



FACULTAD DE CIENCIAS  
ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

**EL BONO INMOBILIARIO: PROPUESTA  
DE CREACIÓN DE UNA SOCIMI QUE  
DESTINE A OPERACIONES LEASE-  
BACK CON ACTIVOS DEL ESTADO.**

Alumno: Jaime Aguirre Amatriain.

Tutor: José Carlos Ruiz Cabanes.

Madrid

Abril 2018



**EL BONO INMOBILIARIO: PROPUESTA DE CREACIÓN DE UNA  
SOCIMI QUE DESTINE SU INVERSIÓN A OPERACIONES LEASE-  
BACK CON ACTIVOS DEL ESTADO.**

## INDICE DE CONTENIDOS

<b>1. PROPUESTA Y OBJETIVOS</b> .....	<b>7</b>
<b>2. ANÁLISIS DEL SECTOR INMOBILIARIO ESPAÑOL</b> .....	<b>10</b>
<b>2.1. Análisis macroeconómico</b> .....	<b>10</b>
<b>2.2. Análisis de los distintos segmentos del mercado inmobiliario</b> .....	<b>12</b>
2.2.1. Sector inmobiliario residencial.....	12
2.2.2. Sector del mercado inmobiliario de oficinas.....	13
2.2.3. Sector inmobiliario del mercado industrial logístico .....	15
2.2.4. Sector inmobiliario del mercado de centros comerciales.....	16
2.2.5. Sector inmobiliario del mercado de locales comerciales .....	18
2.2.6. Sector inmobiliario del mercado hotelero .....	19
2.2.7. Sector inmobiliario de desarrollo: suelo y rehabilitación.....	20
<b>3. ANÁLISIS DE LAS SOCIMIS EN EL PANORAMA ESPAÑOL</b> .....	<b>22</b>
<b>3.1. Introducción al concepto de las SOCIMIS</b> .....	<b>22</b>
<b>3.2. Análisis de las principales SOCIMIS de España</b> .....	<b>24</b>
3.2.1. Merlin properties .....	24
3.2.2. Hispania.....	31
3.2.3. Axiare - Colonial.....	36
3.2.4. Otras SOCIMIS .....	37
<b>4. PERSPECTIVA DEL ESTADO</b> .....	<b>38</b>
<b>4.1. Deuda / PIB</b> .....	<b>38</b>
<b>4.2. Fondo de Reserva de las pensiones</b> .....	<b>39</b>
<b>4.3. Emisión de Deuda Pública</b> .....	<b>40</b>
<b>5. NUESTRA SOCIMI</b> .....	<b>43</b>
<b>5.1. Introducción</b> .....	<b>43</b>
<b>5.2. Modelo financiero</b> .....	<b>47</b>
5.2.1. Introducción al modelo.....	47
5.2.2. Escenario optimista o caso mejor.....	51
5.2.3. Escenario base o caso base.....	53
5.2.4. Escenario pesimista o caso pesimista.....	55
<b>5.3. El bono inmobiliario</b> .....	<b>58</b>
<b>6. CONCLUSIONES</b> .....	<b>61</b>
<b>7. BIBLIOGRAFÍA</b> .....	<b>63</b>

## **INDICE DE GRÁFICOS**

<i>Gráfico 1. Evolución anual del PIB por países.....</i>	<i>11</i>
<i>Gráfico 2. Transacciones superiores a 2.000 m2.....</i>	<i>13</i>
<i>Gráfico 3. Motivos de movilidad en el sector de las oficinas.....</i>	<i>14</i>
<i>Gráfico 4. Evolución del volumen de inversión logística.....</i>	<i>16</i>
<i>Gráfico 5. Evolución del volumen de inversión. ....</i>	<i>17</i>
<i>Gráfico 6. Evolución de la tasa de rentabilidad inicial. ....</i>	<i>18</i>
<i>Gráfico 7. Número de transacciones sobre suelo urbano. ....</i>	<i>21</i>
<i>Gráfico 8. Portfolio breakdown por GAV de los activos. ....</i>	<i>26</i>
<i>Gráfico 9. Desglose del portfolio de Merlin según rentas brutas obtenidas. ....</i>	<i>27</i>
<i>Gráfico 10. Rendimiento bruto clasificado por activos. ....</i>	<i>28</i>
<i>Gráfico 11. Wault por tipo de activo.....</i>	<i>30</i>
<i>Gráfico 12. Nivel de ocupación por tipo de activo.....</i>	<i>30</i>
<i>Gráfico 13. NOI por tipo de activos.....</i>	<i>32</i>
<i>Gráfico 14. GAV por línea de negocio.....</i>	<i>33</i>
<i>Gráfico 15. Calendario de amortización de los préstamos bancarios.....</i>	<i>35</i>
<i>Gráfico 16. Coste medio de las emisiones y coste medio de la deuda en circulación. .</i>	<i>41</i>
<i>Gráfico 17. Coste medio ponderado de la deuda.....</i>	<i>45</i>
<i>Gráfico 18. LTV.....</i>	<i>46</i>

## INDICE DE TABLAS

<i>Tabla 1.</i> Deuda de Merlin Properties.....	28
<i>Tabla 2.</i> Ratio deuda/PIB.....	38
<i>Tabla 3.</i> Evolución del fondo de reserva.....	40
<i>Tabla 4.</i> Rating de deuda pública española.....	40
<i>Tabla 5.</i> GAV.....	47
<i>Tabla 6.</i> Rentas brutas.....	48
<i>Tabla 7.</i> Margen rentas brutas.....	48
<i>Tabla 8.</i> Margen de <i>EBITDA</i> .....	49
<i>Tabla 9.</i> CAPEX Mantenimiento.....	50
<i>Tabla 10.</i> Inputs escenario optimista.....	51
<i>Tabla 11.</i> Escenario optimista.....	51
<i>Tabla 12.</i> Inputs caso base.....	53
<i>Tabla 13.</i> Caso base.....	54
<i>Tabla 14.</i> Inputs escenario pesimista.....	55
<i>Tabla 15.</i> Escenario pesimista.....	56

## RESUMEN

Se analiza la posibilidad de implantar una SOCIMI cuyo perfil de inversión se centre en operaciones de lease-back con el Estado y crear por tanto una cartera de activos con un riesgo similar al de la Deuda Pública pero con una rentabilidad superior. Se estudia primero el contexto actual del mercado inmobiliario en España disertando en función de la tipología de los activos. A continuación, se centra en el concepto y funcionamiento de las SOCIMIS estudiando las principales SOCIMIS de nuestro país. Una vez hemos llevado a cabo este estudio, analizamos cual es la situación actual en el la que se halla el Estado, que deuda tiene con respecto del PIB y como tiene dificultades inminente que debe solucionar como por ejemplo el Fondo de Reserva de las pensiones y nos centramos en ver que demanda tiene la deuda pública así como las principales variables que le atañen a esta. Por último, elaboramos una propuesta de inversión basándonos en el estudio previamente realizado y generamos un modelo financiero con distintos escenarios que nos permite obtener unas cifras de cara a justificar nuestra propuesta. El colofón final del trabajo versa sobre la idea de equiparar dada la seguridad que implicaría nuestro producto, la inversión en acciones de nuestra SOCIMI a una inversión en bonos que implicaría que cuando el mercado que actualmente se encuentra en una tendencia positiva, se ralentice y se compriman las rentabilidades, nuestras acciones al igual que sucede en los bonos aumenten de precio y se revaloricen; acuñando el concepto de “Bono inmobiliario”.

***Palabras clave: SOCIMI, lease-back, Estado, bono.***

## ABSTRACT

Development of an investment idea based on the concept of the risk and return combination needed in any investment. It focuses on Spanish REITS which are called SOCIMIS and how creating a SOCIMI which focused on leaseback operations with the Spanish State (who would be selling part of its assets as a way of refinancing the harsh situation that it faces nowadays). It begins by analysing both the Real Estate and the SOCIMIS sector in order to build a thorough proposal on the idea previously mentioned. It furthermore enquires finally about the possibility of equalling our investment in SOCIMI shares to bonds (the so-called Real Estate Bond) due to the security provided by the kind of investment and the unavoidable compression of yields that will son happen.

***Key words: SOCIMI, lease.back, bond.***

## 1. PROPUESTA Y OBJETIVOS

Como estudiante del doble grado en Derecho y Administración de empresas, mi TFG tiene una perspectiva doble que gravita sobre la misma idea; la creación de una SOCIMI cuyo perfil de inversión se centre en invertir mediante operaciones de *lease-back* en activos pertenecientes al Estado.

La razón primigenia es simple, a pesar el crecimiento actual de la economía española, el Estado se halla ante tesituras acuciantes de falta de liquidez en diversos frentes primordiales como por ejemplo las pensiones.

Por otra parte, contamos con la novedosa institución establecida en España de las SOCIMI cuya actuación esta siendo muy destacada durante los últimos años en el panorama económico español.

Por tanto, la idea es estudiar tanto desde el prisma del derecho como desde el financiero la viabilidad de que el estado haga caja con parte de sus activos de forma que logre una gestión mas eficiente de estos en aras de afrontar los diversos compromisos que debe como ente garante del funcionamiento de la economía española.

Partiendo del estudio realizado en mi TFG de derecho, y tras haber considerado con detenimiento la legitimidad y viabilidad jurídica de nuestro proyecto, a continuación será pertinente realizar un profundo estudio sobre las implicaciones económicas que tendría llevar a cabo nuestra idea.

Para ponernos en situación aunque posteriormente desarrollaremos el concepto con mayor amplitud, el concepto gira en torno a implantar una SOCIMI con la peculiaridad de que esta focalice su actividad en la compra de activos del Estado. Esto presenta varias peculiaridades y escollos tanto en el campo jurídico como en financiero que trataremos de abordar para obtener una conclusión mas certera sobre nuestra idea.

La propuesta sobre la que fundamos nuestro estudio busca que la SOCIMI cree una cartera mixta donde mayoritariamente las inversiones se centren en operaciones de *lease-back* (compra de un activo e inmediato re-alquiler al vendedor) cuyo inquilino

sería el Estado de forma y manera que estamos ante un sujeto con un alto nivel de garantía crediticia. La idea subyacente es establecer contratos a largo plazo estableciendo cláusulas de obligado cumplimiento de permanencia, de forma y manera que se garanticen los retornos con una alta estabilidad para los inversores del vehículo.

Por tanto, lo que queremos estudiar es ver que ventajas aportaría para el Estado esa venta de activos donde se ubicase como inquilino (de forma lógicamente reversible) y por otro lado que interés puede tener para los inversores invertir en nuestra SOCIMI frente a otro tipo de inversiones similares en el sector.

Respecto del estado, tras haber analizado la viabilidad jurídica y considerar la posibilidad de recompra posterior de los activos logrando una gestión mas dinámica y eficiente de su cartera de activos y de los flujos que este recibe y necesita o genera, queremos estudiar que impacto tendría tanto a corto como a largo plazo y ver si es efectivamente una idea factible.

Desde el punto de vista del inversor privado, la idea es que sea un tipo de inversión que se asemeje a la inversión en deuda pública como pueden ser las letras del tesoro o los bonos y obligaciones del estado. Sin embargo, creemos que ante una inversión de riesgo similar estaríamos ante una obtención de unos retornos mucho mayores y por tanto una inversión tremendamente atractiva para el inversor privado.

Aquí hay que esclarecer un matiz, no sería una inversión ofensiva pero sí un híbrido entre las pobres rentabilidades que ofrece la deuda publica y la inversión en vehículos de inversión, con mayor concreción en SOCIMIS.

Posteriormente, queremos considerar la opción de que al existir esa capacidad inminente de repago y haber contratos de largo plazo se pueda asemejar nuestra inversión en acciones de la SOCIMI a una inversión en bonos.

De ahí el titulo de mi TFG, que acuño como “Bono Inmobiliario” ya que a pesar de que invertimos en renta variable, el comportamiento de esta a largo plazo se podría asemejar a una inversión en bonos. No considero que nuestras acciones estuviesen muy castigadas por la buena marcha del sector ya que estamos ante un tipo de inversión

distinta, no competimos exactamente contra el resto de las SOCIMI sino con la Deuda Pública.

Sin embargo, si que nos favorecemos de la estructura, el funcionamiento y el entorno de mercado creado por las SOCIMI. Por tanto consideramos que si obtuviésemos dicho comportamiento en nuestras acciones que pudiese ser equiparable a los bonos cuando el mercado sufra percances y los tipos de interés bajen, tal y como ocurre con el precio de los bonos se de una efectiva revalorización de las acciones de nuestro vehículo propiciado por la efectiva seguridad que proporciona nuestra forma de actuar a la hora de invertir.

Posteriormente, tendremos que ver que ventajas aporta el régimen genérico de inversión en un vehículo como la SOCIMI tanto para el inversor a la hora de ver su retorno como cuantificar el impacto fiscal que tiene para el propio vehículo el régimen fiscal especial del que gozan.

Para ello estableceremos distintos modelos financieros donde trataremos de abordar una perspectiva de inversión comparándolo con los principales referentes del mercado.

## **2. ANÁLISIS DEL SECTOR INMOBILIARIO ESPAÑOL**

En este apartado, trataremos de obtener una información mas detallada de la situación actual del sector inmobiliario en España. Para ello, haremos primero un análisis de ciertas variables macroeconómicas para posteriormente centrarnos en el comportamiento específico del sector analizándolo mediante una clasificación de los distintos segmentos del mercado según la tipología de los distintos activos que hay en el sector.

### **2.1. Análisis macroeconómico**

A continuación trataremos de realizar un estudio mas detallado sobre la situación actual del sector inmobiliario español. No obstante, es importante resaltar primero el contexto macroeconómico actual para posteriormente hacer un desglose mas detallado en atención a la tipología de activos inmobiliarios.

España creció en 2017 un 3,1% , superando la barrera del 3 por ciento por tercer año consecutivo y muy por encima de la media de los países de su entorno y casi medio punto porcentual más que las previsiones iniciales. Asimismo, se espera que el crecimiento en los años venideros siga siendo constante y consolidado y se sitúe en unas cifras nada desdeñables de entre el 2,2% y el 2,7%. De hecho hay informes de CBRE señalan que en 2018 podríamos superar el crecimiento del 2,9%. Estas cifras sitúan a España muy por encima del crecimiento medio estimado para los países de nuestro entorno y del previsto para las economías avanzadas como podemos observar en el siguiente gráfico. No obstante, supone una ralentización respecto al crecimiento de los últimos años, consecuencia de la desaparición de determinados incentivos que han favorecido el consumo, tales como los bajos precios del petróleo o la reforma fiscal. (CBRE, 2018)

**Gráfico 1.** Evolución anual del PIB por países.



Fuente: Elaboración propia basado en Informe de CBRE “*Spain Real Estate Outlook*” (2018).

Para que podamos valorar la cifra con perspectiva, la economía de la zona euro, según estimaciones del *Eurostat* se situó en torno al 1,7% en 2017 impulsado por las economías francesa y alemana., el crecimiento previsto para países como Francia o Alemania se situaba en torno al 1,5-1,6%.

De hecho, el crecimiento de la economía mundial fue inferior que el español en 2016 situándose en 3,1% aunque se espera que gracias a los estímulos fiscales previstos en EEUU y un potenciamiento en el crecimiento de la economía en China y las economías emergentes esta cifra incrementa alcanzando aproximadamente entre un 3,4 y un 3,6% para los próximos años.

La inflación continuará marcada por las fluctuaciones en el precio del petróleo, el cual se estima que se mantenga moderadamente al alza en el medio plazo. Se espera que la inflación se mantenga en niveles inferiores al 2% motivada por las políticas del Banco Central Europeo. La política expansiva y de tipos de interés bajos del BCE, ha propiciado que aumente la inversión en España, esto junto a una bajada considerable de la tasa de paro que actualmente se encuentra alrededor del 16,48% ha propiciado que también se de un aumento del consumo de los hogares en nuestro país. (Ministerio de Empleo y Seguridad Social, 2018).

