

Inversión Hotelera

Diciembre 2008

“ En 2009 es probable que experimentemos un mayor ajuste en el mercado de inversión hotelero. Sin embargo, la incertidumbre en los mercados financieros y la sobreoferta de plazas en determinadas ciudades ocasionarán oportunidades para aquellos inversores en posiciones de liquidez. ”



Jorge Ruiz Andrés
 Director Nacional
 Hoteles
 CB Richard Ellis

Claves del mercado

- Oferta 
- Demanda 
- Precios 
- Inversión 

**35 ANIVERSARIO
 EN ESPAÑA
 1973 - 2008**

INTRODUCCIÓN

- ✓ El sector hotelero no es ajeno al deterioro del mercado inmobiliario. Las dificultades de financiación han hecho también mella en un sector que había crecido mucho en los últimos años de la mano, principalmente, de las promotoras inmobiliarias.
- ✓ El perfil del inversor ha cambiado. Los inversores altamente apalancados en los últimos años están menos activos, mientras que los inversores con patrimonio propio tienen una ventaja competitiva en el entorno actual.
- ✓ A lo largo de los próximos meses veremos buenas oportunidades en el mercado de inversión hotelero generadas por aquellos propietarios que necesitan liquidez.

Alguno de los hoteles vendidos por CBRE Hotels en Europa



De izquierda derecha; London Metropole, The George Edinburgo, V&A Manchester, Ambassador París

COYUNTURA

La economía empeora y esta situación impacta sobre todos los productos inmobiliarios. Según datos de la contabilidad nacional para el tercer trimestre, la variación del PIB fue de -0,2% respecto al trimestre anterior, la primera vez en 15 años que la economía se ha contraído.

La tasa actual del paro se encuentra en 11,33%, lejos de su nivel más bajo de 7,95% en el 2º trimestre de 2007. Es probable que se confirme una recesión técnica a principio del año que viene, pero está claro que sus efectos se están notando ahora.

Las presiones inflacionistas se han reducido a raíz de la menor actividad económica y la caída en los precios del petróleo. De esta manera, el BCE se siente más cómodo bajando los tipos de interés y esto está empezando a ayudar a los hogares españoles, ya que más del 95% de las hipotecas en España son de interés variable.

El sector turístico español ha sufrido las consecuencias del progresivo deterioro del contexto económico nacional e internacional tras varios años de crecimiento interrumpido. Como es de esperar, tanto particulares como empresas están restringiendo sus viajes, repercutiendo esta situación en los ingresos de los hoteles. Otro factor relacionado es la menor asistencia a las ferias empresariales. Un ejemplo claro fue la cancelación del SIMO, la feria de la tecnología en Madrid.

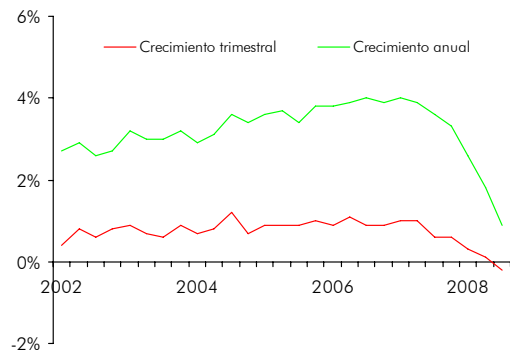
Según los últimos datos del Instituto Nacional de Estadística, el número total de viajeros se ha mantenido relativamente estable hasta finales de octubre del 2008, aunque la evolución antes y después del 1º trimestre fue bastante diferente. Es decir, durante el primer trimestre el número de viajeros subió un 7% respecto al mismo período de 2007 mientras que de abril a octubre aumentó casi un 2%.

En contraste con este estancamiento de la demanda, la oferta turística ha continuado creciendo notablemente dando lugar a la apertura de numerosos hoteles en varias ciudades de nuestro país. De este modo, se ha registrado de enero a octubre un incremento medio de plazas hoteleras del 2,7% y de un 2,6% en número de establecimientos abiertos con respecto al mismo período del año anterior. Así, la ocupación de plazas hoteleras en octubre ha sufrido un descenso de un 7,5%. Este deterioro responde al doble efecto del incremento del número de plazas en los últimos años junto al reciente enfriamiento de la demanda.

En cuanto a los precios medios de los hoteles en España, los datos de octubre recogidos por el INE muestran un leve aumento nominal de 0,3% con respecto al mismo período del año anterior, bastante por debajo de la tasa de inflación.

