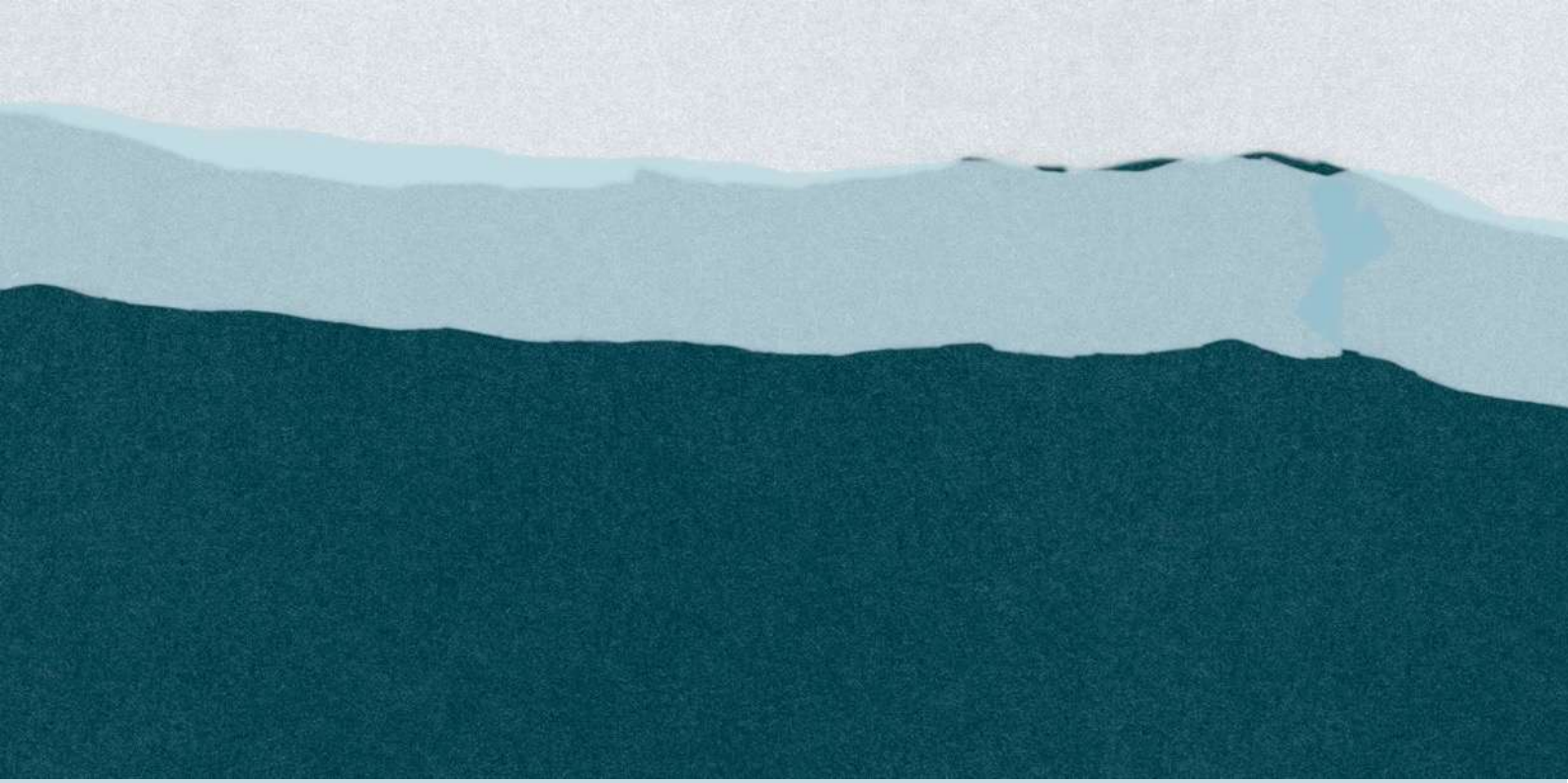


Informe para Navarra de Suelo y Vivienda, S.A. (Nasuvinsa)

# Plan de viabilidad económico-financiera de la promoción de viviendas protegidas en régimen de arrendamiento por parte de una Sociedad de Capital Mixto

Septiembre 2025

# Índice


1. Introducción ..... 6
   1.1. Antecedentes ..... 6
   1.2. Contenido del Documento ..... 6
2. Metodología para la realización del estudio de viabilidad ..... 7
   2.1. Introducción ..... 7
   2.2. Estructura del modelo financiero ..... 7
   2.3. Objetivos del modelo financiero ..... 8
3. Información básica sobre los terrenos y viviendas ..... 8
   3.1. Derechos de superficie aportados por NASUVINSA a la SCM ..... 8
   3.2. Número de viviendas y plazas de garaje ..... 9
4. Información sobre las hipótesis de las proyecciones del plan de negocio ..... 12
   4.1. Calendario del proyecto ..... 12
   4.2. Hipótesis macroeconómicas ..... 13
   4.3. Presupuesto de edificación por metro cuadrado ..... 14
   4.4. Presupuesto de construcción ..... 15
   4.5. Ingresos alquiler ..... 17
   4.6. Gastos ..... 18
      4.6.1 Gastos Operativos (OPEX) ..... 19
      4.6.2 Gastos estructurales SCM ..... 20
      4.6.3 Gastos comisiones socio privado ..... 21
      4.6.4 Impuestos ..... 21
5. Información sobre las hipótesis de las proyecciones del plan de negocio ..... 24
   5.1. Estructura financiera del proyecto ..... 24
      5.1.1. Subvención ..... 25
   5.2. Fondos propios ..... 26
   5.3. Deuda Senior ..... 26
   5.4. Garantía Definitiva ..... 27
   5.5. CAPEX anual ..... 27
6. Proyecciones a lo largo de la explotación ..... 27
   6.1. Ingresos ..... 27
   6.2. Gastos ..... 29
   6.3. Impuestos ..... 32
   6.4. Gastos activados ..... 34
   6.5. Financiación ..... 36

6.5.1. Fondos propios ..... 36
6.5.2. Deuda ..... 38
6.6. Inmovilizado ..... 40

7. Estados financieros previsionales Sociedad de Capital Mixto ..... 45
7.1. Introducción ..... 46
7.2. Estado de Cuentas de Pérdidas y Ganancias provisionales ..... 47
7.3. Estados de Flujos de Efectivo ..... 61

8. Rentabilidad: flujos de caja SCM y accionista privado ..... 69

9. Análisis de sensibilidad ..... 72
9.1. Sensibilidad costes de construcción y comisiones de promoción ..... 72
9.2. Sensibilidad costes de financiación y ratio de endeudamiento ..... 73
9.3. Sensibilidad reparto de dividendos y ratio de endeudamiento ..... 74
9.4. Sensibilidad devengo IVA derechos de superficie y tipo de gravamen ..... 75

10. Conclusiones ..... 76

## Índice Ilustraciones

Ilustración 1. Identificación de ilustraciones por ámbito ..... 7
Ilustración 2. Estructura del Modelo Financiero ..... 7
Ilustración 3. Plazos globales promoción ..... 8
Ilustración 4. Derechos de superficie aportados a la SCM (Primera y Segunda Fase) ..... 9
Ilustración 5. Características básicas construcción de viviendas (Fase I y Fase II) ..... 10
Ilustración 6. Características básicas construcción de viviendas (Fase III) ..... 11
Ilustración 7. Calendario explotación SCM ..... 12
Ilustración 8. Hipótesis temporales explotación SCM ..... 12
Ilustración 9. Calendario actuaciones Fase I ..... 12
Ilustración 10. Calendario actuaciones Fase II ..... 13
Ilustración 11. Calendario actuaciones Fase III ..... 13
Ilustración 12. Tasa de actualización de Ingresos, CAPEX, Costes ..... 14
Ilustración 13. Hipótesis coste $m^2$ de edificación ..... 15
Ilustración 14. Presupuesto de construcción Fase I ..... 16
Ilustración 15. Presupuesto de construcción Fase II ..... 16
Ilustración 16. Presupuesto de construcción Fase III ..... 17
Ilustración 17. Precio por metro cuadrado y tasa de morosidad ..... 18
Ilustración 18. Gastos activados ..... 18
Ilustración 19. Gastos Operativos (OPEX) ..... 19
Ilustración 20. Gastos por servicios comunitarios ..... 20
Ilustración 21. Gastos Estructurales SCM ..... 21
Ilustración 22. Comisiones socio privado ..... 21
Ilustración 23. Hipótesis del Impuesto de Sociedades ..... 22
Ilustración 24. Hipótesis del IVA: Derechos de superficie ..... 24
Ilustración 25. Estructura financiera inicial ..... 24
Ilustración 26. Fuentes de financiación ..... 25
Ilustración 27. *Pay out* ..... 26
Ilustración 28. Condiciones Deuda Senior ..... 27
Ilustración 29. CAPEX ..... 27
Ilustración 30. Evolución de los ingresos de la explotación en millones de euros ..... 28
Ilustración 31. Evolución de los gastos operativos (OPEX) en millones de euros ..... 29
Ilustración 32. Evolución de la morosidad en miles de euros ..... 30
Ilustración 33. Evolución de los gastos de estructura SCM en miles de euros ..... 30
Ilustración 34. Evolución de los gastos por comisiones de gestión al socio privado en millones de euros ..... 32
Ilustración 35. Evolución de los gastos por Impuesto de Sociedades en millones de euros ..... 33
Ilustración 36. Evolución de los gastos por IVA en euros ..... 33
Ilustración 37. Evolución de los gastos por comisiones de promoción en millones de euros ..... 34
Ilustración 38. Evolución de los gastos por intereses de desarrollo en millones de euros ..... 35
Ilustración 39. Evolución de los gastos por CAPEX en millones de euros ..... 36
Ilustración 40. Aportaciones de Fondos Propios ..... 36
Ilustración 41. Evolución aportaciones capital socio privado ..... 37
Ilustración 42. Disposiciones deuda y amortización ..... 38
Ilustración 43. Evolución Amortización en millones de euros ..... 40
Ilustración 44. Evolución Inmovilizado en euros ..... 41
Ilustración 45. Evolución valor inmovilizado ..... 45
Ilustración 46. Evolución cuenta de pérdidas y ganancias ..... 47

Ilustración 47. Evolución resultado del ejercicio en millones de euros ..... 60
Ilustración 48. Evolución estado de flujos de efectivo..... 61
Ilustración 49. Evolución de la posición de tesorería en millones de euros ..... 67
Ilustración 50. Hipótesis WACC ..... 69
Ilustración 51. Cálculo WACC..... 70
Ilustración 52. Flujo de caja SCM (millones de euros)..... 70
Ilustración 53. Flujo de caja socio privado (millones de euros) ..... 71
Ilustración 54. Valor actual neto (VAN) proyecto/socio privado..... 71
Ilustración 55. Rentabilidad proyecto/socio privado ..... 71
Ilustración 56. Sensibilidad costes de construcción y comisiones de promoción SCM..... 72
Ilustración 57. Sensibilidad costes de construcción y comisiones de promoción socio privado ..... 72
Ilustración 58. Sensibilidad coste de financiación y ratio de endeudamiento SCM ..... 73
Ilustración 59. Sensibilidad coste de financiación y ratio de endeudamiento socio privado..... 73
Ilustración 60. Sensibilidad reparto de dividendos y ratio de endeudamiento SCM ..... 74
Ilustración 61. Sensibilidad reparto de dividendos y ratio de endeudamiento socio privado..... 75
Ilustración 62. Sensibilidad tipo de gravamen y momento del devengo IVA derechos de superficie SCM..... 75
Ilustración 63. Sensibilidad tipo de gravamen y momento del devengo IVA derechos de superficie socio privado ..... 76
Ilustración 64. Sensibilidad rentabilidad socio privado costes para prestación servicios de promoción y gestión ..... 76

# 1. Introducción

## 1.1. Antecedentes

Navarra de Suelo y Vivienda, S.A., en adelante NASUVINSA, es la sociedad pública de vivienda y urbanismo del Gobierno de Navarra. NASUVINSA está adscrita al Departamento de Ordenación del Territorio, Vivienda, Paisaje y Proyectos Estratégicos.

Entre su actividad, destaca la promoción de VPO, la gestión de la vivienda de alquiler protegido, las políticas de rehabilitación y regeneración urbana, la promoción y urbanización de suelo industrial y el impulso a la innovación en vivienda.

Este estudio se enmarca en la necesidad de arbitrar distintas medidas que estén destinadas a poder aumentar la oferta de vivienda de alquiler asequible, para dar respuesta a la creciente demanda en la Comunidad Foral de Navarra. El proyecto cuya viabilidad se analiza consiste en la selección de un socio privado para la constitución de una Sociedad de Capital Mixto (SCM, en adelante) que tendrá por objeto la promoción de viviendas protegidas en régimen de arrendamiento asequible y otras actividades de fomento en materia de vivienda.

Las hipótesis del estudio de viabilidad se han fundamentado en condiciones de mercado, para lo cual se ha realizado un estudio de mercado entre potenciales socios privados.

## 1.2. Contenido del Documento

El presente Informe se divide en 8 epígrafes, que se describen a continuación:

El **Epígrafe 1 Introducción**, describe los antecedentes del proyecto y el objeto del estudio de viabilidad económico-financiera.

El **Epígrafe 2 Metodología para la realización del estudio de viabilidad,** explica la metodología empleada para la realización del estudio de viabilidad económico-financiero.

El **Epígrafe 3 Información básica sobre las parcelas que se aportarán a la Sociedad de Capital Mixto a través del derecho de superficie**, incluye los parámetros fundamentales sobre las viviendas a construir.

El **Epígrafe 4 Información sobre las hipótesis de las proyecciones del plan de negocio**, incluye de forma agregada las variables principales que constituyen los inputs del plan de negocio.

El **Epígrafe 5 Información sobre las hipótesis de las proyecciones financieras**, incluye los inputs sobre las variables macroeconómicas, las hipótesis contables y fiscales, y la estructuración financiera del plan de negocio.

El **Epígrafe 6 Proyecciones durante el periodo de explotación**, incluye las proyecciones de las variables principales como ingresos, costes, inversión, impuestos o financiación.

El **Epígrafe 7 Estados Financieros previsionales de la Sociedad de Capital Mixto**, muestra la cuenta de Pérdidas y Ganancias y el Estado de Flujos de Efectivo.

El **Epígrafe 8 Rentabilidad**, muestra los cálculos del flujo de caja y la rentabilidad del proyecto y del socio privado.

El **Epígrafe 9 Análisis de Sensibilidad**, muestra la variación de la rentabilidad del proyecto y del socio privado frente a cambios en las principales variables del modelo económico.

## 2. Metodología para la realización del estudio de viabilidad

### 2.1. Introducción

La información que integra el modelo está diferenciada según se trate de hipótesis, cálculos y resultados. Para facilitar su identificación en el modelo se distinguen los siguientes formatos de ilustraciones.

**Ilustración 1. Identificación de ilustraciones por ámbito**

| Ámbito | Descripción |
|---|---|
| Hipótesis | Se identifican con etiqueta de color azul oscuro. Esta información se recoge en los apartados 3, 4 y 5. |
| Cálculos | Se identifican con etiqueta de color azul claro. Esta información se recoge en el apartado 6. |
| Resultados | Se identifican con etiqueta de color gris. Esta información se recoge en el apartado 7,8 y 9. |

### 2.2. Estructura del modelo financiero

El modelo financiero está compuesto por varios apartados que recogen las hipótesis, realizan los cálculos y exponen los resultados. De forma general, la estructura del modelo es la siguiente:

**Ilustración 2. Estructura del Modelo Financiero**




## 2.3. Objetivos del modelo financiero

El objetivo del modelo financiero es permitir realizar un análisis de la viabilidad económico-financiera del proyecto mediante:

- Estimación de las proyecciones financieras de la Sociedad de Capital Mixto (inversión, ingresos, costes, financiación, impuestos).
- Obtención de los Estados Financieros de la Sociedad de Capital Mixto.
- Estimación de los Flujos de Caja del proyecto, de los accionistas, y cálculo de la rentabilidad del proyecto y de los accionistas.
- Análisis de sensibilidad de la rentabilidad del proyecto y de los accionistas frente a cambios en las principales variables del proyecto.

En base a los resultados del análisis anterior, se obtienen las conclusiones sobre el nivel de bancarización, la viabilidad comercial del proyecto y su capacidad de atraer inversores privados y financiadores, que promuevan y construyan las viviendas en régimen de alquiler asequible.

# 3. Información básica sobre los terrenos y viviendas

## 3.1. Derechos de superficie aportados por NASUVINSA a la SCM

Tal y como dispone el Pliego de Condiciones Reguladoras, se prevén dos fases iniciales concretas de promoción (**Primera Fase y Segunda Fase**) que la Sociedad de Capital Mixto deberá realizar en los plazos previstos en el epígrafe 4.1 y una **Tercera Fase** abierta cuya ejecución dependerá de las propuestas de promoción de NASUVINSA y consecuente otorgamiento sucesivo de los oportunos derechos reales de superficie de los suelos disponibles en cada momento.

**Ilustración 3. Plazos globales promoción**

| Fases | Número de viviendas total | Firma derecho de superficie | Finalización viviendas |
|---|---|---|---|
| **Primera Fase** | 120 viviendas en el municipio Valle de Egüés, 104 viviendas en el municipio de Zizur Mayor | Primer trimestre 2026 | Segundo trimestre 2028 |
| **Segunda Fase** | 134 viviendas en el municipio de Berrioplano, 70 viviendas en el municipio de Berriozar y 85 viviendas en el municipio de Noain | Primer trimestre 2028 | Cuarto trimestre 2030 |
| **Tercera Fase** | Parcelas potenciales provenientes de Plan Sectorial de Incidencia Supramunicipal (PSIS) Gobierno de Navarra | Abierto | Abierto |

Estas fases se materializan mediante el otorgamiento a favor de la SCM de los correspondientes derechos reales de superficie de acuerdo con la siguiente Ilustración. En la misma, se indica el municipio, la superficie registral de la parcela en $m^2$, la superficie útil total de las viviendas en $m^2$ y la previsión sobre el número de viviendas a construir.

Los derechos de superficie sobre los terrenos que NASUVINSA aportará a la Sociedad de Capital Mixto se encuentran todos ellos situados en la Comunidad Foral de Navarra, en concreto en el Área urbana de Pamplona.

**Ilustración 4. Derechos de superficie aportados a la SCM (Primera y Segunda Fase)**

| Municipio | Referencia Catastral | Superficie parcela ($m^2$) | Superficie Útil Vivienda ($m^2$) | N.º Viviendas |
|---|---|---|---|---|
| 1. Ripagaina – Valle de Egüés | 31000000002349449HA | 7.759 | 9.061 | 120 |
| 2. Ardoi - Zizur Mayor | 31000000001668793PQ | 4.355 | 6.806 | 104 |
| 3. Etxebakar – Berrioplano (I) | 31000000002277130KM | 3.598 | 2.713 | 34 |
| 4.Etxebakar – Berrioplano (II) | 31000000002277129BW | 6.233 | 6.233 | 100 |
| 5. Artiberri II - Berriozar | 31000000002201354IL | 4.340 | 5.677 | 70 |
| 6. Noain | 31000000001626591YU; 31000000001626590TY; 31000000001626592UI | 2.618 | 6.940 | 85 |

## 3.2. Número de viviendas y plazas de garaje

La superficie útil de las viviendas se ha estimado atendiendo a los proyectos ya redactados por NASUVINSA y a las opiniones de los operadores económicos entrevistados en el estudio de mercado realizado. Esta hipótesis es relevante para el estudio de viabilidad ya que la normativa de vivienda protegida de la Comunidad de Navarra[1] determina el precio del módulo de venta y alquiler en base a la superficie útil de la vivienda y no en base a la superficie construida.

La normativa de vivienda protegida establece la posibilidad de vincular, como anejos jurídicamente inseparables de la vivienda, trasteros de superficie útil total no superior a 15 metros cuadrados y una plaza de garaje. Por tanto, tanto el número de trasteros como el número de garajes estimados a efectos del estudio de viabilidad coincide con el número de viviendas.

El número estimado de viviendas, de trasteros, y de plazas de garaje por parcela se indica en la siguiente Ilustración:

**Ilustración 5. Características básicas construcción de viviendas (Fase I y Fase II)**

| Municipio | N.º viviendas previsto | N.º trasteros/ plazas de garaje | Tamaño medio Vivienda m² | Superficie Útil media Viviendas m² | Trastero m² | Total superficie construida m² |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1. Ripagaina – Valle de Egüés | 120 | 120 | 106 | 76 | 9 | 18.154 |
| 2. Ardoi - Zizur Mayor | 104 | 104 | 91 | 65 | 8 | 13.685 |
| 3. Etxebakar - Berrioplano | 34 | 34 | 108 | 80 | 5 | 5.193 |
| 4.Etxebakar - Berrioplano | 100 | 100 | 84 | 62 | 5 | 12.914 |
| 5. Artiberri II - Berriozar | 70 | 70 | 109 | 81 | 5 | 10.814 |
| 6. Noain | 85 | 85 | 112 | 82 | 5 | 13.333 |
| Total | 513 | | | | | |

[1] Véase artículo 10 de la Ley Foral 10/2010, de 10 de Mayo, del Derecho a la Vivienda en Navarra.

**Ilustración 6. Características básicas construcción de viviendas (Fase III)**

| Municipio | N.º viviendas previsto | N.º trasteros/Plazas de garaje | Tamaño medio Vivienda $m^2$ | Superficie Útil media Viviendas $m^2$ | Trastero $m^2$ | Total superficie construida $m^2$ |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Donapea | 200 | 200 | 101 | 75 | 5 | 28.350 |
| CCSE | 100 | 100 | 101 | 75 | 5 | 14.175 |
| TAV 1 | 100 | 100 | 101 | 75 | 5 | 14.175 |
| TAV 2 | 100 | 100 | 101 | 75 | 5 | 14.175 |
| TAV 3 | 100 | 100 | 101 | 75 | 5 | 14.175 |
| TAV 4 | 100 | 100 | 101 | 75 | 5 | 14.175 |
| TAV 5 | 100 | 100 | 101 | 75 | 5 | 14.175 |
| Guendulain 1 | 200 | 200 | 101 | 75 | 5 | 28.350 |
| Guendulain 2 | 200 | 200 | 101 | 75 | 5 | 28.350 |
| Guendulain 3 | 300 | 300 | 101 | 75 | 5 | 42.525 |
| Guendulain 4 | 300 | 300 | 101 | 75 | 5 | 42.525 |
| Guendulain 5 | 200 | 200 | 101 | 75 | 5 | 28.350 |
| **Total** | 2.000 | | | | | |

# 4. Información sobre las hipótesis de las proyecciones del plan de negocio

## 4.1. Calendario del proyecto

El período de explotación de la SCM se muestra en la Ilustración siguiente:

**Ilustración 7. Calendario explotación SCM**

| Calendario | Valor |
|---|---|
| Fecha inicio explotación | 01/01/2026 |
| Fecha fin de explotación | 31/12/2111 |
| Duración periodo explotación (años) | 86 |

Tal y como se ha establecido en el epígrafe 3.1, **NASUVINSA aportará a la Sociedad de Capital Mixto un conjunto de derechos de superficie cuya temporalidad[2] marcará el periodo de explotación de la SCM**, suponiendo la reversión del último derecho de superficie concedido el fin de la explotación.

Para los proyectos de las Fases I y II, los principales hitos quedan recogidos en las ilustraciones 9 y 10. Para los proyectos que se llevasen a cabo en la Fase III, las hipótesis establecidas sobre la explotación de la sociedad son las siguientes:

**Ilustración 8. Hipótesis temporales explotación SCM**

| Calendario | Unidad | Valor |
|---|---|---|
| Período de construcción desde la fecha de aprobación del proyecto | Mes | 12 |
| Periodo para la obtención de la Licencia de Primera Ocupación (LPO) | Mes | 12 |
| Período para alcanzar la ocupación objetivo[3] | Mes | 6 |

En las siguientes ilustraciones, se ofrece mayor detalle sobre el calendario del proyecto para cada una de las fases de construcción indicando fecha de inicio del periodo de construcción (coincidente con el inicio del cómputo para los plazos del derecho de superficie), fecha de finalización del período de construcción, fecha de inicio de las operaciones, fecha ocupación objetivo y fecha de reversión de los derechos de superficie concedido.

**Ilustración 9. Calendario actuaciones Fase I**

[2] De conformidad con el artículo 240 del Decreto Foral Legislativo 1/2017, de 26 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Foral de Ordenación del Territorio y Urbanismo, el plazo del derecho de superficie no podrá exceder de setenta y cinco años. No obstante, el artículo 237 bis del Decreto Foral Legislativo 1/2017 determina que podrá ser prorrogado hasta los noventa y nueve años.