El déficit español se ha reducido a cotas de en torno a un 3,1% del PIB cotas que se prevé que se reduzcan a alrededor de un 2,5%-2,7% a lo largo de 2018.

Por otro lado, no podemos olvidar la desfavorable situación propiciada por la inestabilidad política que tendrá una alta repercusión en España y especialmente en Cataluña.

A continuación hay que analizar la situación en concreto del mercado inmobiliario. Para ello, nos centraremos en un desglose del mercado atendiendo a la tipología de los activos.

## **2.2. Análisis de los distintos segmentos del mercado inmobiliario**

### **2.2.1. Sector inmobiliario residencial**

La correlación entre el mercado residencial y la evolución de la economía española es muy elevada.

La recuperación de la economía española unida a las buenas perspectivas y a la creación de empleo están favoreciendo la inversión en este mercado que ha tenido un crecimiento sostenido durante los años 2016 y 2017 habiéndose dado un crecimiento manifiesto en lo concerniente a ventas, precios medios y actividad promotora.

Según datos del Ministerio de Fomento, la compraventa de viviendas aumentó un 13,9% durante el año 2016, alcanzando las 457.689 operaciones, cifra más alta de los últimos cuatro años.

El perfil de los inversores es muy variado, sin embargo, cabe recalcar que aproximadamente en torno al 30 % de las compras se realizan por parte de particulares que acuden al mercado como fuente de inversión y en esto inciden dos factores a tener en cuenta, en primer lugar la nula rentabilidad de la deuda fija que la convierte en poco atractiva y en segundo lugar la alta volatilidad que presenta la renta variable. Estos factores unidos a la subida en los precios hacen que sea una opción de inversión atractiva para estos particulares que posteriormente destinan sus adquisiciones al mercado de alquiler.

Asimismo, se puede apreciar apetito inversor por parte de los extranjeros. Según datos del INE, las compras por parte de extranjeros de viviendas supusieron en torno al 17% en el año 2016, un 13% más que para el año 2015.

Este dato no hace más que evidenciar la favorable marcha del mercado residencial español convirtiéndose en un mercado muy atractivo también para el capital extranjero.

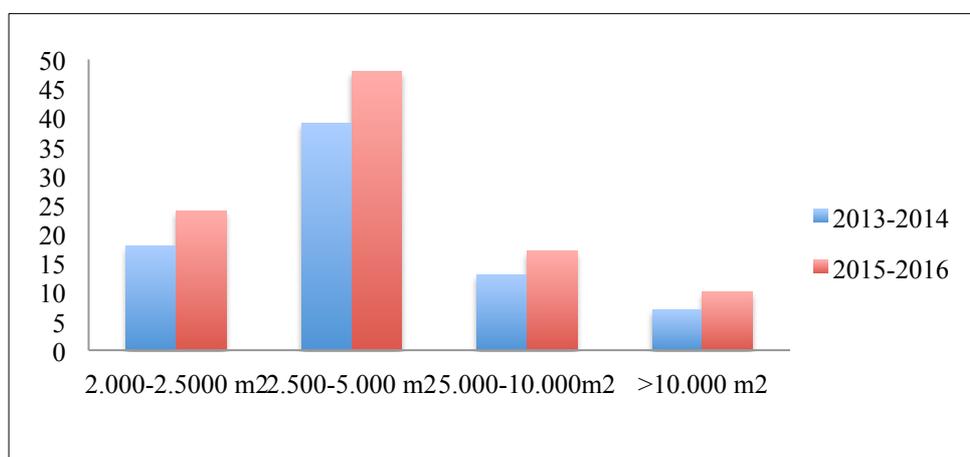
### 2.2.2. Sector del mercado inmobiliario de oficinas

En términos generales, el año 2016 fue un año positivo en el mercado de oficinas. Si nos fijamos en Madrid y Barcelona como referentes de espacios “prime” podemos observar que las rentas han tenido un suave aumento motivado esencialmente por la subida de los precios medios de alquiler.

El volumen de inversión ha alcanzado los 5.000 millones de euros en Madrid y Barcelona. Estas cifras implican un máximo con respecto a este segmento si tenemos en cuenta la medición de datos realizada desde el año 2007 (Aguirre Newman, 2017).

La positiva evolución del sector se debe a la recuperación del tejido empresarial, que está reactivando el mercado, y al creciente interés inversor motivado también por un aumento en las rentas. En el siguiente gráfico, podemos observar que el número de transacciones en espacios notorios, tomando como referencia que estos sean superiores a 2.000 metros cuadrados, ha aumentado considerablemente (JLL, 2017).

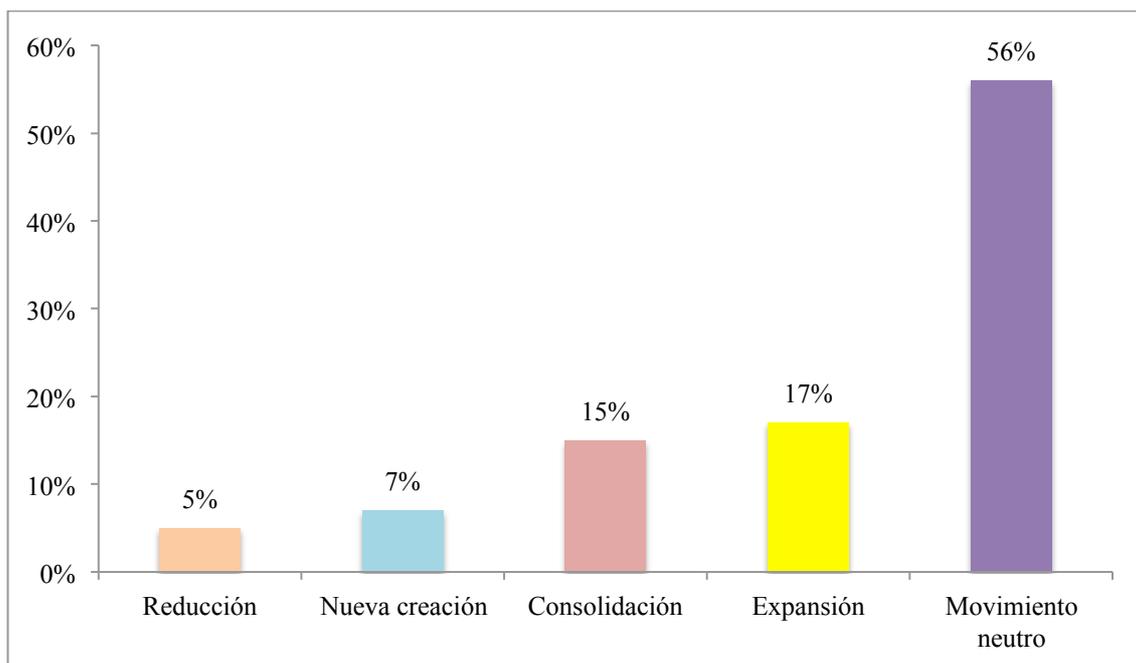
**Gráfico 2.** Transacciones superiores a 2.000 m<sup>2</sup>



Fuente: Elaboración propia basado en Informe de JLL “*On the edge of the market*” (2017).

Tal y como evidencia el gráfico está incrementando el número de transacciones que se dan en el sector, no solo para espacios pequeños sino que también ha aumentado el número de transacciones de grandes superficies lo que pone de manifiesto que las grandes compañías están instalándose en nuestro país. Vemos otro gráfico que trata de la reactivación del mercado:

**Gráfico 3.** Motivos de movilidad en el sector de las oficinas.



Fuente: Elaboración propia basado en Informe de JLL “ *On the edge of the market*” (2017).

En esta reactivación, influyen considerablemente la baja rentabilidad o excesiva volatilidad de otras alternativas de inversión que propician también esta reactivación del sector. No obstante, es importante señalar que los movimientos como podemos apreciar en el gráfico anterior, ya no basan sus razones en una búsqueda de reducción del espacio o del precio, sino que mayoritariamente, los movimientos se deben a la incipiente expansión de las compañías o a movimientos neutros donde no se cambia de metros exclusivamente por la renta sino por motivos estratégicos.

Esto refuerza la idea de que el mercado está atravesando un buen momento donde si además tenemos en cuenta que las rentabilidades están aumentando podemos ver que estamos ante un ciclo favorable del mercado. Sin embargo, al hilo de esta estabilización del mercado se está observado una contracción en las rentabilidades y se han visto

operaciones cercanas incluso al 3% en Madrid y cercanas al 5% en ciertos mercados más descentralizados.( Aguirre Newman, 2017)

Luego esta la cuestión que debemos tratar de cómo va a ser la evolución natural que tendrá el mercado de las oficinas. En el informe “*On the edge of the market*” se analiza la disyuntiva con detenimiento y se plantean una serie de cuestiones que afectarán de manera inminente al subsector.

En primer lugar se alude a la fuente de competitividad que supone para una empresa realizar una gestión eficiente a la hora de elegir los activos donde establecer sus sedes de negocio. Un lugar de trabajo atractivo supone una manera de atraer recursos así como una forma de obtener una mejor asignación eficiente de recursos. Al hilo de esta cuestión establece que los espacios serán más flexibles cosa que dinamizará el sector y que tendrá una gran importancia el concepto de los edificios inteligentes, aquellos que puedan desafiar los retos tecnológicos de una manera exitosa (JLL, 2017).

Por ultimo establece el concepto de la certificación WELL que se centra en que halla un equilibrio mental físico y emocional para los empleados. Esto casa de manera complementaria con la certificación LEED que se centra en la sostenibilidad del edificio de cara al medioambiente (JLL, 2017).

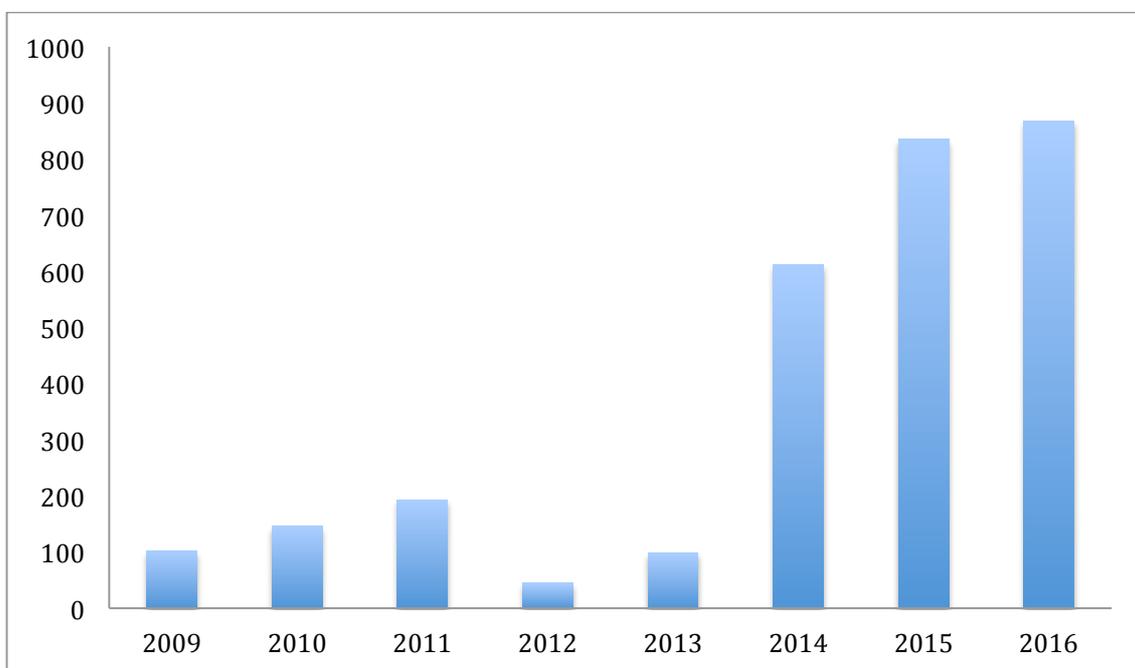
Por citar un renombrado ejemplo, Roche ha movido su sede al establecer una política de compañía donde se deben reducir las emisiones y promover las energías limpias.

### ***2.2.3. Sector inmobiliario del mercado industrial logístico***

En este segmento podemos apreciar también una recuperación solvente, habiéndose alcanzado en el transcurso del año un volumen de inversión de unos 850 millones de euros. Estas cifras suponen de nuevo un máximo histórico que ha provocado una comprensión de las tasas de rentabilidad inicial que en el producto “prime” se sitúa aproximadamente en torno a un 6%. La participación en este sector de las SOCIMI también ha sido notoria alcanzando aproximadamente un 14% del total del volumen de inversión. (Aguirre Newman, 2017)

En el siguiente gráfico, podemos ver el incremento abismal de inversión de los últimos años en este sector:

**Gráfico 4.** Evolución del volumen de inversión logística



Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Aguirre Newman “*Global Inmobiliario*” (2017).

La tendencia en lo concerniente a las rentas sigue siendo alcista con un incremento de un 2,55 % respecto del año anterior en las principales ciudades de la geografía española.

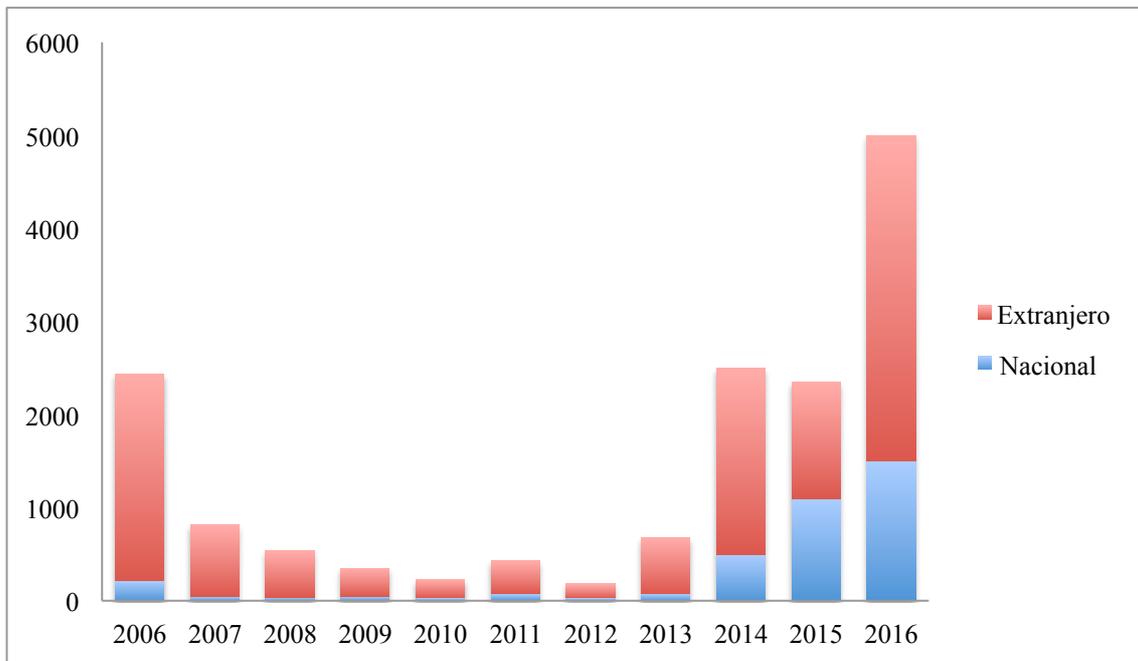
#### **2.2.4. Sector inmobiliario del mercado de centros comerciales**

El buen comportamiento de la economía se ha traducido en el consumo de los hogares, habiéndose alcanzado una cota de afluencia a los centros comerciales de 1.934 millones de visitas, lo que supone un incremento del 1,5%. A esto hay que añadirle un aumento de las ventas del 3,8% en torno a los 43.000 millones de euros o que desprende unas ventas por metro cuadrado SBA de 2.718 €/m<sup>2</sup>/SBA representando un crecimiento del 3,3% respecto al año anterior.