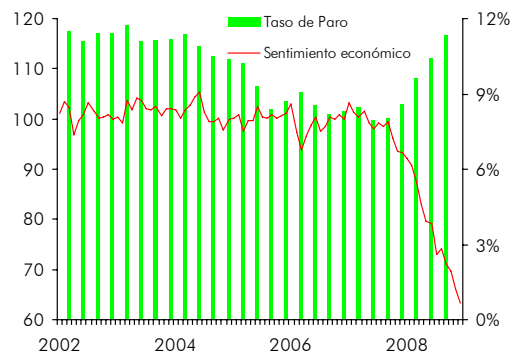
© 2008 CB Richard Ellis Limited

PIB



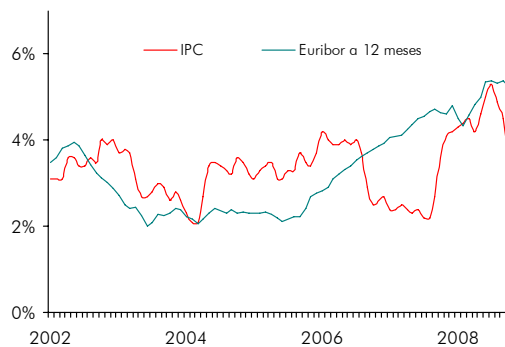
Fuente: Organización Mundial del Turismo

SENTIMIENTO ECONOMICO



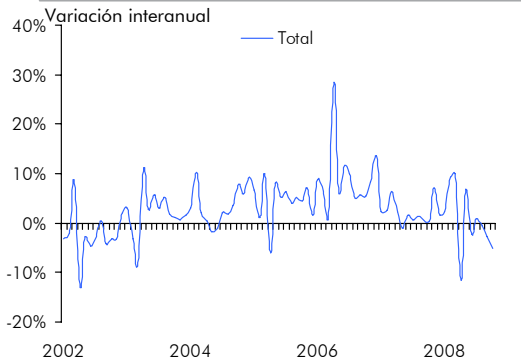
Fuente: Ministerio de Fomento

IPC & EURIBOR



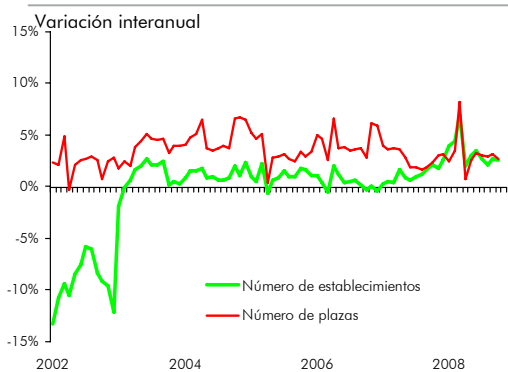
Fuente: INE, Banco de España

PERNOCTACIONES

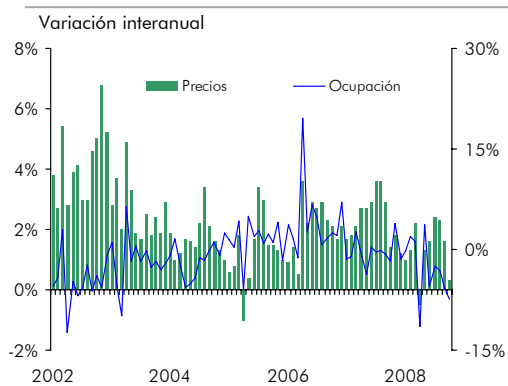


Fuente: INE

ESTABLECIMIENTOS & PLAZAS



Fuente: INE



Fuente: INE

Este dato, aun pudiéndose interpretar de muchas formas, pone de manifiesto que las cadenas hoteleras se ven forzadas a ofrecer paquetes de precios más atractivos para atraer clientes y competir en un mercado que se ha desarrollado mucho en los últimos años, provocando que en algunas ciudades como Barcelona se inicie una guerra de precios, cuyo campo de batalla hoy es Internet.

ACTIVIDAD DE INVERSIÓN

A pesar de que en el mercado existen activos hoteleros interesantes y de calidad, la crisis económica ha frenado el mercado de inversiones hoteleras, notándose una disminución del número de transacciones en comparación con ejercicios anteriores. Los dos factores fundamentales que explican este retroceso son (i) el desajuste entre la oferta y la demanda y (ii) el difícil acceso a la financiación.

