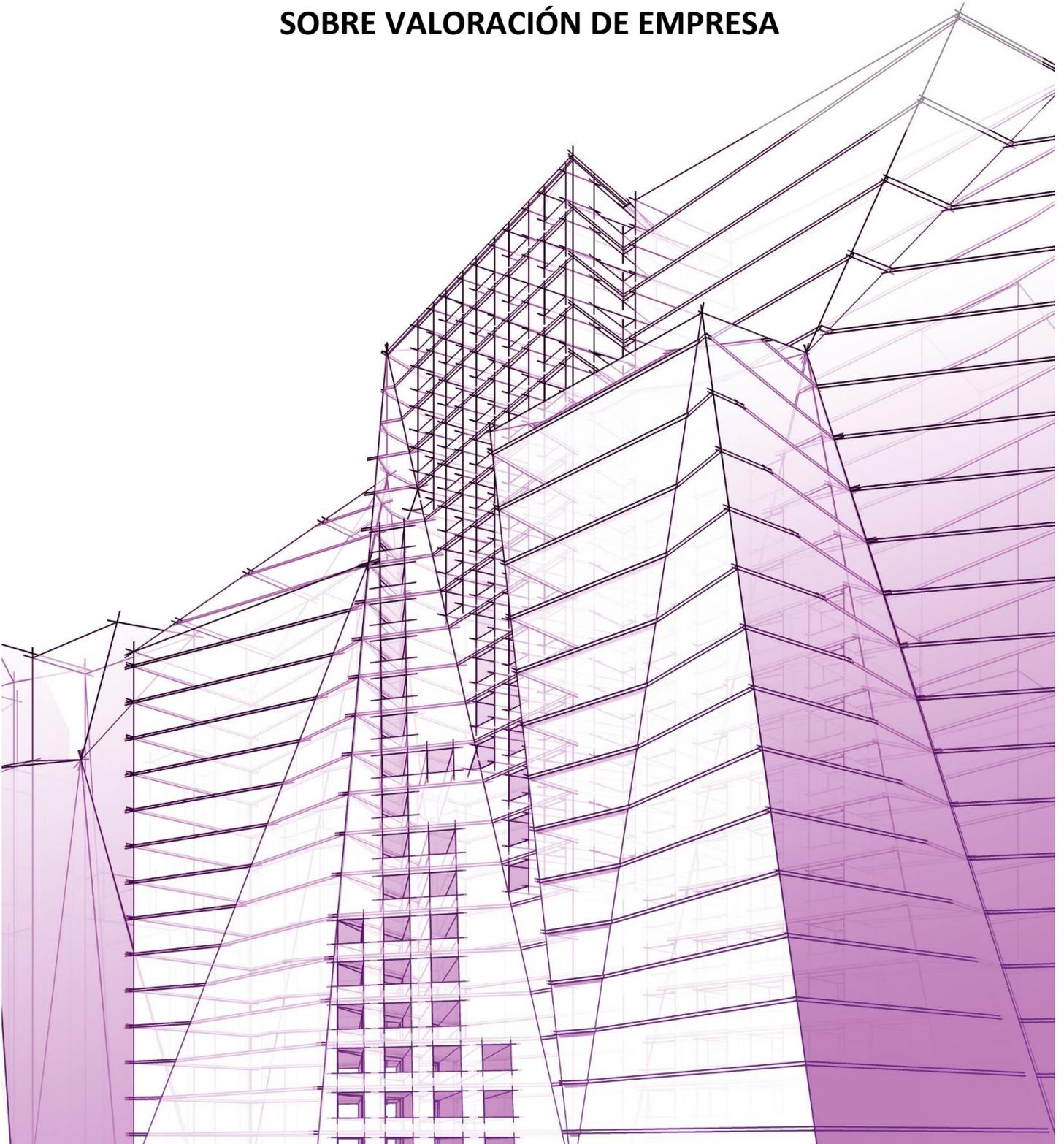


INFORME ESPECIAL SOBRE VALORACIÓN DE EMPRESA



INFORME SOBRE VALORACIÓN ECONÓMICA

1. OBJETO DEL INFORME

EUROVALORACIONES, S.A. ha sido designada por el Registro Mercantil de Madrid experto independiente para la elaboración de un único informe de acuerdo con los requisitos de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles en su artículo 34 sobre si los métodos seguidos por los administradores para establecer el tipo de canje de las participaciones de la empresa que se extinguen son adecuados, con expresión de los valores a los que conducen manifestando si el tipo de canje está justificado y sobre si el patrimonio aportado por la sociedad que se extingue es igual, al menos, al importe del aumento de capital de la sociedad absorbente en el proyecto común de fusión formulado por las sociedades VITRUVIO REAL ESTATE SOCIMI S.A. y FIDELGES S.L.