[3] **La ocupación objetivo se define como un 95% de las viviendas construidas.**

| Proyecto | Fecha aprobación | Fecha inicio construcción | Fecha fin construcción | Fecha inicio operaciones | Fecha ocupación objetivo | Fecha reversión derechos de superficie |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1. Ripagaina – Valle de Egüés | 01/01/2026 | 31/03/2026 | 30/06/2028 | 30/09/2028 | 31/03/2029 | 31/01/2101 |
| 2. Ardoi - Zizur Mayor | 01/01/2026 | 31/03/2026 | 30/06/2028 | 30/09/2028 | 31/03/2029 | 31/01/2101 |

**Ilustración 10. Calendario actuaciones Fase II**

| Proyecto | Fecha aprobación | Fecha inicio construcción | Fecha fin construcción | Fecha inicio operaciones | Fecha ocupación objetivo | Fecha reversión derechos de superficie |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 3. Etxebakar – Berrioplano (I) | 31/03/2028 | 30/09/2028 | 31/03/2030 | 30/06/2030 | 31/12/2030 | 31/03/2103 |
| 4.Etxebakar – Berrioplano (II) | 31/03/2028 | 30/09/2028 | 31/10/2030 | 31/01/2031 | 31/07/2031 | 31/03/2103 |
| 5. Artiberri II - Berriozar | 31/03/2028 | 30/09/2028 | 31/10/2030 | 31/01/2031 | 31/07/2031 | 31/03/2103 |
| 6. Noain | 31/03/2028 | 30/09/2028 | 31/10/2030 | 31/01/2031 | 31/07/2031 | 31/03/2103 |

**Ilustración 11. Calendario actuaciones Fase III**

| Proyecto | Fecha aprobación | Fecha inicio construcción | Fecha fin construcción | Fecha inicio operaciones | Fecha ocupación objetivo | Fecha reversión derechos de superficie |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Donapea | 31/12/2028 | 31/12/2029 | 31/12/2031 | 31/03/2032 | 30/09/2032 | 31/12/2103 |
| CCSE | 31/12/2028 | 31/12/2029 | 31/12/2031 | 31/03/2032 | 30/09/2032 | 31/12/2103 |
| TAV 1 | 31/12/2030 | 31/12/2031 | 30/12/2033 | 30/03/2034 | 30/09/2034 | 31/12/2105 |
| TAV 2 | 31/12/2030 | 31/12/2031 | 30/12/2033 | 30/03/2034 | 30/09/2034 | 31/12/2105 |
| TAV 3 | 31/12/2032 | 31/12/2033 | 31/12/2035 | 31/03/2036 | 30/09/2036 | 31/12/2107 |
| TAV 4 | 31/12/2032 | 31/12/2033 | 31/12/2035 | 31/03/2036 | 30/09/2036 | 31/12/2107 |
| TAV 5 | 31/12/2033 | 31/12/2034 | 30/12/2036 | 30/03/2037 | 30/09/2037 | 31/12/2108 |
| Guendulain 1 | 31/12/2030 | 31/12/2031 | 30/12/2033 | 30/03/2034 | 30/09/2034 | 31/12/2105 |
| Guendulain 2 | 31/12/2032 | 31/12/2033 | 31/12/2035 | 31/03/2036 | 30/09/2036 | 31/12/2107 |
| Guendulain 3 | 31/12/2033 | 31/12/2034 | 30/12/2036 | 30/03/2037 | 30/09/2037 | 31/12/2108 |
| Guendulain 4 | 31/12/2034 | 31/12/2035 | 30/12/2037 | 30/03/2038 | 30/09/2038 | 31/12/2109 |
| Guendulain 5 | 31/12/2036 | 31/12/2037 | 31/12/2039 | 31/03/2040 | 30/09/2040 | 31/12/2111 |

## 4.2. Hipótesis macroeconómicas

A efectos del modelo se ha considerado que, durante el período de explotación, tanto los ingresos de alquileres, los ingresos por servicios comunitarios, los costes de estructura de la SCM y el presupuesto de edificación por metro cuadrado se actualizan con una tasa de inflación del 2% anual.

El establecimiento del índice de actualización en un 2% se fundamenta en la estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) que ha establecido un objetivo de inflación del 2% a medio plazo y en las opiniones de los operadores económicos consultados para la elaboración de este modelo económico financiero.

Los valores para el periodo de explotación del modelo están expresados en EUR 2025, actualizándose los valores en el modelo a partir de 2026.

**Ilustración 12. Tasa de actualización de Ingresos, CAPEX, Costes**

| Actualización | Año Base | Tasa de Actualización |
|---|---|---|
| Actualización Alquileres | 2025 | 2% |
| Actualización CAPEX | 2025 | 2% |
| Actualización OPEX | 2025 | 2% |
| Actualización Costes Estructura SCM | 2025 | 2% |

## 4.3. Presupuesto de edificación por metro cuadrado

El presupuesto de ejecución material (PEM) que se ha determinado asciende a 1.150€ por metro cuadrado de edificación. A este PEM se añaden los gastos generales y el beneficio industrial de contrata (14% gastos generales y 6% beneficio industrial) para obtener el presupuesto de ejecución por contrato (PEC). Todos estos costes están en línea con los costes de construcción vigentes en la región para construcciones de características similares.

Al estar destinado el uso de las viviendas a alquiler, la SCM conforme a la Ley del IVA, no tiene derecho a deducirse el 10% del IVA del presupuesto de contrata, siendo el IVA un coste adicional de la promoción. Por tanto, la cuantía del IVA se suma al PEC para la obtención del PEC con IVA.

Tras el PEC con IVA se han sumado otros costes de construcción calculados como porcentaje del PEM. Estas partidas agregan la redacción del proyecto, la dirección de obra, el project management (que incluye estudio de seguridad y salud), organismo de control técnico (OCT), seguros de la fase de construcción, licencias urbanísticas e Impuestos sobre Construcciones, Instalaciones y Obras (ICIO) y gastos de gestión relativos a la construcción.

Cabe precisar que en el coste de construcción no se han incluido las partidas referentes a los gastos financieros ni otros gastos inherentes a la SCM en la medida que no están directamente relacionados con la construcción, entendido como gastos de estructura de la SCM.

En la siguiente Ilustración se muestra el cálculo del coste por $m^2$ de edificación:

**Ilustración 13. Hipótesis coste m² de edificación**

| Partida | Porcentaje sobre PEM | Importe €/m2 |
|---|---|---|
| **PEM** | - | **1.150 €/m²** |
| Beneficio Industrial | - | 69 €/m² |
| Gastos Generales | - | 161 €/m² |
| **PEC** | - | **1.380 €/m²** |
| IVA | - | 115 €/m² |
| **PEC +IVA** | - | **1.495 €/m²** |
| Proyecto | 5% | 58 €/m² |
| Project Management | 2% | 23 €/m² |
| Dir. Obra | 1% | 14 €/m² |
| OCT | 2% | 17 €/m² |
| Licencias | 5% | 58 €/m² |
| Seguros | 2% | 17 €/m² |
| Otros Gastos | 10% | 115 €/m² |
| Otros Impuestos | 1% | 12 €/m² |
| **Total Inversión** | | **1.808 €/m²** |

## 4.4. Presupuesto de construcción

La inversión total de cada proyecto se calcula multiplicando el coste por metro cuadrado de edificación[4] por la Superficie Útil Vivienda por metro cuadrado[5].

**La hipótesis de coste por metro cuadrado realizada no afecta a la Fase I y Fase II puesto que los proyectos ya se encuentran elaborados**. No obstante, la asunción de estos proyectos no será obligatoria por parte del socio privado, estando facultado a rechazar estos proyectos y proponer a NASUVINSA la elaboración de unos nuevos proyectos.

[4] El coste por metro cuadrado se incrementa anualmente a una tasa fija del 2%, véase epígrafe 4.2.
[5] Véase Ilustración 6 del epígrafe 3.2.

Por tanto, la actualización del coste por metro cuadrado de edificación sólo se aplica a las construcciones recogidas en la Fase III.

A continuación, se recogen en las siguientes ilustraciones los presupuestos de construcción por cada una de las fases:

**Ilustración 14. Presupuesto de construcción Fase I**

| Proyecto | Coste m² | Inversión total |
|---|---|---|
| 1. Ripagaina – Valle de Egüés | 1.921,0 €/m² | 24.546.905 € |
| 2. Ardoi - Zizur Mayor | 2.116,6 €/m² | 19.999.118 € |
| 3. Etxebakar – Berrioplano (I) | 2.014,9 €/m² | 7.380.457 € |

**Ilustración 15. Presupuesto de construcción Fase II**

| Proyecto | Coste m² | Inversión total |
|---|---|---|
| 4.Etxebakar – Berrioplano (II) | 2.180,0 €/m² | 18.342.500 € |
| 5. Artiberri II - Berriozar | 1.848,6 €/m² | 14.168.000 € |
| 6. Noain | 1.809,4 €/m² | 17.204.000 € |

**Ilustración 16. Presupuesto de construcción Fase III**

| Proyecto | Coste m² | Inversión total |
|---|---|---|
| Donapea | 1.987,3 €/m² | 40.243.745 € |
| CCSE | 1.987,3 €/m² | 20.121.873 € |
| TAV 1 | 2.067,6 €/m² | 20.934.796 € |
| TAV 2 | 2.067,6 €/m² | 20.934.796 € |
| TAV 3 | 2.151,3 €/m² | 21.781.744 € |
| TAV 4 | 2.151,3 €/m² | 21.781.744 € |
| TAV 5 | 2.194,3 €/m² | 22.217.379 € |
| Guendulain 1 | 2.067,6 €/m² | 41.869.593 € |
| Guendulain 2 | 2.151,3 €/m² | 43.563.488 € |
| Guendulain 3 | 2.194,3 €/m² | 66.652.136 € |
| Guendulain 4 | 2.238,2 €/m² | 67.985.179 € |
| Guendulain 5 | 2.328,7 €/m² | 47.157.078 € |

## 4.5. Ingresos alquiler

La renta mensual estimada para **la vivienda** se ha establecido en **8,25 euros por metro cuadrado útil,** de conformidad con el artículo 10.2. apartado f) de la Ley Foral 10/2010, de 10 de mayo, del Derecho a la Vivienda en Navarra[6].

La renta mensual estimada por los garajes, trasteros y restos de anejos se ha determinado según lo establecido en el artículo 10.2 a) de la Ley Foral 10/2010, de 10 de mayo, del derecho a la vivienda en Navarra. **Así, se establece una renta mensual de 60 euros para la totalidad de la superficie del garaje y de 2 euros el metro cuadrado útil de trastero y resto de anejos.** En base a lo dispuesto y según las características medias de los anejos de todas las fases de construcción, se ha establecido una renta mensual por los anejos de 72,47€.

Del mismo modo, el artículo 27 de la Ley Foral 10/2010 establece que las viviendas protegidas en régimen de propiedad, en derecho de superficie se distribuirán según los siguientes criterios:

- Para las personas solicitantes con ingresos entre el mínimo exigido e ingresos familiares ponderados hasta 2,5 veces el Indicador de Suficiencia Adquisitiva por Renta Adecuada (SARA), el 30 por 100 de las viviendas de protección oficial y el 20 por 100 de las de precio tasado.

[6] *"El precio máximo de renta inicial mensual aplicable a los contratos de arrendamiento de viviendas de protección oficial en régimen de arrendamiento asequible será de 8,25 € útil de vivienda".*

- b) Para las personas solicitantes con ingresos familiares ponderados entre 2,5 y 4,5 veces el Indicador de Suficiencia Adquisitiva por Renta Adecuada (SARA), el 70 por 100 de las viviendas de protección oficial y el 80 por 100 de las de precio tasado.

La mayor distribución de viviendas entre las franjas con renta más elevada y el establecimiento de un precio por metro cuadrado más reducido (8,25€), **justifica la hipótesis de una tasa de morosidad del 2% sobre las rentas obtenidas.**

**Ilustración 17. Precio por metro cuadrado y tasa de morosidad**

| | |
|---|---|
| Renta mensual por metro cuadrado | **8,25€** |
| Renta mensual por anejos | **72,47€** |
| Tasa de morosidad sobre rentas | **2%** |

## 4.6. Gastos

Los gastos que asume la SCM se pueden dividir en gastos operativos (OPEX), gastos de estructura y gastos por comisiones de gestión y promoción.

Los intereses asumidos para el desarrollo de las edificaciones, las comisiones de promoción y el CAPEX se analizan bajo la hipótesis de gastos activados (mayor valor del activo). Esto va a implicar que la imputación del gasto, en lugar de hacerse en un solo año, se reparta en varios, vía amortización.

**Ilustración 18. Gastos activados**

| **Gastos activados** |
|---|
| Intereses para el desarrollo |
| Comisiones de promoción |
| CAPEX |

La Norma de Registro y Valoración 2º del Plan General de Contabilidad establece que *"los bienes comprendidos en el inmovilizado material se valorarán por su coste, ya sea este el precio de adquisición o el coste de producción"*.

**Con respecto a la activación de los intereses para el desarrollo**, la citada norma establece que *"en los inmovilizados que necesiten un período de tiempo superior a un año para estar en condiciones de uso, se incluirán en el precio de adquisición o coste de producción los gastos financieros que se hayan devengado antes de la puesta en condiciones de funcionamiento del inmovilizado material y que hayan sido girados por el proveedor o correspondan a préstamos u otro tipo de financiación ajena"*.

**En atención a las comisiones de promoción**, la norma estudiada dispone que "*el coste de producción de los elementos del inmovilizado material fabricados o construidos por la*

*propia empresa se obtendrá añadiendo al precio de adquisición de las materias primas y otras materias consumibles, los demás costes directamente imputables a dichos bienes*". Dado que las comisiones de promoción se consideran directamente imputables a la construcción de las edificaciones, se activan tales gastos.

En último lugar, dado que los **gastos asociados al CAPEX** tienen su fundamento en la mejora y el mantenimiento de las edificaciones, se asume que todo el CAPEX representa un mayor valor del inmovilizado.

### 4.6.1 Gastos Operativos (OPEX)

Para la definición de los gastos operativos se ha asumido que un porcentaje determinado de la renta por metro cuadrado/mes se destina a sufragar tales gastos. Dentro de los gastos operativos se encuentran:

- **Gastos de mantenimiento preventivos:** destinados a prevenir problemas o desgaste en la propiedad. Incluyen actividades como inspecciones regulares, mantenimiento preventivo de sistemas (como fontanería, electricidad, etc) y actualizaciones para evitar futuros problemas.

- **Gastos correctivos:** son los gastos destinados a corregir problemas o daños existentes en la comunidad, se incurre en ellos una vez se ha detectado el problema.

- **Gastos de rotación:** son los gastos en los que la SCM deberá incurrir cuando se produzca un cambio de inquilinos.

- **Seguro de continente.**

- **Impuesto sobre Bienes Inmuebles.**

El porcentaje de gastos operativos que aplica a cada partida se encuentra alineado con las condiciones de mercado. Estos porcentajes se aplican sobre una renta mensual de 8,25€/$m^2$. En conjunto, los gastos operativos a aplicar por vivienda ascienden a 1.072,50€. Tal y como se ha dispuesto en el epígrafe 4.2, sendas variables estarán sujetas a actualización.

**Ilustración 19. Gastos Operativos (OPEX)**

| Partida | % s/rentas | €/$m^2$/mes | €/$m^2$/año | €/viv/año |
|---|---|---|---|---|
| **GASTOS MANTENIMIENTO** | **6%** | **0,46** | **5,50** | **536,25** |
| Preventivo | 2% | 0,17 | 2,00 | 195 |
| Correctivo | 1% | 0,08 | 1,00 | 97,5 |
| Rotación | 3% | 0,21 | 2,50 | 243,75 |
| **IBI** | **4%** | **0,33** | **4,00** | **390** |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **SEGURO** | **2%** | **0,13** | **1,50** | **146,25** |
| **TOTAL** | **12%** | **0,92** | **11,00** | **1.072,5** |

**Dentro de los gastos operativos también se incluirán los gastos por servicios comunitarios**. Todas las edificaciones previstas en el epígrafe 3.2. contarán con los siguientes servicios comunitarios:

- Limpieza de las zonas comunes.
- Conserjería/Seguridad.
- Suministro de energía y agua en las zonas comunes.
- Mantenimiento y limpieza del garaje y pago de la tasa de paso de vehículos.
- Servicio de jardinería en las zonas comunes que lo requieran.
- Reparaciones.
- Imprevistos varios.

Los gastos por servicios comunitarios se han estimado como un porcentaje de las rentas percibidas, en línea con el mercado. Estos porcentajes se aplican sobre una renta mensual de 8,55€/m$^2$. En conjunto, los gastos operativos a aplicar por vivienda ascienden a 1.000€. Tal y como se ha dispuesto en el epígrafe 4.2, sendas variables estarán sujetas a actualización.

**Ilustración 20. Gastos por servicios comunitarios**

| Partida | % s/rentas | €/m$^2$/mes | €/m$^2$/año | €/viv/año |
|---|---|---|---|---|
| **Conserjería / Seguridad** | 4% | 0,28 | 3,33 | 250 |
| **Limpieza** | 3% | 0,22 | 2,67 | 200 |
| **Suministros** | 2% | 0,17 | 2,00 | 150 |
| **Reparaciones** | 2% | 0,17 | 2,00 | 150 |
| **Jardín / Garaje / Zonas Comunes** | 2% | 0,17 | 2,00 | 150 |
| **Imprevistos/Varios** | 1% | 0,11 | 1,33 | 100 |
| **TOTAL** | **15%** | **1,11** | **13,33** | **1.000** |

**El total del coste por servicios comunitarios se repercute a los inquilinos, por lo que en el modelo económico solo se asumen como gastos de comunidad el 5% de los previstos, de conformidad con la hipótesis de ocupación objetivo del 95%.** [7]

### 4.6.2 Gastos estructurales SCM

La SCM tendrá unos costes estructurales aproximados de 100.000€/anuales que se destinarán a sufragar, entre otros, los siguientes conceptos:

- Costes de gestión de la SCM.

[7] Véase Ilustración 8.

- Costes de las Auditorías anuales financieras.
- Costes de las Auditorías anuales energéticas.
- Coste de las tasaciones realizadas a instancias del Consejo de Administración.

**Ilustración 21. Gastos Estructurales SCM**

| | |
|---|---|
| **Gastos Estructurales SCM** | 100.000 €/año |

### 4.6.3 Gastos comisiones socio privado

En el pliego de prescripciones técnicas se establece que, una vez constituida la SCM, y siempre en lo que se refiere a su actividad principal, el Socio Privado se encargará de la gestión administrativa y patrimonial de la misma y de los derechos reales de superficie, lo que supondrá:

- La gestión de la construcción y promoción de los suelos incorporados a los derechos reales de superficie constituidos a favor de la SCM.

- La gestión del parque de viviendas de alquiler propiedad de la SCM o que le hayan sido adscritas por cualquier título para su gestión.

- La gestión administrativa, contable y fiscal de la propia sociedad, dando cuenta al Consejo de Administración de la SCM y otros órganos de la sociedad.

**La remuneración máxima del gestor para la gestión de la construcción y promoción de los suelos será el equivalente al 8% sobre el total de los costes de la promoción. Por su parte, la gestión del parque de viviendas de alquiler será el equivalente al 8% sobre las rentas de alquileres efectivamente percibidas. Ambos porcentajes están contrastados con los agentes de mercado**

**Ilustración 22. Comisiones socio privado**

| Tipo de Comisión | Cuantificación |
|---|---|
| **Comisión gestión construcción y promoción** | 8% sobre total costes de promoción |
| **Comisión gestión parque de viviendas en alquiler** | 8% sobre el total de las rentas obtenidas |

### 4.6.4 Impuestos

Los impuestos que se han analizado de forma específica son el Impuesto sobre Sociedades y el Impuesto sobre el Valor Añadido.

El Impuesto de Sociedades se ha calculado teniendo en cuenta los siguientes ajustes en la base imponible:

- **Gastos no deducibles**: al realizar la estructuración financiera del proyecto se ha tenido en cuenta la aplicación del artículo 23 de la Ley Foral 26/2016, de 28 de diciembre, del Impuesto de Sociedades que establece que: *"no tendrán la consideración de gastos fiscalmente deducibles los que representen una retribución de fondos propios"*. Las aportaciones de los socios en el modelo se han contemplado en forma de capital o aportación de reservas, por lo que se consideran gastos no deducibles.

- **Limitación a la deducibilidad de gastos financieros**: se ha tenido en cuenta el límite establecido en el artículo 24 de la Ley 26/2016 que determina que: "*los gastos financieros netos serán deducibles con el límite del 30 por 100 del beneficio operativo del ejercicio. En todo caso, serán deducibles gastos financieros netos del período impositivo por importe de 1 millón de euros. Los gastos financieros netos que no hayan sido objeto de deducción podrán deducirse en los períodos impositivos que concluyan en los 15 años inmediatos y sucesivos*".

- **Compensación de Bases Liquidables negativas:** para la compensación de bases liquidables negativas se ha tenido en cuenta lo establecido en el artículo 43 de la Ley 26/2016: "*las bases liquidables negativas de los periodos impositivos que concluyeron en los quince años inmediatos anteriores, siempre que hayan sido objeto de liquidación o autoliquidación, podrán reducir la base imponible negativa con el límite del 70 por 100 de esta. En todo caso, se podrán compensar en el período impositivo bases liquidables negativas hasta el importe de 1 millón de euros*".

- **Para la tasa del impuesto de sociedades**, se ha considerado lo establecido en el artículo 51 de la Ley 26/2016, considerando un tipo de gravamen del 28%.

- **Régimen de entidades dedicadas al arrendamiento de viviendas (EDAV)**, en base a las características y actividad de la SCM se entiende que cumple los requisitos necesarios para forma parte del régimen EDAV, disfrutando de una bonificación del 85% en la cuota íntegra, según lo establecido en el artículo 92 y 93 de la Ley 26/2016.

**Ilustración 23. Hipótesis del Impuesto de Sociedades**

| Impuesto de sociedades | Valor |
|---|---|
| **Tipo de Gravamen art. 52 ley 26/2016** | |
| Tipo | **28%** |
| **Limitación deducibilidad gastos financieros art. 24 ley 26/2016** | |
| Máxima deducción de gastos financieros (% Beneficio Operativo) | 30% |
| Importe máximo deducción de gastos financieros | 1.000.000 |
| **Compensación bases liquidables negativas art. 43 ley 26/2016** | |
| Limitación a la aplicación de bases liquidables (%Base Liquidable)1 | 70% |

| | |
|---|---|
| Mínimo exento de limitación de compensación bases liquidables negativas | 1.000.000 |
| **Bonificación Régimen EDAV art. 93 ley 26/2016** | |
| Bonificación cuota íntegra | 85% |

**El Impuesto sobre el Valor Añadido se ha calculado atendiendo a las siguientes premisas:**

- **IVA soportado en la promoción de las viviendas.**

De conformidad con el artículo 17.1. 13º LIFVA[8] el arrendamiento está exento de IVA, por tanto, los ingresos vía alquiler estarán exentos de IVA. Por tanto, todo el IVA soportado en la promoción de las viviendas se considera un coste adicional que la SCM deberá soportar[9].

- **IVA en los derechos de superficie aportados por NASUVINSA a la SCM.**

En el supuesto de la actividad de la SCM, la tributación del derecho de superficie puede analizarse en dos prestaciones:

- La constitución del derecho, en virtud del cual la SCM recibe el derecho de superficie.
- La reversión del derecho, por el que el superficiario (SCM) transmitirá a NASUVINSA las construcciones o edificaciones realizadas.

El gravamen de esta operación se analiza vía descomposición de los elementos esenciales de la obligación tributaria:

- **Devengo:** De conformidad con el artículo 24.1. 7º LFIVA en las operaciones de tracto sucesivo en las que no se haya pactado precio o cuando, habiéndose pactado, no se haya determinado la exigibilidad, el devengo del Impuesto se producirá a 31 de diciembre de cada año. **En base a lo expuesto, la prestación de servicios en que el derecho de superficie consiste se devengará a 31 de diciembre de cada año.**

- **Base Imponible:** De conformidad con el artículo 27.1 LFIVA "en las operaciones cuya contraprestación no consista en dinero se considerará como base imponible el importe, expresado en dinero, que se hubiera acordado entre las partes". **Dado que no se ha establecido un canon periódico, la base imponible se compone únicamente del valor de la construcción o edificación.**

- **Tipo impositivo:** El tipo impositivo será del 21% de conformidad con el artículo 36 LFIVA.

[8] Ley Foral 19/1992, de 30 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido.
[9] Véase cuantificación de los costes por metro cuadrado de edificación, epígrafe 4.3.

**Ilustración 24. Hipótesis del IVA: Derechos de superficie**

| IVA | |
|---|---|
| **Momento del devengo** | 31 de diciembre de cada año |
| **Base imponible** | Valor construcción |
| **Tipo** | 21% |

## 5. Información sobre las hipótesis de las proyecciones del plan de negocio

### 5.1. Estructura financiera del proyecto

En el modelo financiero se han considerado tres fuentes de financiación del proyecto:

- Capital: aportaciones en forma de acciones de la sociedad de capital mixto. **El capital social equivaldría al 29% de las necesidades de financiación durante el período de construcción.**

- Reserva/ Aportaciones para Cobertura del Servicio de la Deuda (CDS): son recursos en efectivo aportados por los accionistas en forma de reservas o prima de emisión, que se emplearían para financiar los déficits de tesorería puntuales que se producen durante la explotación. **Se ha estimado que el 4% de las necesidades de financiación durante el período de explotación se aportarían en forma de reservas/ prima de emisión. Las aportaciones para la CDS son suficientes para hacer frente a los gastos financieros totales por un horizonte temporal de 3 meses.**

- Deuda Senior Inicial: corresponde a **un préstamo inicial que aportaría un 67% de las necesidades de financiación durante la fase de construcción**.

En la siguiente Ilustración se indican los porcentajes e importes de las diferentes fuentes de financiación:

**Ilustración 25. Estructura financiera inicial**

| Estructura Financiera Inicial | Porcentaje | Importe |
|---|---|---|
| **Capital Social** | 29% | **161.065.359 €** |
| **Aportación Reservas/ Prima de Emisión** | 4% | **73.711.227 €** |
| **Deuda Senior** | 67% | **375.819.171 €** |
| **Total Fuentes de Financiación** | **100%** | **543.096.405 €** |

### 5.1.1. Subvención

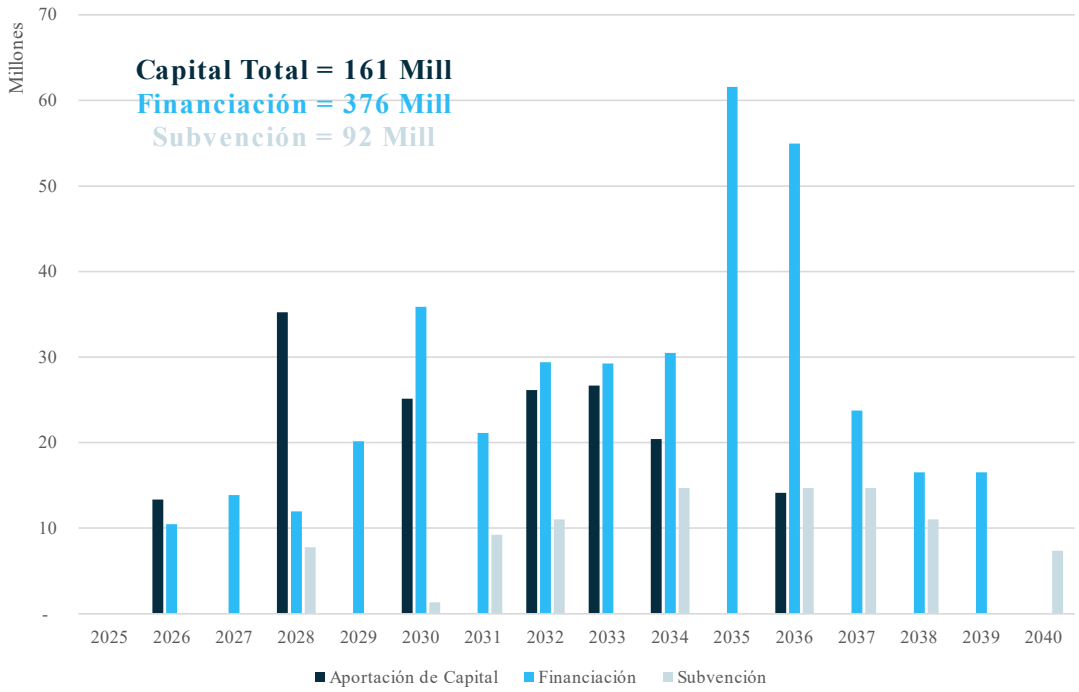
A través de La Ley Foral 9/2025, de 30 de junio, para el Derecho a la Vivienda Asequible en Navarra se introduce una modificación en la Ley Foral 10/2010. En concreto, se modifica la Disposición Adicional Decimosexta, cuyo tenor literal es el dispuesto a continuación:

*“"1. Las personas promotoras de viviendas de protección oficial en régimen de arrendamiento y de apartamentos protegidos en alquiler destinados a personas mayores de 60 años o con discapacidad podrán acceder a las siguientes subvenciones:*
*a) El 25% del precio máximo de venta de las viviendas, sin anejos, incluidas en la correspondiente calificación, si la promotora solicita que la duración de su destino al arrendamiento sea de 30 años.*
*b) El 30% del precio máximo de venta de las viviendas, sin anejos, incluidas en la correspondiente calificación, si la promotora solicita que la duración de su destino al arrendamiento sea de 50 años.*
*c) El 35% del precio máximo de venta de las viviendas, sin anejos, incluidas en la correspondiente calificación, si el promotor solicita que la duración de su destino al arrendamiento sea de 75 años.*
***En el caso de viviendas de protección oficial calificadas en régimen de arrendamiento asequible, los anteriores porcentajes serán el 15%, 20% y 25%, respectivamente".***

En base a lo expuesto, se ha incluido en el modelo económico-financiero una subvención equivalente al 25% de la inversión total realizada en cada una de las promociones, entendiendo que la misma estará ajustada al módulo.