Los propietarios de los hoteles en venta, fieles al valor que llegaron a alcanzar sus activos en los años precedentes, se aferran a precios que se sustentan sobre las bases económicas que existían en los ejercicios de bonanza del ciclo. Por el contrario, los inversores, conocedores de que son menos numerosos entre el grupo de candidatos compradores, procuran entrar en las operaciones con precios que aseguren una cobertura de riesgos suficiente para garantizar una rentabilidad razonable en el medio plazo. Como consecuencia, las pretensiones de unos y otros se encuentran muy alejadas y de momento tienen lugar pocos acuerdos en precio. Por otro lado, muchos de los inversores que en el pasado estaban activos en la inversión hotelera se encuentran con dificultades (ya generalizadas en todo el mercado inmobiliario) para obtener financiación por parte de las entidades financieras. Por lo tanto, el espectro de posibles inversores con capacidad real para invertir, es decir, con la financiación asegurada, se ha reducido considerablemente.

Sin embargo, a lo largo de los próximos meses surgirán buenas oportunidades en el mercado de inversión hotelero generadas por aquellos propietarios que necesitan liquidez y que están poniendo a la venta activos que en períodos anteriores no habían estado disponibles.

Durante el período comprendido entre enero y noviembre de 2008, CB Richard Ellis Hotels ha registrado en España 49 transacciones de activos hoteleros, contabilizado un volumen de inversión de 795 MM de Euros.

Debido a la escasa transparencia del mercado español no se cuenta con el volumen total que han supuesto dichas transacciones, aunque se estima un descenso cercano al 50% respecto al volumen de inversión del año anterior, donde se contabilizaron 91 transacciones con un volumen total de 1.400MM de Euros.

Clasificando las transacciones nacionales por zonas geográficas, se observa que la comunidad Balear encabeza la lista con 10 operaciones registradas. Por su parte Barcelona acogió 8 transacciones hoteleras hasta septiembre, entre las que se encuentra la venta del hotel de 5 estrellas Habitat Sky adquirido por Sol Meliá, CAM, Invernostra y Caja Duero por 103 MM de Euros y que es la más representativa. En Madrid se han producido 7 transacciones relevantes, donde se destaca la operación del Hotel Bauzá adquirido por 60MM de Euros por Inversiones Rosales. Destaca también en Marbella las adquisiciones del Hotel Los Monteros por valor de 115 MM de € por parte de North-West Oil y del proyecto Hyatt Casares por parte de Qatar National Hotels por importe de 70MM de Euros.

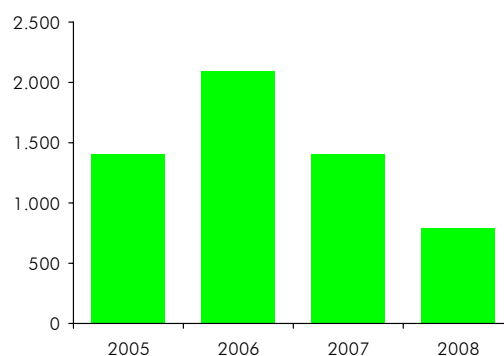
La clasificación de estas transacciones por categorías hoteleras, estaría liderada por las 23 operaciones de 4 estrellas seguidas de las 11 de 3 estrellas y 4 de 5 estrellas. El resto de transacciones responden a categorías inferiores y a clasificaciones de apartahoteles. En cuanto a operaciones de carteras hoteleras, la más destacable ha sido la venta de Medgroup de su cartera de 15 hoteles económicos operados por Express by Holiday Inn por un total de 140 M € y adquirida por la empresa portuguesa Grupo Continental. Mencionar también las operaciones corporativas registradas este año, entre las que destaca la compra por parte de Hotusa de la cadena de hoteles independientes Elysees West Hotels o la adquisición del 50% de Stein Group por parte de KOP Capital por 175 MM de Euros.

PROTAGONISTAS DEL MERCADO

En la coyuntura actual, en la que las limitaciones de los mercados financieros y de los de crédito en particular son una realidad, los roles dentro de los grupos inversores en hoteles españoles han cambiado sustancialmente. Los principales vendedores de activos hoteleros están siendo las promotoras inmobiliarias, en el pasado grandes inversoras en activos hoteleros, que hoy tratan de recuperar liquidez a través de la venta de sus activos más líquidos, es decir, aquellos que generan rentas: edificios de oficinas, centros comerciales, hoteles, etc.