2. OBJETO SOCIAL Y DATOS GENERALES DE IDENTIFICACIÓN

VITRUVIO REAL ESTATE SOCIMI S.A. (en adelante Vitruvio) es una sociedad cuyas acciones están admitidas a en el mercado alternativo bursátil (MAB), acogida al régimen especial de sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI). Su objeto social es

- a) Adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, incluyendo la rehabilitación.
- b) Tenencia de participaciones en el capital de otras SOCIMI o en el de otras entidades no residentes en territorio español que tengan el mismo objeto social que aquéllas y que estén sometidas a un régimen similar de distribución de beneficios.
- c) Tenencia de participaciones en el capital de otras entidades, residentes o en territorio español, que tengan como objeto social la adquisición de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento y que estén sometidas al mismo régimen de distribución de beneficios y de inversión a que se refiere el artículo 3 de la ley de SOCIMI.
- d) Tenencia de acciones o participaciones de instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC.
- e) La realización de actividades accesorias a las anteriores, entendiéndose como tales aquellas que en su conjunto sus rentas representen menos del 20 por ciento de las rentas de la Sociedad en cada período impositivo o aquellas que puedan considerarse accesorias de acuerdo con la normativa aplicable en cada momento.

CIF: A87028932

FIDELGES S.L. (en adelante Fidelges) es una sociedad limitada cuyo objeto social es la compra, venta, administración, arriendo y explotación bajo cualquiera de las formas admitidas en derecho, de toda clase de bienes inmuebles. CIF: B82049438

3. DOCUMENTACIÓN APORTADA

- Proyecto común de fusión de 30/09/2019
- Escritura de constitución de Fidelges
- Notas simples del Registro de la propiedad de los inmuebles propiedad de Fidelges de fechas 17/06/2019 y 18/06/2019
- Acta del consejo de administración de Fidelges de fecha 30/09/2019
- Depósito de cuentas anuales de Fidelges correspondiente a los ejercicios 2016, 2017, 2018
- Valor neto contable de cada uno de los inmuebles propiedad de Fidelges

- Informe de auditoría de Vitruvio ejercicios 2016, 2017 y 2018
- Informe de revisión limitada de los estados financieros (6 meses) de Vitruvio a 30/06/2019
- Valor neto de los activos (NAV) de Vitruvio a 31/12/2018, 30/06/2019 y 30/09/2019
- Borrador Informe del consejo de administración de Vitruvio sobre el proyecto común de fusión por absorción

De acuerdo con el proyecto de fusión registrado, la fusión se realizará mediante la absorción de Fidelges por Vitruvio, con extinción, por disolución sin liquidación de la primera y transmisión en bloque de todo su patrimonio a la segunda, que adquirirá, por sucesión universal la totalidad de los derechos y obligaciones de Fidelges.

4. NORMATIVA APLICABLE

Este informe se rige de forma especial por la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

Especialmente, el artículo 34:

Artículo 34. Informe de expertos sobre el proyecto de fusión.

1. Cuando alguna de las sociedades que participen en la fusión sea anónima o comanditaria por acciones, los administradores de cada una de las sociedades que se fusionan deberán solicitar del registrador mercantil correspondiente al domicilio social el nombramiento de uno o varios expertos independientes y distintos, para que, por separado, emitan informe sobre el proyecto común de fusión.

No obstante lo anterior, los administradores de todas las sociedades que se fusionan a que se refiere el apartado anterior podrán pedir al registrador mercantil que designe uno o varios expertos para la elaboración de un único informe. La competencia para el nombramiento corresponderá al registrador mercantil del domicilio social de la sociedad absorbente o del que figure en el proyecto común de fusión como domicilio de la nueva sociedad.