En síntesis, las principales fuentes de financiación del proyecto se recogen en la ilustración dispuesto a continuación:

**Ilustración 26. Fuentes de financiación**




## 5.2. Fondos propios

Los Fondos Propios de la SCM estarían compuestos por:

- Aportaciones de Capital Social.
- Aportaciones en efectivo de Reservas /Prima de Emisión.

Los desembolsos de capital se realizarán durante el período de explotación de la SCM, **y siguiendo las necesidades de financiación de cada uno de los proyectos de edificación**.

**En el supuesto de que existan beneficios, el reparto de dividendos (pay out) representará el 60% del resultado del ejercicio.**

**Ilustración 27. *Pay out***

| | |
|---|---|
| **Reparto de dividendos** | **80% sobre beneficios** |

## 5.3. Deuda Senior

Las condiciones de la Deuda Senior se han definido en condiciones de financiación similares a entidades multilaterales (BEI por ejemplo). Se estima un coste del 3,75%, equivalente al coste de la financiación del Tesoro español a medio plazo minorado por un spread de 25-30 puntos básicos**. La ratio de apalancamiento máxima sería el 70%.**

**La financiación se obtendría a un tipo fijo del 3,75% con 3 años de carencia y un plazo de amortización de 35 años (con sistema de amortización lineal).**

**Ilustración 28. Condiciones Deuda Senior**

| Condiciones | Plazo |
|---|---|
| **Plazo de Carencia capital** | 3 años |
| **Plazo de Amortización** | 35 años |
| **Tipo de interés** | 3,75% |

## 5.4. Garantía Definitiva

De conformidad con lo establecido en el pliego de condiciones reguladoras, no se exige garantía definitiva.

## 5.5. CAPEX anual

Los importes del CAPEX incluyen las partidas siguientes:

- Reacondicionamiento de viviendas, con la periodicidad establecida en la Ilustración 31.
- Reparaciones de viviendas.
- Coste del IVA soportado de las reinversiones.

Las hipótesis de realización temporal y coste de las reinversiones son las siguientes:

**Ilustración 29. CAPEX**

| Intervención | €/vivienda | €/m² | €/m²/año promedio |
|---|---|---|---|
| **10 años** | **3.500** | **47** | **5** |
| **20 años** | 8.500 | **113** | 11 |
| **30 años** | 3.500 | **47** | 5 |
| **40 años** | **15.500** | **207** | **21** |
| **50 años** | **3.500** | **47** | **5** |
| **60 años** | **8.500** | **113** | **11** |
| **70 años** | **3.500** | **47** | **5** |
| **TOTAL** | **46.500** | **620** | **9** |

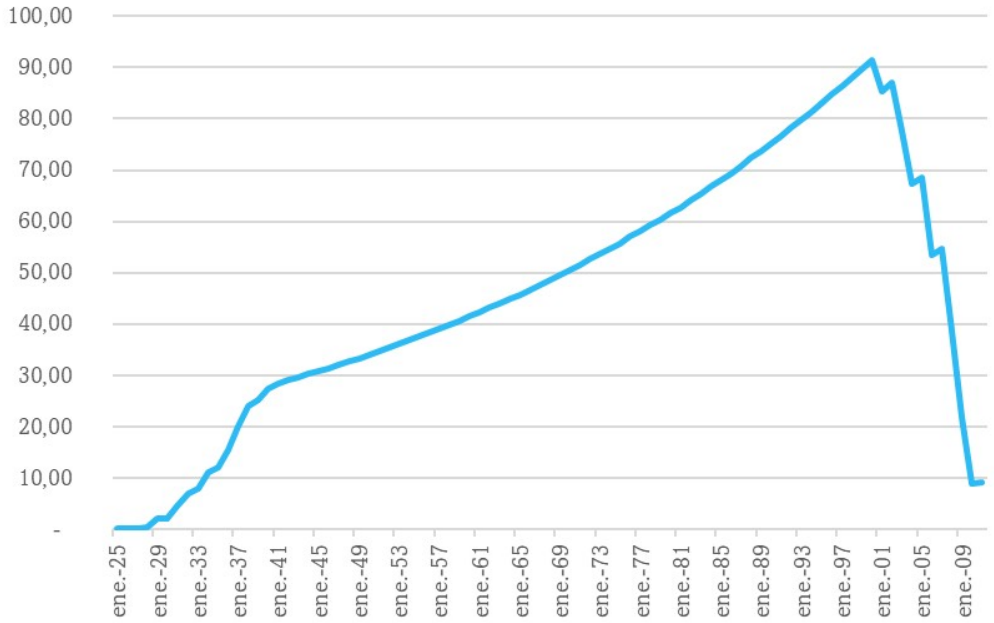
# 6. Proyecciones a lo largo de la explotación

## 6.1. Ingresos

Los ingresos durante el período de explotación de la SCM provienen de las rentas por el alquiler de las viviendas y garajes anexos. En el modelo no se han considerado posibles ingresos adicionales como el alquiler de locales comerciales u oficinas.

Según el modelo de viabilidad, el **total de ingresos ascenderían a 3.970 millones de euros**. En la siguiente Ilustración se muestran los ingresos de la Sociedad de Capital Mixto, asumiendo la hipótesis establecida en el epígrafe 4.2.

**Ilustración 30. Evolución de los ingresos de la explotación en millones de euros**




Si analizamos la evolución de la principal fuente de generación de ingresos (alquileres) -Ilustración 31-, se observa que estos recursos están explicados por la revisión de precios de las rentas y por el ritmo de construcción de las edificaciones y la paulatina ocupación. Así, hasta el ejercicio 2039, los ingresos presentan un incremento más acuciado vinculado al ritmo de construcción de los edificios y su ocupación; mientras que, a partir de este ejercicio, la evolución sigue una tendencia alcista más suavizada vinculada principalmente al incremento de las rentas[10]. Del mismo modo, es posible apreciar que a medida que revierten los derechos de superficie (2099) y se deja de obtener rentas por las edificaciones extintas la recaudación por alquiler comienza a disminuir. De forma más intensa se observa en la última etapa (2105-2011) ya que fue en la última fase cuando más vivienda se construyeron (80% sobre el total).

**El importe total de la cifra de negocios actualizada a valor actual con la tasa de descuento dispuesta en el epígrafe 8 asciende a 457.360.300,11€**

[10] Véase epígrafe 4.1 relativo al calendario del proyecto.

## 6.2. Gastos

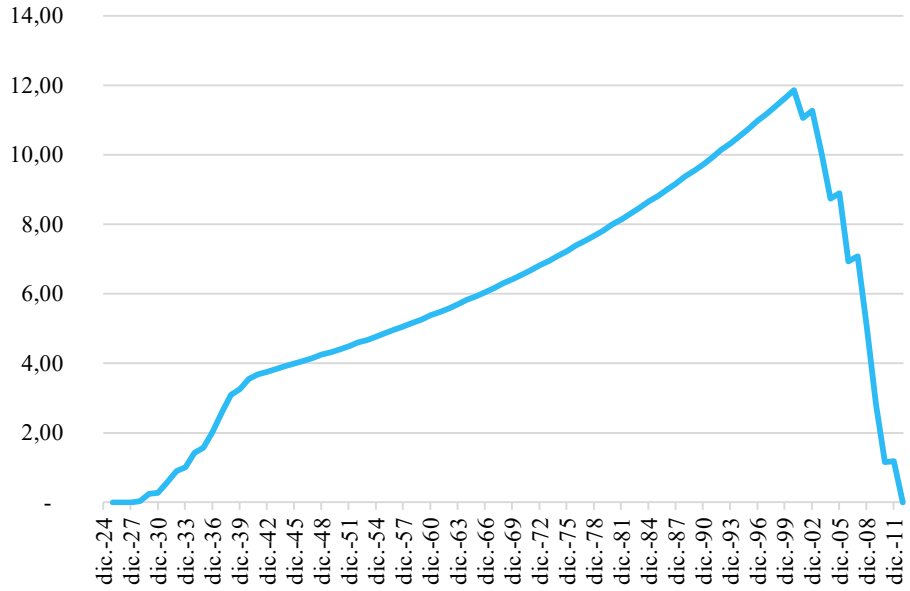
Atendiendo a las hipótesis de gasto previstas en el epígrafe 4.6. se realizan los cálculos dispuestos a continuación. Los gastos durante el período de explotación provienen de las siguientes fuentes:

- Gastos operativos (OPEX).
- Morosidad.
- Gastos de estructura SCM.
- Gastos por comisiones de gestión del socio privado.
- Intereses.
- Impuestos (IVA e IS).

A continuación, se analiza el comportamiento de cada una de las fuentes de gastos.

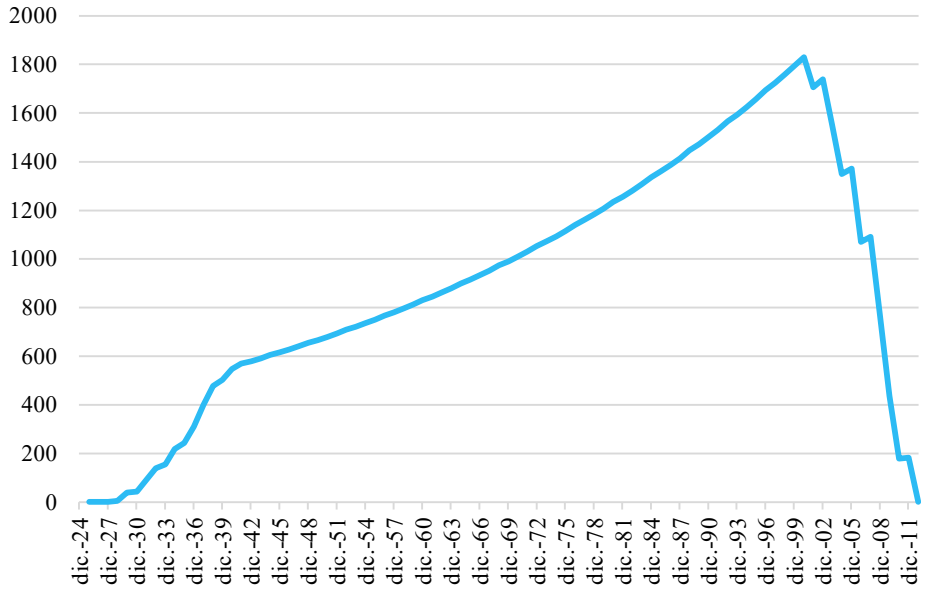
Dado que los gastos operativos están vinculados a las rentas de los alquileres y a la superficie construida, la tendencia es similar a la observada en los ingresos vinculados al alquiler. Hasta el periodo final de la construcción (31/12/2039), la evolución de esta partida es más intensa en consonancia con el calendario de construcción de las viviendas. Tras este ejercicio, la evolución es progresiva ya que está vinculada exclusivamente a la actualización de las rentas de las viviendas. Así en el momento más activo de la SCM el OPEX se sitúa en una horquilla de entre 6 y 12 millones de euros. Como ocurre con el resto de las variables, a medida que van revertiendo los derechos de superficie, los gastos disminuyen.

**Ilustración 31. Evolución de los gastos operativos (OPEX) en millones de euros**



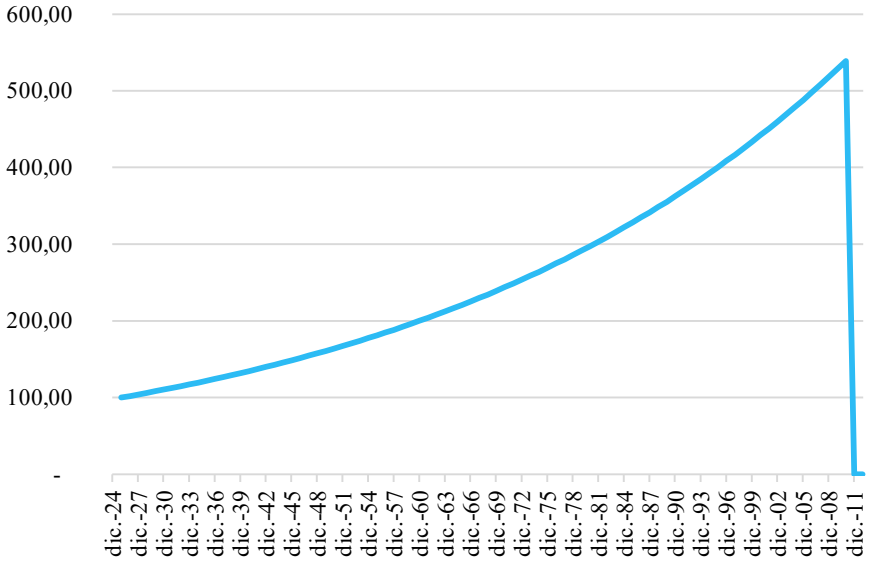

Tal y como se ha definido en el epígrafe 4.5., la tasa de morosidad se cuantifica en un 2% de las rentas obtenidas. Por tanto, al igual que sucede en las dos ilustraciones anteriores, la evolución de la morosidad refleja el mismo patrón.

**Ilustración 32. Evolución de la morosidad en miles de euros**




Los gastos estructurales de la SCM se cuantifican en un importe fijo que es totalmente independiente a la evolución de la promoción de edificaciones. El aumento progresivo que refleja la siguiente ilustración se justifica en la actualización de estos costes fijos vinculado a la inflación[11].

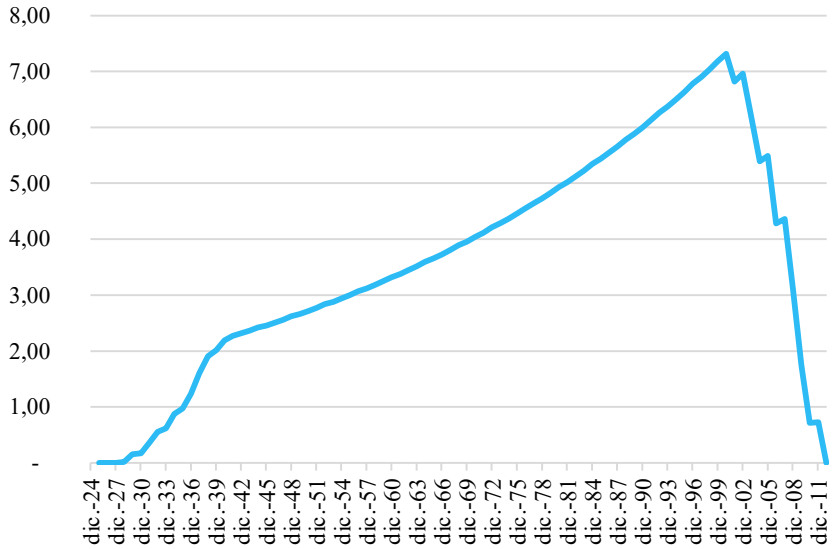
**Ilustración 33. Evolución de los gastos de estructura SCM en miles de euros**




[11] Véase epígrafe 4.2. Hipótesis macroeconómicas.

A diferencia de lo que ocurre con las comisiones de promoción, que solo se devengan durante el período en el que la SCM está en construcción de edificaciones, las comisiones de gestión se calculan como un porcentaje de las rentas obtenidas por la SCM. Así, a medida que se incrementan las edificaciones disponibles, aumenta la ocupación, las rentas y por ende las comisiones de gestión que se devengan. Igualmente, al final del periodo de la modelización, cuando las edificaciones se van extinguiendo por la reversión del derecho de superficie estos gastos comienzan a disminuir.

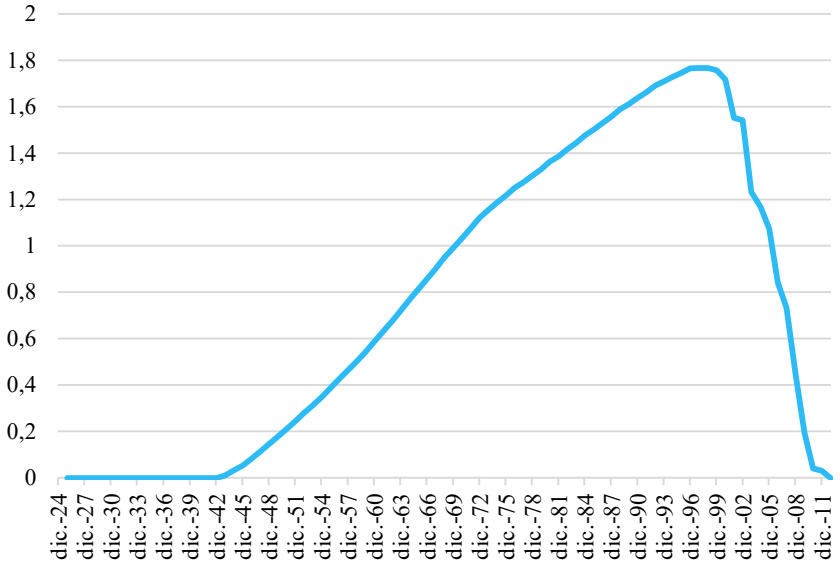
**Ilustración 34. Evolución de los gastos por comisiones de gestión al socio privado en millones de euros**




## 6.3. Impuestos

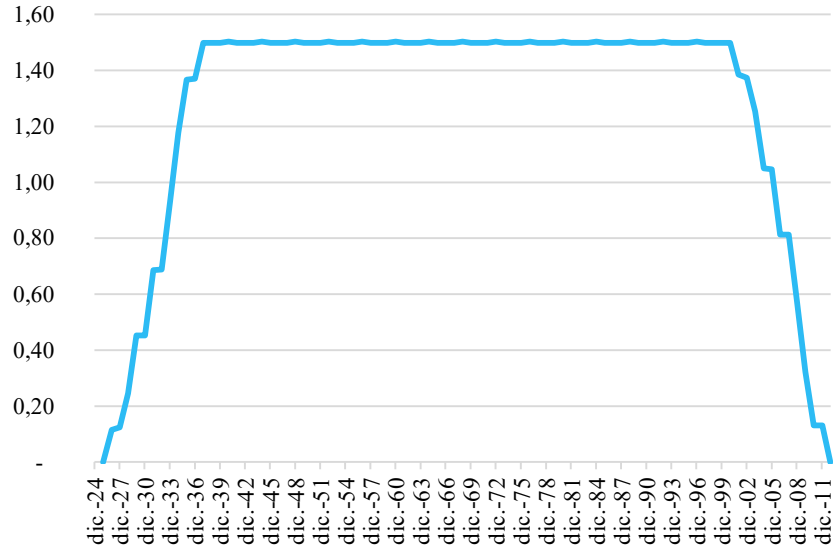
En el modelo se ha considerado que el Impuesto de Sociedades devengado en el año se paga en el mismo año. Estos gastos tributarios comienzan a manifestarse una vez el resultado de la sociedad comienza a ser positivo. No obstante, debido a que las pérdidas acumuladas logran compensarse, así como a la bonificación del régimen de Entidades Dedicadas al Arrendamiento de Viviendas (EDAV), el impacto del IS en el modelo no es significativo, representando en su punto más álgido unos costes de aproximadamente 1,8 millones de euros.

**Ilustración 35. Evolución de los gastos por Impuesto de Sociedades en millones de euros**




En cuanto a la evolución del IVA, siguiendo la hipótesis establecida en el epígrafe 4.6.4., se observa cómo a medida que aumentan las edificaciones las obligaciones anuales por IVA se incrementan. Una vez finalizada la fase de promoción los gastos por IVA se estabilizan y se mantienen constantes, hasta que comienzan a revertir los derechos de superficie y estas obligaciones comienzan a desaparecer progresivamente.

**Ilustración 36. Evolución de los gastos por IVA en euros**

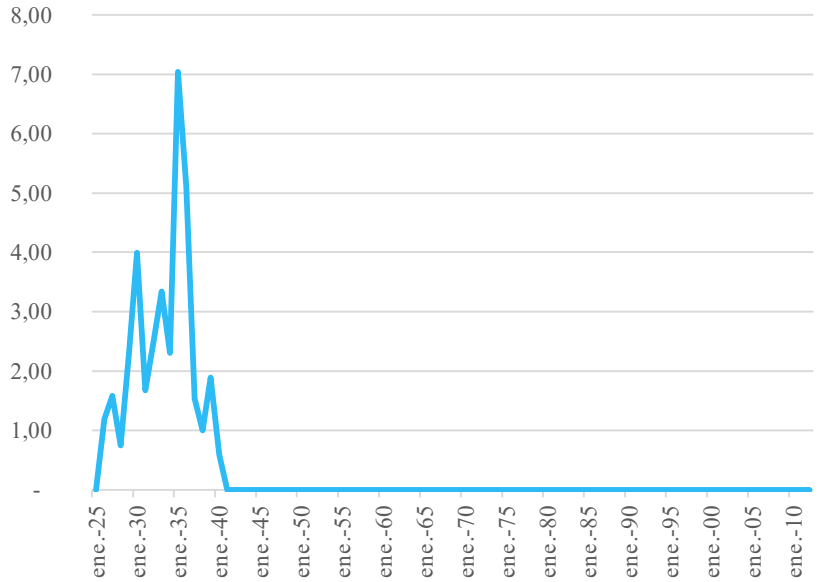


## 6.4. Gastos activados

Tal y como se ha establecido en el apartado 4.6. los gastos activados son: las comisiones de promoción, los intereses para el desarrollo y el CAPEX. A continuación, se comenta la evolución de cada uno de estos gastos.

Las comisiones de promoción solo se devengan durante el período de promoción (2024-2039), en función del volumen de construcciones que se realizan en cada uno de los ejercicios. Por este motivo, son en los primeros años de explotación de la SCM cuando tiene reflejo este concepto de comisiones. Que el devengo de estos gastos se produzca en función de las construcciones anuales, repercute en una elevada variabilidad, de manera que en el año 2040 no hay gastos por comisiones y el máximo se alcanza en el 2035. Una vez finalizado el proceso de promoción, estas comisiones no se devengan más, derivando en un coste nulo durante el resto de vida de la SCM.

**Ilustración 37. Evolución de los gastos por comisiones de promoción en millones de euros**



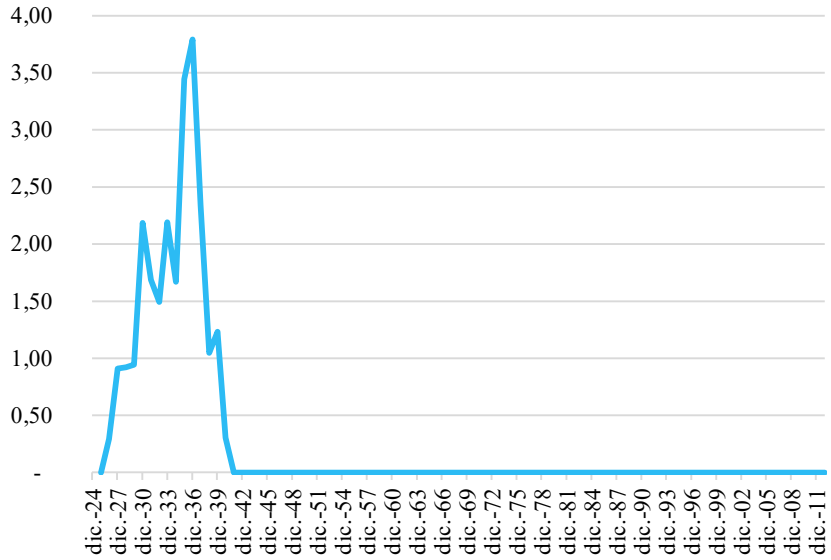

Los intereses para el desarrollo son aquellos gastos financieros devengados antes de la puesta en funcionamiento del inmovilizado material. Como gastos activados, estos intereses se añaden al valor del inmovilizado.

En la medida que el período de puesta en funcionamiento de las edificaciones es de 24 meses[12], los intereses devengados durante este período se computarán como mayor valor del activo.

La similitud en la evolución de las comisiones de promoción y los intereses para el desarrollo se debe a que ambos están vinculados al calendario de edificación.