El volumen de inversión en 2016 se ha situado en máximos con un volumen de aproximadamente 3.500 millones de euros, Las SOCIMIS han supuesto un 35% del volumen total de inversión, donde la mayoría de compradores son fondos de inversión institucionales. Esto ha supuesto casi duplicar la inversión de los años precedentes y

situarnos claramente por encima de los niveles pre-crisis. Lo podemos observar en el siguiente gráfico donde vemos que en los años anteriores apenas se superaron los 2.000 millones de euros invertidos (Aguirre Newman, 2017).

**Gráfico 5.** Evolución del volumen de inversión.

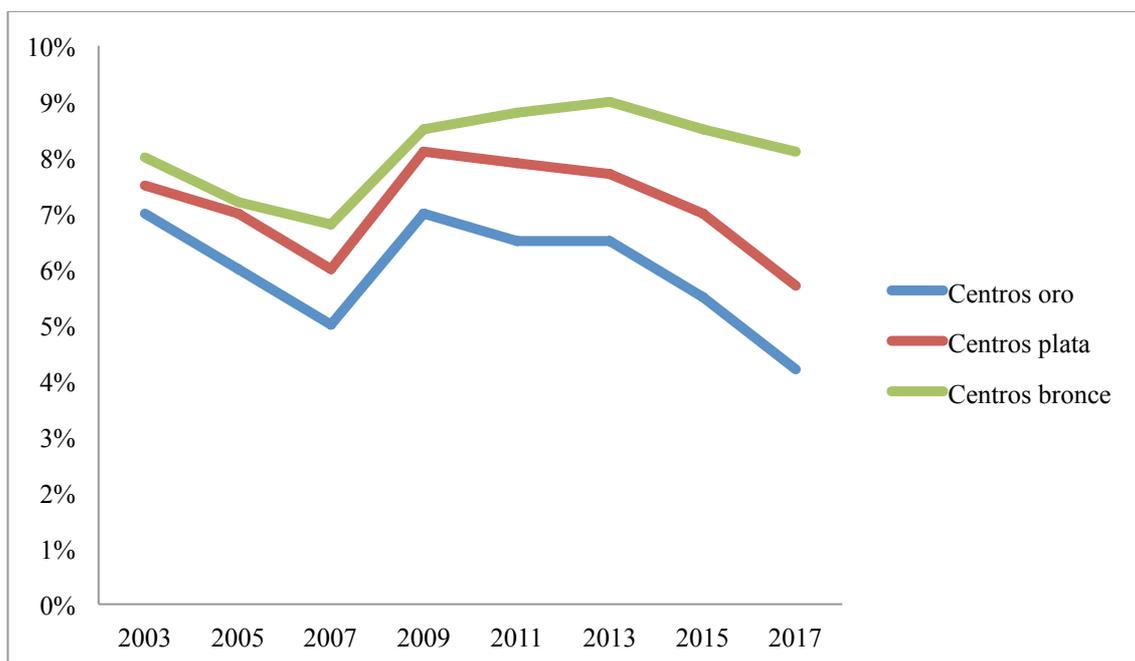


Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Aguirre Newman “*Global Inmobiliario*” (2017).

El gráfico también nos muestra la importancia que tiene la inversión extranjera en el segmento de los mercados comerciales que invierte atraída por la evidente recuperación de atractivo del sector.

Por otro lado, hay un dato llamativo que evidencia que estas inversiones situadas en sitios prime son de interés dada su seguridad ya que se ha observado una comprensión de la tasa de rentabilidad inicial, debido a la percepción de potencial recorrido al alza de las rentas y al positivo entorno, de hecho las inversiones mas seguras son las mas “castigadas” como vemos en este gráfico escindiendo los centros en tres categorías según su localización en oro, plata y bronce teniendo los “centros oro” un rentabilidad de en torno al 4%.

**Gráfico 6.** Evolución de la tasa de rentabilidad inicial.



Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Aguirre Newman “*Global Inmobiliario*” (2017).

Como podemos observar, el binomio rentabilidad-riesgo tiene especial relevancia en este sector. Estos datos tienen un tremendo interés de cara a la propuesta que deseamos desarrollar ya que nos sirve para ver como efectivamente el riesgo debe ser compensado con un mayor retorno y por tanto a menor riesgo menor rentabilidad esperaremos obtener.

#### **2.2.5. Sector inmobiliario del mercado de locales comerciales**

En el comienzo del año 2017, podemos observar como en lo referente a este mercado, la tendencia también es positiva siguiendo el hilo conductor de la mejora general de la economía.

Los operadores principales apuestan siempre por estar en los ejes comerciales principales lo que implica que en las zonas prime podamos observar una escasa disponibilidad de locales y una baja rotación en contraposición con los ejes secundarios donde si se aprecia una mayor movilidad. Las rentas de alquiler en los ejes más comerciales han mostrado una suave tendencia alcista o se han mantenido en niveles de 2015.

La tasa de disponibilidad en el mercado de Madrid sigue en unas cotas estables pero bajas de alrededor de un 7,7% en los ejes principales. A su vez, están fraguándose operaciones de una entidad importante como Canalejas o el desarrollo del proyecto Caleido de la “Quinta Torre” (Aguirre Newman, 2017).

En Barcelona, también observamos tasas de ocupación de en torno al 6% y asistimos a un fenómeno curioso en este segmento que es la expansión del horizonte “*prime*” donde ante la falta de alternativas de inversión y la expansión del sector, hay ciertos activos que teóricamente no tienen la calificación de *prime* que empiezan a comportarse como tal.

El volumen de inversión en 2016, se ha situado en el entorno de los 500 millones de euros, muy por debajo de los niveles de años anteriores, esto se debe a la falta de producto en los ejes comerciales *prime* cuyas zonas en las principales ciudades son los productos con mayor demanda.

#### **2.2.6. Sector inmobiliario del mercado hotelero**

El año 2016 supuso un fuerte crecimiento para el turismo español alcanzándose cotas de visitas internacionales de mas de 75 millones de turistas, cifra que supone un incremento del 10% con respecto a los niveles obtenidos el año anterior (Exceltur, 2016).

El informe *Exceltur* de 2017 estima que para el año 2018, seguirá habiendo un crecimiento del PIB turístico de nuevo superior al del PIB general en torno a 100 puntos básicos mayor de alrededor del 3,3 %.(Informe anual Hispania 2017).

El crecimiento del “*RevPAR*”, indicador mas relevante en la industria hotelera que mide el ingreso por habitación disponible también superó el último año el 10% respecto del año anterior. Todos estos datos explican el alto volumen de inversión que se ha canalizado dentro del sector superando los 2.500 millones de euros y situando a España en el tercer puesto dentro del sector en lo concerniente a inversión por detrás de Alemania y Reino Unido. (Aguirre Newman, 2017)

Con respecto al perfil del inversor, mientras los inversores institucionales siguen siendo

el motor del mercado, los operadores han representando un nada desdeñable 20%, especialmente jugadores medianos saneados aprovechando oportunidades post crisis. Destaca la recuperación de la inversión por parte de los *Family Office* que ha supuesto un 30% del total, todavía centrado en destinos urbanos. (Aguirre Newman, 2017).

### ***2.2.7. Sector inmobiliario de desarrollo: suelo y rehabilitación***

En lo concerniente a la inversión en suelo para promoción y rehabilitación también atisbamos un comportamiento generalizado positivo con un volumen de inversión superior a los 1.000 millones de euros.

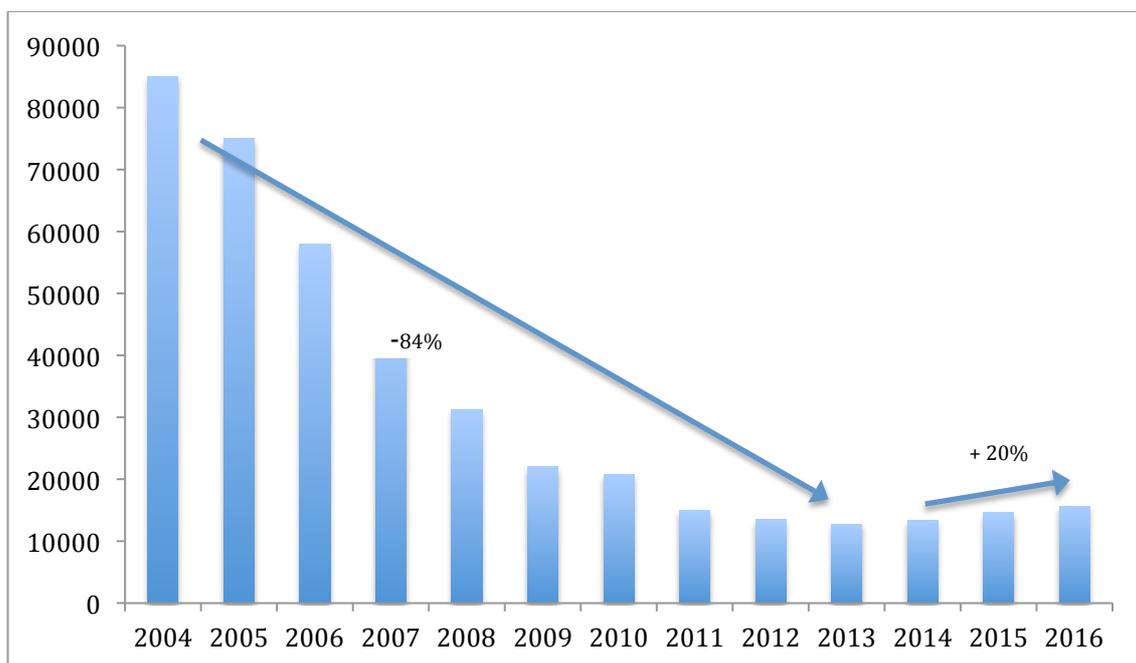
No obstante, aquí existe una importante dispersión tanto geográfica, ya que la mayor actividad se desarrolla en las grandes ciudades, como de sector, ya que aquel que mayor peso tiene en este aspecto es el residencial.

La escasez de suelo ante la incipiente demanda de nuevas viviendas ha llevado a que este, especialmente el urbano, se haya revalorizado a unas tasas de hasta cuatro veces el incremento generalizado que han experimentado las viviendas. Esta situación se da esencialmente en mercados como el de Madrid o Barcelona.

Respecto a las expectativas de beneficios del negocio promotor, se buscan márgenes, según el tamaño y riesgo que suponga el proyecto, entre el 18%- 24% y rentabilidades del 12%-15% (TIR), tomando como base un plazo de comercialización de 24-30 meses. A continuación nos fijamos en dos datos que evidencian el cambio de dinámica que esta acaeciendo en el sector.

El incremento del precio del suelo es considerable ya que en un periodo inferior a tres años; desde 2014 hasta 2017 observamos un incremento de dobles dígitos de en torno al 10% cifra nada desdeñable. Sin embargo como ya hemos comentado dada la escasez de suelo en metrópolis y ciudades con un núcleo de población de mas de 50.000 habitantes donde es mucho mas complicado encontrar oportunidades y suelo remanente , el incremento es casi del doble situándose en un 18%. Estas cifras dejan entrever el apetito inversor y la reactivación que ha sufrido el sector que se han traducido en estos incrementos considerables.

**Gráfico 7.** Número de transacciones sobre suelo urbano.



Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Aguirre Newman “*Global Inmobiliario*” (2017).

En este otro gráfico podemos apreciar como el repunte no ha sido exclusivamente en el aspecto inherente a los precios sino que también ha habido una reactivación en el número de transacciones que están teniendo lugar (20% en tres años) que constatan de nuevo el crecimiento que esta teniendo lugar en el sector (Aguirre Newman, 2017).

### 3. ANÁLISIS DE LAS SOCIMIS EN EL PANORAMA ESPAÑOL

#### 3.1. Introducción al concepto de las SOCIMIS

En primer lugar, es preciso delimitar el concepto de la Sociedad Cotizada de Inversión Inmobiliaria que son sociedades cuyo régimen jurídico general es el de una sociedad cotizada presentando ciertas peculiaridades que la convierten en un vehículo de inversión a tener en cuenta.

Las SOCIMIS, tienen como objeto social tal y como se incluye en el artículo 1 de la ley 11/2009 donde se regulan las bases del régimen jurídico especial de las SOCIMI: *“La adquisición y promoción de inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, así como la tenencia de participaciones en el capital de otras SOCIMI o entidades no residentes con el mismo objeto social o en Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria”*.

Como ya hemos mencionado, son unos vehículo de inversión que buscan impulsar el mercado de alquiler en España de diversas maneras y de forma simultánea (Viñuales, 20XX) :

- Profesionalizando el sector
- Obteniendo un dinamismo mayor del sector
- Facilitando el acceso de los ciudadanos al mercado inmobiliario
- Favoreciendo la estabilidad en el retorno para los inversores a través de la obligación de repartir dividendos
- Incrementando la competitividad en los mercados de valores españoles

Asimismo, de cumplir una serie de requisitos tanto en su forma de actuar como a la hora de invertir gozan de importantes incentivos y beneficios fiscales que las convierten en un instrumento óptimo para invertir en el mercado inmobiliario. Entre estos, cabe destacar los siguientes requisitos:

- La SOCIMI debe estar constituida bajo la forma jurídica de una sociedad anónima (S.A).

- El capital social mínimo debe ser de 5 millones de euros (tras la reforma de la ley 16/2012) ya que inicialmente se preveía que el capital social mínimo exigible fuese de 15 millones de euros.
- Debe cotizar en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación en España o de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo durante los dos primeros años.
- El accionariado debe estar compuesto por acciones de un solo tipo y debe haber un *free-float* o volumen cotizado en el mercado del 25% de la SOCIMI.
- El 80% del total de los activos de la SOCIMI debe estar compuesto por propiedades de las que derive un alquiler o acciones de otras SOCIMIS o REITS.
- Los activos deben permanecer un periodo mínimo de 3 años en el balance de la compañía de forma que su venta no este sujeta a impuestos por la plusvalía.
- Al menos el 80% de las rentas brutas de la compañía, excluyendo para este cálculo las plusvalías derivadas de las ventas, deben venir del alquiler de los activos o de los dividendos obtenidos por la participación en otras SOCIMIS o REITS.
- Las SOCIMIS tienen obligación de mantener un *pay-out* de dividendos (porcentaje de distribución de dividendos respecto del beneficio obtenido por la compañía) que convierten el vehículo en tremendamente atractivo para el accionista al tener un retorno garantizado. Con mayor concreción y según el tipo de actividad de la que derive la renta deberán pagar al menos el 50% de las ganancias derivadas de la venta de activos inmobiliarios o acciones, el 100% de las rentas derivadas de participación en subsidiarias y al menos el 80% de los beneficios procedes del resto de actividades a las que se dedique la SOCIMI.

Si cumple toda esta serie de requisitos y por tanto opta por acogerse al régimen fiscal especial de las SOCIMI, en contraposición al tipo general contemplado en la Ley del impuesto de Sociedades cuyo tipo general recogido en el artículo 29 de la dicha ley grava a las sociedades al 20%, las SOCIMI pagan un tipo del 0%.

## 3.2. Análisis de las principales SOCIMIS de España

### 3.2.1. *Merlin properties*

En primer lugar analizaremos Merlin Properties al ser la principal SOCIMI de nuestro país y una de las principales compañías inmobiliarias cotizadas en el IBEX-35.

Merlin tiene como actividad principal: “la adquisición, gestión activa, operación y rotación selectiva de activos inmobiliarios comerciales de calidad en el segmento de inversión principalmente en la Península Ibérica”(Merlin, 2018).