2. Los expertos nombrados podrán obtener de las sociedades que participan en la fusión, sin limitación alguna, todas las informaciones y documentos que crean útiles y proceder a todas las verificaciones que estimen necesarias.

3. El informe del experto o de los expertos estará dividido en dos partes: en la primera, deberá exponer los métodos seguidos por los administradores para establecer el tipo de canje de las acciones, participaciones o cuotas de los socios de las sociedades que se extinguen, explicar si esos métodos son adecuados, con expresión de los valores a los que conducen y, si existieran, las dificultades especiales de valoración, y manifestar la opinión de si el tipo de canje está o no justificado; y en la segunda, deberá manifestar la opinión de si el patrimonio aportado por las sociedades que se extinguen es igual, al menos, al capital de la nueva sociedad o al importe del aumento del capital de la sociedad absorbente.

4. El contenido del informe del experto o de los expertos sobre el proyecto de fusión estará integrado únicamente por la segunda parte cuando, en todas las sociedades que participen en la fusión, así lo hayan acordado todos los socios con derecho de voto y, además, todas las personas que, en su caso, según la ley o los estatutos sociales, fueran titulares de ese derecho.

5. ANÁLISIS SOBRE LOS MÉTODOS PARA ESTABLECER EL TIPO DE CANJE SEGUIDOS POR LOS ADMINISTRADORES

A continuación, se detalla la determinación del tipo de canje seguido por las dos mercantiles y posteriormente se contrastan los valores empleados para finalmente determinar si los métodos son los adecuados y el tipo de canje está justificado.

El tipo de canje en una fusión es el resultado de una negociación entre las dos entidades implicadas y refleja un acuerdo sobre la valoración económica de cada una de ellas y que debe establecerse de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 25 de la LME sobre el valor real de los patrimonios respectivos. Por ello es necesario en primer lugar la determinación del valor económico de ambas mercantiles.

Toda determinación de valor implica incertidumbre, incertidumbre en cuanto a rendimientos futuros, precios, rentas, costes, legislación, tipos impositivos, coyuntura económica, etc... Consecuentemente, en este informe la determinación del valor de ambas mercantiles, está sujeta incertidumbre, especialmente en lo que se refiere a las valoraciones de los inmuebles

5.1. Determinación del tipo de canje en el proceso de absorción

De acuerdo con la información recabada de las dos mercantiles, en especial el borrador del informe del consejo de administración de Vitruvio sobre el proyecto común de fusión por absorción y el proyecto de fusión registrado.

Conforme a las exigencias de la mención 2ª del artículo 31 de la LME, el proyecto de fusión registrado detalla la ecuación de canje de las acciones que ha sido determinado sobre la base del valor real de los patrimonios sociales y que es de 2,8535554 acciones de Vitruvio, de 10 euros de valor nominal, por 1 participación de Fidelges, de 6,01 euros de valor nominal; en la proporción concreta de:

*11 acciones de Vitruvio más una compensación en dinero de 6,138 euros
 por cada*

4 participaciones sociales de Fidelges.

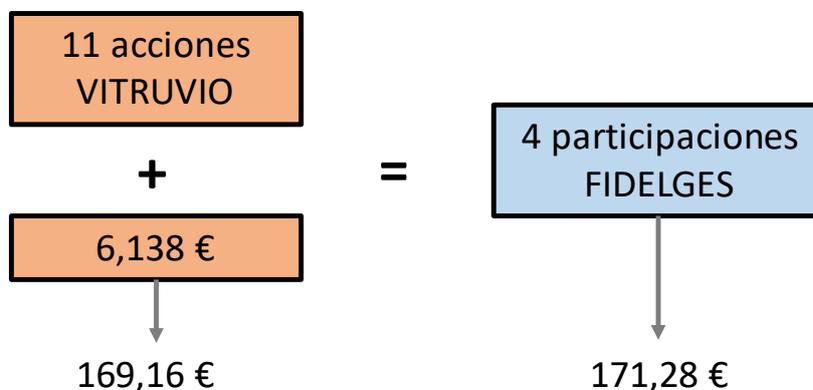
Para alcanzar el equilibrio en dicho canje se ha valorado la acción de Vitruvio según el NAV a 31/12/2018, esto es 14,82 €/acción.