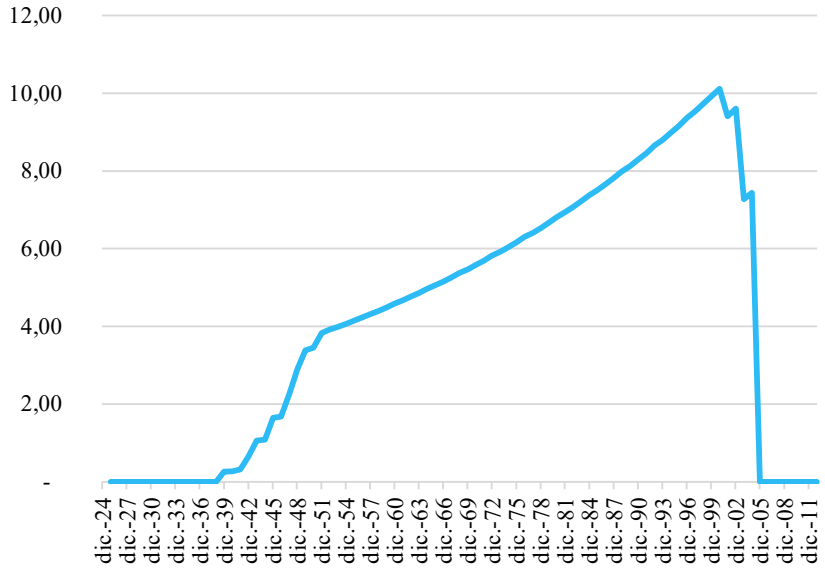
[12] Véase Ilustración 8.

**Ilustración 38. Evolución de los gastos por intereses de desarrollo en millones de euros**




Siguiendo las premisas dispuestas en el epígrafe 5.5. es posible advertir como a partir del décimo año de construcción de las primeras edificaciones comienzan a realizarse los primeros desembolsos en concepto de CAPEX, el envejecimiento de las edificaciones realizadas en primer lugar que requieren de un nuevo desembolso por CAPEX una vez pasados 20 años desde la construcción, así como el cumplimiento progresivo de los 10 años de antigüedad de las promociones construidas en último lugar explica el incremento inicial de los gastos por CAPEX. La estabilización de las edificaciones en las distintas horquillas previstas en el epígrafe 5.5. explica la tendencia continuista de los gastos por CAPEX, hasta que finalmente el alcance de los 50 años implica unos desembolsos cada vez inferiores en concepto de CAPEX.

**Ilustración 39. Evolución de los gastos por CAPEX en millones de euros**




## 6.5. Financiación

### 6.5.1. Fondos propios

En el siguiente epígrafe se muestra la evolución del saldo de los fondos propios a lo largo del período de explotación (2024-2038) de la SCM:

**Ilustración 40. Aportaciones de Fondos Propios**

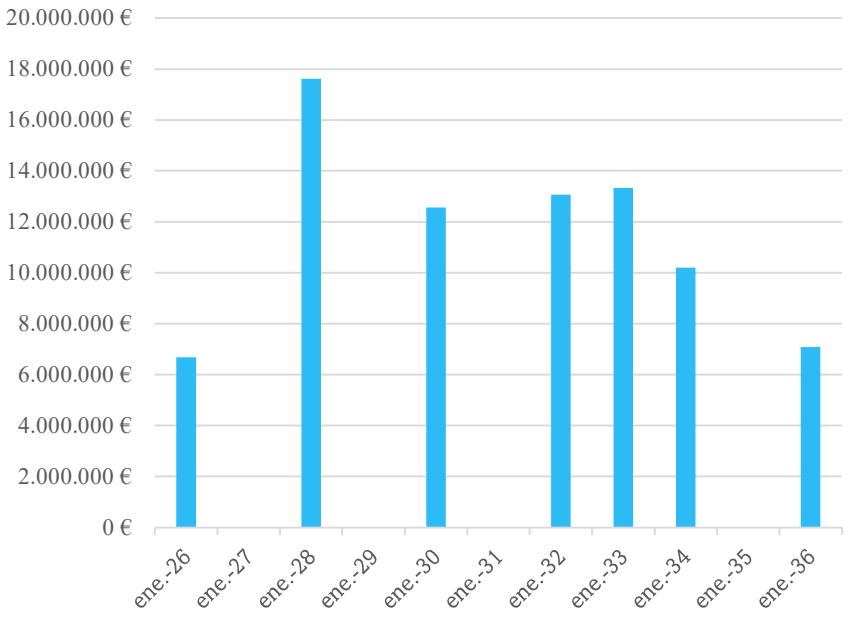
| Fecha aportación | 31/ 12/ 2026 | 31/ 12/ 2027 | 31/ 12/ 2028 | 31/ 12/ 2029 | 31/ 12/ 2030 |
|---|---|---|---|---|---|
| Aportación Capital Público | 6.681.904 € | 0 € | 17.619.086 € | 0 € | 12.560.878 € |
| Aportación Capital Privado | 6.681.904 € | 0 € | 17.619.086 € | 0 € | 12.560.878 € |
| Saldo Fin de Periodo | 13.363.807 € | 13.363.807 € | 48.601.980 € | 48.601.980 € | 73.723.735 € |

| Fecha aportación | 31/ 12/ 2031 | 31/ 12/ 2032 | 31/ 12/ 2033 | 31/ 12/ 2034 | 31/ 12/ 2035 |
|---|---|---|---|---|---|
| Aportación Capital Público | 0 € | 13.069.046 € | 13.330.427 € | 10.197.777 € | 0 € |
| Aportación Capital Privado | 0 € | 13.069.046 € | 13.330.427 € | 10.197.777 € | 0 € |
| Saldo Fin de Periodo | 73.723.735 € | 99.861.828 € | 126.522.682 € | 146.918.236 € | 146.918.236 € |

| Fecha aportación | 31/ 12/ 2036 | 31/ 12/ 2037 | 31/ 12/ 2038 | 31/ 12/ 2039 | 31/ 12/ 2040 |
|---|---|---|---|---|---|
| Aportación Capital Público | 7.073.562 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Aportación Capital Privado | 7.073.562 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Saldo Fin de Periodo | 161.065.359 € | 161.065.359 € | 161.065.359 € | 161.065.359 € | 161.065.359 € |

La evolución de las aportaciones de capital que deberá realizar el socio privado (50% del capital total) aparece reflejada en la siguiente ilustración:

**Ilustración 41. Evolución aportaciones capital socio privado**




La evolución de las aportaciones de capital realizadas por el socio privado no sigue una tendencia uniforme, en la medida que **las aportaciones de capital se realizan de forma independiente y por proyecto.**

### 6.5.2. Deuda

La evolución del saldo de la deuda a lo largo del período de explotación de la SCM es la siguiente:

**Ilustración 42. Disposiciones deuda y amortización**

| Fecha disposición | 31/ 12/ 2026 | 31/ 12/ 2027 | 31/ 12/ 2028 | 31/ 12/ 2029 | 31/ 12/ 2030 |
|---|---|---|---|---|---|
| Disposición | 10.432.006,71 | 13.846.117,99 | 11.980.129,81 | 20.138.629,40 | 35.879.768,85 |
| Amortización | - | - | - | - 445.069,97 | - 461.760,09 |
| Interés | - | - | - 294.736,02 | - 1.166.129,46 | - 1.247.149,75 |
| Interés desarrollo | - 294.739,92 | - 907.935,35 | - 922.576,09 | - 942.959,48 | - 2.187.099,86 |
| Saldo Fin Periodo | 10.432.006,71 | 24.278.124,70 | 36.258.254,51 | 55.951.813,95 | 91.369.822,71 |

| Fecha disposición | 31/ 12/ 2031 | 31/ 12/ 2032 | 31/ 12/ 2033 | 31/ 12/ 2034 | 31/ 12/ 2035 |
|---|---|---|---|---|---|
| Disposición | 61.598.771,39 | 54.964.333,91 | 23.729.621,27 | 16.504.977,41 | 16.504.977,41 |
| Amortización | - 2.701.901,34 | - 2.803.222,64 | - 3.778.849,92 | - 4.808.473,35 | - 5.668.047,27 |
| Interés | - 6.187.232,46 | - 7.826.053,85 | - 10.026.172,02 | - 11.796.747,08 | - 12.047.185,71 |
| Interés desarrollo | - 3.444.033,84 | - 3.791.513,20 | - 2.342.156,06 | - 1.047.503,30 | - 1.234.481,87 |
| Saldo Fin Periodo | 111.448.263,52 | 139.748.393,52 | 167.243.967,40 | 195.940.583,99 | 254.837.454,04 |

| Fecha disposición | 31/ 12/ 2036 | 31/ 12/ 2037 | 31/ 12/ 2038 | 31/ 12/ 2039 | 31/ 12/ 2040 |
|---|---|---|---|---|---|
| Disposición | 54.964.333,91 | 23.729.621,27 | 16.504.977,41 | 16.504.977,41 | - |
| Amortización | - 2.803.222,64 | - 3.778.849,92 | - 4.808.473,35 | - 5.668.047,27 | - 5.880.599,04 |
| Interés | - 7.826.053,85 | - 10.026.172,02 | - 11.796.747,08 | - 12.047.185,71 | - 12.800.374,87 |
| Interés desarrollo | - 3.791.513,20 | - 2.342.156,06 | - 1.047.503,30 | - 1.234.481,87 | - 305.229,03 |
| Saldo Fin Periodo | 306.998.565,31 | 326.949.336,66 | 338.645.840,71 | 349.482.770,84 | 343.602.171,80 |

| Fecha disposición | 31/ 12/ 2041 | 31/ 12/ 2042 | 31/ 12/ 2043 | 31/ 12/ 2044 | 31/ 12/ 2045 |
|---|---|---|---|---|---|
| Disposición | - | - | - | - | - |
| Amortización | - 6.572.279,15 | - 6.818.739,62 | - 7.074.442,35 | - 7.339.733,94 | - 7.614.973,96 |
| Interés | - 12.849.779,85 | - 12.603.994,62 | - 12.348.992,44 | - 12.117.626,65 | - 11.809.941,73 |
| Interés desarrollo | - | - | - | - | - |
| Saldo Fin Periodo | 337.029.892,65 | 330.211.153,03 | 323.136.710,68 | 315.796.976,74 | 308.182.002,78 |

| Fecha disposición | 31/ 12/ 2046 | 31/ 12/ 2047 | 31/ 12/ 2048 | 31/ 12/ 2049 | 31/ 12/ 2050 |
|---|---|---|---|---|---|
| Disposición | - | - | - | - | - |
| Amortización | - 7.900.535,49 | - 8.196.805,57 | - 8.504.185,78 | - 8.823.092,74 | - 9.153.958,72 |
| Interés | - 11.525.162,57 | - 11.229.704,19 | - 10.953.174,81 | - 10.605.132,87 | - 10.275.173,37 |
| Interés desarrollo | - | - | - | - | - |
| Saldo Fin Periodo | 300.281.467,29 | 292.084.661,72 | 283.580.475,94 | 274.757.383,20 | 265.603.424,48 |

| Fecha disposición | 31/ 12/ 2051 | 31/ 12/ 2052 | 31/ 12/ 2053 | 31/ 12/ 2054 | 31/ 12/ 2055 |
|---|---|---|---|---|---|
| Disposición | - | - | - | - | - |
| Amortización | - 9.497.232,17 | - 9.853.378,38 | - 10.222.880,07 | - 10.606.238,07 | - 11.003.972,00 |
| Interés | - 9.932.840,39 | - 9.603.982,21 | - 9.209.180,58 | - 8.826.872,87 | - 8.430.228,62 |
| Interés desarrollo | - | - | - | - | - |
| Saldo Fin Periodo | 256.106.192,31 | 246.252.813,93 | 236.029.933,86 | 225.423.695,79 | 214.419.723,79 |

| Fecha disposición | 31/ 12/ 2056 | 31/ 12/ 2057 | 31/ 12/ 2058 | 31/ 12/ 2059 | 31/ 12/ 2060 |
|---|---|---|---|---|---|
| Disposición | - | - | - | - | - |
| Amortización | - 11.416.620,95 | - 11.844.744,23 | - 12.288.922,14 | - 12.749.756,72 | - 13.227.872,60 |
| Interés | - 8.040.739,64 | - 7.591.759,87 | - 7.148.798,89 | - 6.689.226,87 | - 6.229.487,99 |
| Interés desarrollo | - | - | - | - | - |
| Saldo Fin Periodo | 203.003.102,84 | 191.158.358,61 | 178.869.436,47 | 166.119.679,75 | 152.891.807,15 |

| Fecha disposición | 31/ 12/ 2061 | 31/ 12/ 2062 | 31/ 12/ 2063 | 31/ 12/ 2064 | 31/ 12/ 2065 |
|---|---|---|---|---|---|
| Disposición | - | - | - | - | - |
| Amortización | - 13.227.872,60 | - 13.723.917,82 | - 14.238.564,74 | - 14.772.510,92 | - 13.712.077,00 |
| Interés | - 6.229.487,99 | - 5.717.734,71 | - 5.204.497,78 | - 4.672.014,47 | - 4.130.880,51 |
| Interés desarrollo | - | - | - | - | - |
| Saldo Fin Periodo | 139.167.889,33 | 124.929.324,59 | 110.156.813,67 | 96.444.736,67 | 82.218.456,79 |

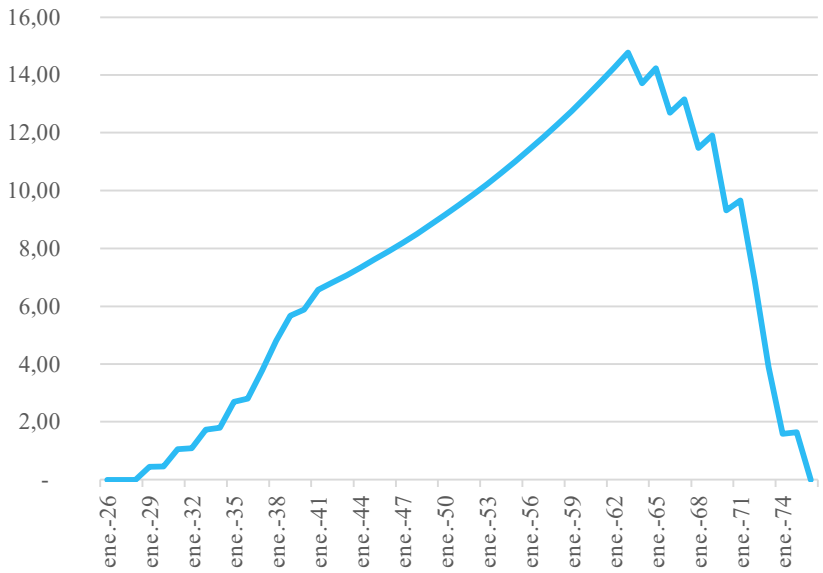
| Fecha disposición | 31/ 12/ 2066 | 31/ 12/ 2067 | 31/ 12/ 2068 | 31/ 12/ 2069 | 31/ 12/ 2070 |
|---|---|---|---|---|---|
| Disposición | - | - | - | - | - |
| Amortización | - 12.690.573,39 | - 13.166.469,89 | - 11.472.487,72 | - 11.902.706,01 | - 9.314.245,66 |
| Interés | - 3.074.745,03 | - 2.600.152,35 | - 2.113.553,01 | - 1.678.722,84 | - 1.233.594,25 |
| Interés desarrollo | - | - | - | - | - |
| Saldo Fin Periodo | 69.527.883,40 | 56.361.413,51 | 44.888.925,79 | 32.986.219,78 | 23.671.974,12 |

| Fecha disposición | 31/ 12/ 2071 | 31/ 12/ 2072 | 31/ 12/ 2073 | 31/ 12/ 2074 | 31/ 12/ 2075 |
|---|---|---|---|---|---|
| Disposición | - | - | - | - | - |
| Amortización | - 9.663.529,87 | - 6.868.322,72 | - 3.905.143,50 | - 1.587.719,27 | - 1.647.258,74 |
| Interés | - 885.266,98 | - 525.316,66 | - 267.020,98 | - 120.979,31 | - 61.602,96 |
| Interés desarrollo | - | - | - | - | - |
| Saldo Fin Periodo | 14.008.444,25 | 7.140.121,53 | 3.234.978,03 | 1.647.258,76 | 0,02 |

Cabe comentar que, dentro del volumen de intereses, se especifican aquellos que se imputan como de desarrollo (interés desarrollo). Estos intereses están vinculados al mayor gasto de inmovilizado y son los que se han comentado en el epígrafe 6.4.

Por su parte, la ilustración 43 muestra la evolución en la amortización de la deuda. La tendencia de la citada ilustración se ajusta a las hipótesis relativas a la deuda dispuestas en el epígrafe 5.3. Así, se observa cómo durante los tres primeros ejercicios económicos la amortización es nula, pues se contempla un periodo de carencia de tres años. Transcurrido este plazo la amortización de la deuda es progresiva debido al incremento de disposiciones que se realizan debido a la demanda de recursos financieros para el proceso de promoción.

**Ilustración 43. Evolución Amortización en millones de euros**




## 6.6. Inmovilizado

En el presente epígrafe se analizará el valor de los inmuebles a lo largo de la explotación teniendo en cuenta las siguientes variables:

- Valor inicial del inmueble.
- Inversión realizada.
- Comisión Activada.
- CAPEX.
- Intereses desarrollo.
- Baja por ventas de edificaciones.
- Amortización.

La evolución del valor de los inmovilizados con su correspondiente desglose es la siguiente:

## Ilustración 44. Evolución Inmovilizado en euros

| | 31/ 12/ 2026 | 31/ 12/ 2027 | 31/ 12/ 2028 | 31/ 12/ 2029 | 31/ 12/ 2030 |
|---|---|---|---|---|---|
| Valor inicial inmueble | 0 € | 16.389.836 € | 38.660.353 € | 49.141.601 € | 80.585.095 € |
| Inversión Bruta | 14.902.867 € | 19.780.169 € | 17.114.471 € | 28.769.471 € | 51.256.813 € |
| Subvención | 0 € | 0 € | -7.774.367 € | 0 € | -1.329.281 € |
| Inversión Neta | 14.902.867 € | 19.780.169 € | 9.340.104 € | 28.769.471 € | 49.927.532 € |
| Comisión Activada | 1.192.229 € | 1.582.413 € | 747.208 € | 2.301.558 € | 3.994.203 € |
| CAPEX | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Interes desarrollo | 294.740 € | 907.935 € | 922.576 € | 942.959 € | 2.187.100 € |
| Amortización | 0 € | 0 € | -528.642 € | -570.493 € | -663.438 € |
| Valor Final Inmueble | 16.389.836 € | 38.660.353 € | 49.141.601 € | 80.585.095 € | 136.030.491 € |

| | 31/ 12/ 2031 | 31/ 12/ 2032 | 31/ 12/ 2033 | 31/ 12/ 2034 | 31/ 12/ 2035 |
|---|---|---|---|---|---|
| Valor inicial inmueble | 136.030.491 € | 158.904.209 € | 191.597.633 € | 236.816.319 € | 266.294.272 € |
| Inversión Bruta | 30.182.809 € | 41.984.304 € | 41.754.881 € | 43.563.488 € | 87.998.245 € |
| Subvención | -9.239.068 € | -11.024.100 € | 0 € | -14.698.800 € | 0 € |
| Inversión Neta | 20.943.741 € | 30.960.204 € | 41.754.881 € | 28.864.688 € | 87.998.245 € |
| Comisión Activada | 1.675.499 € | 2.476.816 € | 3.340.391 € | 2.309.175 € | 7.039.860 € |
| CAPEX | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Interes desarrollo | 1.687.517 € | 1.492.811 € | 2.192.131 € | 1.670.374 € | 3.444.034 € |
| Amortización | -1.433.040 € | -2.236.407 € | -2.068.717 € | -3.366.284 € | -3.151.019 € |
| Valor Final Inmueble | 158.904.209 € | 191.597.633 € | 236.816.319 € | 266.294.272 € | 361.625.391 € |

| | 31/ 12/ 2036 | 31/ 12/ 2037 | 31/ 12/ 2038 | 31/ 12/ 2039 | 31/ 12/ 2040 |
|---|---|---|---|---|---|
| Valor inicial inmueble | 361.625.391 € | 429.830.914 € | 447.246.520 € | 455.350.883 € | 475.973.338 € |
| Inversión Bruta | 78.520.477 € | 33.899.459 € | 23.578.539 € | 23.578.539 € | 0 € |
| Subvención | -14.698.800 € | -14.698.800 € | -11.024.100 € | 0 € | -7.349.400 € |
| Inversión Neta | 63.821.677 € | 19.200.659 € | 12.554.439 € | 23.578.539 € | -7.349.400 € |
| Comisión Activada | 5.105.734 € | 1.536.053 € | 1.004.355 € | 1.886.283 € | -587.952 € |
| CAPEX | 0 € | 0 € | 0 € | 264.261 € | 270.301 € |
| Interes desarrollo | 3.791.513 € | 2.342.156 € | 1.047.503 € | 1.234.482 € | 305.229 € |
| Amortización | -4.513.401 € | -5.663.262 € | -6.501.934 € | -6.341.110 € | -7.095.745 € |
| Valor Final Inmueble | 429.830.914 € | 447.246.520 € | 455.350.883 € | 475.973.338 € | 461.515.771 € |

| | 31/ 12/ 2041 | 31/ 12/ 2042 | 31/ 12/ 2043 | 31/ 12/ 2044 | 31/ 12/ 2045 |
|---|---|---|---|---|---|
| Valor inicial inmueble | 461.515.771 € | 454.862.091 € | 448.531.979 € | 442.594.564 € | 436.643.847 € |
| Inversión Bruta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Subvención | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Inversión Neta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Comisión Activada | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| CAPEX | 320.264 € | 649.502 € | 1.053.417 € | 1.077.495 € | 1.638.353 € |
| Interes desarrollo | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Amortización | -6.973.944 € | -6.979.614 € | -6.990.831 € | -7.028.212 € | -7.027.811 € |
| Valor Final Inmueble | 454.862.091 € | 448.531.979 € | 442.594.564 € | 436.643.847 € | 431.254.390 € |

| | 31/ 12/ 2046 | 31/ 12/ 2047 | 31/ 12/ 2048 | 31/ 12/ 2049 | 31/ 12/ 2050 |
|---|---|---|---|---|---|
| Valor inicial inmueble | 431.254.390 € | 425.869.181 € | 421.052.028 € | 416.804.188 € | 413.014.745 € |
| Inversión Bruta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Subvención | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Inversión Neta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Comisión Activada | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| CAPEX | 1.671.120 € | 2.268.772 € | 2.897.757 € | 3.387.906 € | 3.455.664 € |
| Interes desarrollo | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Amortización | -7.056.330 € | -7.085.925 € | -7.145.597 € | -7.177.349 € | -7.237.811 € |
| Valor Final Inmueble | 425.869.181 € | 421.052.028 € | 416.804.188 € | 413.014.745 € | 409.232.598 € |

| | 31/ 12/ 2051 | 31/ 12/ 2052 | 31/ 12/ 2053 | 31/ 12/ 2054 | 31/ 12/ 2055 |
|---|---|---|---|---|---|
| Valor inicial inmueble | 409.232.598 € | 405.762.163 € | 402.288.730 € | 398.829.705 € | 395.374.454 € |
| Inversión Bruta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Subvención | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Inversión Neta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Comisión Activada | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| CAPEX | 3.830.163 € | 3.917.712 € | 3.985.118 € | 4.064.821 € | 4.146.117 € |
| Interes desarrollo | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Amortización | -7.300.599 € | -7.391.145 € | -7.444.144 € | -7.520.071 € | -7.599.019 € |
| Valor Final Inmueble | 405.762.163 € | 402.288.730 € | 398.829.705 € | 395.374.454 € | 391.921.552 € |

| | 31/ 12/ 2056 | 31/ 12/ 2057 | 31/ 12/ 2058 | 31/ 12/ 2059 | 31/ 12/ 2060 |
|---|---|---|---|---|---|
| Valor inicial inmueble | 391.921.552 € | 388.460.198 € | 385.007.214 € | 381.551.536 € | 378.091.200 € |
| Inversión Bruta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Subvención | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Inversión Neta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Comisión Activada | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| CAPEX | 4.240.888 € | 4.313.854 € | 4.400.131 € | 4.488.134 € | 4.590.722 € |
| Interes desarrollo | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Amortización | -7.702.242 € | -7.766.838 € | -7.855.809 € | -7.948.471 € | -8.067.122 € |
| Valor Final Inmueble | 388.460.198 € | 385.007.214 € | 381.551.536 € | 378.091.200 € | 374.614.800 € |

| | 31/ 12/ 2061 | 31/ 12/ 2062 | 31/ 12/ 2063 | 31/ 12/ 2064 | 31/ 12/ 2065 |
|---|---|---|---|---|---|
| Valor inicial inmueble | 374.614.800 € | 371.138.552 € | 367.650.715 € | 364.148.590 € | 360.619.854 € |
| Inversión Bruta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Subvención | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Inversión Neta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Comisión Activada | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| CAPEX | 4.669.708 € | 4.763.102 € | 4.858.364 € | 4.969.415 € | 5.054.916 € |
| Interes desarrollo | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Amortización | -8.145.955 € | -8.250.939 € | -8.360.490 € | -8.498.151 € | -8.594.695 € |
| Valor Final Inmueble | 371.138.552 € | 367.650.715 € | 364.148.590 € | 360.619.854 € | 357.080.076 € |

| | 31/ 12/ 2066 | 31/ 12/ 2067 | 31/ 12/ 2068 | 31/ 12/ 2069 | 31/ 12/ 2070 |
|---|---|---|---|---|---|
| Valor inicial inmueble | 357.080.076 € | 353.516.484 € | 349.925.364 € | 346.293.027 € | 342.634.308 € |
| Inversión Bruta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Subvención | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Inversión Neta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Comisión Activada | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| CAPEX | 5.156.015 € | 5.259.135 € | 5.379.347 € | 5.471.901 € | 5.581.339 € |
| Interes desarrollo | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Amortización | -8.719.606 € | -8.850.255 € | -9.011.684 € | -9.130.620 € | -9.280.746 € |
| Valor Final Inmueble | 353.516.484 € | 349.925.364 € | 346.293.027 € | 342.634.308 € | 338.934.901 € |

| | 31/ 12/ 2071 | 31/ 12/ 2072 | 31/ 12/ 2073 | 31/ 12/ 2074 | 31/ 12/ 2075 |
|---|---|---|---|---|---|
| Valor inicial inmueble | 338.934.901 € | 335.189.648 € | 331.382.826 € | 327.528.379 € | 323.609.696 € |
| Inversión Bruta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Subvención | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Inversión Neta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Comisión Activada | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| CAPEX | 5.692.966 € | 5.823.094 € | 5.923.283 € | 6.041.748 € | 6.162.583 € |
| Interes desarrollo | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Amortización | -9.438.218 € | -9.629.916 € | -9.777.729 € | -9.960.432 € | -10.152.768 € |
| Valor Final Inmueble | 335.189.648 € | 331.382.826 € | 327.528.379 € | 323.609.696 € | 319.619.511 € |

| | 31/ 12/ 2076 | 31/ 12/ 2077 | 31/ 12/ 2078 | 31/ 12/ 2079 | 31/ 12/ 2080 |
|---|---|---|---|---|---|
| Valor inicial inmueble | 319.619.511 € | 315.539.047 € | 311.381.020 € | 307.125.305 € | 302.761.429 € |
| Inversión Bruta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Subvención | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Inversión Neta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Comisión Activada | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| CAPEX | 6.303.446 € | 6.411.900 € | 6.540.138 € | 6.670.940 € | 6.823.423 € |
| Interes desarrollo | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Amortización | -10.383.910 € | -10.569.926 € | -10.795.853 € | -11.034.816 € | -11.318.936 € |
| Valor Final Inmueble | 315.539.047 € | 311.381.020 € | 307.125.305 € | 302.761.429 € | 298.265.916 € |

| | 31/ 12/ 2081 | 31/ 12/ 2082 | 31/ 12/ 2083 | 31/ 12/ 2084 | 31/ 12/ 2085 |
|---|---|---|---|---|---|
| Valor inicial inmueble | 298.265.916 € | 293.649.534 € | 288.886.617 € | 283.961.533 € | 278.843.251 € |
| Inversión Bruta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Subvención | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Inversión Neta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Comisión Activada | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| CAPEX | 6.940.823 € | 7.079.639 € | 7.221.232 € | 7.386.293 € | 7.513.378 € |
| Interes desarrollo | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Amortización | -11.557.205 € | -11.842.557 € | -12.146.317 € | -12.504.575 € | -12.817.671 € |
| Valor Final Inmueble | 293.649.534 € | 288.886.617 € | 283.961.533 € | 278.843.251 € | 273.538.957 € |

| | 31/ 12/ 2086 | 31/ 12/ 2087 | 31/ 12/ 2088 | 31/ 12/ 2089 | 31/ 12/ 2090 |
|---|---|---|---|---|---|
| Valor inicial inmueble | 273.538.957 € | 268.013.729 € | 262.242.930 € | 256.182.444 € | 249.831.798 € |
| Inversión Bruta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Subvención | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Inversión Neta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Comisión Activada | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| CAPEX | 7.663.645 € | 7.816.918 € | 7.995.595 € | 8.133.163 € | 8.295.826 € |
| Interes desarrollo | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Amortización | -13.188.872 € | -13.587.718 € | -14.056.080 € | -14.483.809 € | -14.988.639 € |
| Valor Final Inmueble | 268.013.729 € | 262.242.930 € | 256.182.444 € | 249.831.798 € | 243.138.985 € |

| | 31/ 12/ 2091 | 31/ 12/ 2092 | 31/ 12/ 2093 | 31/ 12/ 2094 | 31/ 12/ 2095 |
|---|---|---|---|---|---|
| Valor inicial inmueble | 243.138.985 € | 236.061.480 € | 228.529.291 € | 220.522.107 € | 211.949.819 € |
| Inversión Bruta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Subvención | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Inversión Neta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Comisión Activada | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| CAPEX | 8.461.742 € | 8.655.158 € | 8.804.075 € | 8.980.156 € | 9.159.759 € |
| Interes desarrollo | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Amortización | -15.539.247 € | -16.187.347 € | -16.811.259 € | -17.552.444 € | -18.384.836 € |
| Valor Final Inmueble | 236.061.480 € | 228.529.291 € | 220.522.107 € | 211.949.819 € | 202.724.742 € |