La compañía se centra en el mercado de oficinas, *retail* y logístico. Y su cartera de activos inmobiliarios está valorada en más de 9.600 millones de euros (Savills, 2018) y cuenta con mas de 4 millones de metros cuadrados en alquiler de superficie comercial bruta alquilable (S.B.A.) generando unas rentas brutas superiores a los 450 millones de euros anuales.

Merlin busca crear valor para sus accionista con el retorno de su inversión mediante el reparto anual de dividendos y a través del incremento del ratio de EPRA/NAV de la sociedad.

Merlin es la SOCIMI mas grande y la más diversificada del mercado español. Entre los principales datos que podemos resaltar, que posteriormente analizaremos con mayor detalle, destacan (Merlin, Presentación Corporativa 2017) :

- Merlin cuenta con 1.159 activos bajo gestión siendo sus principales inversiones:
  - 139 edificios de oficinas
  - 990 locales comerciales
  - 18 centros comerciales
  - 41 naves logísticas
  - 3 hoteles
- Merlin tiene un GAV (*Gross Asset Value* o Valor Bruto de sus activos) de 11.300 millones de euros.
- Merlin obtuvo en el año 2017 una cifra de 469,4 millones de euros de GRI (*Gross Rental Income* o Rentas Brutas).
- Merlin tiene en su cartera en propiedad más de 4 millones de metros cuadrados de SBA (Superficie Bruta Alquilable).

- Merlin tiene un ratio de ocupación para el global de sus activos del 92.6% al cierre del ejercicio de 2017.
- Merlin obtuvo en el ejercicio de 2017 un *Gross Yield* (rentabilidad bruta) del 4.6%.
- El *Wault* de Merlin o Tiempo que duran los contratos de alquiler y por consiguiente capacidad que tienen las compañías de renegociar las rentas para el año 2017 es de 6.7 años.

Por otra parte, es importante fijarnos en las principales magnitudes de su estructura de capital (Merlin, CCAA 2017) :

- Merlin tiene una cotización superior a los 5.000 millones de euros.
- El ratio EPRA/NAV siendo este el valor de los activos netos según el balance consolidado, bajo IFRS ajustado por determinados conceptos como la valoración de los instrumentos financieros y los impuestos diferidos relacionados con los activos inmobiliarios alcanzó los 6.200 millones de euros en el año 2017 lo que supone una valoración de dicho ratio de EPRA/NAV es 13.25 € por acción.
- El *Loan to Value* (endeudamiento con respecto al valor de los activos) se situó en un 43,6%. Hay que aclarar en este punto que dicha cifra se calcula haciendo uso de la Deuda Neta.
- El tiempo de duración medio ponderado de la deuda de Merlin es de 6,1 años al terminar el ejercicio 2017.
- El coste medio ponderado de la deuda se sitúa en un 2.2%.
- Merlin goza de una muy buena calificación por parte de las compañías de rating, en concreto tiene un rating de BBB en *Standard&Poors* y de Baa2 en *Moody's* lo que demuestra la solidez de esta compañía.

A continuación, intentaremos desglosar con mayor profundidad los datos para obtener una mayor comprensión de esta SOCIMI.

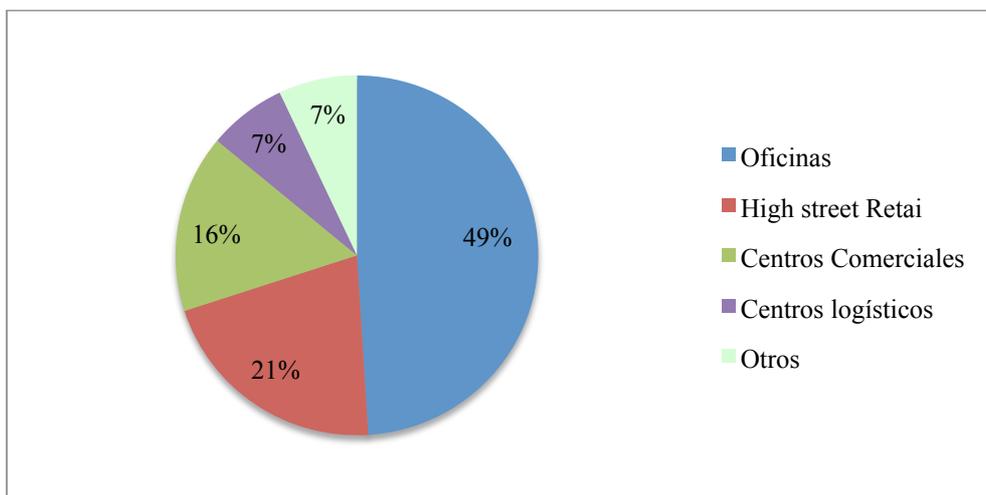
Como podemos apreciar en los siguientes gráficos, la cartera de inversión de Merlin se centra esencialmente en el mercado de las oficinas. La exposición a este tipo de activo es de la mitad de la cartera de Merlin con un 49% que se corresponde con las rentas donde a su vez casi la mitad proceden de este tipo de activo, un 46%.

Sin embargo, esto no fue siempre así ya que en el momento de su constitución y salida a bolsa, predominaba esencialmente el *High Street Retail* con un peso del 69% en términos de GRI ( Gross Rental Income) en la cartera.(Merlin, Informe de Gestión 2017).

Observamos que el segundo componente de mayor peso actualmente es precisamente el *High Street Retail*, formado por activos comerciales en localizaciones *prime* que de nuevo presentan una estrecha similitud en el peso que tiene su valor en el balance con la generación de rentas siendo estas respectivamente del 21% y 22%.

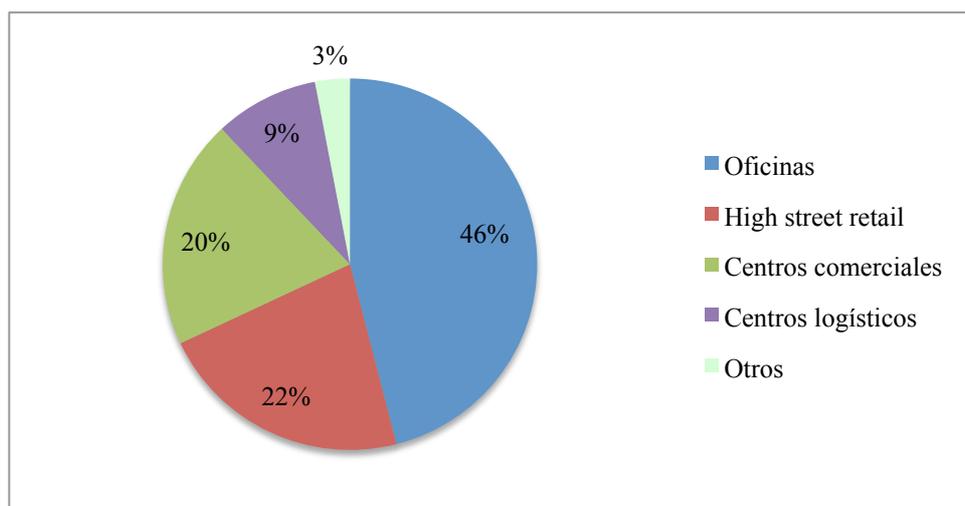
En un sitio destacado encontramos también los centros comerciales con un 16% de incidencia en términos de *GAV* y un 20% en términos de *GRI*. Como ya comentamos en el apartado 2 de nuestro estudio, en este segmento las principales inversiones debido al alto volumen que implican viene dada por fondos institucionales o SOCIMIS que en 2016 estuvieron presentes en el 35% del volumen total de inversión en el sector.

**Gráfico 8.** Portfolio *breakdown* por GAV de los activos.



Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Merlin “*Informe de gestión consolidado*” (2018).

**Gráfico 9.** Desglose del portfolio de Merlin según rentas brutas obtenidas.



Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Merlin “*Informe de gestión consolidado*” (2018).

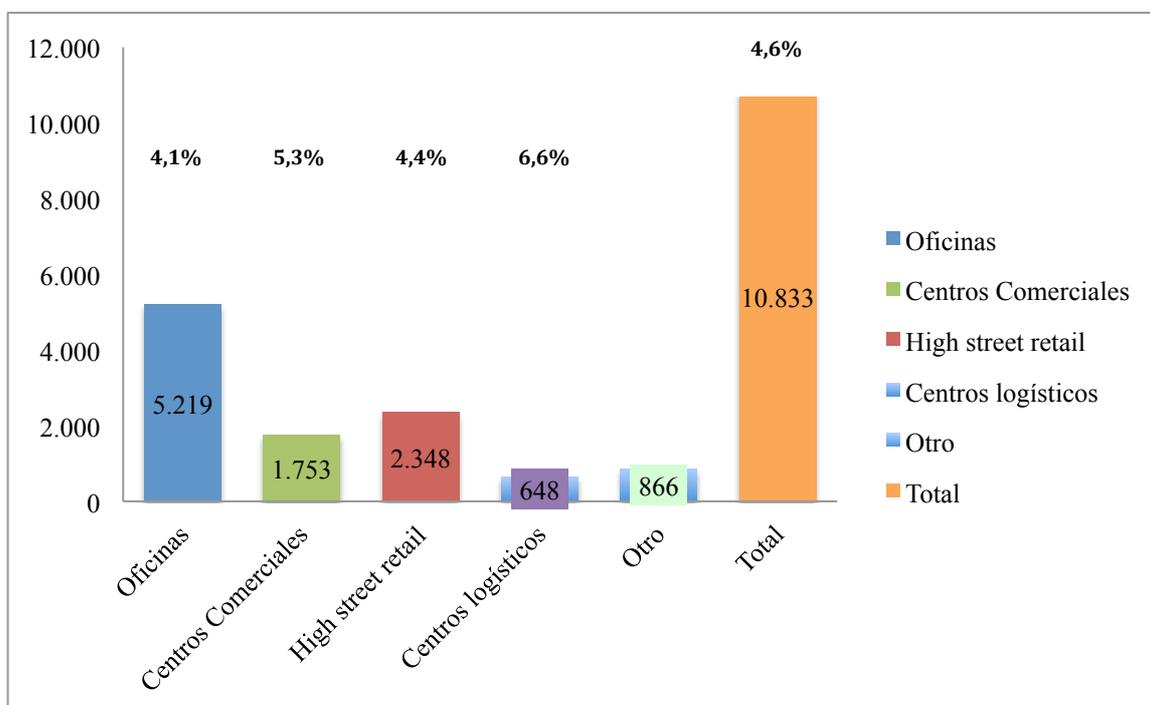
Por otro lado, nos centramos en el desglose de sus ingresos y las rentabilidades que recibe la compañía según su procedencia. Habiendo excluido de la elaboración del gráfico los interés minoritarios que quedan fuera del perímetro de consolidación, observamos que la rentabilidad más alta esta procediendo de activos de centros logísticos con un 6,6% que suelen ser proyectos en los cuales hay una renovación del activo y por tanto, entrañan un mayor retorno. Son datos que coinciden con el análisis del sector desplegado en el apartado 2.2.3 aunque con unas rentabilidades ligeramente superiores.

Los centros comerciales también están generando unos buenos rendimientos situándose por encima del 5%.

Los dos sectores más relevantes en cuanto a peso en la cartera de Merlin como son las oficinas y el *High Street Retail* se sitúan en cotas de por encima del 4 por ciento con un 4,1 y 4,3 % respectivamente. Estos datos no implican un peor rendimiento si no que son cosas inherentes a sector donde además se esta experimentando una contracción de las tasas de rentabilidad por la tendencia del mercado a estabilizarse.

Todos estos datos arrojan un rendimiento bruto del vehículo tras realizar una ponderación entre activos del 4,6%, lo que supone un retorno muy atractivo que además excluye las plusvalías.

**Gráfico 10.** Rendimiento bruto clasificado por activos.



Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Merlin “Informe de gestión consolidado” (2018).

A continuación analizamos la estructura de capital de Merlin y la comparamos con la del año anterior.

**Tabla 1.** Deuda de Merlin Properties.

DEUDA DE MERLIN PROPERTIES		
(millones de euros)	31/12/17	31/12/16
Deuda Financiera	5.413	5.193
Caja	509	722
Deuda Financiera Neta	4.904	4.471
LTV	43,60%	45,50%
Coste de la deuda (cobertura incluida)	2,23%	2,26%
Tipo de interés fijo	99,60%	88,70%

Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Merlin “Informe de gestión consolidado” (2018).

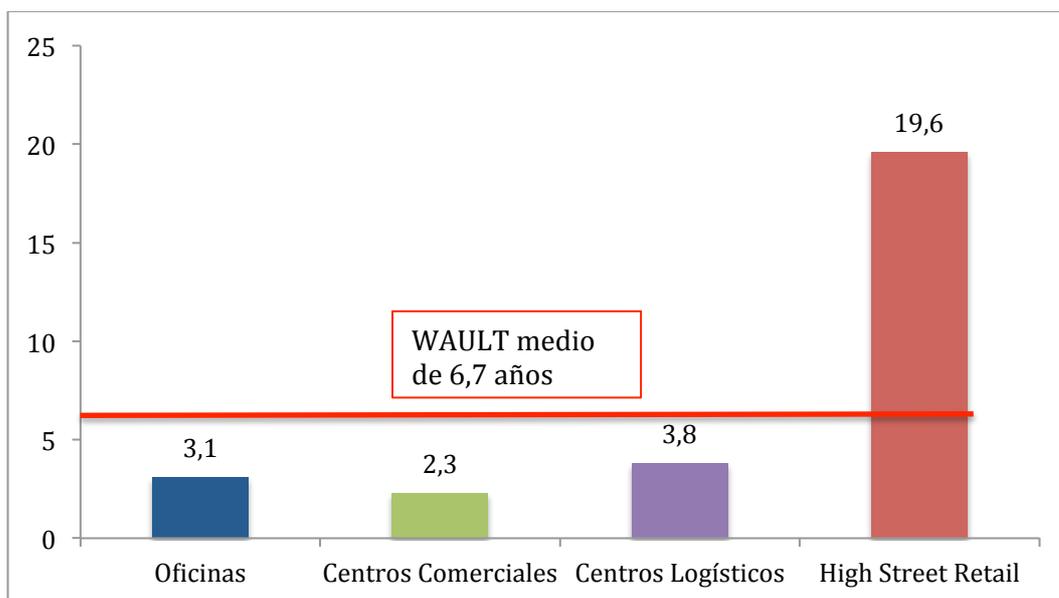
Como podemos ver, la Deuda Financiera Neta, es decir la Deuda Financiera minorada en cuanto a la Caja ha aumentado en el ejercicio de 2017. Es cierto, que al ser esto una

foto estática puede variar en función de la caja que tenga una SOCIMI de cara a acometer inversiones. Sin embargo, el dato a destacar es que a pesar del incremento de Deuda Neta, se ha producido un descenso de casi 200 puntos básicos porcentuales en el *loan to value* propiciado precisamente por la revalorización de los activos de Merlin.

También es destacable el coste medio ponderado de la deuda, que disminuye 3 puntos básicos hasta situarse en una cifra nada desdeñable del 2,23%. Este dato refleja la solidez de Merlin y las condiciones ventajosas en las que accede a financiación. Estos datos han sido calculados teniendo en cuenta el coste de cobertura de la deuda con tipos de interés fijo mediante la contratación de derivados para evitar fluctuaciones en el coste de esta por lo que podría ser sustancialmente menor aunque por ende tener un riesgo mayor.

El siguiente dato que analizamos es el *Wault* de los distintos activos que son propiedad de Merlin. Como podemos observar en el siguiente gráfico, la mayoría de sus activos siguen una estrategia de establecer contratos inferiores a los cuatro años de forma y manera que se puedan renegociar las rentas y aprovechar así la tendencia alcista del mercado. Llama la atención por el contrario el elevadísimo periodo de duración de los contratos del sector del *High Street retail* (19,6 años de duración media), factor que altera y eleva considerablemente la media hasta los 6,7 años de media que presenta la SOCIMI en lo concerniente al *Wault*.