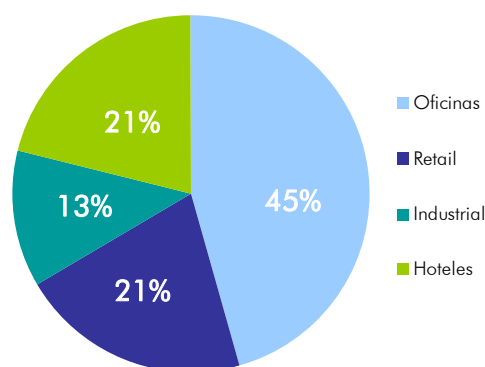
Gracias al boom residencial, algunas **promotoras**, atraídas por el sector hotelero, crearon su propia cadena hotelera (como Rafael Hoteles, de Reyal Urbis, o Selenza, de Rayet); otras compraron o desarrollaron hoteles para entregarlos en alquiler o gestión a diferentes cadenas

INVERSIÓN EN HOTELES



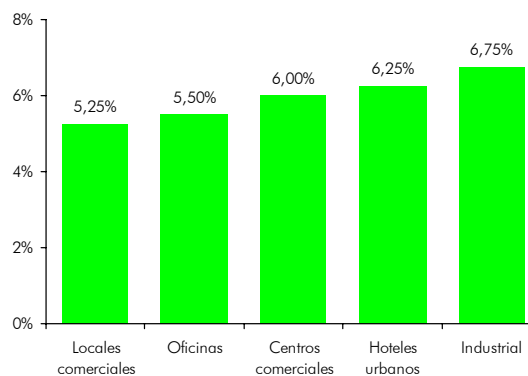
Fuente: CB Richard Ellis

DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN TERCIARIO



Fuente: Ministerio de Fomento

RENTABILIDADES DEL SECTOR TERCIARIO – sept. 2008



Fuente: INE, Banco de España

hoteleras (como Metrovacesa o Sacyr Vallehermoso). Los promotores han sido protagonistas principales dentro del mercado de inversión hotelero durante los últimos 5 años por su capacidad compradora y su liquidez casi inagotable. Sin embargo, su papel actual es puramente vendedor (y entendemos que así será en el corto-medio plazo).

En cuanto a la demanda, son los grupos con liquidez los que asumen ahora más protagonismo: los fondos de inversión, fondos soberanos, *family offices* o inversores privados.

Los inversores privados, o los "**Family Office**", no han tenido un protagonismo excesivo en el mercado hotelero español durante los últimos años, pero cada vez hay más grupos privados que conocen el mercado y se interesan por él. Algunos de estos grupos han acometido compras durante los últimos meses y su liquidez y menor requerimiento de apalancamiento sugiere que pueden seguir estando activos durante el año 2009.

Los hoteles son productos atractivos para diversificar las carteras de los **inversores institucionales**. No son sólo los fondos generalistas los que invierten en estos activos, sino que en los últimos años se han creado fondos específicos hoteleros. Muchos de estos fondos disponen de altos niveles de liquidez. Destacan tres grupos principales, Fondos "**Core**", Fondos "**Added Value**" y Fondos Oportunistas.

- Fondos "**Core**": son fondos con poco apalancamiento o *full equity* que durante los últimos años han diversificado su actividad desde oficinas para incluir productos alternativos como hoteles. Buscan seguridad de flujos de caja a medio-largo plazo. Prefieren contratos de arrendamiento a contratos de gestión y priman la calidad del operador hotelero.
- Fondos "**Added Value**": se trata de fondos apalancados con un buen conocimiento del sector y asumen un cierto nivel de riesgo. Buscan activos donde pueden añadir valor con una gestión activa o una reforma física, para incrementar su EBITDA de cara a una venta posterior.
- Fondos Oportunistas: Aumenta el interés por parte de este tipo de fondo por entrar en el mercado español. Tienen un alto nivel de liquidez y aprovechan el ciclo para obtener inmuebles a precios atractivos. Buscan fuertes descuentos para obtener un TIR elevado. Estos fondos oportunistas pueden empezar a cerrar operaciones, sobre todo en aquellos activos que fueron adquiridos en el pico del ciclo inmobiliario hace 1 o 2 años a niveles de apalancamiento que hoy resultarían insostenibles.