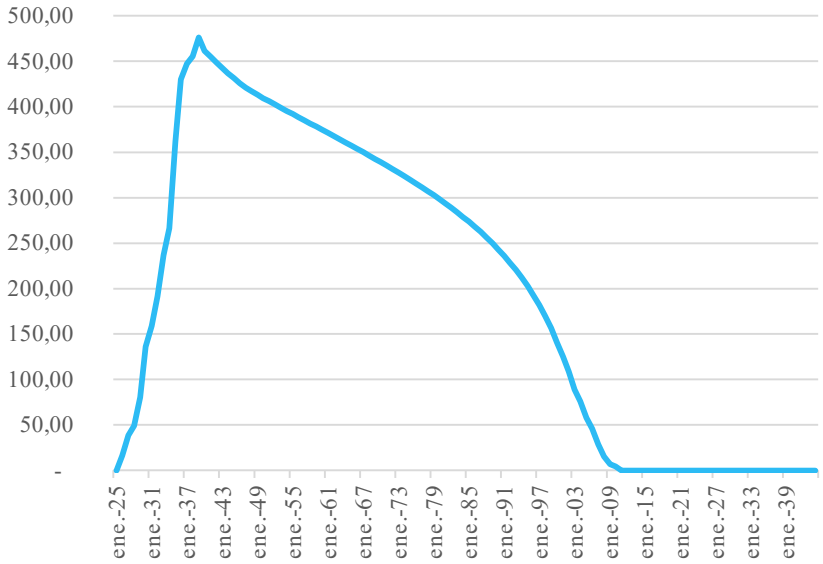
| | 31/ 12/ 2096 | 31/ 12/ 2097 | 31/ 12/ 2098 | 31/ 12/ 2099 | 31/ 12/ 2100 |
|---|---|---|---|---|---|
| Valor inicial inmueble | 202.724.742 € | 192.709.120 € | 181.808.266 € | 169.794.220 € | 156.349.233 € |
| Inversión Bruta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Subvención | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Inversión Neta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Comisión Activada | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| CAPEX | 9.369.130 € | 9.530.330 € | 9.720.937 € | 9.915.356 € | 10.113.663 € |
| Interes desarrollo | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Amortización | -19.384.752 € | -20.431.185 € | -21.734.983 € | -23.360.342 € | -25.643.022 € |
| Valor Final Inmueble | 192.709.120 € | 181.808.266 € | 169.794.220 € | 156.349.233 € | 140.819.874 € |

| | 31/ 12/ 2101 | 31/ 12/ 2102 | 31/ 12/ 2103 | 31/ 12/ 2104 | 31/ 12/ 2105 |
|---|---|---|---|---|---|
| Valor inicial inmueble | 140.819.874 € | 125.309.668 € | 108.455.006 € | 89.046.294 € | 75.865.674 € |
| Inversión Bruta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Subvención | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Inversión Neta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Comisión Activada | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| CAPEX | 9.413.125 € | 9.601.387 € | 7.273.781 € | 7.440.043 € | 5.787.334 € |
| Interes desarrollo | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Amortización | -24.923.331 € | -26.456.049 € | -26.682.494 € | -20.620.663 € | -23.746.966 € |
| Valor Final Inmueble | 125.309.668 € | 108.455.006 € | 89.046.294 € | 75.865.674 € | 57.906.042 € |

| | 31/ 12/ 2106 | 31/ 12/ 2107 | 31/ 12/ 2108 | 31/ 12/ 2109 | 31/ 12/ 2110 | 31/ 12/ 2111 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Valor inicial inmueble | 57.906.042 € | 45.925.048 € | 28.823.805 € | 15.247.304 € | 6.881.251 € | 4.428.427 € |
| Inversión Bruta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Subvención | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Inversión Neta | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Comisión Activada | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| CAPEX | 5.903.081 € | 4.168.483 € | 2.368.759 € | 963.806 € | 983.082 € | 0 € |
| Interes desarrollo | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € | 0 € |
| Amortización | -17.884.075 € | -21.269.727 € | -15.945.259 € | -9.329.858 € | -3.435.906 € | -4.428.427 € |
| Valor Final Inmueble | 45.925.048 € | 28.823.805 € | 15.247.304 € | 6.881.251 € | 4.428.427 € | 0 € |

En la ilustración dispuesto a continuación se muestra la evolución del valor de los inmovilizados.

**Ilustración 45. Evolución valor inmovilizado**




## 7. Estados financieros previsionales Sociedad de Capital Mixto

## 7.1. Introducción

Los estados financieros previsionales de la SCM se componen de:

- La **Cuenta de Pérdidas y Ganancias** que recoge todos los ingresos y gastos que ha generado la SCM en un ejercicio contable. En ella se refleja el resultado final del ejercicio, es decir, si la sociedad da beneficios o pérdidas.

- El **Estado de Flujos de Efectivo simplificado** muestra los recursos de caja que han entrado a la empresa y las salidas, reflejando a fecha final de cada ejercicio contable cual es la posición de tesorería.

En las siguientes Ilustraciones se muestran la "Cuenta de Pérdidas y Ganancias" anuales, y el "Estado de Flujos de Efectivo".

## 7.2. Estado de Cuentas de Pérdidas y Ganancias provisionales

**Ilustración 46. Evolución cuenta de pérdidas y ganancias**

| Partida | 31/ 12/ 2025 | 31/ 12/ 2026 | 31/ 12/ 2027 | 31/ 12/ 2028 | 31/ 12/ 2029 | 31/ 12/ 2030 | 31/ 12/ 2031 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Rentas | - | - | - | 241.813,24 | 1.930.533,64 | 2.134.870,15 | 4.494.823,59 |
| Ventas | - | - | - | - | - | - | - |
| (Coste Ventas) | - | - | - | - | - | - | - |
| (Gastos No Rec. / Gastos Desoc.) | - | - | - | - 31.346,16 | - 250.254,36 | - 276.742,43 | - 582.662,32 |
| (Morosidad) | - | - | - | - 4.836,26 | - 38.610,67 | - 42.697,40 | - 89.896,47 |
| (Gastos Generales) | - 100.168,33 | - 102.000,00 | - 104.040,00 | - 106.120,80 | - 108.249,09 | - 110.414,07 | - 112.622,35 |
| (Comisiones Gestión) | - | - | - | - 19.345,06 | - 154.442,69 | - 170.789,61 | - 359.585,89 |
| (Intereses) | - | - | - | - 294.736,02 | - 1.166.129,46 | - 1.247.149,75 | - 2.519.592,25 |
| (IVA Derechos Superficie) | - | - 114.060,46 | - 124.305,41 | - 245.019,05 | - 452.090,39 | - 452.090,39 | - 685.764,08 |
| **Resultado A/ Amort e Impto** | **- 100.168,33** | **- 216.060,46** | **- 228.345,41** | **- 459.590,11** | **- 239.243,03** | **- 165.013,50** | **144.700,23** |
| Amortización | - | - | - | - 528.641,55 | - 570.493,23 | - 663.437,77 | - 1.433.039,51 |
| **Resultado A. Imptos** | **- 100.168,33** | **- 216.060,46** | **- 228.345,41** | **- 988.231,66** | **- 809.736,26** | **- 828.451,27** | **- 1.288.339,28** |
| Impuesto sobre sociedades | - | - | - | - | - | - | - |
| **Resultado del ejercicio** | **- 100.168,33** | **- 216.060,46** | **- 228.345,41** | **- 988.231,66** | **- 809.736,26** | **- 828.451,27** | **- 1.288.339,28** |

| Partida | 31/ 12/ 2032 | 31/ 12/ 2033 | 31/ 12/ 2034 | 31/ 12/ 2035 | 31/ 12/ 2036 | 31/ 12/ 2037 | 31/ 12/ 2038 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Rentas | 6.948.064,70 | 7.784.283,78 | 10.937.190,66 | 12.130.682,93 | 15.515.141,61 | 19.997.325,94 | 23.865.087,92 |
| Ventas | - | - | - | - | - | - | - |
| (Coste Ventas) | - | - | - | - | - | - | - |
| (Gastos No Rec. / Gastos Desoc.) | - 900.675,05 | - 1.009.073,82 | - 1.417.783,97 | - 1.572.495,94 | - 2.011.222,06 | - 2.592.245,96 | - 3.093.622,51 |
| (Morosidad) | - 138.961,29 | - 155.685,68 | - 218.743,81 | - 242.613,66 | - 310.302,83 | - 399.946,52 | - 477.301,76 |
| (Gastos Generales) | - 114.874,80 | - 117.178,65 | - 119.522,23 | - 121.912,67 | - 124.350,92 | - 126.844,82 | - 129.381,72 |
| (Comisiones Gestión) | - 555.845,18 | - 622.742,70 | - 874.975,25 | - 970.454,63 | - 1.241.211,33 | - 1.599.786,08 | - 1.909.207,03 |
| (Intereses) | - 3.788.587,22 | - 4.127.138,49 | - 5.724.500,38 | - 6.187.232,46 | - 7.826.053,85 | - 10.026.172,02 | - 11.796.747,08 |
| (IVA Derechos Superficie) | - 687.648,05 | - 928.900,25 | - 1.176.890,09 | - 1.366.602,32 | - 1.370.356,72 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 |
| Resultado A/ Amort e Impto | **761.473,11** | **823.564,19** | **1.404.774,92** | **1.669.371,25** | **2.631.643,89** | **3.754.131,89** | **4.960.629,16** |
| Amortización | - 2.236.406,76 | - 2.068.717,38 | - 3.366.283,77 | - 3.151.019,25 | - 4.513.400,77 | - 5.663.262,18 | - 6.501.934,44 |
| Resultado A. Imptos | **- 1.474.933,65** | **- 1.245.153,19** | **- 1.961.508,85** | **- 1.481.648,00** | **- 1.881.756,88** | **- 1.909.130,29** | **- 1.541.305,28** |
| Impuesto sobre sociedades | - | - | - | - | - | - | - |
| Resultado del ejercicio | **- 1.474.933,65** | **- 1.245.153,19** | **- 1.961.508,85** | **- 1.481.648,00** | **- 1.881.756,88** | **- 1.909.130,29** | **- 1.541.305,28** |

| Partida | 31/ 12/ 2039 | 31/ 12/ 2040 | 31/ 12/ 2041 | 31/ 12/ 2042 | 31/ 12/ 2043 | 31/ 12/ 2044 | 31/ 12/ 2045 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Rentas | 25.133.756,92 | 27.390.003,18 | 28.421.120,85 | 28.989.543,27 | 29.569.334,13 | 30.245.220,81 | 30.765.604,33 |
| Ventas | - | - | - | - | - | - | - |
| (Coste Ventas) | - | - | - | - | - | - | - |
| (Gastos No Rec. / Gastos Desoc.) | - 3.258.079,60 | - 3.550.555,97 | - 3.684.219,37 | - 3.757.903,76 | - 3.833.061,83 | - 3.920.676,77 | - 3.988.133,90 |
| (Morosidad) | - 502.675,14 | - 547.800,06 | - 568.422,42 | - 579.790,87 | - 591.386,68 | - 604.904,42 | - 615.312,09 |
| (Gastos Generales) | - 131.969,35 | - 134.608,74 | - 137.308,37 | - 140.054,53 | - 142.855,62 | - 145.712,74 | - 148.635,05 |
| (Comisiones Gestión) | - 2.010.700,55 | - 2.191.200,25 | - 2.273.689,67 | - 2.319.163,46 | - 2.365.546,73 | - 2.419.617,66 | - 2.461.248,35 |
| Partida | - 12.047.185,71 | - 12.800.374,87 | - 12.849.779,85 | - 12.603.994,62 | - 12.348.992,44 | - 12.117.626,65 | - 11.809.941,73 |
| (IVA Derechos Superficie) | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 |
| Resultado A/ Amort e Impto | **5.684.947,90** | **6.663.148,69** | **7.409.502,52** | **8.090.437,37** | **8.789.292,16** | **9.534.367,98** | **10.244.134,55** |
| Amortización | - 6.341.110,22 | - 7.095.745,16 | - 6.973.944,35 | - 6.979.614,34 | - 6.990.831,30 | - 7.028.211,96 | - 7.027.810,56 |
| Resultado A. Imptos | **- 656.162,31** | **- 432.596,47** | **435.558,16** | **1.110.823,03** | **1.798.460,86** | **2.506.156,02** | **3.216.323,99** |
| Impuesto sobre sociedades | - | - | - | - | 10.874,75 | 31.680,99 | 52.559,93 |
| Resultado del ejercicio | **- 656.162,31** | **- 432.596,47** | **435.558,16** | **1.110.823,03** | **1.787.586,11** | **2.474.475,03** | **3.163.764,07** |

| Partida | 31/ 12/ 2046 | 31/ 12/ 2047 | 31/ 12/ 2048 | 31/ 12/ 2049 | 31/ 12/ 2050 | 31/ 12/ 2051 | 31/ 12/ 2052 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Rentas | 31.380.916,42 | 32.008.534,75 | 32.740.175,92 | 33.303.486,34 | 33.969.556,07 | 34.648.947,19 | 35.440.942,09 |
| Ventas | - | - | - | - | - | - | - |
| (Coste Ventas) | - | - | - | - | - | - | - |
| (Gastos No Rec. / Gastos Desoc.) | - 4.067.896,57 | - 4.149.254,50 | - 4.244.096,88 | - 4.317.118,60 | - 4.403.460,97 | - 4.491.530,19 | - 4.594.196,20 |
| (Morosidad) | - 627.618,33 | - 640.170,69 | - 654.803,52 | - 666.069,73 | - 679.391,12 | - 692.978,94 | - 708.818,84 |
| (Gastos Generales) | - 151.607,76 | - 154.639,91 | - 157.732,71 | - 160.896,09 | - 164.114,01 | - 167.396,29 | - 170.744,22 |
| (Comisiones Gestión) | - 2.510.473,31 | - 2.560.682,78 | - 2.619.214,07 | - 2.664.278,91 | - 2.717.564,49 | - 2.771.915,78 | - 2.835.275,37 |
| (Intereses) | - 11.525.162,57 | - 11.229.704,19 | - 10.953.174,81 | - 10.605.132,87 | - 10.275.173,37 | - 9.932.840,39 | - 9.603.982,21 |
| (IVA Derechos Superficie) | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 |
| Resultado A/ Amort e Impto | **10.999.959,22** | **11.775.884,01** | **12.608.839,33** | **13.391.791,49** | **14.231.653,44** | **15.094.086,93** | **16.025.610,66** |
| Amortización | - 7.056.329,53 | - 7.085.924,96 | - 7.145.596,60 | - 7.177.348,55 | - 7.237.810,84 | - 7.300.598,51 | - 7.391.145,32 |
| Resultado A. Imptos | **3.943.629,69** | **4.689.959,05** | **5.463.242,74** | **6.214.442,94** | **6.993.842,61** | **7.793.488,42** | **8.634.465,34** |
| Impuesto sobre sociedades | 81.632,45 | 112.978,28 | 145.456,19 | 177.006,60 | 209.741,39 | 243.326,51 | 278.647,54 |
| Resultado del ejercicio | **3.861.997,24** | **4.576.980,77** | **5.317.786,54** | **6.037.436,33** | **6.784.101,22** | **7.550.161,90** | **8.355.817,80** |

| Partida | 31/ 12/ 2053 | 31/ 12/ 2054 | 31/ 12/ 2055 | 31/ 12/ 2056 | 31/ 12/ 2057 | 31/ 12/ 2058 | 31/ 12/ 2059 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Rentas | 36.050.720,49 | 36.771.734,90 | 37.507.169,60 | 38.364.496,86 | 39.024.576,43 | 39.805.067,96 | 40.601.169,31 |
| Ventas | - | - | - | - | - | - | - |
| (Coste Ventas) | - | - | - | - | - | - | - |
| (Gastos No Rec. / Gastos Desoc.) | - 4.673.241,55 | - 4.766.706,38 | - 4.862.040,50 | - 4.973.175,52 | - 5.058.741,39 | - 5.159.916,22 | - 5.263.114,54 |
| (Morosidad) | - 721.014,41 | - 735.434,70 | - 750.143,39 | - 767.289,94 | - 780.491,53 | - 796.101,36 | - 812.023,39 |
| (Gastos Generales) | - 174.168,55 | - 177.651,92 | - 181.204,96 | - 184.829,06 | - 188.535,87 | - 192.306,59 | - 196.152,72 |
| (Comisiones Gestión) | - 2.884.057,64 | - 2.941.738,79 | - 3.000.573,57 | - 3.069.159,75 | - 3.121.966,11 | - 3.184.405,44 | - 3.248.093,55 |
| (Intereses) | - 9.209.180,58 | - 8.826.872,87 | - 8.430.228,62 | - 8.040.739,64 | - 7.591.759,87 | - 7.148.798,89 | - 6.689.226,87 |
| (IVA Derechos Superficie) | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 |
| Resultado A/ Amort e Impto | **16.890.859,11** | **17.825.131,58** | **18.784.779,89** | **19.826.988,36** | **20.784.882,99** | **21.825.340,80** | **22.894.359,59** |
| Amortización | - 7.444.144,03 | - 7.520.071,21 | - 7.599.019,30 | - 7.702.242,01 | - 7.766.837,77 | - 7.855.808,87 | - 7.948.470,90 |
| Resultado A. Imptos | **9.446.715,08** | **10.305.060,37** | **11.185.760,58** | **12.124.746,35** | **13.018.045,22** | **13.969.531,93** | **14.945.888,69** |
| Impuesto sobre sociedades | 312.762,03 | 348.812,54 | 385.801,94 | 425.239,35 | 462.757,90 | 502.720,34 | 543.727,32 |
| Resultado del ejercicio | **9.133.953,05** | **9.956.247,84** | **10.799.958,64** | **11.699.507,00** | **12.555.287,32** | **13.466.811,59** | **14.402.161,36** |

| Partida | 31/ 12/ 2060 | 31/ 12/ 2061 | 31/ 12/ 2062 | 31/ 12/ 2063 | 31/ 12/ 2064 | 31/ 12/ 2065 | 31/ 12/ 2066 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Rentas | 41.529.218,26 | 42.243.748,38 | 43.088.623,34 | 43.950.395,81 | 44.955.000,34 | 45.728.472,68 | 46.643.042,13 |
| Ventas | - | - | - | - | - | - | - |
| (Coste Ventas) | - | - | - | - | - | - | - |
| (Gastos No Rec. / Gastos Desoc.) | - 5.383.417,18 | - 5.476.041,46 | - 5.585.562,29 | - 5.697.273,53 | - 5.827.500,04 | - 5.927.764,98 | - 6.046.320,28 |
| (Morosidad) | - 830.584,37 | - 844.874,97 | - 861.772,47 | - 879.007,92 | - 899.100,01 | - 914.569,45 | - 932.860,84 |
| (Gastos Generales) | - 200.075,78 | - 204.088,36 | - 208.170,13 | - 212.333,53 | - 216.580,20 | - 220.923,79 | - 225.342,27 |
| (Comisiones Gestión) | - 3.322.337,46 | - 3.379.499,87 | - 3.447.089,87 | - 3.516.031,66 | - 3.596.400,03 | - 3.658.277,81 | - 3.731.443,37 |
| (Intereses) | - 6.229.487,99 | - 5.717.734,71 | - 5.204.497,78 | - 4.672.014,47 | - 4.130.880,51 | - 3.606.768,92 | - 3.074.745,03 |
| (IVA Derechos Superficie) | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 |
| Resultado A/ Amort e Impto | **24.061.000,89** | **25.123.310,35** | **26.283.332,15** | **27.475.536,03** | **28.782.224,95** | **29.901.969,05** | **31.134.131,68** |
| Amortización | - 8.067.122,28 | - 8.145.955,17 | - 8.250.939,10 | - 8.360.489,86 | - 8.498.150,51 | - 8.594.694,79 | - 8.719.605,90 |
| Resultado A. Imptos | **15.993.878,62** | **16.977.355,18** | **18.032.393,05** | **19.115.046,17** | **20.284.074,44** | **21.307.274,26** | **22.414.525,78** |
| Impuesto sobre sociedades | 587.742,90 | 629.048,92 | 673.360,51 | 718.831,94 | 767.931,13 | 810.905,52 | 857.410,08 |
| Resultado del ejercicio | **15.406.135,72** | **16.348.306,26** | **17.359.032,54** | **18.396.214,23** | **19.516.143,31** | **20.496.368,74** | **21.557.115,70** |

| Partida | 31/ 12/ 2067 | 31/ 12/ 2068 | 31/ 12/ 2069 | 31/ 12/ 2070 | 31/ 12/ 2071 | 31/ 12/ 2072 | 31/ 12/ 2073 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Rentas | 47.575.902,97 | 48.663.378,22 | 49.500.654,98 | 50.490.668,08 | 51.500.481,44 | 52.677.663,49 | 53.584.007,94 |
| Ventas | - | - | - | - | - | - | - |
| (Coste Ventas) | - | - | - | - | - | - | - |
| (Gastos No Rec. / Gastos Desoc.) | - 6.167.246,68 | - 6.308.215,70 | - 6.416.751,57 | - 6.545.086,60 | - 6.675.988,33 | - 6.828.586,01 | - 6.946.075,10 |
| (Morosidad) | - 951.518,06 | - 973.267,56 | - 990.013,10 | - 1.009.813,36 | - 1.030.009,63 | - 1.053.553,27 | - 1.071.680,16 |
| (Gastos Generales) | - 229.849,11 | - 234.446,10 | - 239.147,99 | - 243.930,95 | - 248.809,57 | - 253.785,76 | - 258.875,52 |
| (Comisiones Gestión) | - 3.806.072,24 | - 3.893.070,26 | - 3.960.052,40 | - 4.039.253,45 | - 4.120.038,51 | - 4.214.213,08 | - 4.286.720,64 |
| (Intereses) | - 2.600.152,35 | - 2.113.553,01 | - 1.678.722,84 | - 1.233.594,25 | - 885.266,98 | - 525.316,66 | - 267.020,98 |
| (IVA Derechos Superficie) | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 |
| Resultado A/ Amort e Impto | **32.322.865,86** | **33.638.511,01** | **34.717.768,41** | **35.920.790,80** | **37.042.169,75** | **38.299.894,11** | **39.255.436,87** |
| Amortización | - 9.011.684,45 | - 9.130.619,85 | - 9.280.745,80 | - 9.438.218,24 | - 9.629.915,86 | - 9.777.729,49 | - 9.960.431,52 |
| Resultado A. Imptos | **23.472.611,14** | **24.626.826,56** | **25.587.148,56** | **26.640.045,01** | **27.603.951,51** | **28.669.978,25** | **29.477.707,39** |
| Impuesto sobre sociedades | 901.849,67 | 950.326,72 | 990.660,24 | 1.034.881,89 | 1.075.365,96 | 1.120.139,09 | 1.154.063,71 |
| Resultado del ejercicio | **22.570.761,47** | **23.676.499,84** | **24.596.488,32** | **25.605.163,12** | **26.528.585,54** | **27.549.839,16** | **28.323.643,68** |

