133
San Torcuato 12	Zamora	Comercial	269	650.000	2.416
Rambla Anselm J.A Calvé 4	Barcelona	Comercial	302	620.000	2.053
Zurbano 56	Madrid	Comercial	165	600.000	3.636
Mayor principal 21	Palencia	Comercial	117	460.000	3.932
Calle Dr. Reig 44	Barcelona	Comercial	210	450.000	2.143
Trasteros	Madrid	Oficinas	10	27.000	2.700

4. TEORÍA SOBRE VALORACIÓN DE EMPRESAS

Según la NIIF 13 de Medición de valor razonable las principales técnicas de valoración de todo activo parten de tres enfoques generales, coste, mercado e ingresos (apéndices B5 a B30), la cuales están en sintonía con las Normas Internacionales de Valoración emitidas por el IVSC (International Valuation Standards Committee). De dicha normativa, y aplicada a la valoración de empresas, es consecuente aplicar una serie de metodologías adaptables que se describen a continuación.

4.1. Métodos de valoración

Existen en la práctica varios métodos de valoración de explotaciones y negocios, destacando como generalmente utilizados los siguientes:

- Descuento de Flujos de Caja (Discounted Cash Flow)
- Análisis de múltiplos de compañías similares
- Análisis de múltiplos de transacciones similares
- Valor neto patrimonial ajustado por plusvalías latentes

A continuación, se describe brevemente cada uno de estos métodos.

DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA (Enfoque Ingresos)

Se trata sin duda del método más utilizado para la valoración de empresas por su rigor y capacidad analítica.

Desde este enfoque, el valor de la empresa se corresponde con la actualización de los flujos de caja netos de los que la explotación puede

disponer para retribuir a los capitales propios y ajenos, una vez pagados los impuestos y efectuadas las inversiones de capital que se requieren para el mantenimiento de la explotación. Sus principales ventajas son posibilitar el examen de los factores que crean valor para la explotación y reconocer de forma explícita el valor temporal del flujo de fondos que genera el negocio.

ANÁLISIS DE MÚLTIPLOS DE NEGOCIOS SIMILARES (Enfoque Mercado)

Esta técnica de valoración resulta atractiva por su aparente sencillez y facilidad de aplicación. Parte del supuesto de que los mercados de valores son, de alguna forma, eficientes y recogen en sus precios de mercado toda la información disponible sobre los negocios.

Por lo tanto, la mayor parte del trabajo de valoración ya ha sido efectuada por el mercado y el único problema es seleccionar un grupo de compañías comparables a la que se pretende valorar y que, además, coticen en bolsa.

ANÁLISIS DE MÚLTIPLOS DE TRANSACCIONES SIMILARES (Enfoque Mercado)

El análisis de los precios a los que se hayan cerrado operaciones de compraventa de negocios pertenecientes a la misma industria o sector puede proporcionar información sobre el rango de valores en el cual se establecerá la valoración del negocio.

VALOR NETO PATRIMONIAL AJUSTADO POR PLUSVALÍAS LATENTES (Enfoque Mercado y Coste)

Se considera el valor que un comprador estaría dispuesto a pagar por todos los activos que el Grupo posee a valor de mercado, o que el comprador

obtendría vendiendo los activos de la empresa también a valor de mercado.

Este valor de mercado de los activos, junto con los ajustes contables realizables ante el patrimonio real de la empresa, nos daría el valor económico del Grupo. Dicho método se utiliza frecuentemente en sociedades con importantes activos fijos (carteras de valores o bienes inmobiliarios) de las que la previsión de flujos futuros se hace bastante menos previsible y ajustable en tiempo.

4.2. Metodología utilizada

La sociedad objeto de análisis, es en sí misma una sociedad patrimonial. En este sentido, resulta como procedimiento más adecuado la aplicación del neto patrimonial ajustado por el valor de mercado de las inversiones que se posee, en su mayoría identificable a través de una valoración independiente.

Así, podemos determinar el valor de la empresa como el valor del conjunto de activos pertenecientes menos las deudas ajenas contraídas para su consecución. Más concretamente, su cálculo viene dado por diferencia entre el Activo Total Real (ATr) de la empresa y el pasivo exigible o recursos ajenos (RA), existentes en el momento de la valoración, de acuerdo con principios de contabilidad generalmente aceptados, es decir:

$$VNC = AT_r - RA$$

Dicho valor coincide con el patrimonio neto ajustado (PN') y, por tanto, puede ser calculado directamente por suma de los distintos componentes que constituyen los fondos propios según balance, ajustados por ingresos diferidos, acciones propias de activo, dividendos aprobados y desembolsos pendientes sobre acciones, así como detrayendo todo tipo de activos ficticios.