Para el caso de Fidelges:

Valoración de Activos inmobiliarios:	21.701.000
Pasivos por impuesto diferido	- 4.939.151
Caja	444.000
Deuda hipotecaria	- 378.000
Otros pasivos Netos:	- 422.000
Valor neto:	16.405.849

De acuerdo con la información facilitada, se obtiene la figura 1

Figura 1. Relación de canje y valor acordada



5.2. Valoración de las acciones de Vitruvio

En el caso de Vitruvio las metodologías de valor de los inmuebles por descuento de las rentas futuras presentan incertidumbre en la fijación de los parámetros.

De acuerdo con la información aportada la valoración de las acciones de Vitruvio se ha realizado tomando el valor neto de los activos de acuerdo con la valoración de diciembre de 2018. La tabla 1 recoge el valor neto de los activos por acción para tres fechas recientes, así como el valor medio, la desviación típica y el coeficiente de variación. Se aprecia la baja variabilidad en el valor por acción.

Tabla 1. Valor según NAV

Fecha	NAV (€/acción)
31/12/2018	14,82
30/06/2019	14,83
30/09/2019	14,94
Promedio	14,86
Desviación típica	0,07
Coeficiente de variación	0,45%

Además, la sociedad Vitruvio cotiza en el mercado alternativo y el precio de las acciones varía a lo largo del tiempo, tal y como se puede apreciar en la figura 2. La figura 2 recoge la evolución del precio de cierre por acción, el ajuste de la tendencia del precio y el NAV por acción ya mostrado en la tabla 1.

La volatilidad en el mercado se muestra en la figura 3, mediante la representación de las bandas de Bollinger a partir de una media móvil de 20 días y más menos dos desviaciones típicas. Las bandas de Bollinger dan mínimos y máximos de entre 13,77 y 14,76 €/acción considerando dos desviaciones típicas y de entre 13,56 y 15,01 €/acción empleando tres desviaciones típicas.

Figura 2. Cotización de cierre, tendencia y NAV de Vitruvio a (último cierre 18-12-2019)