Durante los últimos años las **Cadenas Hoteleras** han dejado de ser propietarias para concentrarse en su negocio principal, la gestión de hoteles. Sin embargo, algunas cadenas españolas han protagonizado varias operaciones importantes en el sector. No creemos que en los próximos meses vayan a estar en posiciones compradoras porque es probable que la crisis actual perjudique los resultados de los hoteles y sea más complicado, por ejemplo, seguir firmando contratos de alquiler (ampliando el pasivo de su balance con garantías de pago de rentas). Muchas de las inversiones que antes iban destinadas a los ladrillos de sus negocios están siendo desviadas a la potenciación de sus sistemas de reservas (comercialización vía Web), mejora de su marca y unificación de sus estándares.

Además, las rentas por habitación que los operadores están dispuestos a pagar en un contrato de arrendamiento se están viendo algo afectadas debido a la previsión de la coyuntura económica futura.

Por otro lado, cadenas internacionales como Hilton, Intercontinental, Rezidor o Starwood, han puesto en marcha planes de expansión muy ambiciosos. Estas compañías, al gozar de una imagen de marca muy consolidada, son capaces de atraer por sí solas grupos de inversión internacionales interesados en adquirir proyectos hoteleros que luego pasen a ser gestionados por ellas. Esta modalidad de contratos de management o gestión, con poca tradición en España hasta la fecha, están empezando a ser aceptados por algunas de las principales empresas propietarias de hoteles o de proyectos hoteleros.

LA FINANCIACIÓN

Las dificultades al acceso a financiación y las duras condiciones exigidas por las entidades están siendo una de las principales causas del descenso de la inversión hotelera. Al igual que ocurre en todos los activos inmobiliarios, en general los niveles de *Loan To Value* (LTV) han descendido del 75-80% hasta no superar el 55-60%. Los plazos de financiación también han cambiado drásticamente. Hace apenas dos años eran normales los préstamos a 7 o incluso a 10 años, mientras que hoy es complicado obtener financiación a más de 5 años. En ocasiones el prestamista exige incluso para más seguridad un plazo 3+1+1, en el que sólo se compromete a un plazo inicial más corto prorrogable dos años más en lugar del régimen simple a 5 años. Además, cuando antes se otorgaban préstamos con carencia de principal durante los primeros años (*Interest only*) esta opción ha quedado ahora prácticamente descartada. En estos momentos es indispensable amortizar un 2-3% anualmente como mínimo.

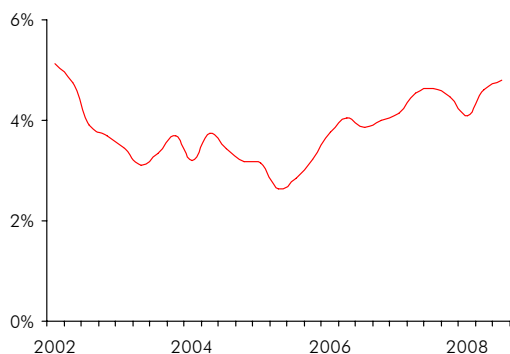
La liquidez disponible queda limitada básicamente a hoteles urbanos operativos en ubicaciones prime de las principales ciudades con inquilinos o gestores de renombre.

PRINCIPALES EMPRESAS HOTELERAS

EMPRESA	HOTELES	HABITACIONES
Sol Meliá Hotels & Resorts	23	4.650
NH Hoteles	35	4.294
Accor Hotels	16	2.110
AC Hotels	18	1.947
Husa Hoteles	10	1.560
Intercontinental Hotels Gr.	8	1.250
High Tech Hotels	18	1.250
Hoteles Silken	4	888
Rafael Hoteles	5	734
Best Western	9	672

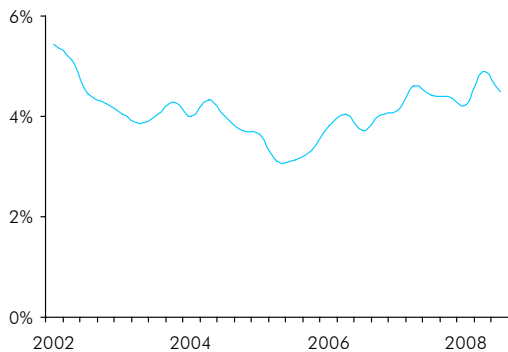
Fuente: Hostelmarket / CBRE

SWAP A 5 AÑOS



Fuente: EcoWin AB

BONO DEL ESTADO A 10 AÑOS



Fuente: EcoWin AB

Considerando el volumen total de financiación se observa que en la actualidad es complicado encontrar una entidad que proporcione créditos de manera individual de más de 75 MM de Euros. Cifras superiores a 75-80 MM de Euros son normalmente sindicadas, aunque el nivel de incertidumbre del mercado también ha ido en detrimento de la firma de acuerdos entre varias partes que conlleven un alto nivel de compromiso. Este descenso viene acompañado de una caída en el volumen de compraventa; la mayor parte de las transacciones registradas han sido inferiores a 50MM de Euros, lo que demuestra la menor disponibilidad de deuda, teniendo en cuenta que en 2007 se produjeron gran cantidad de operaciones de gran envergadura. En concreto sólo 2 operaciones han superado este año los 75 M € de inversión. Ambas operaciones, tuvieron como vendedores a dos empresas inmobiliarias con necesidad de liquidez.