Sección 5

Proceso de valoración

1. Resumen ejecutivo
2. Objeto y alcance
3. Entidades participantes en la fusión
4. Teoría sobre valoración de empresas
5. Determinación del tipo de canje
6. Conclusión

5. DETERMINACIÓN DEL TIPO DE CANJE

5.1. Justificación del tipo de canje de las acciones de la sociedad que se extingue.

Previo a la formulación del proyecto de fusión objeto de análisis, se presentó oferta de adquisición de acciones, cuyos términos se resumieron en el epígrafe 2.2 del presente informe, entre las sociedades VITRUVIO (absorbente) y UNICA (absorbida). El proceso de adquisición quedó cerrado y con posterioridad al mismo, se presenta el proyecto común de fusión, para la absorción de las acciones en manos de minoritarios.

En relación con el mismo y para la emisión del presente informe, se ha procedido a:

- Revisión y análisis de la información detallada en el epígrafe 2.2
- Revisión y análisis de los informes de opinión de expertos independientes
- Revisión de la metodología de valoración utilizadas para la determinación del tipo de canje de la operación de fusión prevista y de sus respectivos parámetros con la documentación soporte existente.
- Análisis del patrimonio aportado por UNICA como contraprestación a la ampliación de capital a efectuar por VITRUVIO.
- Reuniones con la Dirección de VITRUVIO, con el propósito de recabar la información necesaria para la ejecución del trabajo.

METODOLOGÍA SEGUIDA PARA EL ESTABLECIMIENTO DEL TIPO DE CANJE

La ecuación de canje es un modelo de cálculo, del valor de las acciones de la empresa que será absorbida. Y se emplea para la determinación del valor, que recibirán los accionistas de la empresa absorbente.

La valoración de las acciones de ambas sociedades determina la relación de canje empleada.

La sociedad UNICA (absorbida) y la sociedad VITRUVIO (absorbente), han sido valoradas, siguiendo la metodología del valor patrimonial neto ajustado (NAV), descrita en el epígrafe 4.1 del presente informe.

Dichos valores han sido ajustados por las diferencias de deuda financiera neta, estimadas a su fecha. Asimismo, se han descontado los dividendos por acción que dichas sociedades, tienen previsto repartir.

ADECUACIÓN DE LA METODOLOGÍA SEGUIDA Y CONCLUSIÓN SOBRE LOS VALORES RESULTANTES

El valor patrimonial neto ajustado, es la metodología más idónea para la determinación del valor de mercado de sociedades inmobiliarias patrimonialistas. El consenso en la aplicación de este método se debe a que el mismo se encuentra soportado en los datos sobre el patrimonio inmobiliario, principal activo de este tipo de sociedades.

Su claridad, utilización y soporte en los fundamentales, lo han convertido en el principal indicador del valor, de empresas inmobiliarias. En consecuencia, se considera la metodología utilizada para la determinación de los valores como apropiada.

Resultados de las valoraciones y ecuación de canje:

Valoración de UNICA:

Valor por acción a efectos de canje = $27,61 \text{ €} - 0,378 \text{ €} = 27,23 \text{ €}$

Esta cantidad, se ajusta con el valor neto patrimonial determinado de acuerdo con la metodología referida en el epígrafe anterior menos el pago del dividendo previsto. Si bien, hay que contemplar variaciones poco significativas, que atienden a las fechas de valoración contempladas, con los datos auditados y a la variación de acciones en circulación (diferencia inmaterial, correspondiente a variaciones de autocartera).

Valoración de VITRUVIO:

Valor por acción a efectos de canje = $14,5 - 0,07 = 14,43 \text{ €}$

Correspondiendo 10 € al valor nominal de la acción y 4,5 € a prima de emisión y 0,07 al dividendo previsto para repartir. 14,5 € es el precio al que se emitieron las acciones en la última ampliación de capital y coincide con el último valor de cotización.

Respecto al valor calculado del NAV, como en el caso de UNICA existen diferencias que entran dentro de un rango razonable y que atienden a las diferencias entre los balances auditados y no auditados correspondientes a la fecha de la valoración.