| Partida | 31/ 12/ 2074 | 31/ 12/ 2075 | 31/ 12/ 2076 | 31/ 12/ 2077 | 31/ 12/ 2078 | 31/ 12/ 2079 | 31/ 12/ 2080 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Rentas | 54.655.688,10 | 55.748.801,86 | 57.023.090,70 | 58.004.200,32 | 59.164.284,33 | 60.347.570,01 | 61.726.976,07 |
| Ventas | - | - | - | - | - | - | - |
| (Coste Ventas) | - | - | - | - | - | - | - |
| (Gastos No Rec. / Gastos Desoc.) | - 7.084.996,61 | - 7.226.696,54 | - 7.391.882,13 | - 7.519.063,00 | - 7.669.444,26 | - 7.822.833,15 | - 8.001.645,05 |
| (Morosidad) | - 1.093.113,76 | - 1.114.976,04 | - 1.140.461,81 | - 1.160.084,01 | - 1.183.285,69 | - 1.206.951,40 | - 1.234.539,52 |
| (Gastos Generales) | - 264.053,03 | - 269.334,09 | - 274.720,78 | - 280.230,40 | - 285.835,00 | - 291.551,70 | - 297.382,74 |
| (Comisiones Gestión) | - 4.372.455,05 | - 4.459.904,15 | - 4.561.847,26 | - 4.640.336,03 | - 4.733.142,75 | - 4.827.805,60 | - 4.938.158,09 |
| (Intereses) | - 120.979,31 | - 61.602,96 | - | - | - | - | - |
| (IVA Derechos Superficie) | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 |
| Resultado A/ Amort e Impto | **40.221.891,67** | **41.118.089,42** | **42.151.864,13** | **42.906.288,22** | **43.794.377,96** | **44.700.229,49** | **45.752.936,09** |
| Amortización | - 9.960.431,52 | - 10.152.768,01 | - 10.383.910,01 | - 10.569.926,22 | - 10.795.852,84 | - 11.034.816,08 | - 11.318.935,66 |
| Resultado A. Imptos | **30.261.460,15** | **30.965.321,41** | **31.767.954,12** | **32.336.362,00** | **32.998.525,12** | **33.665.413,41** | **34.434.000,42** |
| Impuesto sobre sociedades | 1.186.981,33 | 1.216.543,50 | 1.250.254,07 | 1.274.127,20 | 1.301.938,06 | 1.329.947,36 | 1.362.228,02 |
| Resultado del ejercicio | **29.074.478,82** | **29.748.777,91** | **30.517.700,05** | **31.062.234,80** | **31.696.587,07** | **32.335.466,05** | **33.071.772,41** |

| Partida | 31/ 12/ 2081 | 31/ 12/ 2082 | 31/ 12/ 2083 | 31/ 12/ 2084 | 31/ 12/ 2085 | 31/ 12/ 2086 | 31/ 12/ 2087 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Rentas | 62.789.018,29 | 64.044.798,66 | 65.325.694,63 | 66.818.889,12 | 67.968.540,14 | 69.327.910,94 | 70.714.469,16 |
| Ventas | - | - | - | - | - | - | - |
| (Coste Ventas) | - | - | - | - | - | - | - |
| (Gastos No Rec. / Gastos Desoc.) | - 8.139.317,19 | - 8.302.103,53 | - 8.468.145,60 | - 8.661.707,85 | - 8.810.736,69 | - 8.986.951,42 | - 9.166.690,45 |
| (Morosidad) | - 1.255.780,37 | - 1.280.895,97 | - 1.306.513,89 | - 1.336.377,78 | - 1.359.370,80 | - 1.386.558,22 | - 1.414.289,38 |
| (Gastos Generales) | - 303.346,85 | - 309.413,79 | - 315.602,06 | - 321.914,10 | - 328.370,20 | - 334.937,60 | - 341.636,36 |
| (Comisiones Gestión) | - 5.023.121,46 | - 5.123.583,89 | - 5.226.055,57 | - 5.345.511,13 | - 5.437.483,21 | - 5.546.232,88 | - 5.657.157,53 |
| (Intereses) | - | - | - | - | - | - | - |
| (IVA Derechos Superficie) | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 |
| Resultado A/ Amort e Impto | **46.569.253,76** | **47.530.602,81** | **48.511.178,84** | **49.651.063,66** | **50.534.380,58** | **51.575.032,16** | **52.636.496,78** |
| Amortización | - 11.557.204,77 | - 11.842.556,61 | - 12.146.316,69 | - 12.504.574,88 | - 12.817.671,42 | - 13.188.872,41 | - 13.587.717,80 |
| Resultado A. Imptos | **35.012.048,99** | **35.688.046,20** | **36.364.862,15** | **37.146.488,78** | **37.716.709,16** | **38.386.159,75** | **39.048.778,98** |
| Impuesto sobre sociedades | 1.386.506,06 | 1.414.897,94 | 1.443.324,21 | 1.476.152,53 | 1.500.101,78 | 1.528.218,71 | 1.556.048,72 |
| Resultado del ejercicio | **33.625.542,94** | **34.273.148,26** | **34.921.537,94** | **35.670.336,25** | **36.216.607,37** | **36.857.941,04** | **37.492.730,27** |

| Partida | 31/ 12/ 2088 | 31/ 12/ 2089 | 31/ 12/ 2090 | 31/ 12/ 2091 | 31/ 12/ 2092 | 31/ 12/ 2093 | 31/ 12/ 2094 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Rentas | 72.330.838,59 | 73.575.325,35 | 75.046.831,86 | 76.547.768,49 | 78.297.473,67 | 79.644.619,24 | 81.237.511,63 |
| Ventas | - | - | - | - | - | - | - |
| (Coste Ventas) | - | - | - | - | - | - | - |
| (Gastos No Rec. / Gastos Desoc.) | - 9.376.219,82 | - 9.537.542,17 | - 9.728.293,02 | - 9.922.858,88 | - 10.149.672,51 | - 10.324.302,49 | - 10.530.788,54 |
| (Morosidad) | - 1.446.616,77 | - 1.471.506,51 | - 1.500.936,64 | - 1.530.955,37 | - 1.565.949,47 | - 1.592.892,38 | - 1.624.750,23 |
| (Gastos Generales) | - 348.469,08 | - 355.457,75 | - 362.566,90 | - 369.818,24 | - 377.214,61 | - 384.779,77 | - 392.475,37 |
| (Comisiones Gestión) | - 5.786.467,09 | - 5.886.026,03 | - 6.003.746,55 | - 6.123.821,48 | - 6.263.797,89 | - 6.371.569,54 | - 6.499.000,93 |
| (Intereses) | - | - | - | - | - | - | - |
| (IVA Derechos Superficie) | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 |
| Resultado A/ Amort e Impto | **53.870.751,24** | **54.826.594,23** | **55.953.090,08** | **57.102.115,86** | **58.438.524,59** | **59.472.876,39** | **60.692.297,89** |
| Amortización | - 14.056.079,95 | - 14.483.809,35 | - 14.988.638,91 | - 15.539.246,91 | - 16.187.347,20 | - 16.811.259,44 | - 17.552.443,85 |
| Resultado A. Imptos | **39.814.671,29** | **40.342.784,88** | **40.964.451,17** | **41.562.868,95** | **42.251.177,39** | **42.661.616,95** | **43.139.854,04** |
| Impuesto sobre sociedades | 1.588.216,19 | 1.610.396,96 | 1.636.506,95 | 1.661.640,50 | 1.690.549,45 | 1.707.787,91 | 1.727.873,87 |
| Resultado del ejercicio | **38.226.455,09** | **38.732.387,91** | **39.327.944,22** | **39.901.228,45** | **40.560.627,94** | **40.953.829,03** | **41.411.980,17** |

| Partida | 31/ 12/ 2095 | 31/ 12/ 2096 | 31/ 12/ 2097 | 31/ 12/ 2098 | 31/ 12/ 2099 | 31/ 12/ 2100 | 31/ 12/ 2101 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Rentas | 82.862.261,86 | 84.756.301,77 | 86.214.574,58 | 87.938.866,07 | 89.697.643,39 | 91.491.596,26 | 85.280.794,16 |
| Ventas | - | - | - | - | - | - | - |
| (Coste Ventas) | - | - | - | - | - | - | - |
| (Gastos No Rec. / Gastos Desoc.) | - 10.741.404,32 | - 10.986.928,01 | - 11.175.963,37 | - 11.399.482,64 | - 11.627.472,29 | - 11.860.021,74 | - 11.054.917,76 |
| (Morosidad) | - 1.657.245,24 | - 1.695.126,04 | - 1.724.291,49 | - 1.758.777,32 | - 1.793.952,87 | - 1.829.831,93 | - 1.705.615,88 |
| (Gastos Generales) | - 400.324,88 | - 408.331,37 | - 416.520,60 | - 424.851,01 | - 433.348,03 | - 442.014,99 | - 450.855,29 |
| (Comisiones Gestión) | - 6.628.980,95 | - 6.780.504,14 | - 6.897.165,97 | - 7.035.109,29 | - 7.175.811,47 | - 7.319.327,70 | - 6.822.463,53 |
| (Intereses) | - | - | - | - | - | - | - |
| (IVA Derechos Superficie) | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.384.138,21 |
| Resultado A/ Amort e Impto | **61.936.107,82** | **63.383.097,62** | **64.502.434,49** | **65.822.447,15** | **67.168.860,07** | **68.542.201,24** | **63.862.803,48** |
| Amortización | - 18.384.836,24 | - 19.384.751,63 | - 20.431.184,86 | - 21.734.983,18 | - 23.360.341,93 | - 25.643.022,25 | - 24.923.330,83 |
| Resultado A. Imptos | **43.551.271,58** | **43.998.345,98** | **44.071.249,63** | **44.087.463,97** | **43.808.518,13** | **42.899.178,99** | **38.939.472,65** |
| Impuesto sobre sociedades | 1.745.153,41 | 1.763.930,53 | 1.766.992,48 | 1.767.673,49 | 1.755.957,76 | 1.717.765,52 | 1.551.457,85 |
| Resultado del ejercicio | **41.806.118,17** | **42.234.415,45** | **42.304.257,15** | **42.319.790,49** | **42.052.560,37** | **41.181.413,47** | **37.388.014,80** |

| Partida | 31/ 12/ 2102 | 31/ 12/ 2103 | 31/ 12/ 2104 | 31/ 12/ 2105 | 31/ 12/ 2106 | 31/ 12/ 2107 | 31/ 12/ 2108 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Rentas | 86.986.410,04 | 77.565.741,18 | 67.437.907,63 | 68.598.209,17 | 53.506.603,15 | 54.576.735,21 | 38.647.546,14 |
| Ventas | - | - | - | - | - | - | - |
| (Coste Ventas) | - | - | - | - | - | - | - |
| (Gastos No Rec. / Gastos Desoc.) | - 11.276.016,12 | - 10.054.818,30 | - 8.741.950,99 | - 8.892.360,45 | - 6.936.041,15 | - 7.074.761,97 | - 5.009.867,09 |
| (Morosidad) | - 1.739.728,20 | - 1.551.314,82 | - 1.348.758,15 | - 1.371.964,18 | - 1.070.132,06 | - 1.091.534,70 | - 772.950,92 |
| (Gastos Generales) | - 459.872,40 | - 469.069,85 | - 478.451,24 | - 488.046,75 | - 497.807,68 | - 507.763,83 | - 517.919,11 |
| (Comisiones Gestión) | - 6.958.912,80 | - 6.205.259,29 | - 5.395.032,61 | - 5.487.856,73 | - 4.280.528,25 | - 4.366.138,82 | - 3.091.803,69 |
| (Intereses) | - | - | - | - | - | - | - |
| (IVA Derechos Superficie) | - 1.373.893,26 | - 1.253.521,11 | - 1.048.982,19 | - 1.046.108,27 | - 812.434,58 | - 812.434,58 | - 570.862,42 |
| Resultado A/ Amort e Impto | **65.177.987,27** | **58.031.757,80** | **50.424.732,44** | **51.311.872,79** | **39.909.659,42** | **40.724.101,30** | **28.684.142,91** |
| Amortización | - 26.456.049,39 | - 26.682.493,76 | - 20.620.662,98 | - 23.746.966,09 | - 17.884.075,40 | - 21.269.726,59 | - 15.945.259,36 |
| Resultado A. Imptos | **38.721.937,87** | **31.349.264,04** | **29.804.069,46** | **27.564.906,69** | **22.025.584,02** | **19.454.374,71** | **12.738.883,54** |
| Impuesto sobre sociedades | 1.542.321,39 | 1.232.669,09 | 1.167.770,92 | 1.073.726,08 | 841.074,53 | 733.083,74 | 451.033,11 |
| Resultado del ejercicio | **37.179.616,48** | **30.116.594,95** | **28.636.298,54** | **26.491.180,61** | **21.184.509,49** | **18.721.290,97** | **12.287.850,43** |

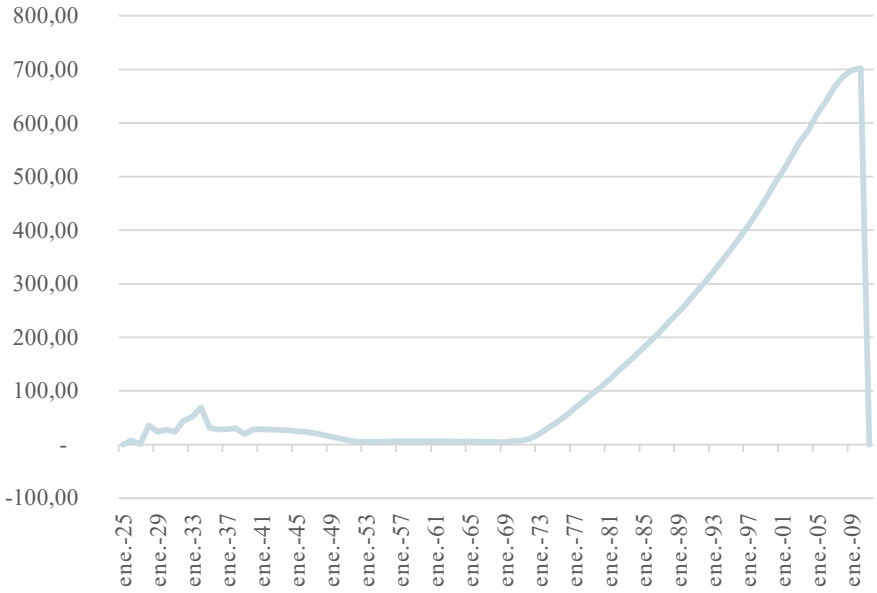
| Partida | 31/ 12/ 2109 | 31/ 12/ 2110 | 31/ 12/ 2111 |
|---|---|---|---|
| Rentas | 21.840.275,39 | 8.910.832,36 | 9.089.049,01 |
| Ventas | - | - | - |
| (Coste Ventas) | - | - | - |
| (Gastos No Rec. / Gastos Desoc.) | - 2.831.146,81 | - 1.155.107,90 | - 1.178.210,06 |
| (Morosidad) | - 436.805,51 | - 178.216,65 | - 181.780,98 |
| (Gastos Generales) | - 528.306,15 | - 538.872,28 | - |
| (Comisiones Gestión) | - 1.747.222,03 | - 712.866,59 | - 727.123,92 |
| (Intereses) | - | - | - |
| (IVA Derechos Superficie) | - 321.308,57 | - 131.596,34 | - 131.596,34 |
| Resultado A/ Amort e Impto | **15.975.486,31** | **6.194.172,60** | **6.870.337,71** |
| Amortización | - 9.329.858,41 | - 3.435.906,08 | - 4.428.427,16 |
| Resultado A. Imptos | **6.645.627,90** | **2.758.266,53** | **2.441.910,54** |
| Impuesto sobre sociedades | 195.116,37 | 39.093,04 | 29.792,17 |
| Resultado del ejercicio | **6.450.511,53** | **2.719.173,49** | **2.412.118,37** |

Una vez dispuesta la evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias, con la incorporación de todos los ingresos y gastos que afectan a la SCM se expone de forma sintética la evolución del resultado del ejercicio durante el período de explotación.

Desde el inicio de la explotación de la SCM hasta pasados 2045 años la sociedad no genera un beneficio positivo. La asunción de gastos elevados al principio de la explotación, como por ejemplo las comisiones de promoción y la falta del desarrollo de la totalidad de las edificaciones -factor que determina unos ingresos menores-, son los que explican estos datos negativos durante los primeros años de explotación.

Una vez superada esta etapa, el desempeño de la SCM es muy positivo apreciando un incremento progresivo de su beneficio hasta prácticamente el final del período de explotación estudiado. La evolución positiva del resultado del ejercicio se debe, entre otras cuestiones, a la actualización progresiva a las que están sujetas las rentas del alquiler. Una vez próximo el fin del período de explotación los derechos de superficie comienzan a revertirse y los ingresos disminuyen, cuestión que motiva el descenso en el resultado del ejercicio.

**Ilustración 47. Evolución resultado del ejercicio en millones de euros**



## 7.3. Estados de Flujos de Efectivo

### Ilustración 48. Evolución estado de flujos de efectivo

| Partida | 31/ 12/ 2025 | 31/ 12/ 2026 | 31/ 12/ 2027 | 31/ 12/ 2028 | 31/ 12/ 2029 | 31/ 12/ 2030 | 31/ 12/ 2031 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Aportaciones Capital | - | 13.363.807,03 | - | 35.238.172,55 | - | 25.121.755,55 | - |
| Aportación RCSD | - | - | 1.789.979,67 | - | - | - | - |
| Financiación | - | 10.432.006,71 | 13.846.117,99 | 11.980.129,81 | 20.138.629,40 | 35.879.768,85 | 21.127.966,27 |
| Rentas | - | - | - | 236.976,98 | 1.891.922,96 | 2.092.172,75 | 4.404.927,12 |
| Total Entradas | - | 23.795.813,74 | 15.636.097,66 | 47.455.279,34 | 22.030.552,37 | 63.093.697,15 | 25.532.893,39 |
| Inversiones | - | - 14.902.866,72 | - 19.780.168,56 | - 9.340.104,35 | - 28.769.470,58 | - 49.927.531,57 | - 20.943.741,03 |
| Devolución RCSD | - | - | - | - | - | - | - |
| Gastos No Repercutidos | - | - | - | - 31.346,16 | - 250.254,36 | - 276.742,43 | - 582.662,32 |
| Gastos Generales | - 100.168,33 | - 102.000,00 | - 104.040,00 | - 106.120,80 | - 108.249,09 | - 110.414,07 | - 112.622,35 |
| Comisiones Gestión | - | - | - | - 19.345,06 | - 154.442,69 | - 170.789,61 | - 359.585,89 |
| Comisiones Promoción | - | - 1.192.229,34 | - 1.582.413,48 | - 747.208,35 | - 2.301.557,65 | - 3.994.202,53 | - 1.675.499,28 |
| CAPEX | - | - | - | - | - | - | - |
| Intereses | - | - | - | - 294.736,02 | - 1.166.129,46 | - 1.247.149,75 | - 2.519.592,25 |
| Intereses Desarrollo | - | - 294.739,92 | - 907.935,35 | - 922.576,09 | - 942.959,48 | - 2.187.099,86 | - 1.687.516,84 |
| Amortización Financiación | - | - | - | - | - 445.069,97 | - 461.760,09 | - 1.049.525,46 |
| Impuesto sobre Sociedades | - | - | - | - | - | - | - |
| IVA Derechos Superficie | - | - 114.060,46 | - 124.305,41 | - 245.019,05 | - 452.090,39 | - 452.090,39 | - 685.764,08 |
| Dividendos | - | - | - | - | - | - | - |
| Liquidación | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Salidas | - 100.168,33 | - 16.605.896,43 | - 22.498.862,80 | - 11.706.455,87 | - 34.590.223,67 | - 58.827.780,29 | - 29.616.509,50 |
| Posición Tesorería | 100.168,33 | 7.089.748,98 | 226.983,84 | 35.975.807,30 | 23.416.136,00 | 27.682.052,86 | 23.598.436,75 |

| Partida | 31/ 12/ 2032 | 31/ 12/ 2033 | 31/ 12/ 2034 | 31/ 12/ 2035 | 31/ 12/ 2036 | 31/ 12/ 2037 | 31/ 12/ 2038 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Aportaciones Capital | 26.138.092,53 | 26.660.854,38 | 20.395.553,60 | - | 14.147.123,49 | - | - |
| Aportación RCSD | - | - | - | - | - | - | - |
| Financiación | 29.389.012,66 | 29.228.416,96 | 30.494.441,28 | 61.598.771,39 | 54.964.333,91 | 23.729.621,27 | 16.504.977,41 |
| Rentas | 6.809.103,40 | 7.628.598,11 | 10.718.446,84 | 11.888.069,27 | 15.204.838,77 | 19.597.379,42 | 23.387.786,16 |
| Total Entradas | 62.336.208,59 | 63.517.869,45 | 61.608.441,73 | 73.486.840,66 | 84.316.296,17 | 43.327.000,69 | 39.892.763,57 |
| Inversiones | - 30.960.203,80 | - 41.754.881,37 | - 28.864.687,55 | - 87.998.244,84 | - 63.821.677,01 | - 19.200.658,95 | - 12.554.439,15 |
| Devolución RCSD | - | - | - | - | - | - | - |
| Gastos No Repercutidos | - 900.675,05 | - 1.009.073,82 | - 1.417.783,97 | - 1.572.495,94 | - 2.011.222,06 | - 2.592.245,96 | - 3.093.622,51 |
| Gastos Generales | - 114.874,80 | - 117.178,65 | - 119.522,23 | - 121.912,67 | - 124.350,92 | - 126.844,82 | - 129.381,72 |
| Comisiones Gestión | - 555.845,18 | - 622.742,70 | - 874.975,25 | - 970.454,63 | - 1.241.211,33 | - 1.599.786,08 | - 1.909.207,03 |
| Comisiones Promoción | - 2.476.816,30 | - 3.340.390,51 | - 2.309.175,00 | - 7.039.859,59 | - 5.105.734,16 | - 1.536.052,72 | - 1.004.355,13 |
| CAPEX | - | - | - | - | - | - | - |
| Intereses | - 3.788.587,22 | - 4.127.138,49 | - 5.724.500,38 | - 6.187.232,46 | - 7.826.053,85 | - 10.026.172,02 | - 11.796.747,08 |
| Intereses Desarrollo | - 1.492.810,64 | - 2.192.131,27 | - 1.670.374,36 | - 3.444.033,84 | - 3.791.513,20 | - 2.342.156,06 | - 1.047.503,30 |
| Amortización Financiación | - 1.088.882,66 | - 1.732.843,08 | - 1.797.824,70 | - 2.701.901,34 | - 2.803.222,64 | - 3.778.849,92 | - 4.808.473,35 |
| Impuesto sobre Sociedades | - | - | - | - | - | - | - |
| IVA Derechos Superficie | - 687.648,05 | - 928.900,25 | - 1.176.890,09 | - 1.366.602,32 | - 1.370.356,72 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 |
| Dividendos | - | - | - | - | - | - | - |
| Liquidación | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Salidas | - 42.066.343,70 | - 55.825.280,16 | - 43.955.733,53 | - 111.402.737,63 | - 88.095.341,89 | - 42.700.965,18 | - 37.841.927,94 |
| Posición Tesorería | 43.868.301,64 | 51.560.890,93 | 69.213.599,13 | 31.297.702,16 | 27.518.656,45 | 28.144.691,96 | 30.195.527,60 |

| Partida | 31/ 12/ 2039 | 31/ 12/ 2040 | 31/ 12/ 2041 | 31/ 12/ 2042 | 31/ 12/ 2043 | 31/ 12/ 2044 | 31/ 12/ 2045 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Aportaciones Capital | - | - | - | - | - | - | - |
| Aportación RCSD | - | - | - | - | - | - | - |
| Financiación | 16.504.977,41 | - | - | - | - | - | - |
| Rentas | 24.631.081,79 | 26.842.203,12 | 27.852.698,43 | 28.409.752,40 | 28.977.947,45 | 29.640.316,39 | 30.150.292,25 |
| Total Entradas | 41.136.059,19 | 26.842.203,12 | 27.852.698,43 | 28.409.752,40 | 28.977.947,45 | 29.640.316,39 | 30.150.292,25 |
| Inversiones | - 23.578.539,15 | 7.349.400,00 | - | - | - | - | - |
| Devolución RCSD | - | - | - | - | - | - | - |
| Gastos No Repercutidos | - 3.258.079,60 | - 3.550.555,97 | - 3.684.219,37 | - 3.757.903,76 | - 3.833.061,83 | - 3.920.676,77 | - 3.988.133,90 |
| Gastos Generales | - 131.969,35 | - 134.608,74 | - 137.308,37 | - 140.054,53 | - 142.855,62 | - 145.712,74 | - 148.635,05 |
| Comisiones Gestión | - 2.010.700,55 | - 2.191.200,25 | - 2.273.689,67 | - 2.319.163,46 | - 2.365.546,73 | - 2.419.617,66 | - 2.461.248,35 |
| Comisiones Promoción | - 1.886.283,13 | 587.952,00 | - | - | - | - | - |
| CAPEX | - 264.260,90 | - 270.301,30 | - 320.263,90 | - 649.502,49 | - 1.053.416,61 | - 1.077.495,28 | - 1.638.353,39 |
| Intereses | - 12.047.185,71 | - 12.800.374,87 | - 12.849.779,85 | - 12.603.994,62 | - 12.348.992,44 | - 12.117.626,65 | - 11.809.941,73 |
| Intereses Desarrollo | - 1.234.481,87 | - 305.229,03 | - | - | - | - | - |
| Amortización Financiación | - 5.668.047,27 | - 5.880.599,04 | - 6.572.279,15 | - 6.818.739,62 | - 7.074.442,35 | - 7.339.733,94 | - 7.614.973,96 |
| Impuesto sobre Sociedades | - | - | - | - | 10.874,75 | 31.680,99 | 52.559,93 |
| IVA Derechos Superficie | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 |
| Dividendos | - | - | - 335.379,78 | - 855.333,73 | - 1.384.814,86 | - 1.929.740,13 | - 2.476.569,48 |
| Liquidación | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Salidas | - 51.577.746,21 | - 18.697.831,81 | - 27.671.118,75 | - 28.642.890,87 | - 29.690.454,36 | - 30.421.236,78 | - 31.583.494,59 |
| Posición Tesorería | 19.753.840,58 | 27.898.211,89 | 28.079.791,57 | 27.846.653,10 | 27.134.146,18 | 26.353.225,79 | 24.920.023,45 |