AVERSIÓN AL RIESGO

La seguridad que exigen las entidades también se ha visto modificada. En primer lugar, los márgenes financieros (*spread* respecto al índice de referencia) han aumentado un 65% en el último año. Su oscilación va acorde con las garantías, coberturas y LTVs acordados. A un préstamo respaldado con garantía hipotecaria se le aplicaría en estos momentos un diferencial de 200 puntos básicos (2%) y si se añadieran garantías corporativas adicionales este margen podría reducirse entre un 15 y un 20%. En estos momentos las garantías tanto hipotecarias como corporativas (de la matriz empresarial) son indispensables. El ratio de cobertura de intereses, es decir, el coeficiente que indica la cantidad de veces que las ganancias antes de impuestos e intereses cubren los costes de la deuda bancaria y financiera del corto y el largo plazo, ha aumentado en aproximadamente 30 p.b. situándose cerca de 1,6-1,7x. Por su parte, el ratio de cobertura de deuda, mismo indicador anterior teniendo en cuenta también la amortización del principal, se ha incrementado en más de 10 p.b. estando en torno a 1,4x (dependiendo del calendario de amortización).

En la búsqueda de recursos ajenos para la inversión en un activo hotelero la calidad del inversor es incluso más importante que la del activo subyacente; se prefiere financiar un activo peor a un buen cliente que viceversa.

Como segundo requisito para la obtención de financiación, la tipología y estado del hotel también son fundamentales; la financiación de proyectos está prácticamente paralizada, mientras que los resorts vacacionales de nuestro país ofrecen pocas garantías de estabilidad a los bancos y tienen un acceso muy limitado a financiación. Por último, la calidad del inquilino o gestor resulta también fundamental; debe existir garantía absoluta de que el arrendatario o gestor es capaz de hacer frente a sus pagos de renta o de sacar buenos resultados en un contrato de gestión.

GESTIÓN DE HOTELES BAJO CONTRATOS DE MANAGEMENT

En los últimos meses hemos visto cómo las cadenas hoteleras internacionales, aprovechando la actual coyuntura económica en España, han tomado posiciones en el mercado español y han logrado introducir paulatinamente en nuestro mercado los contratos de gestión, conocidos como contratos de management. También las cadenas nacionales están optando cada vez más por esta modalidad de contrato, ya que les supone seguir creciendo con menor riesgo. Esta tipología de contrato se basa en que la cuenta de explotación de un hotel es asumida íntegramente por la propiedad del mismo y la cadena hotelera es remunerada por la gestión del establecimiento con unos honorarios indexados a ingresos y a GOP que cubren su gestión comercial, de dirección y de marketing y branding del hotel. Si bien esta modalidad de contrato puede generar, en términos generales, un mayor beneficio para el propietario del establecimiento hotelero, también puede suponerle un mayor riesgo, dado que la gestión y dirección del negocio la cede a un operador hotelero. Tradicionalmente, el mercado hotelero español ha estado, desde un punto de vista inmobiliario, vinculado a los contratos de arrendamiento, más sencillos de gestionar, dado que, con algún matiz, son similares al arrendamiento de cualquier otro activo inmobiliario. Sin embargo, en un contrato de management es necesario que el propietario del hotel audite y controle la gestión de la cadena, dado que su beneficio y rentabilidad dependen en buena medida de la capacidad de la misma para gestionar de forma eficiente el hotel. Salvo que el propietario disponga de experiencia hotelera previa de algún tipo, se hace absolutamente necesario que, en caso de disponer de un hotel bajo un contrato de management con una cadena hotelera, cuente con un asesor cualificado y especializado en la gestión de establecimientos hoteleros que audite y optimice la gestión que realiza la cadena.