De acuerdo con estas valoraciones y descontado el dividendo a pagar desde la fecha de la formulación del proyecto se establece un precio por acción para UNICA de 27,23 € y para VITRUVIO de 14,43 €. Lo que supone una ecuación de canje de 1,8871 acciones de VITRUVIO por cada acción de UNICA.

Si bien pueden existir diferencias inmatrimales (en función de autocartera, decimales, etc.) se considera el tipo de canje, dentro de los parámetros razonables.

CIRCUNSTANCIAS ESPECIALES DE LA VALORACIÓN

Los títulos de ambas sociedades se encuentran incorporados a negociación en el Mercado Alternativo Bursátil y, en consecuencia, existe una valoración continua basada en la oferta y demanda, al tiempo que ofrece la liquidez necesaria para que los accionistas de la sociedad absorbida puedan optar entre permanecer en la nueva compañía fusionada o vender sus acciones en el mercado.

Por el hecho de tener incorporadas sus acciones a negociación en el MAB, ambas empresas están sometidas a los requerimientos de transparencia y publicidad que exige la normativa del mercado. Al propio tiempo, el precio se forma por la libre concurrencia de la oferta y la demanda, con sujeción a las instrucciones operativas del Mercado incorporando las expectativas de crecimiento, beneficios y otras variables del entorno.

En este sentido, no han concurrido dificultades en el proceso. No obstante, ha de señalarse que toda valoración lleva implícitos elementos de juicio subjetivos y por este motivo, en el contexto de mercado pueden existir

precios diferentes debido a elementos y apreciaciones subjetivas de terceras partes.

En lo que respecta a la metodología de valoración, la misma se sustenta en valoración a mercado de su cartera de activos. La misma está basada en hipótesis que recogen la mejor estimación y juicio, basada en las circunstancias presentes y expectativas contempladas en el plan de negocio. Dada la incertidumbre inherente a cualquier proyección, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse o verse sometidas a acontecimientos imprevistos. Atendiendo a estas circunstancias, las previsiones realizadas podrían no ajustarse a la realidad futura y en consecuencia a los valores obtenidos.

5.2. Análisis de la correspondencia del patrimonio aportado por la sociedad extinguida con el aumento de capital de la absorbente

Atendiendo al proyecto de fusión, VITRUVIO deberá ampliar capital en la medida suficiente para cubrir la aportación patrimonial de UNICA, correspondiente con las acciones canjeables no amortizadas, atendiendo a la ecuación de canje calculada conforme con los criterios analizados en el epígrafe anterior.

VITRUVIO debe emitir acciones correspondientes con el patrimonio representado por las acciones en poder de minoritarios de 125.520 acciones (esta cifra puede sufrir pequeñas oscilaciones, en función de la evolución de la autocartera y variaciones de valor, comentadas en el epígrafe anterior).

Atendiendo al informe del Consejo de Administración sobre el Proyecto de Común de Fusión por Absorción se contempla una ampliación de capital

por importe de 3.434.418,48 correspondiente a 14,5 €/acción (10 € de valor nominal y 4,5€ de prima de emisión), aportando como contrapartida el patrimonio correspondiente a las 125.520 acciones de UNICA.

Dicha aportación entendemos, que se corresponde, en términos razonables con el aumento de capital previsto.

5.3. Consideraciones a tener en cuenta

Valorado el negocio por el valor patrimonial neto ajustado (NAV), resaltar las siguientes advertencias:

- Nuestra conclusión debe interpretarse en el contexto alcance y procedimientos empleados en nuestro trabajo, sin que de la misma pueda derivarse ninguna responsabilidad adicional a la relacionada con la razonabilidad de los procedimientos de valoración analizados y de los resultados obtenidos.
- Nuestro trabajo es de naturaleza independiente y externa, por tanto, el resultado de este se encuentra libre de vinculaciones con las opiniones de agentes ligados a la sociedad u otros y por tanto no supone ninguna recomendación en relación con la posición que deberían tomar en relación con la operación de fusión prevista u otras transacciones de acciones de las sociedades.
- Nuestro trabajo no tiene por objeto analizar la conveniencia de las estrategias de negocio actuales o pasadas de las sociedades ni las razones de la operación en relación con otras estrategias de negocio o transacciones por las que hubieran podido optar las sociedades, ni