| Partida | 31/ 12/ 2046 | 31/ 12/ 2047 | 31/ 12/ 2048 | 31/ 12/ 2049 | 31/ 12/ 2050 | 31/ 12/ 2051 | 31/ 12/ 2052 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Aportaciones Capital | - | - | - | - | - | - | - |
| Aportación RCSD | - | - | - | - | - | - | 1.879.097,80 |
| Financiación | - | - | - | - | - | - | - |
| Rentas | 30.753.298,09 | 31.368.364,05 | 32.085.372,40 | 32.637.416,62 | 33.290.164,95 | 33.955.968,25 | 36.611.221,05 |
| Total Entradas | 30.753.298,09 | 31.368.364,05 | 32.085.372,40 | 32.637.416,62 | 33.290.164,95 | 33.955.968,25 | 36.611.221,05 |
| Inversiones | - | - | - | - | - | - | - |
| Devolución RCSD | - | - | - | - | - | - | - |
| Gastos No Repercutidos | - 4.067.896,57 | - 4.149.254,50 | - 4.244.096,88 | - 4.317.118,60 | - 4.403.460,97 | - 4.491.530,19 | - 4.594.196,20 |
| Gastos Generales | - 151.607,76 | - 154.639,91 | - 157.732,71 | - 160.896,09 | - 164.114,01 | - 167.396,29 | - 170.744,22 |
| Comisiones Gestión | - 2.510.473,31 | - 2.560.682,78 | - 2.619.214,07 | - 2.664.278,91 | - 2.717.564,49 | - 2.771.915,78 | - 2.835.275,37 |
| Comisiones Promoción | - | - | - | - | - | - | - |
| CAPEX | - 1.671.120,45 | - 2.268.771,85 | - 2.897.756,68 | - 3.387.905,74 | - 3.455.663,85 | - 3.830.163,50 | - 3.917.712,19 |
| Intereses | - 11.525.162,57 | - 11.229.704,19 | - 10.953.174,81 | - 10.605.132,87 | - 10.275.173,37 | - 9.932.840,39 | - 9.603.982,21 |
| Intereses Desarrollo | - | - | - | - | - | - | - |
| Amortización Financiación | - 7.900.535,49 | - 8.196.805,57 | - 8.504.185,78 | - 8.823.092,74 | - 9.153.958,72 | - 9.497.232,17 | - 9.853.378,38 |
| Impuesto sobre Sociedades | 81.632,45 | 112.978,28 | 145.456,19 | 177.006,60 | 209.741,39 | 243.326,51 | 278.647,54 |
| IVA Derechos Superficie | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 |
| Dividendos | - 3.036.594,86 | - 3.611.268,47 | - 4.206.696,91 | - 4.785.121,06 | - 5.385.258,81 | - 6.000.986,08 | - 6.648.538,31 |
| Liquidación | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Salidas | - 32.279.957,23 | - 33.556.347,65 | - 34.939.716,24 | - 36.064.738,07 | - 36.843.651,50 | - 37.946.936,56 | - 38.847.493,92 |
| Posición Tesorería | 23.393.364,31 | 21.205.380,72 | 18.351.036,88 | 14.923.715,42 | 11.370.228,87 | 7.379.260,56 | 5.142.987,69 |

| Partida | 31/ 12/ 2053 | 31/ 12/ 2054 | 31/ 12/ 2055 | 31/ 12/ 2056 | 31/ 12/ 2057 | 31/ 12/ 2058 | 31/ 12/ 2059 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Aportaciones Capital | - | - | - | - | - | - | - |
| Aportación RCSD | 4.306.137,35 | 4.468.324,19 | 4.629.804,73 | 4.786.563,07 | 4.967.156,85 | 5.157.798,60 | 5.349.460,69 |
| Financiación | - | - | - | - | - | - | - |
| Rentas | 35.329.706,08 | 36.036.300,21 | 36.757.026,21 | 37.597.206,93 | 38.244.084,90 | 39.008.966,60 | 39.789.145,93 |
| Total Entradas | 39.635.843,43 | 40.504.624,39 | 41.386.830,94 | 42.383.770,00 | 43.211.241,75 | 44.166.765,19 | 45.138.606,61 |
| Inversiones | - | - | - | - | - | - | - |
| Devolución RCSD | - | - | - | - | - | - | - |
| Gastos No Repercutidos | - 4.673.241,55 | - 4.766.706,38 | - 4.862.040,50 | - 4.973.175,52 | - 5.058.741,39 | - 5.159.916,22 | - 5.263.114,54 |
| Gastos Generales | - 174.168,55 | - 177.651,92 | - 181.204,96 | - 184.829,06 | - 188.535,87 | - 192.306,59 | - 196.152,72 |
| Comisiones Gestión | - 2.884.057,64 | - 2.941.738,79 | - 3.000.573,57 | - 3.069.159,75 | - 3.121.966,11 | - 3.184.405,44 | - 3.248.093,55 |
| Comisiones Promoción | - | - | - | - | - | - | - |
| CAPEX | - 3.985.118,30 | - 4.064.820,67 | - 4.146.117,08 | - 4.240.887,74 | - 4.313.854,25 | - 4.400.131,33 | - 4.488.133,96 |
| Intereses | - 9.209.180,58 | - 8.826.872,87 | - 8.430.228,62 | - 8.040.739,64 | - 7.591.759,87 | - 7.148.798,89 | - 6.689.226,87 |
| Intereses Desarrollo | - | - | - | - | - | - | - |
| Amortización Financiación | - 10.222.880,07 | - 10.606.238,07 | - 11.003.972,00 | - 11.416.620,95 | - 11.844.744,23 | - 12.288.922,14 | - 12.749.756,72 |
| Impuesto sobre Sociedades | 312.762,03 | 348.812,54 | 385.801,94 | 425.239,35 | 462.757,90 | 502.720,34 | 543.727,32 |
| IVA Derechos Superficie | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 |
| Dividendos | - 7.273.970,61 | - 7.934.896,49 | - 8.613.035,65 | - 9.336.054,69 | - 10.023.894,82 | - 10.756.539,59 | - 11.508.334,29 |
| Liquidación | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Salidas | - 39.608.053,93 | - 40.468.311,32 | - 41.349.569,11 | - 42.338.542,60 | - 43.178.937,32 | - 44.126.498,52 | - 45.097.283,99 |
| Posición Tesorería | 5.170.777,19 | 5.207.090,27 | 5.244.352,10 | 5.289.579,49 | 5.321.883,93 | 5.362.150,60 | 5.403.473,22 |

| Partida | 31/ 12/ 2060 | 31/ 12/ 2061 | 31/ 12/ 2062 | 31/ 12/ 2063 | 31/ 12/ 2064 | 31/ 12/ 2065 | 31/ 12/ 2066 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Aportaciones Capital | - | - | - | - | - | - | - |
| Aportación RCSD | 5.533.747,50 | 5.751.208,96 | 5.974.580,89 | 6.200.929,76 | 4.398.780,55 | 5.015.419,98 | 2.643.803,03 |
| Financiación | - | - | - | - | - | - | - |
| Rentas | 40.698.633,90 | 41.398.873,41 | 42.226.850,88 | 43.071.387,89 | 44.055.900,33 | 44.813.903,22 | 45.710.181,29 |
| Total Entradas | 46.232.381,40 | 47.150.082,37 | 48.201.431,77 | 49.272.317,65 | 48.454.680,89 | 49.829.323,20 | 48.353.984,32 |
| Inversiones | - | - | - | - | - | - | - |
| Devolución RCSD | - | - | - | - | - | - | - |
| Gastos No Repercutidos | - 5.383.417,18 | - 5.476.041,46 | - 5.585.562,29 | - 5.697.273,53 | - 5.827.500,04 | - 5.927.764,98 | - 6.046.320,28 |
| Gastos Generales | - 200.075,78 | - 204.088,36 | - 208.170,13 | - 212.333,53 | - 216.580,20 | - 220.923,79 | - 225.342,27 |
| Comisiones Gestión | - 3.322.337,46 | - 3.379.499,87 | - 3.447.089,87 | - 3.516.031,66 | - 3.596.400,03 | - 3.658.277,81 | - 3.731.443,37 |
| Comisiones Promoción | - | - | - | - | - | - | - |
| CAPEX | - 4.590.722,34 | - 4.669.707,92 | - 4.763.102,07 | - 4.858.364,12 | - 4.969.415,10 | - 5.054.916,27 | - 5.156.014,59 |
| Intereses | - 6.229.487,99 | - 5.717.734,71 | - 5.204.497,78 | - 4.672.014,47 | - 4.130.880,51 | - 3.606.768,92 | - 3.074.745,03 |
| Intereses Desarrollo | - | - | - | - | - | - | - |
| Amortización Financiación | - 13.227.872,60 | - 13.723.917,82 | - 14.238.564,74 | - 14.772.510,92 | - 13.712.077,00 | - 14.226.279,88 | - 12.690.573,39 |
| Impuesto sobre Sociedades | 587.742,90 | 629.048,92 | 673.360,51 | 718.831,94 | 767.931,13 | 810.905,52 | 857.410,08 |
| IVA Derechos Superficie | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 |
| Dividendos | - 12.315.286,54 | - 13.072.563,49 | - 13.884.942,65 | - 14.718.585,55 | - 15.618.737,32 | - 16.406.601,18 | - 17.259.184,85 |
| Liquidación | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Salidas | - 46.183.771,58 | - 47.112.703,37 | - 48.156.767,68 | - 49.226.480,51 | - 48.805.973,67 | - 49.788.825,98 | - 48.824.412,35 |
| Posición Tesorería | 5.452.083,05 | 5.489.462,05 | 5.534.126,14 | 5.579.963,29 | 5.228.670,50 | 5.269.167,72 | 4.798.739,69 |

| Partida | 31/ 12/ 2067 | 31/ 12/ 2068 | 31/ 12/ 2069 | 31/ 12/ 2070 | 31/ 12/ 2071 | 31/ 12/ 2072 | 31/ 12/ 2073 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Aportaciones Capital | - | - | - | - | - | - | - |
| Aportación RCSD | 3.319.565,36 | 728.984,68 | 1.407.463,10 | - | - | - | - |
| Financiación | - | - | - | - | - | - | - |
| Rentas | 46.624.384,91 | 47.690.110,66 | 48.510.641,88 | 49.480.854,71 | 50.470.471,81 | 51.624.110,22 | 52.512.327,78 |
| Total Entradas | 49.943.950,27 | 48.419.095,34 | 49.918.104,98 | 49.480.854,71 | 50.470.471,81 | 51.624.110,22 | 52.512.327,78 |
| Inversiones | - | - | - | - | - | - | - |
| Devolución RCSD | - | - | - | - | - | - | - |
| Gastos No Repercutidos | - 6.167.246,68 | - 6.308.215,70 | - 6.416.751,57 | - 6.545.086,60 | - 6.675.988,33 | - 6.828.586,01 | - 6.946.075,10 |
| Gastos Generales | - 229.849,11 | - 234.446,10 | - 239.147,99 | - 243.930,95 | - 248.809,57 | - 253.785,76 | - 258.875,52 |
| Comisiones Gestión | - 3.806.072,24 | - 3.893.070,26 | - 3.960.052,40 | - 4.039.253,45 | - 4.120.038,51 | - 4.214.213,08 | - 4.286.720,64 |
| Comisiones Promoción | - | - | - | - | - | - | - |
| CAPEX | - 5.259.134,88 | - 5.379.346,56 | - 5.471.900,80 | - 5.581.338,81 | - 5.692.965,59 | - 5.823.093,63 | - 5.923.282,75 |
| Intereses | - 2.600.152,35 | - 2.113.553,01 | - 1.678.722,84 | - 1.233.594,25 | - 885.266,98 | - 525.316,66 | - 267.020,98 |
| Intereses Desarrollo | - | - | - | - | - | - | - |
| Amortización Financiación | - 13.166.469,89 | - 11.472.487,72 | - 11.902.706,01 | - 9.314.245,66 | - 9.663.529,87 | - 6.868.322,72 | - 3.905.143,50 |
| Impuesto sobre Sociedades | 901.849,67 | 950.326,72 | 990.660,24 | 1.034.881,89 | 1.075.365,96 | 1.120.139,09 | 1.154.063,71 |
| IVA Derechos Superficie | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 |
| Dividendos | - 18.073.910,57 | - 18.962.656,45 | - 19.702.104,39 | - 20.512.834,65 | - 21.255.042,66 | - 22.075.883,25 | - 22.697.834,69 |
| Liquidación | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Salidas | - 49.899.184,73 | - 48.915.763,67 | - 49.878.924,43 | - 47.933.601,15 | - 48.964.474,22 | - 46.971.376,62 | - 44.629.088,14 |
| Posición Tesorería | 4.843.505,23 | 4.346.836,90 | 4.386.017,45 | 5.933.271,02 | 7.439.268,60 | 12.092.002,20 | 19.975.241,84 |

| Partida | 31/ 12/ 2074 | 31/ 12/ 2075 | 31/ 12/ 2076 | 31/ 12/ 2077 | 31/ 12/ 2078 | 31/ 12/ 2079 | 31/ 12/ 2080 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Aportaciones Capital | - | - | - | - | - | - | - |
| Aportación RCSD | - | - | - | - | - | - | - |
| Financiación | - | - | - | - | - | - | - |
| Rentas | 53.562.574,34 | 54.633.825,83 | 55.882.628,89 | 56.844.116,31 | 57.980.998,64 | 59.140.618,61 | 60.492.436,55 |
| Total Entradas | 53.562.574,34 | 54.633.825,83 | 55.882.628,89 | 56.844.116,31 | 57.980.998,64 | 59.140.618,61 | 60.492.436,55 |
| Inversiones | - | - | - | - | - | - | - |
| Devolución RCSD | - | - | - | - | - | - | - |
| Gastos No Repercutidos | - 7.084.996,61 | - 7.226.696,54 | - 7.391.882,13 | - 7.519.063,00 | - 7.669.444,26 | - 7.822.833,15 | - 8.001.645,05 |
| Gastos Generales | - 264.053,03 | - 269.334,09 | - 274.720,78 | - 280.230,40 | - 285.835,00 | - 291.551,70 | - 297.382,74 |
| Comisiones Gestión | - 4.372.455,05 | - 4.459.904,15 | - 4.561.847,26 | - 4.640.336,03 | - 4.733.142,75 | - 4.827.805,60 | - 4.938.158,09 |
| Comisiones Promoción | - | - | - | - | - | - | - |
| CAPEX | - 6.041.748,41 | - 6.162.583,37 | - 6.303.445,79 | - 6.411.899,60 | - 6.540.137,59 | - 6.670.940,35 | - 6.823.422,63 |
| Intereses | - 120.979,31 | - 61.602,96 | - | - | - | - | - |
| Intereses Desarrollo | - | - | - | - | - | - | - |
| Amortización Financiación | - 1.587.719,27 | - 1.647.258,74 | - | - | - | - | - |
| Impuesto sobre Sociedades | 1.186.981,33 | 1.216.543,50 | 1.250.254,07 | 1.274.127,20 | 1.301.938,06 | 1.329.947,36 | 1.362.228,02 |
| IVA Derechos Superficie | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 |
| Dividendos | - 23.301.324,32 | - 23.843.297,48 | - 24.461.324,68 | - 24.898.998,74 | - 25.408.864,34 | - 25.922.368,33 | - 26.514.180,33 |
| Liquidación | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Salidas | - 43.084.493,33 | - 43.952.332,51 | - 43.245.281,15 | - 43.974.599,23 | - 44.833.684,56 | - 45.703.750,43 | - 46.714.875,41 |
| Posición Tesorería | 30.453.322,85 | 41.134.816,17 | 53.772.163,90 | 66.641.680,99 | 79.788.995,07 | 93.225.863,25 | 107.003.424,39 |

| Partida | 31/ 12/ 2081 | 31/ 12/ 2082 | 31/ 12/ 2083 | 31/ 12/ 2084 | 31/ 12/ 2085 | 31/ 12/ 2086 | 31/ 12/ 2087 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Aportaciones Capital | - | - | - | - | - | - | - |
| Aportación RCSD | - | - | - | - | - | - | - |
| Financiación | - | - | - | - | - | - | - |
| Rentas | 61.533.237,92 | 62.763.902,68 | 64.019.180,74 | 65.482.511,34 | 66.609.169,34 | 67.941.352,73 | 69.300.179,78 |
| Total Entradas | 61.533.237,92 | 62.763.902,68 | 64.019.180,74 | 65.482.511,34 | 66.609.169,34 | 67.941.352,73 | 69.300.179,78 |
| Inversiones | - | - | - | - | - | - | - |
| Devolución RCSD | - | - | - | - | - | - | - |
| Gastos No Repercutidos | - 8.139.317,19 | - 8.302.103,53 | - 8.468.145,60 | - 8.661.707,85 | - 8.810.736,69 | - 8.986.951,42 | - 9.166.690,45 |
| Gastos Generales | - 303.346,85 | - 309.413,79 | - 315.602,06 | - 321.914,10 | - 328.370,20 | - 334.937,60 | - 341.636,36 |
| Comisiones Gestión | - 5.023.121,46 | - 5.123.583,89 | - 5.226.055,57 | - 5.345.511,13 | - 5.437.483,21 | - 5.546.232,88 | - 5.657.157,53 |
| Comisiones Promoción | - | - | - | - | - | - | - |
| CAPEX | - 6.940.822,89 | - 7.079.639,35 | - 7.221.232,14 | - 7.386.292,82 | - 7.513.377,53 | - 7.663.645,08 | - 7.816.917,98 |
| Intereses | - | - | - | - | - | - | - |
| Intereses Desarrollo | - | - | - | - | - | - | - |
| Amortización Financiación | - | - | - | - | - | - | - |
| Impuesto sobre Sociedades | 1.386.506,06 | 1.414.897,94 | 1.443.324,21 | 1.476.152,53 | 1.500.101,78 | 1.528.218,71 | 1.556.048,72 |
| IVA Derechos Superficie | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 |
| Dividendos | - 26.959.277,73 | - 27.479.795,57 | - 28.000.943,86 | - 28.602.796,36 | - 29.041.866,05 | - 29.557.343,01 | - 30.067.559,82 |
| Liquidación | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Salidas | - 47.477.578,72 | - 48.377.836,85 | - 49.286.853,68 | - 50.344.384,33 | - 51.129.930,56 | - 52.059.089,94 | - 52.992.112,09 |
| Posición Tesorería | 121.059.083,60 | 135.445.149,43 | 150.177.476,48 | 165.315.603,49 | 180.794.842,27 | 196.677.105,05 | 212.985.172,75 |

| Partida | 31/ 12/ 2088 | 31/ 12/ 2089 | 31/ 12/ 2090 | 31/ 12/ 2091 | 31/ 12/ 2092 | 31/ 12/ 2093 | 31/ 12/ 2094 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Aportaciones Capital | - | - | - | - | - | - | - |
| Aportación RCSD | - | - | - | - | - | - | - |
| Financiación | - | - | - | - | - | - | - |
| Rentas | 70.884.221,82 | 72.103.818,84 | 73.545.895,22 | 75.016.813,12 | 76.731.524,20 | 78.051.726,86 | 79.612.761,40 |
| Total Entradas | 70.884.221,82 | 72.103.818,84 | 73.545.895,22 | 75.016.813,12 | 76.731.524,20 | 78.051.726,86 | 79.612.761,40 |
| Inversiones | - | - | - | - | - | - | - |
| Devolución RCSD | - | - | - | - | - | - | - |
| Gastos No Repercutidos | - 9.376.219,82 | - 9.537.542,17 | - 9.728.293,02 | - 9.922.858,88 | - 10.149.672,51 | - 10.324.302,49 | - 10.530.788,54 |
| Gastos Generales | - 348.469,08 | - 355.457,75 | - 362.566,90 | - 369.818,24 | - 377.214,61 | - 384.779,77 | - 392.475,37 |
| Comisiones Gestión | - 5.786.467,09 | - 5.886.026,03 | - 6.003.746,55 | - 6.123.821,48 | - 6.263.797,89 | - 6.371.569,54 | - 6.499.000,93 |
| Comisiones Promoción | - | - | - | - | - | - | - |
| CAPEX | - 7.995.594,67 | - 8.133.162,71 | - 8.295.825,97 | - 8.461.742,49 | - 8.655.158,38 | - 8.804.074,53 | - 8.980.156,02 |
| Intereses | - | - | - | - | - | - | - |
| Intereses Desarrollo | - | - | - | - | - | - | - |
| Amortización Financiación | - | - | - | - | - | - | - |
| Impuesto sobre Sociedades | 1.588.216,19 | 1.610.396,96 | 1.636.506,95 | 1.661.640,50 | 1.690.549,45 | 1.707.787,91 | 1.727.873,87 |
| IVA Derechos Superficie | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 |
| Dividendos | - 30.657.296,89 | - 31.063.944,36 | - 31.542.627,40 | - 32.003.409,09 | - 32.533.406,59 | - 32.849.445,05 | - 33.217.687,61 |
| Liquidación | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Salidas | - 54.078.145,95 | - 54.863.934,72 | - 55.794.751,56 | - 56.718.208,35 | - 57.791.015,12 | - 58.524.582,14 | - 59.390.433,27 |
| Posición Tesorería | 229.791.248,61 | 247.031.132,73 | 264.782.276,39 | 283.080.881,17 | 302.021.390,25 | 321.548.534,97 | 341.770.863,10 |

| Partida | 31/ 12/ 2095 | 31/ 12/ 2096 | 31/ 12/ 2097 | 31/ 12/ 2098 | 31/ 12/ 2099 | 31/ 12/ 2100 | 31/ 12/ 2101 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Aportaciones Capital | - | - | - | - | - | - | - |
| Aportación RCSD | - | - | - | - | - | - | - |
| Financiación | - | - | - | - | - | - | - |
| Rentas | 81.205.016,62 | 83.061.175,74 | 84.490.283,09 | 86.180.088,75 | 87.903.690,52 | 89.661.764,34 | 83.575.178,28 |
| Total Entradas | 81.205.016,62 | 83.061.175,74 | 84.490.283,09 | 86.180.088,75 | 87.903.690,52 | 89.661.764,34 | 83.575.178,28 |
| Inversiones | - | - | - | - | - | - | - |
| Devolución RCSD | - | - | - | - | - | - | - |
| Gastos No Repercutidos | - 10.741.404,32 | - 10.986.928,01 | - 11.175.963,37 | - 11.399.482,64 | - 11.627.472,29 | - 11.860.021,74 | - 11.054.917,76 |
| Gastos Generales | - 400.324,88 | - 408.331,37 | - 416.520,60 | - 424.851,01 | - 433.348,03 | - 442.014,99 | - 450.855,29 |
| Comisiones Gestión | - 6.628.980,95 | - 6.780.504,14 | - 6.897.165,97 | - 7.035.109,29 | - 7.175.811,47 | - 7.319.327,70 | - 6.822.463,53 |
| Comisiones Promoción | - | - | - | - | - | - | - |
| CAPEX | - 9.159.759,14 | - 9.369.130,07 | - 9.530.330,45 | - 9.720.937,06 | - 9.915.355,80 | - 10.113.662,91 | - 9.413.124,85 |
| Intereses | - | - | - | - | - | - | - |
| Intereses Desarrollo | - | - | - | - | - | - | - |
| Amortización Financiación | - | - | - | - | - | - | - |
| Impuesto sobre Sociedades | 1.745.153,41 | 1.763.930,53 | 1.766.992,48 | 1.767.673,49 | 1.755.957,76 | 1.717.765,52 | 1.551.457,85 |
| IVA Derechos Superficie | - 1.498.198,66 | - 1.502.314,60 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.498.198,66 | - 1.384.138,21 |
| Dividendos | - 33.534.479,12 | - 33.878.726,41 | - 33.934.862,22 | - 33.947.347,26 | - 33.732.558,96 | - 33.032.367,82 | - 29.983.393,94 |
| Liquidación | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Salidas | - 60.217.993,65 | - 61.162.004,07 | - 61.686.048,78 | - 62.258.252,43 | - 62.626.787,46 | - 62.547.828,31 | - 57.557.435,74 |
| Posición Tesorería | 362.757.886,07 | 384.657.057,74 | 407.461.292,04 | 431.383.128,36 | 456.660.031,43 | 483.773.967,45 | 509.791.709,99 |