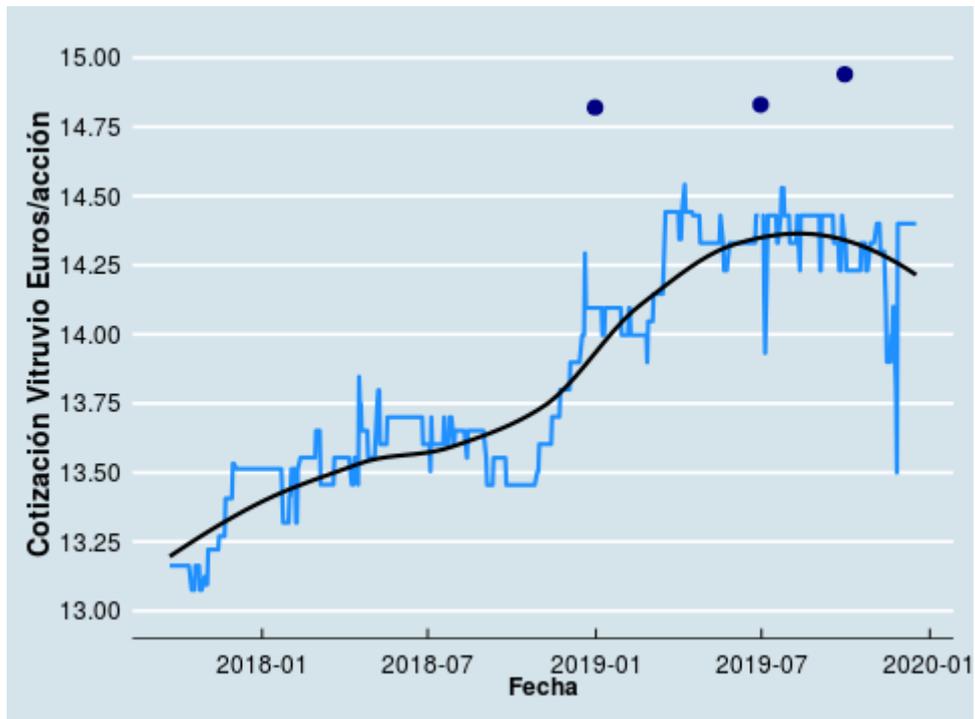
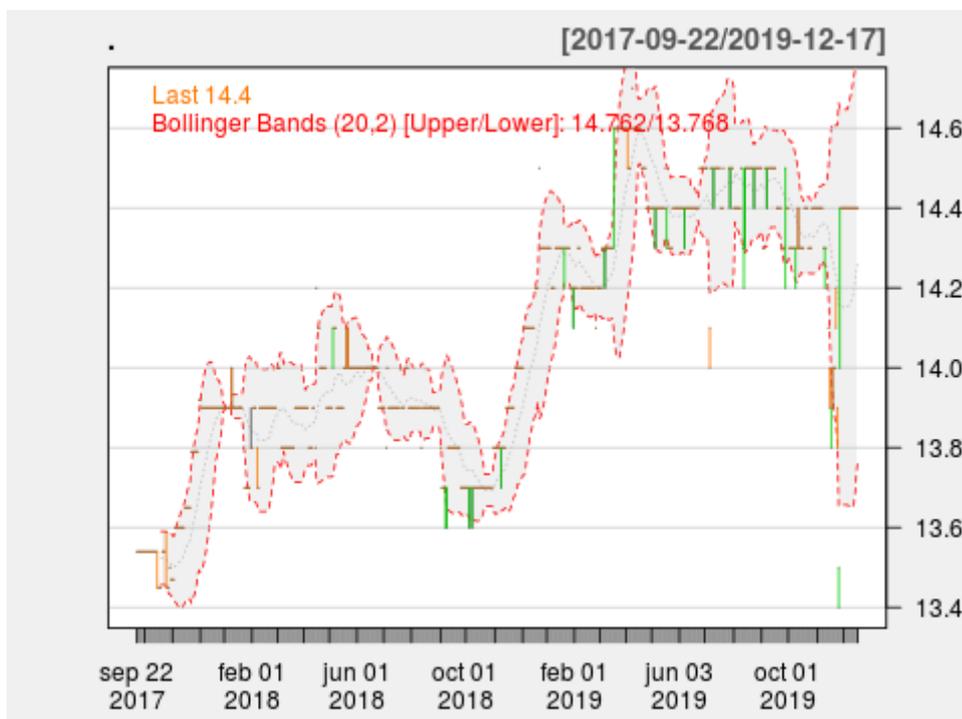


Figura 3. Cotización de cierre y bandas de Bollinger de Vitruvio (último cierre 18/12/2019)



5.3. Valoración de las participaciones de Fidelges

La valoración de Fidelges supone la determinación del NAV. Esta determinación supone la valoración de los activos, especialmente los inmuebles, propiedad de la mercantil con un posterior ajuste en función de la deuda neta. La deuda neta está compuesta por deuda hipotecaria, otros pasivos netos, la caja y un pasivo diferido de naturaleza fiscal.

Los inmuebles propiedad de Fidelges se han valorado en los informes con referencias: 68664/2019/01, 68664/2019/02, 68664/2019/03, 68664/2019/04, que se adjuntan como anejos del presente informe. El valor total de los inmuebles propiedad de Fidelges de acuerdo con los referidos informes asciende a 21.200.000 Euros (lo denominaremos valor contrastado).

El pasivo diferido surge como consecuencia del proceso de absorción se contabiliza un aumento de valor de los inmuebles de Fidelges lo que generará un beneficio procedente del inmovilizado que a su vez generará un aumento del resultado con el consiguiente pasivo fiscal por impuesto de sociedades. No se aplica ningún tipo de proceso de descuento financiero si bien la generación de pasivos fiscales está diferida. Se asume un tipo impositivo de sociedades marginal del 25%.