Básicamente, y a modo de guión, cualquier asesoramiento para la correcta gestión de establecimientos hoteleros bajo contratos de management debería incluir los siguientes puntos:

- ✓ Cuando un hotel empieza a funcionar, es vital que el propietario entienda y conozca el Business Plan que el operador hotelero le propone, para poder alinear con el mismo los objetivos del negocio y asegurar la rentabilidad de la inversión a largo plazo.
- ✓ Revisión y análisis de los planes de ventas y comercialización y asegurar que el gasto asignado sea lo más eficiente y rentable posible.
- ✓ Controlar que se cumplan las normas y estándares de calidad y mantenimiento en el hotel según el contrato.

- ✓ Revisión y análisis de las partidas presupuestadas por el operador hotelero para asegurar que se ajustan a la situación general del mercado hotelero.
- ✓ Análisis de cualquier tendencia de mercado, oferta futura o nueva tipología de demanda que pudiera tener un impacto en el rendimiento del hotel.
- ✓ Análisis directo de hoteles que son o pueden ser competencia directa del establecimiento para así medir el rendimiento del operador hotelero.
- ✓ Asegurar necesidades futuras de Capex para el establecimiento y la aplicación del fondo de reserva destinado a FF&E para maximizar el retorno de la inversión.
- ✓ Revisión de las últimas tendencias del mercado de inversión hotelero para identificar oportunidades o amenazas que pudieran impactar en el valor del hotel o su timing para su posible desinversión.
- ✓ Coordinación de visitas al hotel y reuniones con su Dirección para evaluar la correcta gestión del establecimiento.

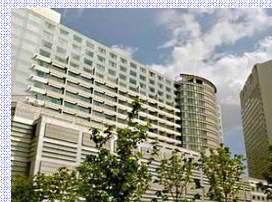
Como vemos son numerosos los aspectos a gestionar por parte de cualquier propietario de hotel que disponga de un contrato de management con un operador hotelero. Como hemos comentado anteriormente, esta modalidad creciente de contrato hotelero requiere de un asesoramiento profesional para maximizar los resultados del hotel. Los cambios que se están produciendo en el mercado hotelero están también cambiando el perfil de propietarios hoteleros. Fondos de Inversión, inversores privados y entidades financieras -por motivos de adjudicación-, van a ser sin duda protagonistas en el mercado hotelero en el año 2009. Si en sus compras o adjudicaciones incorporan a su patrimonio hoteles bajo esta modalidad de contrato, precisarán sin duda de un asesor profesional que optimice el rendimiento del negocio hotelero de estos activos.

Algunos hoteles gestionados por CBRE Hotels:

Le Meridien Barcelona



Hilton London Metropole



Radisson Edwardian London Docklands



Hilton Cardiff



Perspectivas desde CBRE

“Para el año 2009 prevemos que el volumen de inversión en activos hoteleros se mantendrá relativamente bajo, en niveles parecidos a los de 2008. La clara ralentización del consumo, debido, entre otros factores, al considerable aumento de la tasa de desempleo en la zona Euro, y especialmente en España, afectará sin duda a las ocupaciones y al REVPAR de los hoteles españoles, lo que en general afectará su rendimiento y su atractivo como alternativa de inversión inmobiliaria. La mayor incertidumbre reside en saber en qué momento los precios de venta de los activos hoteleros se van realmente a ajustar a la realidad del mercado actual, lo que originaría sin duda un escenario en donde se podrían convertir o realizar transacciones si el acceso al crédito empieza a fluir tras las inyecciones de liquidez de los Estados a las entidades financieras. – **Luis Arsuaga Rato, Director, CB Richard Ellis Hotels**

“El año 2009 será un año en donde veremos una mayor adjudicación de activos hoteleros por parte de las entidades financieras. El incremento de la mora en España y la incapacidad de atender la deuda por parte de un gran número de empresas inmobiliarias propietarias de activos hoteleros, generará esta situación de adjudicaciones, en donde la banca puede verse de nuevo, como en anteriores ciclos, con el reto de gestionar un creciente patrimonio inmobiliario. Resulta difícil, en este contexto de alta volatilidad, saber con precisión cuál va a ser la evolución del mercado a lo largo de 2009, pero sí parece claro que los ajustes en precios van a llegar y por tanto, llegarán también las oportunidades para inversores con liquidez o con capacidad de endeudamiento. A pesar de la incertidumbre económica actual, la inversión hotelera sigue siendo un clara alternativa y un valor refugio para las inversiones inmobiliarias, si bien el viejo dicho de “location, location, location” está y deberá estar más vigente que nunca entre los compradores para no errar en sus inversiones.” – **Sandra López Rodríguez, Directora, CB Richard Ellis Hotels**