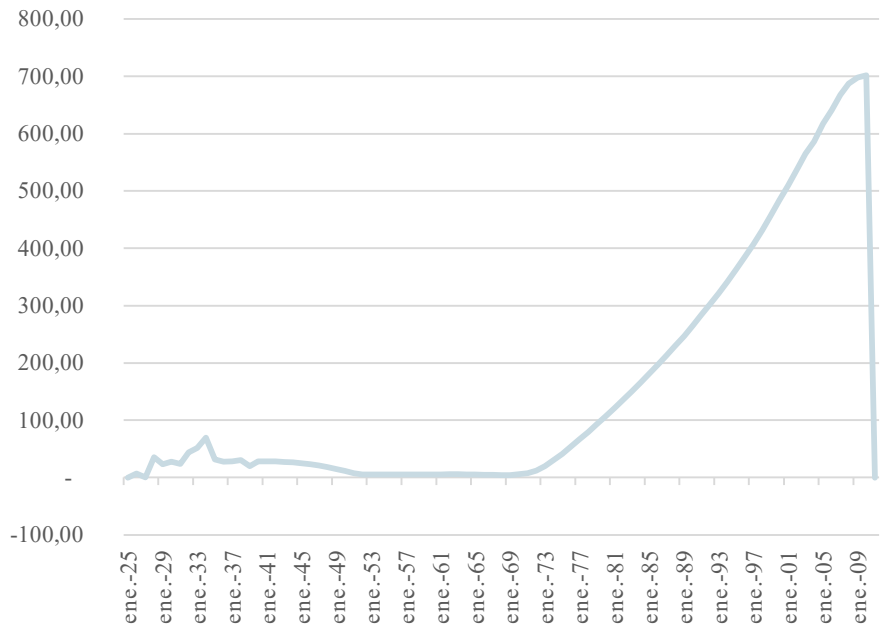
| Partida | 31/ 12/ 2102 | 31/ 12/ 2103 | 31/ 12/ 2104 | 31/ 12/ 2105 | 31/ 12/ 2106 | 31/ 12/ 2107 | 31/ 12/ 2108 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Aportaciones Capital | - | - | - | - | - | - | - |
| Aportación RCSD | - | - | - | - | - | - | - |
| Financiación | - | - | - | - | - | - | - |
| Rentas | 85.246.681,84 | 76.014.426,36 | 66.089.149,48 | 67.226.244,98 | 52.436.471,09 | 53.485.200,51 | 37.874.595,22 |
| Total Entradas | 85.246.681,84 | 76.014.426,36 | 66.089.149,48 | 67.226.244,98 | 52.436.471,09 | 53.485.200,51 | 37.874.595,22 |
| Inversiones | - | - | - | - | - | - | - |
| Devolución RCSD | - | - | - | - | - | - | - |
| Gastos No Repercutidos | - 11.276.016,12 | - 10.054.818,30 | - 8.741.950,99 | - 8.892.360,45 | - 6.936.041,15 | - 7.074.761,97 | - 5.009.867,09 |
| Gastos Generales | - 459.872,40 | - 469.069,85 | - 478.451,24 | - 488.046,75 | - 497.807,68 | - 507.763,83 | - 517.919,11 |
| Comisiones Gestión | - 6.958.912,80 | - 6.205.259,29 | - 5.395.032,61 | - 5.487.856,73 | - 4.280.528,25 | - 4.366.138,82 | - 3.091.803,69 |
| Comisiones Promoción | - | - | - | - | - | - | - |
| CAPEX | - 9.601.387,35 | - 7.273.781,43 | - 7.440.043,28 | - | - | - | - |
| Intereses | - | - | - | - | - | - | - |
| Intereses Desarrollo | - | - | - | - | - | - | - |
| Amortización Financiación | - | - | - | - | - | - | - |
| Impuesto sobre Sociedades | 1.542.321,39 | 1.232.669,09 | 1.167.770,92 | 1.073.726,08 | 841.074,53 | 733.083,74 | 451.033,11 |
| IVA Derechos Superficie | - 1.373.893,26 | - 1.253.521,11 | - 1.048.982,19 | - 1.046.108,27 | - 812.434,58 | - 812.434,58 | - 570.862,42 |
| Dividendos | - 29.815.892,16 | - 24.138.933,31 | - 22.949.133,48 | - 21.224.978,15 | - 16.959.699,70 | - 14.979.868,53 | - 9.808.940,33 |
| Liquidación | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Salidas | - 57.943.652,70 | - 48.162.714,21 | - 44.885.822,88 | - 36.065.624,27 | - 28.645.436,83 | - 27.007.883,99 | - 18.548.359,53 |
| Posición Tesorería | 537.094.739,13 | 564.946.451,27 | 586.149.777,87 | 617.310.398,59 | 641.101.432,84 | 667.578.749,35 | 686.904.985,04 |

| Partida | 31/ 12/ 2109 | 31/ 12/ 2110 | 31/ 12/ 2111 |
|---|---|---|---|
| Aportaciones Capital | - | - | - |
| Aportación RCSD | - | - | - |
| Financiación | - | - | - |
| Rentas | 21.403.469,88 | 8.732.615,71 | 8.907.268,03 |
| Total Entradas | 21.403.469,88 | 8.732.615,71 | 8.907.268,03 |
| Inversiones | - | - | - |
| Devolución RCSD | - | - | - |
| Gastos No Repercutidos | - 2.831.146,81 | - 1.155.107,90 | - 1.178.210,06 |
| Gastos Generales | - 528.306,15 | - 538.872,28 | - |
| Comisiones Gestión | - 1.747.222,03 | - 712.866,59 | - 727.123,92 |
| Comisiones Promoción | - | - | - |
| CAPEX | - | - | - |
| Intereses | - | - | - |
| Intereses Desarrollo | - | - | - |
| Amortización Financiación | - | - | - |
| Impuesto sobre Sociedades | 195.116,37 | 39.093,04 | 29.792,17 |
| IVA Derechos Superficie | - 321.308,57 | - 131.596,34 | - 131.596,34 |
| Dividendos | - 5.117.133,48 | - 2.123.865,22 | - 1.880.271,12 |
| Liquidación | - | - | - 707.087.713,41 |
| Total Salidas | - 10.350.000,68 | - 4.623.215,30 | - 710.975.122,68 |
| Posición Tesorería | 697.958.454,24 | 702.067.854,66 | - |

Una vez dispuesta la evolución del estado de flujos de efectivo, con incorporación de todas las entradas y salidas que tienen lugar a lo largo de la explotación de la SCM, se expone de forma sintética la evolución de la posición de tesorería durante el período de explotación.

La evolución de la posición de tesorería es estable a lo largo de la explotación, manteniendo en todo momento un saldo positivo, gracias a la aportación de las reservas (véase epígrafe 5.1.). Tal y como pone de manifiesto la ilustración 50, a medida que las obligaciones financieras se van extinguiendo y las rentas por los alquileres van aumentando, debido al índice de actualización del 2% anual, así como la superación de otros gastos, como por ejemplo el CAPEX, es posible advertir que el saldo de tesorería comienza a crecer con un notorio carácter, alcanzando en el momento de la liquidación aproximadamente 710.000 millones de euros.

**Ilustración 49. Evolución de la posición de tesorería en millones de euros**


800,00
700,00
600,00
500,00
400,00
300,00
200,00
100,00
-
-100,00
ene.-25
ene.-29
ene.-33
ene.-37
ene.-41
ene.-45
ene.-49
ene.-53
ene.-57
ene.-61
ene.-65
ene.-69
ene.-73
ene.-77
ene.-81
ene.-85
ene.-89
ene.-93
ene.-97
ene.-01
ene.-05
ene.-09

## 8. Rentabilidad: flujos de caja SCM y accionista privado

En este epígrafe se dispondrán gráficamente tanto los flujos de caja de la SCM como el flujo de caja del accionista privado, así como la rentabilidad obtenida por cada uno de ellos.

Para el cálculo del Valor Actual Neto (VAN) de sendos flujos de caja la tasa de descuento aplicada es el Coste Medio Ponderado de Capital después de impuestos (WACC).

El WACC recoge el coste de los recursos propios (capital) y ajenos (deuda financiera) empleados en la financiación del proyecto, y los pondera por su peso en la estructura financiera de la SCM. El coste de la deuda recoge el efecto positivo del carácter deducible de los gastos financieros en el impuesto de sociedades.

Los parámetros que definen el WACC son los siguientes:

**Ilustración 50. Hipótesis WACC**

| Rentabilidad | Ponderación | Componentes |
|---|---|---|
| **Rentabilidad exigida a los recursos propios (Ke)** | % Recursos propios sobre el total de financiación | Tipo de interés libre de riesgo<br>Beta<br>Prima de riesgo de mercado |
| **Coste de la deuda (neto de impuestos)** | % Deuda sobre el total de financiación | Coste bruto de la deuda<br>Efecto impositivo de la deducción fiscal de los intereses |

- **Tipo de interés libre de riesgo**

El tipo de interés libre de riesgo es el correspondiente al nivel previsto por Afi a medio y largo plazo para la rentabilidad del bono español **(3,75%).** De esta forma, se evitan sesgos en el cálculo de la tasa de descuento adoptando una visión de medio y largo plazo en los parámetros y no centrándonos únicamente en la situación actual que puede no ser representativa. Se toma como referencia la TIR del bono español a 10 años.

- **Beta**

La Beta recoge la sensibilidad del negocio de la empresa a la evolución del mercado en su conjunto. Dado que no se dispone de información de empresas comparables y los parámetros que se están utilizando se refieren a la totalidad del mercado, se supone una beta de 1.

- **Prima de riesgo de mercado**

Es la rentabilidad diferencial exigida por los inversores a los activos de renta variable sobre la rentabilidad libre de riesgo. Se ha considerado un nivel del 5% en línea con los parámetros utilizados habitualmente en mercado, y en consonancia con las primas implícitas en índices bursátiles como el Stoxx 600, y con las estimaciones realizadas por académicos como Aswath Damodaran.

- **Coste de la deuda**

Es el dispuesto en las hipótesis del epígrafe 5.3.

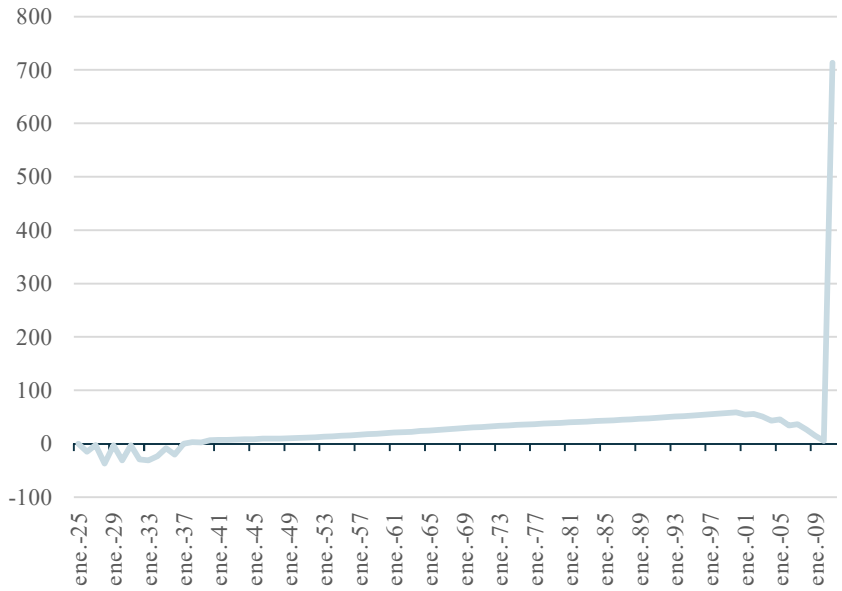
**Ilustración 51. Cálculo WACC**

| Cálculo del WACC | WACC = Coste de los recursos propios* % Fondos propios + + Coste neto de la deuda* % Deuda |
|---|---|
| Coste de los recursos propios (Ke) | Coste de los recursos propios = Tipo de interés libre de riesgo + Beta X Prima de riesgo de mercado = 8,00% |
| Coste neto de la deuda | Coste neto de la deuda = 3,75% x (1-10%*) = 3,38% |
| Estructura de apalancamiento | 30% recursos propios 70% recursos ajenos |
| WAAC | 4,99% |

**Asumiendo que el 10% de los intereses devengados son fiscalmente deducibles.*

Los flujos de caja de explotación de la SCM están representados en la ilustración dispuesta a continuación. La evolución de los flujos de caja de la SCM es estable, presentando una gran evolución en el último ejercicio económico de la explotación debido a la liquidación de la sociedad. **El valor actual neto del proyecto asciende a 40.986.058 euros. La rentabilidad de la SCM se fija en una TIR del 5,672%.**

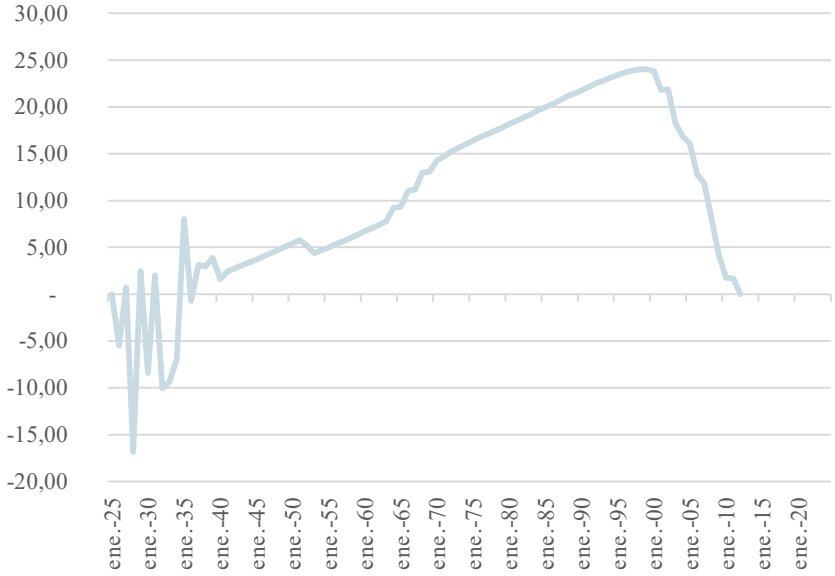
**Ilustración 52. Flujo de caja SCM (millones de euros)**




Las aportaciones de capital iniciales y las posteriores primas de emisión en los primeros ejercicios económicos de la SCM explican la existencia de flujos de caja negativos. Una vez superada esta etapa, la evolución positiva del resultado del ejercicio explica el comportamiento en los flujos de caja del accionista privado, debido a la distribución de los dividendos y las comisiones percibidas. **El valor actual neto de la inversión acometida por**

**el socio privado se cifra en 43.931.542€. La rentabilidad del socio privado se sitúa en una TIR del 7,618%.**

**Ilustración 53. Flujo de caja socio privado (millones de euros)**




El VAN para sendos actores pone de manifiesto la viabilidad económica de los flujos de caja del proyecto. En este sentido, **la explotación propuesta de la SCM genera una rentabilidad suficiente con respecto al coste de las fuentes de capital.**

**Ilustración 54. Valor actual neto (VAN) proyecto/socio privado**

| VAN | Valor |
|---|---|
| Sociedad de Capital Mixto | 40.986.058 € |
| Socio privado | 43.931.542€ |

El análisis de la TIR tanto para la SCM como para el socio privado demuestra la viabilidad financiera de la estructuración financiera del proyecto. Así, el coste de capital se encuentra por debajo de la rentabilidad obtenida tanto por los inversores privados como por la propia SCM.

**Ilustración 55. Rentabilidad proyecto/socio privado**

| Rentabilidad | TIR |
|---|---|
| Sociedad de Capital Mixto | 5,672% |
| Socio privado | 7,618% |

**El valor neto actual de las comisiones de promoción y gestión (retribución socio privado) asciende a 60.974.740,41€.**

## 9. Análisis de sensibilidad

Dado que el estudio de viabilidad se apoya en diferentes hipótesis que finalmente pueden producirse o modificarse, es necesario analizar cómo se comportaría la rentabilidad obtenida por la SCM y por el socio privado ante los cambios en las variables más importantes del modelo económico financiero.

### 9.1. Sensibilidad costes de construcción y comisiones de promoción

En este apartado, se analiza cuál es el comportamiento de la rentabilidad en función de los costes de construcción y de las comisiones de promoción de la SCM. Tal y como muestra el análisis, **cualquier escenario que implique una bajada de costes de construcción por metro cuadrado o una disminución de la comisión de promoción, implicaría mayor TIR para la SCM.**

La hipótesis sobre el coste de construcción está en línea con los costes predominantes en la región y su margen de bajada se estima dificultoso. No obstante, en lo que respecta a la comisión de promoción y dado que el socio privado será seleccionado mediante un procedimiento de licitación, es posible que la comisión de promoción se fije entre un cuatro y un cinco por ciento, debido a la concurrencia competitiva entre licitadores. Bajo un escenario de bajada de la comisión al 4%, la rentabilidad podría elevarse hasta el 6,27% si se optimizan los costes de construcción reduciéndose hasta 1.500€/m$^2$ (frente a los 5,58% según hipótesis de escenario base).

**Ilustración 56. Sensibilidad costes de construcción y comisiones de promoción SCM**

| 5,67% | 3,00% | 4,00% | 5,00% | 6,00% | 7,00% |
|---|---|---|---|---|---|
| 1.500 | 6,78% | 6,71% | 6,64% | 6,57% | 6,50% |
| 1.600 | 6,49% | 6,42% | 6,35% | 6,29% | 6,23% |
| 1.700 | 6,22% | 6,15% | 6,09% | 6,03% | 5,97% |
| 1.800 | 5,97% | 5,91% | 5,85% | 5,79% | 5,73% |
| 1.900 | 5,74% | 5,68% | 5,62% | 5,56% | 5,51% |
| 2.000 | 5,53% | 5,47% | 5,41% | 5,35% | 5,30% |
| 2.100 | 5,32% | 5,27% | 5,21% | 5,16% | 5,11% |

Descendiendo al análisis de la rentabilidad obtenida por el socio privado, cualquier reducción en los costes de construcción por metro cuadrado tiene impactos positivos en su rentabilidad. No obstante, la reducción de la comisión de promoción (flujo individual del socio privado) implica menor rentabilidad para este agente.

**Ilustración 57. Sensibilidad costes de construcción y comisiones de promoción socio privado**

| 7,62% | 3,00% | 4,00% | 5,00% | 6,00% | 7,00% |
|---|---|---|---|---|---|
| 1500 | 7,81% | 8,00% | 8,21% | 8,44% | 8,68% |
| 1600 | 7,39% | 7,58% | 7,78% | 7,99% | 8,23% |
| 1700 | 7,00% | 7,18% | 7,37% | 7,58% | 7,80% |
| 1800 | 6,64% | 6,81% | 6,99% | 7,18% | 7,39% |
| 1900 | 6,29% | 6,45% | 6,63% | 6,81% | 7,00% |
| 2000 | 5,96% | 6,11% | 6,27% | 6,44% | 6,62% |
| 2100 | 5,64% | 5,78% | 5,93% | 6,08% | 6,23% |

## 9.2. Sensibilidad costes de financiación y ratio de endeudamiento

Otro aspecto importante que impacta en la rentabilidad es la estructura de financiación de la actividad y el coste de la misma. Este análisis de sensibilidad realizado pone de manifiesto que prácticamente cualquier escenario de incremento del coste de financiación afecta de forma muy negativa a los intereses del proyecto.

Los escenarios más positivos son aquellos en los que la ratio de endeudamiento es mayor -mayor apalancamiento- y los costes de financiación se mantienen constantes o disminuyen. No obstante, si bien la financiación ajena permite mejorar la rentabilidad, hay que tener en cuenta que supondría mayor volumen de amortización y con ello, mayor tensionamiento de caja.

**Ilustración 58. Sensibilidad coste de financiación y ratio de endeudamiento SCM**

| 5,67% | 3,0% | 3,8% | 4,0% | 4,5% | 5,0% |
|---|---|---|---|---|---|
| 50% | 5,26% | 4,99% | 4,91% | 4,73% | 4,57% |
| 55% | 5,45% | 5,13% | 5,03% | 4,83% | 4,64% |
| 60% | 5,66% | 5,29% | 5,17% | n.d | 4,72% |
| 65% | 5,90% | 5,47% | 5,33% | n.d. | 4,81% |
| 70% | 6,18% | 5,67% | 5,51% | 5,20% | 4,91% |
| 75% | 6,51% | 5,90% | 5,71% | 5,35% | 5,02% |
| 80% | 6,91% | 6,17% | 5,95% | 5,52% | 5,14% |

**Ilustración 59. Sensibilidad coste de financiación y ratio de endeudamiento socio privado**

| 7,62% | 3,00% | 3,75% | 4,00% | 4,50% | 5,00% |
|---|---|---|---|---|---|
| 50% | 6,12% | 5,86% | 5,77% | 5,62% | 5,49% |
| 55% | 6,53% | 6,22% | 6,13% | 5,96% | 5,78% |
| 60% | 7,02% | 6,64% | 6,51% | 6,27% | 6,03% |
| 65% | 7,57% | 7,07% | 6,92% | 6,61% | 6,28% |
| 70% | 8,25% | 7,62% | 7,42% | 6,99% | 6,47% |
| 75% | 9,19% | 8,36% | 8,07% | 7,38% | 6,69% |
| 80% | 10,68% | 9,44% | 8,92% | 7,90% | 6,95% |

La conclusión de este análisis aplica tanto desde la perspectiva de la SCM como de la del socio privado. Así, cualquier disminución en los costes de financiación o incremento en la ratio de endeudamiento implicarían una mayor rentabilidad para el socio privado.

### 9.3. Sensibilidad reparto de dividendos y ratio de endeudamiento

Otra alternativa a considerar es el impacto sobre la rentabilidad en función del grado de apalancamiento de la sociedad y la política de reparto de dividendos.

A nivel SCM, los aumentos en el reparto de dividendos inciden directamente en la rentabilidad, dando lugar a una TIR inferior. Por tanto, cualquier reducción en el reparto de dividendos acompañada de mayores tasas de apalancamiento implica un incremento de la TIR para la SCM.

**Ilustración 60. Sensibilidad reparto de dividendos y ratio de endeudamiento SCM**

| 5,67% | 40,00% | 50,00% | 60,00% | 70,00% | 80,00% |
|---|---|---|---|---|---|
| 50% | 5,12% | 5,09% | 5,06% | 5,03% | 4,99% |
| 55% | 5,26% | 5,23% | 5,20% | 5,17% | 5,13% |
| 60% | 5,41% | 5,38% | 5,35% | 5,32% | 5,29% |
| 65% | 5,57% | 5,55% | 5,52% | 5,49% | 5,47% |
| 70% | 5,77% | 5,74% | 5,72% | 5,69% | 5,67% |
| 75% | 5,99% | 5,97% | 5,95% | 5,92% | 5,90% |
| 80% | 6,25% | 6,23% | 6,21% | 6,19% | 6,17% |

Dado los altos excedentes de tesorería en aquellos ejercicios económicos en los que la SCM se encuentra a pleno rendimiento, podría plantearse la opción de repartir un dividendo superior una vez superados los primeros compases de vida de la SCM, aspecto que influiría de forma notoria en el dividendo percibido por el socio privado.

En sentido contrario, la fijación del reparto de dividendos en un porcentaje inferior implicaría un detrimento de la rentabilidad percibida por el socio privado.

En lo que respecta a la estructura financiera, mayores tasas de apalancamiento podrían tener un efecto positivo en la rentabilidad percibida por el socio privado. No obstante, como se ha puntualizado anteriormente, la mayor exigencia de costes financieros podría tensionar la posición de tesorería e incrementar las aportaciones que en este sentido tienen que hacer los socios como prima de emisión.

**Ilustración 61. Sensibilidad reparto de dividendos y ratio de endeudamiento socio privado**

| 7,62% | 40% | 50% | 60% | 70% | 80% |
|---|---|---|---|---|---|
| 50% | 4,67% | 5,01% | 5,31% | 5,60% | 5,86% |
| 55% | 5,06% | 5,39% | 5,69% | 5,97% | 6,22% |
| 60% | 5,52% | 5,84% | 6,14% | 6,41% | 6,64% |
| 65% | 6,10% | 6,42% | 6,70% | 6,93% | 7,07% |
| 70% | 6,87% | 7,18% | 7,36% | 7,50% | 7,62% |
| 75% | 7,84% | 8,01% | 8,14% | 8,26% | 8,36% |
| 80% | 8,99% | 9,13% | 9,25% | 9,36% | 9,44% |

## 9.4. Sensibilidad devengo IVA derechos de superficie y tipo de gravamen

Ante la posibilidad de aplicar fórmulas de tributación alternativas o novedosas, se analiza la sensibilidad tanto del proyecto como del socio privado ante escenarios en los que el IVA no se exija anualmente de forma proporcional.

**Ilustración 62. Sensibilidad tipo de gravamen y momento del devengo IVA derechos de superficie SCM**

| 5,67% | 4% | 10% | 21% |
|---|---|---|---|
| - | 5,76% | 5,37% | n.d. |
| 1 | 5,98% | 5,87% | 5,67% |
| 75 | 6,05% | 6,04% | 6,02% |

En el análisis de sensibilidad; 0(-) se interpreta como pago del IVA asociado al derecho de superficie en el momento de constitución, 1 pago proporcional del IVA anualmente y 75 pago del IVA a la fecha de reversión del derecho de superficie.

Tal y como pone d manifiesto el análisis de sensibilidad, las disminuciones en el tipo de gravamen o el devengo del IVA en el momento de reversión del derecho de superficie tienen incidencias positivas en la rentabilidad obtenida por la SCM.

Sin embargo, el devengo del IVA en el momento de constitución del derecho de superficie en un escenario distinto al del IVA reducido del 4% implica descensos en la TIR obtenida por la SCM. Entre otros motivos, este aspecto está motivado en las mayores aportaciones de capital que tienen que realizarse vía prima de emisión como consecuencia del tensionamiento de caja que genera el pago del IVA justo al inicio de la explotación de la SCM.

**Ilustración 63. Sensibilidad tipo de gravamen y momento del devengo IVA derechos de superficie socio privado**

| 7,62% | 4% | 10% | 21% |
|---|---|---|---|
| 0 | 7,75% | 7,13% | 5,93% |
| 1 | 7,99% | 7,86% | 7,62% |
| 75 | 8,07% | 8,07% | 8,07% |

Las consecuencias analizadas para la SCM tienen las mismas implicaciones en el supuesto del socio privado.

## 9.5. Sensibilidad rentabilidad socio privado costes asociados a los servicios de promoción y gestión

En las estimaciones de rentabilidad realizadas no se han tenido en cuenta los posibles costes en los que el socio privado debe incurrir tanto para la prestación de los servicios de promoción como para los servicios de gestión, por este motivo, se incluye un análisis de sensibilidad sobre esta variable.

En función del porcentaje de gastos que el socio privado soporte respecto al conjunto de ingresos de explotación, la rentabilidad final obtenida por el socio privado será la dispuesta a continuación:

**Ilustración 64. Sensibilidad rentabilidad socio privado costes para prestación servicios de promoción y gestión**

| 0% | 7,479% |
|---|---|
| 5% | 7,479% |
| 10% | 7,278% |
| 15% | 7,084% |

# 10. Conclusiones

La modelización sobre el desempeño económico-financiero de la SCM permite alcanzar las conclusiones dispuestas a continuación:

- **El proyecto es viable económicamente**, esta rentabilidad económica queda demostrada con el análisis de los Flujos de Caja dispuesto en el epígrafe 8.

- **El proyecto es viable financieramente**, pues la TIR[13] obtenida supera ampliamente el coste ponderado del capital.

- **El proyecto es viable desde la perspectiva del financiador privado o multilateral**, pues la posición de tesorería en todo momento es positiva y está previsto un Ratio de Cobertura al Servicio de la Deuda (RCSD) de 3 meses. Además, cualquier

[13] Véase epígrafe 8.

tensionamiento de caja es resuelto por las aportaciones a reservas del socio público y privado.

**Los resultados obtenidos en el análisis de las distintas variables del proyecto revelan un resultado global positivo, por tanto, cabe concluir que la licitación para la selección de un socio privado y constitución de una Sociedad de Capital Mixto para la promoción de viviendas protegidas en régimen de arrendamiento y otras actividades complementarias de fomento en materia de vivienda mediante colaboración público-privada es viable económica y financieramente.**