El valor de las participaciones de Fidelges se ha obtenido mediante el como el valor contable ajustado tal y como se acaba de describir, empleando la tesorería, deuda hipotecaria y pasivos netos empleados en el proyecto de fusión. Considerando varios escenarios en función del valor de contraste de los inmuebles obtenidos en nuestra propia valoración y el pasivo diferido de naturaleza fiscal empleando el valor neto contable de los inmuebles a 31/12/2018 y a 31/12/2019 se ha construido la tabla 2.

Tabla 2. Determinación del valor de las participaciones de Fidelges. Escenarios a lo largo del año 2019.

	Proyecto fusión	Valor contrastado	Valor contrastado
Valor actual de los inmuebles	21.701.000,00 €	21.200.000,00 €	21.200.000,00 €
Valor contable de los inmuebles	1.944.396,00 €	1.696.005,41 €	2.156.633,26 €
Aumento de valor	19.756.604,00 €	19.503.994,59 €	19.043.366,74 €
Pasivo diferido	- 4.939.151,00 €	- 4.875.998,65 €	- 4.760.841,69 €
Caja	444.000,00 €	444.000,00 €	444.000,00 €
Deuda hipotecaria	- 378.000,00 €	- 378.000,00 €	- 378.000,00 €
Otros pasivos netos	- 422.000,00 €	- 422.000,00 €	- 422.000,00 €
NAV	16.405.849,00 €	15.968.001,35 €	16.083.158,32 €
€/participación	42,82 €	41,68 €	41,98 €

Asimismo, dado que el proyecto de fusión emplea el balance de situación de Fidelges a 30/06/2019, se determina el valor de la participación, empleando la información contable a la citada fecha, así como el valor neto contable de los inmuebles y el valor contrastado de los inmuebles 21.200.000 €.

Tabla 3. Determinación del valor de las participaciones de Fidelges. 30/06/2019

Valor contrastado inmuebles	21.200.000,00 €
Valor neto contable	1.711.794,23 €
Pasivo diferido	- 4.872.051,44 €
Deuda neta	- 89.412,79 €
NAV	16.238.535,77 €
€/participación	42,38 €

Con las variaciones lógicas de naturaleza temporal y de variabilidad propia de la valoración inmobiliaria, los valores de las participaciones de Fidelges fijadas en el proyecto de fusión se mueven en un rango acotado y aceptable similar al obtenido a partir de la valoración de los inmuebles (valor contrastado) y el posterior ajuste contable y fiscal.

5.4. Contraste del tipo de canje

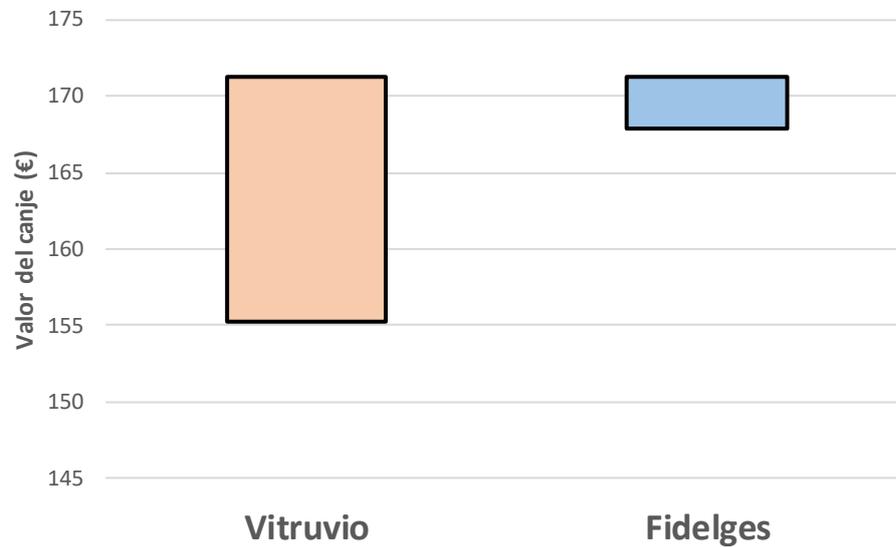
Tal y como se ha explicado anteriormente el proyecto de fusión registrado detalla la ecuación de canje de las acciones que ha sido determinado sobre la base del valor real de los patrimonios sociales y que es de 2,8535554 acciones de Vitruvio, de 10 euros de valor nominal, por 1 participación de Fidelges, de 6,01 euros de valor nominal; en la proporción concreta de: 11 acciones de Vitruvio más una compensación en dinero de 6,138 euros por cada 4 participaciones sociales de Fidelges.