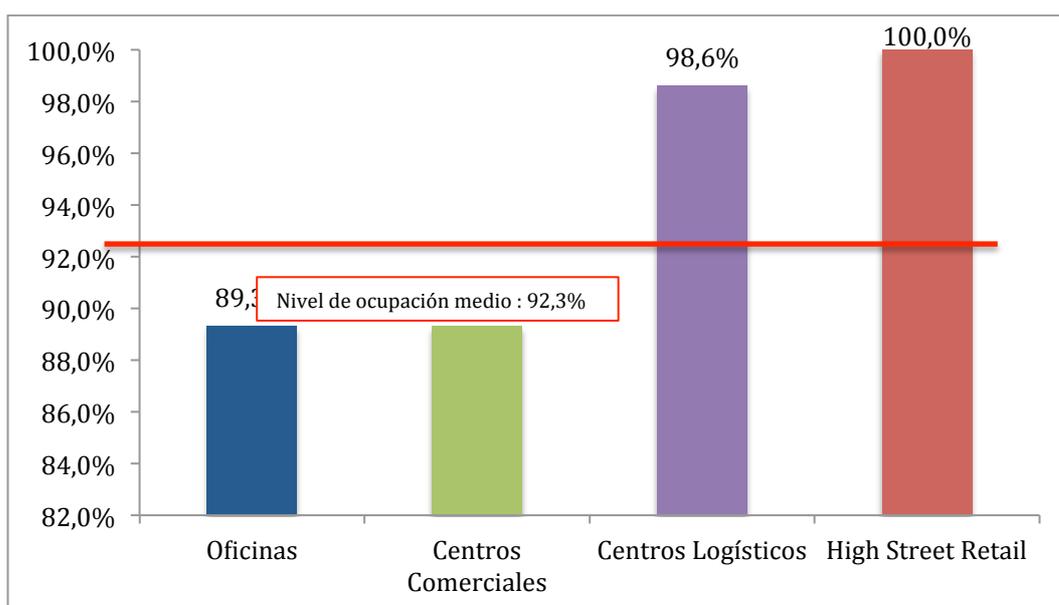
**Gráfico 11.** *Wault* por tipo de activo.



Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Merlin “*Informe de gestión consolidado*” (2018).

Este dato es muy interesante para nuestro estudio pero lo pondremos de relieve analizando el siguiente gráfico que muestra el ratio o nivel de ocupación de los activos de Merlin durante el ejercicio 2017.

**Gráfico 12.** Nivel de ocupación por tipo de activo.



Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Merlin “*Informe de gestión consolidado*” (2018).

Como podemos observar en el gráfico anterior, el ratio de ocupación de Merlin se sitúa en un 92,3% de media siendo los activos con un nivel de ocupación más bajo las oficinas y los centros comerciales.

Sin embargo, el *High Street Retail* se sitúa en el 100% de ocupación. Esto se debe a la idoneidad de ubicación de ciertos activos que siempre van a tener una fuerte demanda.

La estrategia por tanto es doble, un *wault* inferior en activos donde hay mayor rotación y otra mucho más conservadora con un *wault* muy elevado de unos 20 años para aquellas inversiones con una tasa de ocupación garantizada del 100% y con un retorno garantizado (Merlin, 2018).

Esto que luego comentaremos más adelante con mayor detalle, cuadra perfectamente con nuestra idea de inversión donde equipararíamos la seguridad y la ubicación del *High Street Retail* con los activos del estado donde también tendríamos una ocupación del 100% y un contrato de larga duración.

### **3.2.2. Hispania**

Hispania salió a Bolsa el 14 de marzo de 2014 con un capital inicial de 550 millones de euros y es parte del Ibex Small cap desde Diciembre de 2014.

Hispania, presenta alguna particularidad respecto a otras SOCIMIS donde la gestión es interna ya que Hispania esta gestionada por el fondo de gestión inmobiliaria Azora Gestión S.G IIC S.A. perteneciente al grupo Azora, grupo que cuenta con más de 4.400 millones de euros de activos inmobiliarios bajo gestión y que dota a la SOCIMI de una gestión externa eficaz y objetiva (Malik, 2017).

Resaltamos algunas de sus cifras más destacables:

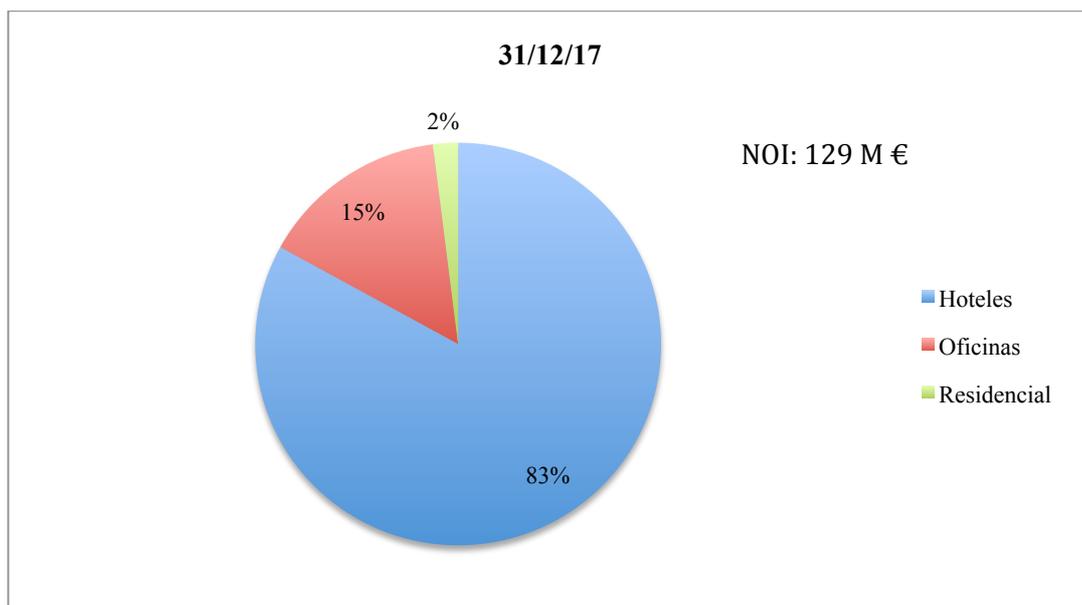
- Cifra neta de negocio 156,6 millones de euros.
- *EBITDA* 102,6 millones de euros.
- Beneficio neto atribuible 222,8 millones de euros.

- GAV 2.475 millones de euros.
- Revalorización de los activos 15%.
- Deuda financiera 651,8 millones de euros.
- EPRA/NAV 1.735,5 millones de euros.
- EPRA NAV/acción 15,93 euros.
- Total *Shareholders return* 17,2 %.

A continuación, realizamos un desglose que deja en evidencia una clara inclinación de Hispania por la actividad hotelera. Según gráficos obtenidos en sus informes anuales el desglose atendiendo a los beneficios supone que el peso del 80 % de los ingresos provienen de la cartelera hotelera. Asimismo, el 66% del *GAV (Gross Asset Value)* del valor total de sus activos corresponde a esta línea de negocio.

Esta apuesta por el sector se refuerzan con las palabras de su presidente Rafael Miranda donde afirma que “Hispania ha comprometido el 100% de su capacidad de inversión remanente en transacciones hotelera” (2018).

**Gráfico 13.** NOI por tipo de activos.

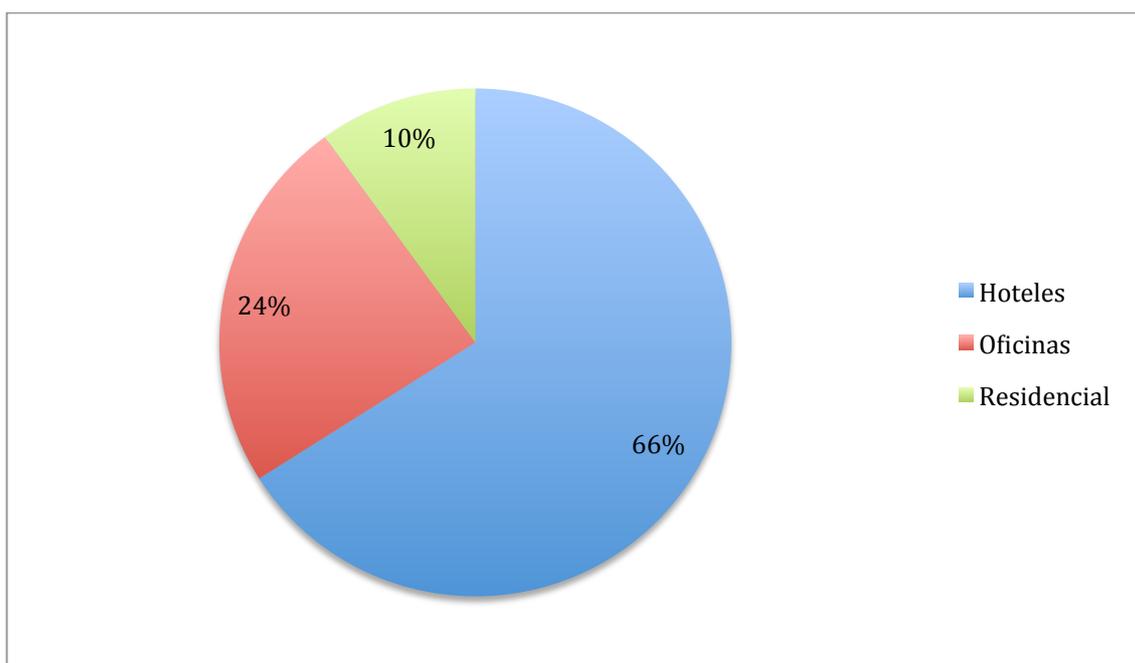


Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Hispania “*Informe anual de 2017*” (2018).

Como podemos observar, el *NOI* del ejercicio de 2017 está fuertemente ligado a la actividad hotelera que representa un 83% del total. En un segundo plano aparece el sector de las oficinas que representa el 15% de dicho beneficio neto operativo y en ultimo lugar y de manera residual un pequeño componente del 2% atribuible al sector residencial.

El desglose del *GAV* de los activos de Hispania mantiene la misma tendencia como podemos observar en el siguiente gráfico donde el 66% del Valor bruto de los activos corresponde a la cartera hotelera mientras que las oficinas suponen un 24% de dicho desglose y de nuevo el sector residencial aparece de manera residual con un valor inherente a esa línea de negocio de exclusivamente el 10% (Hispania, 2018).

**Gráfico 14.** *GAV* por línea de negocio.



Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Hispania “*Informe anual de 2017*” (2018).

Es importante fijarnos en el dato de el comportamiento que ha tenido el sector hotelero donde su incidencia en el *NOI* (83%) es significativamente superior a su Valor bruto como activo. Esto deja constancia de dos cuestiones que debemos nombrar:

- En el sector hotelero, el ingreso por alquiler tiene un componente fijo y uno variable en función de la ocupación y el comportamiento del negocio que presente el hotel dicho ejercicio. Como hemos comentado la tendencia estos últimos años del turismo español esta siendo muy positiva
- Evidencia la clara especialización que ha decidido afrontar Hispania en la gestión de sus activos.

Otra conclusión que podemos obtener de estos datos si los contrastamos con los previamente analizados por Merlin es que debido al volumen de inversión que manejan las SOCIMIS , no centran tanto su apuesta en el mercado residencial que quizá es mas propio de promotores o pequeños inversores y salvo segmentos especializados en eso, centran sus flujos de inversión en activos de un tamaño o entidad mayor.

Además Hispania ha experimentado una revalorización del GAV de sus activos tras las inversiones de CAPEX implementado en estos. De sus cuentas obtenemos una revalorización por activos diseccionada de dos maneras; en primer lugar teniendo en cuenta las incorporaciones que ha añadido a su perímetro de consolidación y otra teniendo en cuenta exclusivamente a revalorización de los activos tras implementar el CAPEX.

La revalorización *like-for-like* que ha tenido el *GAV* de los activos de Hispania según la línea de negocio son:

- Hoteles 22,7%.
- Oficinas 15,7%.
- Residencial 1,5%.

Dando un aumento del *GAV* de Hispania del 18,4 % total.

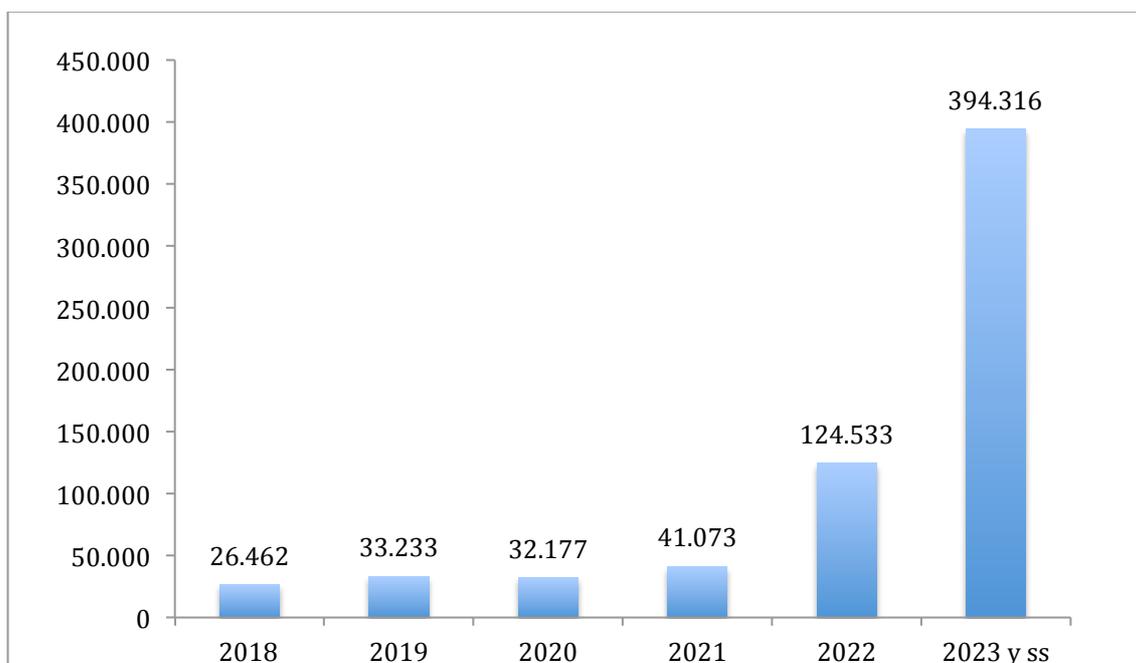
Vemos que este incremento se ha traducido de nuevo en un aumento en su EPRA/NAV siendo este el valor de los activos netos según el balance consolidado, bajo IFRS ajustado por determinados conceptos como la valoración de los instrumentos financieros y los impuestos diferidos relacionados con los activos inmobiliarios que no

se esperan materializar asumiendo una estrategia de gestión a largo plazo pasando de los 13,72 € iniciales del ejercicio por acción a los 15,93 € con los que cierra el ejercicio (Informe anual de 2017, Hispania).

Respecto de la deuda financiera de Hispania esta presenta los siguientes datos de interés al cierre del ejercicio de 2017:

- Deuda financiera de 651,8 millones de euros.
- Coste medio de la deuda 2,6% con el riesgo del tipo de interés cubierto en el 88% de la deuda.
- La deuda mayoritariamente tiene duración de 10 años o más pero dado el periodo de amortizaciones, el *maturity* o duración media ponderada asciende a 6,2 años como podemos observar en el siguiente gráfico donde la mayoría de los vencimientos y de la amortización de los préstamos bancarios están programados para a partir del año 2023. Esto queda reflejado en el siguiente gráfico donde se muestra un desglose en función del calendario de amortización de la deuda:

**Gráfico 15.** Calendario de amortización de los préstamos bancarios.



Fuente: Elaboración propia basado en Informe de Hispania “Informe anual de 2017” (2018).