PRINCIPALES TRANSACCIONES 2008

TRIM.	CIUDAD	HOTEL	CATEGORÍA	PRECIO (MM €)
T4	Marbella	Hotel Los Monteros	5*	115
T3	Varias localidades	Cartera Express by Holiday Inn	3*	140
T3	Madrid	Edificio Montera	5*	60
T2	Barcelona	Confortel 22@	4*	42
T2	Barcelona	Habitat Sky	5*	103
T1	Málaga	Hyatt Marbella (proyecto)	5*	70
T1	Madrid	Bauzá	4*	60
T1	Madrid	Gran Hotel Canarias / NH Paseo del Prado	4*	36
T1	Barcelona	Apsis Aranea	3*	21

Para más información, por favor póngase en contacto con:

HOTELES

Jorge Ruiz Andrés
jorge.ruiz@cbre.com

Luis Arsuaga Rato
luis.arsuaga@cbre.com

Sandra López Rodríguez
sandra.lopez@cbre.com

RESEARCH

Edward Farrelly
edward.farrelly@cbre.com

EMEA Offices

Abu Dhabi (971) 2 674 3399	Leeds (44) 113 233 7666
Aix-en-Provence (33) 442 60 01 31	Lisbon (351) 21 311 4400
Amsterdam (31) 20 626 2691	Liverpool (44) 151 227 4611
Athens (30) 210 756 7567	London (44) 20 7182 2000
Barcelona (34) 93 444 7700	Lyon (33) 4 72 83 48 48
Belfast (44) 28 9043 8555	Madrid (34) 91 598 1900
Belgrade (381) 11 222 3407	Malaga (34) 95 207 0710
Berlin (49) 30 72 61 54 0	Manchester (44) 161 455 7666
Birmingham (44) 121 609 7666	Marbella (34) 95 276 5130
Bratislava (421) 259 110 181	Marseille (33) 4 96 11 46 11
Bristol (44) 117 943 5757	Milan (39) 02 303 7771
Brussels (32) 2 643 3333	Moscow (7) 495 258 3990
Bucharest (40) 21 312 7000	Munich (49) 89 2420 600
Budapest (36) 1 374 3040	Nairobi (254) 20 272 4848
Bulawayo (263) 9 630 20	Neuilly sur Seine (33) 1 46 24 53 46
Cape Town (27) 11 441 400	Oslo (47) 40 00 57 66
Casablanca (212) 22 77 89 80	Palma de Mallorca (34) 97 145 6768
Copenhagen (45) 70 22 96 01	Paris (33) 1 53 64 00 00
Dubai (971) 4 362 0818	Port Elizabeth (27) 41 363 5559
Dublin (353) 1 618 5500	Porto (351) 226 167 240
Durban (27) 31 277 2900	Prague (420) 224 814 060
Edinburgh (44) 131 469 7666	Pretoria (27) 12 431 7180
Frankfurt (49) 69 17 00 77 0	Rome (39) 06 4523 8501
Gaborone (267) 3188 200	Sofia (359) 2 987 7647
Geneva (41) 22 322 80 60	Southampton (44) 23 8033 8811
Glasgow (44) 141 204 7666	Stockholm (46) 8 4101 8700
Gothenburg (46) 31 761 8750	Tel Aviv (972) 3 561 6161
Hamburg (49) 40 80 80 20 0	The Hague (31) 70 750 8900
Harare (263) 4 707 101	Thessaloniki (30) 2310 244 962
Helsinki (358) 207 80 3750	Toulouse (33) 5 62 72 47 72
Hofloddorp (31) 23 565 7700	Valencia (34) 96 316 2890
Istanbul (90) 212 259 36 29	Vienna (43) 1 533 4080
Jarvey (44) 1534 874141	Warsaw (48) 22 544 8000
Johannesburg (27) 11 441 4229	Zagreb (385) 1 487 8600
Kampala (256) 41 345165	Zaragoza (34) 976 484 635
	Zurich (41) 44 226 30 00

DISCLAIMER 2008 CB Richard Ellis

Information herein has been obtained from sources believed reliable. While we do not doubt its accuracy, we have not verified it and make no guarantee, warranty or representation about it. It is your responsibility to independently confirm its accuracy and completeness. Any projections, opinions, assumptions or estimates used are for example only and do not represent the current or future performance of the market. This information is designed exclusively for use by CB Richard Ellis clients, and cannot be reproduced without prior written permission of CB Richard Ellis.