De acuerdo con el proyecto de fusión registrado, para dicho cálculo se ha tenido en cuenta, por parte de ambas sociedades el Valor Neto de los Activos (NAV, por sus siglas en Ingles Net Assets Value) determinado mediante la metodología del estándar EPRA (European Public Real Estate Association).

El uso del NAV está ampliamente documentado en diferentes normativas de valoración, la citada EPRA o el libro rojo de RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors). El libro rojo indica que este método mide el valor de un negocio a partir del valor individual que los componen y de los pasivos. Específicamente, indica que este enfoque (método) se usa comúnmente en inversión inmobiliaria y valoración de carteras de inversión inmobiliaria, por lo que es adecuado para este caso.

A partir de las estimaciones realizadas en los epígrafes 5.2 y 5.3 se ha construido el rango de variación del valor de canje de ambas mercantiles a partir del tipo de canje, recogido en la figura 4. Como se puede apreciar los rangos muestran un importante grado de solape.

Figura 4. Contraste del rango de variación del valor del canje



5.5. Dictamen sobre el tipo de canje

De acuerdo con el análisis realizado los métodos seguidos para fijar los valores de las acciones y participaciones son adecuados y los valores obtenidos se ajustan a un valor razonable. Asimismo, el tipo de canje fijado está justificado.

6. DETERMINACIÓN SOBRE EL PATRIMONIO APORTADO

El patrimonio aportado por Fidelges viene dado por la proporción del patrimonio total que representan las participaciones que se canjean, esto es, 246.822 participaciones por el valor unitario fijado en el proyecto de fusión.

Por otro lado, el aumento de capital de Vitruvio viene dado por la emisión de 678.760 nuevas acciones de 10 Euros de valor nominal y prima de emisión de 4,82 Euros.

La tabla 4 muestra el valor del patrimonio aportado por Fidelges y el aumento de capital de Vitruvio.

Tabla 4. Patrimonio aportado y aumento de capital

Aportación Fidelges	10.569.006,14 €
Importe aumento capital Vitruvio	10.059.223,20 €

De acuerdo con todas las determinaciones realizadas el patrimonio aportado por FIDELGES es igual, al menos al importe del aumento del capital de la sociedad absorbente, VITRUVIO.

VISADO Y FIRMA

Fechas y datos técnicos intervinientes



Fecha: 7 diciembre 2019

Francisco Javier Ribal Sanchis

Economista COEV nº 9888

MRICS 5627030

8. LÍMITES Y CONDICIONES DEL INFORME

El informe se ha elaborado basándose en la información y documentación aportada por el cliente y/o solicitante. No se incluyen por tanto los posibles vicios ocultos que pudiera presentar, en su caso, las muestras valoradas, así como las posibles cargas, gravámenes y limitaciones que no consten en dicha documentación facilitada.

EUROVALORACIONES S.A. no se responsabiliza de los posibles fallos o errores que cometa como consecuencia de la falta, ocultación o inexactitud en el contenido de información o documentación aportada por el cliente y/o solicitante.

La responsabilidad máxima de EUROVALORACIONES S.A. y del Equipo actuante frente al cliente y/o solicitante derivada de los servicios de esta propuesta se limitará al importe de los honorarios percibidos por aquellos servicios que den lugar a dicha responsabilidad. Por otro lado, el cliente y/o solicitante mantendrá indemnes sin limitación alguna a EUROVALORACIONES S.A. y a su Equipo de cualquier perjuicio, daño, gasto o responsabilidad que sufran, o a los que deban de hacer frente, como

consecuencia de reclamaciones de terceros derivadas de la actuación de EUROVALORACIONES S.A. y del Equipo en la prestación de los servicios objeto de este informe. Esta cláusula de indemnidad permanecerá vigente en todo momento, desde la realización de los trabajos y posteriormente a su finalización.