- Rating: El 8 de marzo de 2017 Hispania obtuvo la calificación crediticia de BBB- con perspectiva estable y a largo plazo por parte de *Standard&Poor's Global Rating* (“S&P”).

### **3.2.3. Axiare - Colonial**

Al iniciar el estudio de nuestro tema, podríamos haber realizado un análisis de estas dos compañías por separado atendiendo a su volumen, su especialización en una determinada tipología de activos o sus estructuras de capital. No obstante, la cuestión que de verdad tiene interés respecto de estas dos SOCIMIS es la fusión que ha tenido lugar, donde Colonial, ha lanzado una OPA sobre Axiare.

Aunque emplearemos datos previos a la operación en el apartado cinco donde analizamos como implementaríamos nuestra SOCIMI y para ello hemos obtenido datos del sector, como ya he dicho consideramos que tiene mayor relevancia comentar la operación que ha tenido lugar entre estas dos SOCIMIS.

La fusión entre ambas implica la creación de un gigante donde Colonial tendrá una cartera de unos 10.000 millones de euros tras haber lanzado la OPA sobre Axiare el pasado 13 de Noviembre de 2017. Esta oferta estaba condicionada en su momento a alcanzar un 50% de aceptación y fue aceptada por la CNMV el pasado mes de Diciembre (Díaz, 2017) con una aceptación del 58,07 % del capital tras una previa aceptación por parte del 81,55% de las acciones a las que iba dirigida la oferta. Esta aceptación del 58,07% implica que, unido al 28,8% que poseía, Colonial se hace con el control del 87% de Axiare (Arroyo, 2018).

Podemos ver que el crecimiento de las SOCIMIS está teniendo una marcha acelerada, no solo a través de la captación de fondos o la compra de activos, sino acudiendo al mercado y realizando operaciones societarias de gran envergadura como la aquí citada, o en su momento, la fusión entre Merlin y Metrovacesa.

### **3.2.4. Otras SOCIMIS**

Las SOCIMIS han calado en el mercado inmobiliario español y han tenido un fantástico recibimiento tras ciertos ajustes legislativos que se introdujeron. Esto queda de manifiesto cuando observamos que tienen su propio segmento de cotización dentro del MAB.

Actualmente hay 50 SOCIMIS cotizando en este índice y se calcula que su capitalización está por encima de los 40.000 millones de euros. Esto nos da una idea del atractivo que tienen estos vehículos de inversión también para inversores o empresarios de menor entidad (MAB, 2018).

Encontramos desde General de Galerías Comerciales SOCIMI S.A. con una capitalización superior a los 2.000 millones de euros a otras de menor entidad aunque se calcula que para que sea recomendable la inversión se debe preciar de unos 15-20 millones de euros ( Mazabi, 2015) como por ejemplo ALBIRANA PROPERTIES S.A.U. que cumple escuetamente con los 5 millones exigidos por ley (MAB, 2018).

#### 4. PERSPECTIVA DEL ESTADO

En este apartado queremos centrarnos en cual es la situación financiera actual española y como se financia actualmente el Estado, con la idea de obtener una mayor comprensión en este ámbito y poder justificar, de una manera más acertada, nuestra propuesta.

##### 4.1. Deuda / PIB

El Estado español se encuentra ante una tesitura mayúscula al tener una inmensa deuda cuyo importe prácticamente cubre la generación anual del PIB.

Según datos obtenidos del Instituto Nacional de Estadística , la deuda española alcanzó la impactante cifra del 98,3% del Producto Interior Bruto generado en España en el año 2017.(Datos Macro, 2018)

*Tabla 2.* Ratio Deuda/PIB.

FECHA	DEUDA TOTAL	DEUDA (%PIB)
2017	1.144.298	98,30%
2016	1.107.220	99,00%
2015	1.073.934	99,40%
2014	1.041.624	100,40%
2013	978.272	95,50%
2012	890.726	85,70%

Fuente: Elaboración propia elaborada a partir de Datos Macro obtenidos del INE (2018)

Estas cifras son propias de la difícil situación que atraviesa el país desde el año 2007 y que años después y tras haberse dado en España diferentes gobiernos con diferentes políticas ante la crisis dejan un panorama complicado en este ámbito. Como vemos, son cifras muy elevadas y maquilladas por el incremento del PIB a un ritmo superior al aumento de la deuda.

## **4.2. Fondo de Reserva de las pensiones**

Si bien es cierto que España logró paliar la crisis acertadamente y que el crecimiento del PIB es constante y positivo e incluso supera las expectativas, también lo es que en España sigue habiendo una alta tasa de desempleo de alrededor del 16,38 % después del tercer trimestre de 2017 según datos publicados por la EPA. Por tanto, aun debemos consolidar esta fase de recuperación. Las altas tasas de desempleo así como el envejecimiento generalizado español abren camino a otra coyuntura problemática como es el Fondo de Reserva y el pago de las pensiones a los ciudadanos. Son llamativas y preocupantes las cifras que muestran la evolución menguante que ha tenido el Fondo de Reserva en los últimos años propia del déficit que presenta el Estado y de donde se han tenido que retirar fondos para poder hacer frente las obligaciones de éste en materia de pensiones.

Esto se puede observar en el siguiente gráfico, donde si bien hay que precisar que las dotaciones a dicho fondo han disminuido significativamente, los datos son por lo menos alarmantes.

Según el informe del ministerio de empleo y seguridad social, a finales de 2017 el fondo dispone de 8.095 millones de euros. Esto ha supuesto un problema ante la imposibilidad de cubrir la prestación de las pensiones de Diciembre de 2017 exclusivamente con las cotizaciones y el Fondo de Reserva , por consiguiente y tal y como anunció Emma Navarro, Secretaria General del Tesoro y Política Financiera en Enero de 2018, el Tesoro prestará 15.000 millones de euros al Fondo de Reserva de la Seguridad Social.

Esta situación ya se dio en 2017 cuando el montante del préstamo ascendió a 10.192 millones de euros (Ministerio de Empleo y Seguridad Social, 2017).

**Tabla 3.** Evolución del Fondo de Reserva.

EVOLUCIÓN GENERAL DEL FONDO DE RESERVA (en millones de euros)									
Datos Acumulados	2000-2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1.Dotaciones	50.670	50.750	52.559	52.782	53.008	53.205	53.484	53.587	53.598
2.Disposiciones					-7.003	-18.651	-33.951	-47.201	-67.337
3.Rendimientos netos generados	6.553	9.272	11.816	14.033	17.003	19.190	22.101	26.095	28.759
<b>TOTAL</b>	<b>57.223</b>	<b>60.622</b>	<b>64.375</b>	<b>66.815</b>	<b>63.008</b>	<b>53.744</b>	<b>41.634</b>	<b>32.481</b>	<b>15.020</b>

Fuente: Elaboración propia basado en Informe del Ministerio de Empleo y Seguridad Social “Informe a las Cortes Generales” (2017).

### 4.3. Emisión de Deuda Pública

A pesar de la citada situación donde la deuda aumenta y las pensiones andan en entredicho, la Deuda Pública española sigue teniendo cierto atractivo para los inversores y su rating es solvente tal y como publican las Agencias de rating. Este dato lo podemos constatar en la siguiente gráfica de elaboración propia con datos obtenidos del Tesoro.

**Tabla 4.** Rating de Deuda Pública española.

	Moody's	Standard & Poor's	Fitch	DBRS
Rating largo plazo	Baa2	BBB+	A-	A low
Perspectiva	Estable	Positiva	Estable	Estable
Rating corto plazo	P-2	A-2	F1	R-1L
Fecha acción	21/2/14	1/03/2017	19/1/18	8/8/12

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Tesoro Público Español (2018).

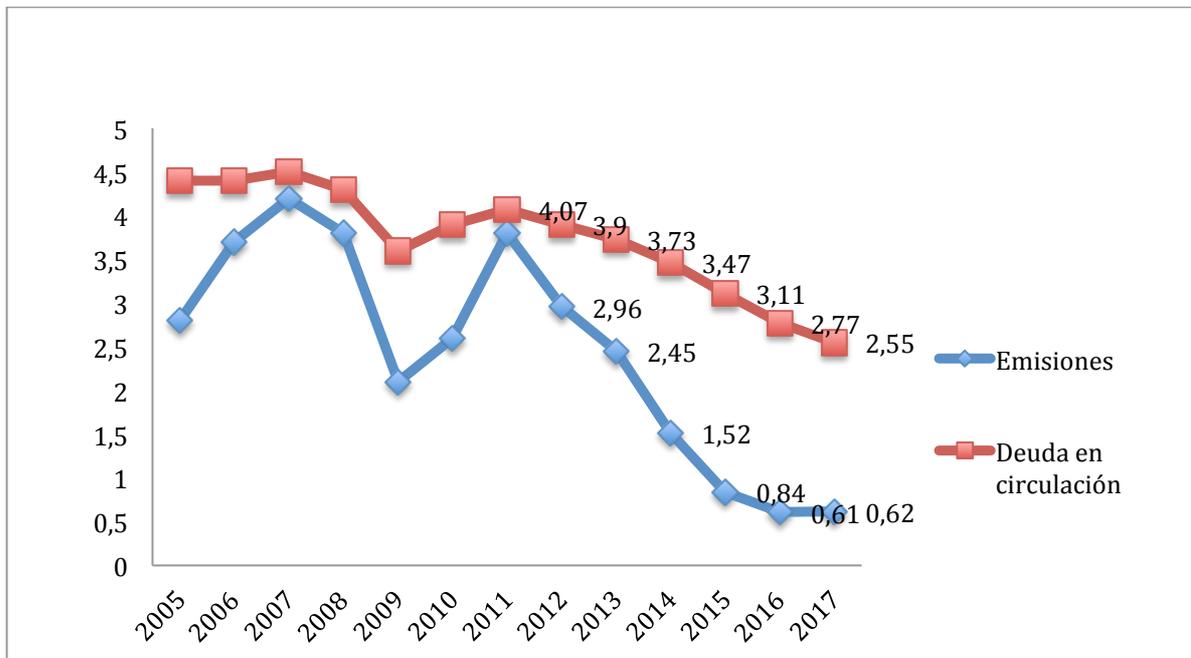
El Tesoro, ha emitido en 2017 12.406 millones de euros, de los cuales un 8,9% son emisiones a medio y largo plazo solo en emisiones de Bonos y Obligaciones del Estado ligados a la inflación Europea. El total de este tipo de emisiones asciende a 41.803 millones de euros, lo que supone un 4,3% del total de la Deuda del Estado en circulación (Tesoro Público ,2018).

El Tesoro, emitió en 2017 233.900 millones de euros en el transcurso del año 2017, de esta cifra, 139.462 millones de euros fueron emitidos a través de instrumentos a medio y largo plazo, lo que supone un 59,6% del total (Tesoro Público ,2018).

Asimismo, las previsiones iniciales estratégicas situaban esta cifra total en 220.017 millones de euros lo que pone de manifiesto el atractivo de la deuda para los inversores.

Como se puede apreciar en el siguiente gráfico, tanto el coste de la deuda en circulación como el de las nuevas emisiones ha ido bajando progresivamente, actualmente el coste de la deuda en circulación se sitúa en un 2,55% lo que como podemos observar se asemeja al coste de la deuda que tienen las SOCIMIS. Esto nos reafirma en la idea de que es un momento óptimo para buscar liquidez y una reducción de la deuda general mediante los *lease-backs*, de forma y manera que se genere una reducción en el ratio Deuda/PIB cuyo objetivo para 2018 es que se sitúe en torno al 98,1%, y de esa manera, poder obtener una financiación en condiciones más ventajosas para el estado (Tesoro Público ,2018).

**Gráfico16.** Coste medio de las emisiones y coste medio de la deuda en circulación.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Tesoro Público Español del informe “Estrategia de Financiación del Tesoro” (2018).

Por todas estas cuestiones, consideramos que la propuesta de que el Estado haga caja mediante la venta de activos inmobiliarios suyos y permanezca en calidad de inquilino a través de un *lease-back* es muy atractiva especialmente en este momento.

## 5. NUESTRA SOCIMI

### 5.1. Introducción

Una vez hemos establecido una serie de premisas respecto del tema que nos ocupa tales como:

- La incipiente necesidad del estado de liquidez y de realizar una gestión dinámica de sus activos obteniendo un mayor beneficio.
- La importancia de las SOCIMI como vehículo de inversión dentro del sector inmobiliario en España.
- El buen ciclo actual del sector inmobiliario en España.

Es preciso que tracemos las que serían las líneas básicas de actuación que tendríamos a la hora de implantar nuestro modelo de inversión y de crear nuestra SOCIMI.

Para ello vamos a establecer el posicionamiento que tendría nuestra SOCIMI y vamos a realizar un modelo financiero analizando diferentes escenarios. Antes sin embargo es conveniente recordar las palabras de Luis Viñuales respecto del ciclo económico *“el éxito o fracaso de las SOCIMI no dependerá tanto del mayor o menor acierto con el que se haya regulado en la Ley 11/2009 su régimen fiscal y de inversión, como de la capacidad de los operadores para captar inversores dispuestos a invertir en inmuebles en plena crisis de la industria inmobiliaria. Resulta significativo recordar el sonado éxito de las SIIC francesas (Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées) el equivalente a la SOCIMI española..... sería injusto ignorar que buena parte de su éxito se debió a la oportunidad temporal de su lanzamiento en un momento en el que el mercado inmobiliario se encontraba en plena expansión”* (Viñuales, 2018).

Ahora bien, lo primero es delimitar el tipo de inversión al que nos vamos a ceñir.

La idea es establecer un portfolio atractivo con activos que sean propiedad del Estado y que impliquen rentas inmediatas y un generación de flujos de caja estable para posteriormente ampliar la cartera a través de dos maneras:

1. Mediante la adquisición de más activos propiedad del estado

2. Mediante una ligera diversificación invirtiendo en algunos activos de otro tipo, es decir activos que sean de entes privados y con los que realicemos una gestión especulativa y de rotación de activos más propia de las SOCIMIS

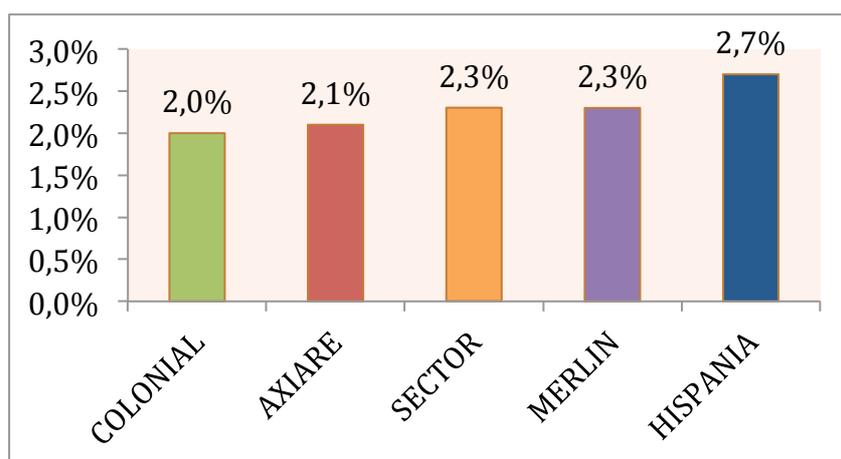
La tipología de inversiones fijadas sería por tanto:

- Ubicaciones: Principales ciudades españolas
- Arrendatario principal: El Estado

Habría que analizar en cuestión una serie de parámetros que estarían presentes en nuestro modelo operativo:

1. **Exposición a activos “prime”:** Como hemos podido comparar en los distintos documentos que hemos analizado,, los activos “prime” son aquellos que por su ubicación y tipo de activo tienen una elevada demanda. Nosotros en este caso, al establecer obligados cumplimientos con el estado y dada la seguridad que proporciona este como inquilino, gozaríamos de este tipo de inversión
2. **Ratio de ocupación:** A diferencia del sector cuyos ratios de ocupación se sitúan aproximadamente entre el 80 y el 95% , nosotros tendríamos una ocupación del 100% al realizarse la inversión a través de *lease-backs*. Esto es una ventaja con respecto de las otras SOCIMIS ya que no tenemos activos improductivos al tener plena ocupación y conlleva a su vez que no tenemos CAPEX de inversión dejando exclusivamente en nuestro modelo el CAPEX de mantenimiento.
3. **WAULT:** Como podemos observar en el gráfico X de Merlin su Wault, es tremendamente superior para el *High Street Retail*. Dado que las características de nuestra cartera serían similares al gozar de unas rentabilidades estables y una ocupación plena, parece razonable que nuestra estrategia sea coincidente y establezcamos un periodo de duración de los contratos de entre 15 y 20 años o incluso de una duración superior
4. **Acceso a financiación:** A continuación ilustramos unos datos del “sector” entendiendo como tal las cuatro SOCIMIS que utilizaremos como muestra relevante y que hemos empleado de cara a valorar nuestro modelo.