- analizar la decisión de negocio de las Sociedades para proceder con la mencionada operación de fusión.
- El resultado del presente trabajo está vinculado a la veracidad de la información aportada. En este sentido, la información proveniente por parte del peticionario se considera como íntimamente vinculada a los resultados obtenidos, hecho que condiciona el resultado a su concordancia con la realidad contable de la sociedad valorada.
 - No se han realizado tareas de comprobación de las cifras recogidas en el balance con documentación soporte, tales como escrituras, certificados de depósito o comprobación de asientos, ya que no se comprende en el alcance del trabajo solicitado tal ejercicio de comprobación.
 - Existen variaciones no significativas en los valores de referencia, que atienden a los balances utilizados a fecha de la oferta y los auditados de final de año.
 - Desde el 31 de diciembre hasta la publicación de la oferta, existe una diferencia pequeña en la autocartera correspondiente a acciones negociadas contra el proveedor de liquidez y adquiridas pasando a autocartera dentro de los rangos establecidos.
 - No se ha realizado tareas de comprobación de las valoraciones de mercado, de las carteras inmobiliarias, realizados por expertos independientes. Se asume que los mismos cumplen con los estándares internacionales de valoración RICS y en este sentido se entienden que las mismas reflejan fielmente el valor de mercado de las carteras de activo.
- La opinión adoptada por GESVALT SOCIEDAD DE TASACIÓN, S.A. en el presente documento aprecia favorablemente tanto el procedimiento empleado para la valoración como el resultado obtenido, pero limita el alcance de este a la realización de la valoración efectiva bajo otras finalidades, situación y apreciaciones específicas.

Sección 6 Resultado de la valoración

1. Resumen ejecutivo
2. Objeto y alcance
3. Información de la sociedad
4. Teoría sobre valoración de empresas
5. Proceso de valoración
6. Conclusión

6. CONCLUSIÓN

GESVALT SOCIEDAD DE TASACIÓN, S.A. (**gesvalt**), inscrita con el nº 4.455 en el registro de entidades especializadas en tasación del Banco de España en fecha 27 de mayo de 1994, por nombramiento de Don Alfonso Ventoso Escribano, Registrador Mercantil de Madrid IV, ha realizado el presente informe de experto independiente en relación con el Proyecto Común de Fusión y sobre el patrimonio aportado por la sociedad que se extingue.

De acuerdo con dicha solicitud y en virtud de lo establecido en el artículo 34, apartado 3 de la Ley 3/2009 de 3 de abril sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, consideramos que:

- La metodología de valoración utilizada en la determinación del valor de mercado de las Sociedades es adecuada en el contexto y circunstancias de la operación planteada, estando justificado el tipo de canje previsto en el Proyecto de Fusión.
- El patrimonio aportado por la sociedad absorbida se corresponde por lo menos con el importe efectivo (nominal y Prima de emisión) del aumento de capital de la sociedad absorbente previsto en el Proyecto de Fusión y en el informe de los administradores, sobre el mismo, dentro de un rango razonable de variación.

En virtud del nombramiento de expertos independientes, así como los términos y condiciones de nuestra propuesta de servicios profesionales, ratificamos esta opinión, firmando la presente.

Condicionantes y advertencias:

- Las conclusiones están condicionadas a los aspectos recogidos en el apartado 5.4. del presente informe, los cuales han sido tenidos en cuenta para todo el desarrollo de la valoración.
- La información aportada ha sido obtenida de la CNMV, MAB y páginas web de las sociedades involucradas, asumiendo la veracidad de tal información y considerándose válida para la elaboración de las conclusiones.
- GESVALT SOCIEDAD DE TASACIÓN, S.A. no asume obligación alguna por la titularidad o responsabilidad derivada de las propiedades valoradas, ni tampoco existen intereses específicos sobre las mismas. La compensación económica percibida por la realización de este informe no está sujeta a las conclusiones de valor alcanzadas.

Madrid, a 12 de septiembre de 2019



Adrián Correro Sánchez
Consultor Advisory Services



Roberto Guiñales Agustín
Director Valoraciones Financieras
Advisory Services



Manuel Mendoza Rivas
Director Corporate
Advisory Services

GESVALT SOCIEDAD DE TASACIÓN, S.A.

Este informe consta de 21 páginas, y su validez es de seis meses a contar desde la fecha de emisión. Fecha límite de validez: 12 de marzo de 2020. El presente informe de tasación figura en los archivos sociales con el n. °: 2019-028845-98