**Gráfico 17.** Coste medio ponderado de la deuda.



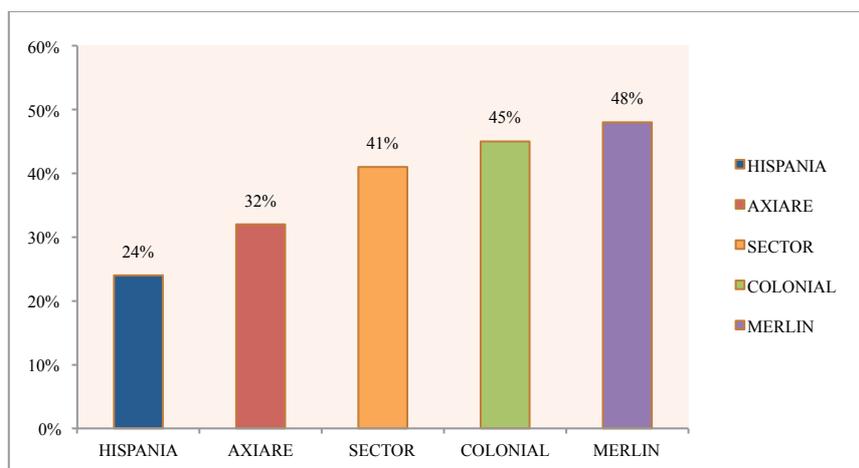
Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Société Générale del informe “*Spanish Real Estate, look south for the highest rental growth.*” (2017).

Como vemos, la SOCIMI con mayor coste medio ponderado de la deuda es Hispania con un 2,7% y la que tiene una financiación más barata es Colonial con un 2%. Esto arroja una media de un 2,3%.

Tomando como referencia el Rating de la Deuda Pública, y estableciendo una comparación con los ratings de Merlin que tiene una calificación de “Baa2” de Moody’s y de BBB en *Standard&Poor’s* e Hispania que tiene una calificación de rating de BBB- también según *Standard&Poor’s*, es consecuente pensar que tendríamos un acceso equiparable a la financiación en caso de poder generar los retornos que hemos comentado.

Por otro lado, establecer amos un LTV similar al del sector que nos permita tener unas tasas de crecimiento similares y con un coste medio de ponderado de la deuda que este dentro de la competitividad del sector. Nuestro objetivo de LTV sería por tanto de entorno al 40% tal y como hemos observado y mostramos en el siguiente gráfico.

**Gráfico 18. LTV.**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Société Générale del informe *“Spanish Real Estate, look south for the highest rental growth.”* (2017).

**5. Rentas brutas y margen de rentas brutas:** Es lógico que el tipo de inversión que planteamos es más defensiva que ofensiva, y por tanto, al ser conservadora y basarse en el tipo de operación que planteamos no obtendremos la misma rentabilidad que consiguen las SOCIMIS al operar en el mercado, al hacer estos una gestión mucho más activa y arriesgada y por consiguiente comprometer un factor de riesgo de cara a incrementar la rentabilidad.

Sin embargo, esto no parece un problema de importancia debido a que nosotros valoramos la idea teniendo muy presente el binomio de rentabilidad-riesgo que presenta cualquier inversión y de cara a valorar el atractivo de la implantación de nuestro modelo de negocio para los inversores hay que considerar que el riesgo será mucho menor y por tanto la tasa de rentabilidad exigida por estos será menor.

Lo que es interesante de cara a valorar nuestro modelo es considerar que retorno presenta una inversión de riesgo similar como sería la inversión en Deuda Pública.

## 5.2. Modelo financiero

### 5.2.1. Introducción al modelo

En este punto vamos a elaborar un modelo financiero de cara a ver si nuestra propuesta es viable. Para ello hemos obtenido datos de las 4 SOCIMIS más relevantes que hemos analizado: Merlin, Hispania, Axiare y Colonial (de estas dos últimas con datos previos a su fusión).

Para elaborar el modelo hemos empleado datos de un *Equity Report* elaborado por Société Générale donde hay un desglose de los Estados financieros de las citadas SOCIMIS y una serie de previsiones previamente elaboradas por ellos.

Para el análisis de nuestro modelo emplearemos los siguientes datos que hemos recogido y analizado:

1. **GAV:** Hemos recogido la evolución del Valor bruto de los activos de Merlin, Hispania, Axiare y Colonial y hemos establecido un crecimiento medio para las SOCIMIS considerándolo como el del sector de cara a establecer la previsible revalorización que tendrían nuestros activos tal y como está evolucionando el sector en los últimos años.

*Tabla 5. GAV.*

2 GAV		2015	2016	2017E	2018E
GAV		3.379	4.826	5.619	6.005
Crecimiento			43%	16%	7%
Merlin		5.397	9.027	9.986	10.025
Hispania		1.361	1.888	2.393	2.615
Colonial		6.743	7.763	8.844	9.394
Axiare		842	1.311	1.840	2.084

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Société Générale del informe “*Spanish Real Estate, look south for the highest rental growth.*” (2017).

2. **Rentas brutas:** El segundo indicador que hemos analizado para nuestro modelo es las rentas brutas que han ido generando Merlin, Hispania, Axiare y Colonial, las SOCIMI que estudiamos en cuestión para así establecer posteriormente una línea de tendencia que mida como han ido evolucionando las rentas brutas procedentes del arrendamiento de los activos en el periodo objeto de medición.

**Tabla 6.** Rentas brutas.

<b>3 Rentas brutas</b>				
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
Rentas brutas	126	207	249	280
Merlin	214	351	468	487
Hispania	38	143	192	234
Colonial	231	271	305	326
Axiare	35	42	76	103

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Société Générale del informe “*Spanish Real Estate, look south for the highest rental growth.*” (2017).

3. **Margen de las rentas brutas:** Como hemos mencionado en el apartado anterior, una vez tenemos un desglose y unas previsiones de cómo van a evolucionar tanto el valor bruto de los activos como las rentas brutas obtenidas en base al valor bruto de esos activos en el periodo, podemos establecer que margen se obtiene en la relación rentas con respecto al GAV que se muestra como un porcentaje respecto del valor de este y valorar a su vez cual ha sido la media de las distintas SOCIMIS de cara a establecer una media del sector que posteriormente introduciremos como variable en nuestro modelo. Los datos obtenidos se muestran en la siguiente tabla:

**Tabla 7.** Margen rentas brutas.

<b>4 Margen de rentas brutas (%)</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>Media</b>
Margen de rentas (%)	4%	6%	5%	5%	5%
Merlin	4,0%	6,5%	5,2%	4,9%	
Hispania	2,8%	10,5%	10,2%	9,8%	
Colonial	3,4%	4,0%	3,9%	3,7%	
Axiare	4,2%	5,0%	5,8%	5,6%	

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Société Générale del informe “*Spanish Real Estate, look south for the highest rental growth.*” (2017).

**4. Margen de EBITDA:** Al estar en el sector inmobiliario, el margen del EBITDA respecto de las rentas brutas será como es lógico muy diferente al de otros sectores que tengan más gastos en su modelo de negocio, por consiguiente hemos medido el margen del EBITDA respecto de las rentas brutas obtenidas en el periodo en aras de obtener una media que podamos considerar del sector y que posteriormente emplearemos como referencia en nuestro modelo. Los datos obtenidos, se muestran en la siguiente tabla:

*Tabla 8. Margen de EBITDA.*

<b>4. Margen de EBITDA</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>Media</b>
Media del sector	73%	73%	75%	77%	74%
Merlin	74%	72%	73%	74%	
Hispania	26%	64%	65%	67%	
Colonial	76%	80%	81%	81%	
Axiare	73%	74%	78%	79%	

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Société Générale del informe “*Spanish Real Estate, look south for the highest rental growth.*” (2017).

Como podemos observar en los datos obtenidos, el margen del sector se sitúa en un entorno de entre el 70% y el 80%. Hay unas discrepancias notorias entre Colonial e Hispania pero los datos nos sitúan en una media razonable del 74% que será el dato que emplearemos en nuestro modelo.

**5. CAPEX de mantenimiento:** Por último, hemos considerado necesario hacer una medición del CAPEX de mantenimiento ya que nuestra SOCIMI, no requeriría al menos inicialmente un CAPEX de inversión destinado a la rehabilitación de los edificios ya que al versar nuestra idea en activos que estén ocupados por el estado, estos estarían ocupados al 100% desde el momento en el que iniciásemos el *lease-back*.

Sin embargo, el CAPEX de mantenimiento sería necesario y por tanto nos hemos centrado en esa cifra para obtener su evolución en las SOCIMIS analizadas y obtener un dato medio del sector que nos sirva para realizar nuestros cálculos.

**Tabla 9.** CAPEX Mantenimiento.

<b>5. Capex Mantenimiento</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	Media
Capex Mantenimiento	28,55	59,1	64,05	60,9	60
% CAPEX	23%	29%	26%	22%	24%
Merlin	20,1	110	175	47,2	
Hispania	37	54,2	91,1	74,6	
Colonial	3,37	20,9	30,2	16,2	
Axiare	128	64	37	95,3	

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Société Générale del informe “*Spanish Real Estate, look south for the highest rental growth.*” (2017).

Una vez hemos establecido cuales serán los parámetros principales que tendremos en consideración, hemos establecido una serie de inputs de cara a realizar nuestra valoración.

Hemos excluido de la base del calculo el pago de intereses de deuda de cara a facilitar los cálculos de nuestro modelo y al estar esta implícita en nuestro modelo.

Por otro lado, no hemos incluido el EBIT sino que hacemos la valoración respecto del EBITDA ya que son magnitudes casi idénticas.

También establecemos una hipótesis donde el primer paso de la gestación de la SOCIMI se centraría en captar los fondos y en seleccionar las operaciones y luego proceder a la inversión. Con la perspectiva de obtener unos números más redondos hemos optado por tener un volumen de 1.000 millones de euros que invertiríamos en su totalidad el primer año.

Hemos considerado que no pagamos inicialmente intereses de la deuda para simplificar el modelo. Como hemos comprobado analizando Merlin cuya maturity de deuda es

superior a 6 las de Hispania, las SOCIIMIS obtienen financiación sobre todo a largo plazo.

A continuación establecemos un análisis de escenarios basado en los parámetros obtenidos para obtener unos flujos de caja que nos permitan obtener mayor información de nuestra idea y realizar una valoración más acertada.

Establecemos tres escenarios en cuestión, uno optimista al que denominamos “caso mejor”, uno medio que denominaremos “caso base” y un tercer escenario con unas peores previsiones que denominaremos “peor caso”. En los tres casos, nuestros inputs se basan en los datos medios “del sector” obtenidos previamente.

### 5.2.2. Escenario optimista o caso mejor

Realizamos el análisis de escenario optimista elaborando una proyección para a partir del año 2020, partiendo de la presunción de que el primer año sería para implementar el vehículo y captar los fondos. Los inputs que empleamos son los siguientes :

**Tabla 10.** Inputs escenario optimista.

GAV inicial	1.000 millones de euros
Crecimiento GAV (sobre crecimiento medio del sector)	0%
Crecimiento del margen de rentas brutas (sobre la media del sector)	0%
Crecimiento del margen del EBITDA sobre la media	0%
Crecimiento del CAPEX de mantenimiento sobre la media	0%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Société Générale del informe “*Spanish Real Estate, look south for the highest rental growth.*” (2017).

Es decir, mantenemos para todas las variables analizadas exactamente el mismo comportamiento observado en las SOCIMIS. Con estos datos obtenemos la siguiente valoración.

**Tabla 11.** Escenario optimista.

## Mejor Caso

	2020E	2021E	2022E	2023E
GAV	1.000,0	1.428,1	1.662,8	1.777,0
<i>Growth</i>		43%	16%	7%
Gross Rental	53,6	76,6	89,2	95,3
<i>% Gross Rental</i>	5%	5%	5%	5%
EBITDA	39,9	57,0	66,3	70,9
<i>EBITDA Margin</i>	74%	74%	74%	74%
Taxes and Other interest expenses	0,8	1,1	1,3	1,4
Net Income	39,1	55,8	65,0	69,5

## Caja

	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA	39,9	57,0	66,3	70,9
-Taxes	-0,8	-1,1	-1,3	-1,4
-Capex mantenimiento	-13,0	-18,6	-21,6	-23,1
<b>Caja</b>	<b>26,1</b>	<b>37,3</b>	<b>43,4</b>	<b>46,4</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Société Générale del informe “*Spanish Real Estate, look south for the highest rental growth.*” (2017).

Como podemos observar, el escenario optimista nos proporciona unos datos de cierto atractivo. Hemos optado por situar el caso optimista como el caso base de referencia del mercado ya que al ser nuestro modelo más conservador tampoco parece realista considerar que seríamos capaces de superar la actuación de las SOCIMIS.

Partiendo de esta premisa, generamos unos datos de gran solidez donde como podemos ver se genera un flujo de caja creciente que parte de un 2,6% el primer año y va progresando.

A continuación veremos el comportamiento que tendríamos en caso de manejar unas variables más realistas o pesimistas.

### 5.2.3. Escenario base o caso base

Realizamos el análisis de escenario base elaborando una proyección para a partir del año 2020, partiendo de la presunción de que el primer año sería para implementar el vehículo y captar los fondos. Los inputs que empleamos son los siguientes:

**Tabla 12.** Inputs caso base.

GAV inicial	1.000 millones de euros
Crecimiento GAV (sobre crecimiento medio del sector)	-1%
Crecimiento del margen de rentas brutas (sobre la media del sector)	-0,50%
Crecimiento del margen del EBITDA sobre la media	0%
Crecimiento del CAPEX de mantenimiento sobre la media	0%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Société Générale del informe “*Spanish Real Estate, look south for the highest rental growth.*” (2017).

En este escenario, hemos variado los inputs estableciendo unas previsiones ligeramente más desfavorables y quizá más realistas.

El crecimiento del *GAV* hemos puesto que será de 100 puntos básicos (1%) inferior al del sector, por un motivo lógico y es que por la tipología de inversión que tenemos donde las rentas se mantendrán relativamente constante al tener un periodo *wault* elevado, no podremos especular en exceso con la revalorización de nuestros activos. Por otro lado, nuestro CAPEX de inversión es inexistente inicialmente como ya hemos mencionado con lo que la revalorización de los activos no tendría lugar de forma inmediata.

Por tanto nuestro crecimiento del *GAV* tendrá lugar a través de la incorporación de más activos a nuestro vehículo bien con la captación de nuevos fondos o bien con la reinversión de beneficios.

A su vez, hemos establecidos que el crecimiento de nuestras rentas brutas calculado como el margen de estas no será el mismo que el del sector sino de 50 puntos básicos inferior (0,50%) ya que de nuevo nuestro producto se centra en un producto estable y no

en la optimización mediante la diversificación que como es lógico conlleva más riesgo pero puede ofrecer un escenario con una rentabilidad superior.

El margen del *EBITDA*, lo dejaremos intacto ya que se ciñe a cuestiones operativas y no creo que el nuestro debiese verse perjudicado.

Por último el CAPEX de mantenimiento recibirá el mismo trato al considerar que su evolución será la media con respecto al sector y a la evolución de nuestro *GAV* por lo que tampoco lo tocaremos.

Obtenemos el siguiente cálculo en base a nuestros inputs:

**Tabla 13.** Caso base.

<b>Caso Base</b>				
	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
GAV	1.000,0	1.418,1	1.636,9	1.733,0
<i>Growth</i>		42%	15%	6%
Gross Rental	48,6	69,0	79,6	84,3
<i>% Gross Rental</i>	5%	5%	5%	5%
EBITDA	36,2	51,3	59,2	62,7
<i>EBITDA Margin</i>	74%	74%	74%	74%
Taxes and Other interest expenses	0,7	1,0	1,2	1,3
Net Income	35,5	50,3	58,0	61,4
<b>Caja</b>				
	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
EBITDA	36,2	51,3	59,2	62,7
-Taxes	-0,7	-1,0	-1,2	-1,3
-Capex mantenimiento	-11,8	-16,7	-19,3	-20,4
<b>Caja</b>	<b>23,7</b>	<b>33,6</b>	<b>38,8</b>	<b>41,0</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Société Générale del informe “*Spanish Real Estate, look south for the highest rental growth.*” (2017).

Como vemos, los datos siguen siendo moderadamente buenos tras tener en cuenta las variables aplicables a nuestro modelo, generando un flujo de caja en el primer año de un 2,37% que sigue una progresión creciente en cuanto a la generación bruta de flujo de caja y mantiene aproximadamente el ratio en los años posteriores.

Parece por tanto, que con los datos empleados en los dos primeros escenarios, parece una idea factible y rentable, sin embargo vamos a generar un tercer escenario con datos mas desfavorables para medir el impacto que tendría un crecimiento y una actuación significativamente más pobre que la de las SOCIMIS.

#### **5.2.4. Escenario pesimista o caso pesimista**

Caso peor o escenario pesimista: Realizamos el análisis de escenario pesimista elaborando una proyección para a partir del año 2020, partiendo de la presunción de que el primer año sería para implementar el vehículo y captar los fondos. Los inputs que empleamos son los siguientes:

**Tabla 14.** Inputs escenario pesimista.

GAV inicial	1.000 millones de euros
Crecimiento GAV (sobre crecimiento medio del sector)	-5%
Crecimiento del margen de rentas brutas (sobre la media del sector)	-2%
Crecimiento del margen del EBITDA sobre la media	0%
Crecimiento del CAPEX de mantenimiento sobre la media	0%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Société Générale del informe “*Spanish Real Estate, look south for the highest rental growth.*” (2017).

En este escenario pesimista, Planteamos un crecimiento del GAV todavía mucho más pequeño inferior en 500 puntos básicos o un 5% y donde además este vaya unido a un crecimiento también menor del 2% en lo referente al margen de rentas midiendo este indicador en relación a la evolución de las rentas brutas con respecto a la evolución del GAV.

El margen del EBITDA , lo dejaremos intacto ya que se ciñe a cuestiones operativas y no creo que el nuestro debiese verse perjudicado.

Por ultimo el CAPEX de mantenimiento recibirá el mismo trato al considerar que su evolución será la media con respecto al sector y a la evolución de nuestro GAV por lo que tampoco lo tocaremos.

Después de introducir en nuestro modelo estos parámetros, obtenemos los siguientes datos:

**Tabla 15.** Escenario pesimista.

<b>Peor Caso</b>				
	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
GAV	1.000,0	1.378,1	1.535,6	1.564,4
<i>Growth</i>		38%	11%	2%
Gross Rental	33,6	46,4	51,7	52,6
<i>% Gross Rental</i>	3%	3%	3%	3%
EBITDA	25,0	34,5	38,4	39,1
<i>EBITDA Margin</i>	74%	74%	74%	74%
Taxes and Other interest expenses	0,5	0,7	0,8	0,8
Net Income	24,5	33,8	37,7	38,4
<b>Caja</b>				
	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
EBITDA	25,0	34,5	38,4	39,1
-Taxes	-0,5	-0,7	-0,8	-0,8
-Capex mantenimiento	-8,1	-11,2	-12,5	-12,7
<b>Caja</b>	<b>16,4</b>	<b>22,6</b>	<b>25,1</b>	<b>25,6</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Société Générale del informe “*Spanish Real Estate, look south for the highest rental growth.*” (2017).

Como podemos observar, en este modelo donde penalizamos tanto el crecimiento del GAV como la generación de rentas que va ligada a este obtenemos unas rentabilidades y un flujo de caja más ajustado. El primer año generaríamos un flujo de caja de unos 16,5 millones de euros teniendo en cuenta el Capex de mantenimiento.

Esto supone un 1,65% respecto de nuestro GAV inicial que mantenemos estable en el periodo con una tendencia en términos relativos ligeramente decreciente a pesar del incremento del GAV.

Por tanto vemos que la rentabilidad es estable aunque más ajustada pero se va produciendo un aumento del GAV que en el momento de desinversión debería aflorar una plusvalía.

Por tanto, nuestro modelo presenta una ventaja con respecto a la Deuda Pública como es la posibilidad de revalorización de los activos así como la liquidez que proporciona la inversión en acciones.

Asimismo, las acciones, no se amortizan con lo que no diluyen su valor a diferencia del bono y no deben afrontar el *inflationary risk* ya que siempre cabe la posibilidad de incluir un pequeño variable en los contratos indexado a la inflación.

De todos estos escenarios, partimos entonces que si conseguimos generar una cartera de activos que opere en régimen SOCIMI y cuyos márgenes de actuación operativos se ajusten a los estándares de profesionalización, cabe plantear este tipo de inversión frente a la compra tradicional de Deuda Pública.

De cara al Estado, supone una opción también factible ya que ante la inminente finalización de las políticas del ECB del *quantitative easing* que ya ha anunciado que a lo largo de 2018 se irán reduciendo, se encarecerá su financiación que actualmente tal y como mostramos en el gráfico 18, se financia con un coste superior al 2,5%. Esto sin olvidar la liquidez que obtendría para reducir sus cotas actuales de deuda (CBRE, 2018).

Por tanto, parece una propuesta razonable de inversión siempre y cuando se consiga generar una rentabilidad equiparable a la de la Deuda Pública.

Por ello, nos detenemos en analizar las rentabilidades que ofrece la Deuda Pública. Los datos de las últimas subastas muestran una rentabilidad del bono a 5 años del 0,294% y las Obligaciones a 10 años del 1,148%. Por tanto, parece factible la idea de superar esta rentabilidad con creces con nuestro modelo.

### **5.3. El bono inmobiliario**

Los escenarios de inversión previamente planteados, se basan en un ciclo alcista del sector inmobiliario y en el gran desempeño que están consiguiendo obtener las SOCIMIS en los últimos años.

Nosotros, planteamos un posicionamiento peculiar y que difiere del modelo operativo del sector y que por tanto, teniendo en cuenta el bajo riesgo que tendrían nuestras inversiones que generarían unos flujos de caja recurrentes y sólidos, el retorno garantizado por nuestros accionistas que invertirían en renta variable (acciones cotizadas de nuestra SOCIMI), podría aproximarse al de una inversión en renta fija.

De este modo, consideraríamos la inversión inicial en acciones como el valor nominal al que cotiza nuestra acción y equipararíamos los alquileres mensuales a un cupón que sería por tanto equiparable al dividendo. Podemos establecer esa comparación por la obligación de las SOCIMI de repartir dividendos, ya que en una empresa normal, dicho cupón podría ser alterado o incluso suspendido de manera unilateral.

Para obtener una mejor comprensión de este concepto, es importante que nos fijemos en la estructura que tiene un bono donde se invierte un principal, que posteriormente genera unos rendimientos explícitos en forma de cupón que a su vencimiento es rembolsado.

Nosotros por otro lado tendríamos el principal que es la inversión en acciones, el cupón que ya hemos equiparado que es el obligado reparto de dividendos y la posibilidad de reembolso en el momento de venta de las acciones.

Al ser un posicionamiento único y ofrecer un producto diferente, consideramos que la subida de las rentabilidades no afectaría a nuestros accionistas dado que la inversión que se realiza en nuestra SOCIMI es en cierto modo “defensiva” y se compara con la Deuda Pública y que los precios acordados con el estado se situarían aproximadamente en torno al precio de mercado y con inclusión de cláusulas de revisión de los alquileres.

Por tanto, dada la tipología de nuestra inversión que no dejan de ser acciones, consideramos que la salida de algún inversor propiciada por la idea de invertir en algo más rentable, vendría suplida por la llegada de un nuevo inversor que buscaría optimizar el binomio de rentabilidad-riesgo invirtiendo en nuestra SOCIMI.

Sin embargo, planteamos que ante una ralentización del mercado y una compresión y descenso de rentabilidades, el precio de nuestras acciones, previamente equiparado su comportamiento al del bono subiría y se revalorizarían.

La expresión matemática de la valoración de un bono es la siguiente(Rodriguez,2018):

$$Va = \frac{c1}{(1+r)} + \frac{c2}{(1+r)^2} + \frac{c3}{(1+r)^3} + \frac{c4}{(1+r)^4} + \frac{VN}{(1+r)^n}$$

Cabe recordar, que la variación de los tipos de interés produce variación en la rentabilidad efectiva final por dos motivos, en primer lugar por que produce una variación en el precio del bono y en segundo lugar por que varía la tasa a la que se reinvierten los cupones,

Podemos observar como una baja en los tipos de interés de cupón cero conllevaría una subida del precio del bono hoy, aumentando de este modo la rentabilidad que obtendríamos por la plusvalía al variar el precio.

Es en cierto modo un PPP (*Principal Purchased Note*) donde aunque que duda cabe nuestro activo no queda totalmente protegido ya que hay que soslayar el uso indebido de falsas promesas , nuestro activo queda beneficiado por las bajadas de tipos de interés y sin embargo goza de cierta permeabilidad ante las subidas. Cierta, que no absoluta.

Sin embargo, si que una recesión con las consiguientes apariciones de escenarios inciertos, inquilinos que no pagan, precios revisados a la baja darían un mayor atractivo a nuestra SOCIMI que vería como repuntaría el precio de las acciones.

## 6. CONCLUSIONES

Como hemos podido apreciar a lo largo de nuestro estudio, vemos que la tesitura macroeconómica española es favorable de cara a atraer inversión para el sector inmobiliario tanto de inversores nacionales como de inversores procedentes del extranjero. Esto tiene repercusión en el mercado inmobiliario donde como hemos podido apreciar a lo largo de nuestro estudio hay una clara tendencia alcista en todos los distintos segmentos que hemos valorado.

Asimismo, la introducción de las SOCIMI en nuestro ordenamiento ha demostrado ser un claro acierto por parte del legislador ya que por sus características han demostrado ser un instrumento idóneo para invertir en este mercado. Todas sus ventajas fiscales dejan a la SOCIMI en un lugar privilegiado y lo convierten en una de las principales opciones de los inversores. Estos datos los hemos ido poniendo de relieve a medida que analizábamos las principales SOCIMIS de nuestro país.

Por otro lado, hemos podido comprobar que el Estado español a pesar de la buena marcha de la economía sigue en un proceso de recuperación y que las cotas de deuda siguen siendo muy elevadas. No obstante y a pesar de la escasa rentabilidad que ofrecen la Deuda Pública sigue siendo un factor muy atractivo para los inversores debido a la solvencia y al rating positivo que presenta. La financiación del Estado se va a encarecer también en los próximos años, de ahí que consideremos que sería un buen momento aprovechar el ciclo actual.

Por tanto uniendo todos estos factores nos encontramos ante un momento perfecto para llevar a cabo la idea que proponemos e implementar una SOCIMI cuyo objeto principal verse en establecer *lease-backs* de larga duración y obligado cumplimiento con el estado, como hemos podido observar la buena marcha del sector inmobiliario no excluye que en el futuro próximo se establezca o incluso atravesase por un momento complicado.

Por tanto, considerando que nuestra SOCIMI ofrece una rentabilidad menor pero no por ello menos acertada ya que ofrece un producto diferente al normal del mercado puede ser una buena alternativa de inversión.

Como hemos establecido en los distintos escenarios a pesar de que la rentabilidad sea menor que la del sector, es asequible superar la de la Deuda Pública y por consiguiente crear un producto con riesgo similar pero con un retorno superior.

Observamos que estableciendo escenarios de endeudamiento similar e incluso con menor coste y un WAULT elevado, que se asemeja al *High Street Retail* de Merlin o los hoteles en Hispania podríamos implementar un vehículo cuya rentabilidad inicial sea atractiva pero no óptima pero que cuando haya un pico negativo en el sector se vea tremendamente favorecido en lo que hemos definido como el “Bono Inmobiliario” equiparando el comportamiento de las acciones.

Concluimos por tanto que sopesando los distintos apartados de nuestro estudio podría ser una idea rentable y un escenario de inversión prometedor.

## 7. BIBLIOGRAFÍA

Aguirre Newman (2017). *Mercado Inmobiliario Español. Resumen de situación y previsiones.*

Arroyo, R. (2018). “Éxito en la opa de Colonial sobre Axiare al controlar el 87% de la Socimi”. *Expansión*. Obtenido el 01/03/2018 de <http://www.expansion.com/mercados/2018/02/02/5a746918ca474109238b464b.html>

CBRE. (2018) *Spain; Real Estate Market Outlook.*

Díaz, J. (2017). “La CNMV autoriza la opa de Colonial sobre Axiare, que contempla la venta de activos no estratégicos por 300 millones”. *Expansión*. Obtenido el 05/03/2018 de <http://www.expansion.com/empresas/inmobiliario/2017/12/28/5a452aa7ca4741a3098b467f.html>

Exceltur. (2016). *Perspectivas turísticas, valoración empresarial del primer trimestre, incluida la semana santa y expectativas para el segundo trimestre de 2016.*

Hispania (2018). *Informe anual 2017.*

Hispania. (2018). *Cuentas Anuales Consolidadas del ejercicio terminado el 31 de Diciembre de 2017.* Hispania.

Huynh, C. et al. (2017). *Société Générale Report: Spanish Real Estate, look south for the highest rental growth.*

Jones Lang Lasalle. (2017). *On the edge of the market; Where are companies moving?*.

KREAB. (2017). *Spain as an investment opportunity*.

*MAB*

Mazabi. (2015). *Proyecto SOCIMI*.

Mazabi. (2016). *General market presentation*.

Malik, O. et al. (2017). *UBS: European Real Estate: Back to basics-a primer for European REITs*.

Merlin (2018). *Informe de gestión consolidado del ejercicio 2017*.

Merlin. (2018). *Cuentas Anuales Consolidadas del ejercicio terminado el 31 de Diciembre de 2017*.

Merlin. (2018). *Resumen ejecutivo de los resultados del ejercicio de 2017*.

Ministerio de Empleo y Seguridad Social. (2018). *Fondo de Reserva de la Seguridad Social, Informe a las Cortes Generales*.

Morgan Stanley Fixed Income.(2017) *Merlin 2017 Conference*.

Rodriguez. R. (2018). *Matemáticas financieras: Valoración de acciones y bonos*.

Savills. (2018). *Valoración de Cartera de Patrimonio y Suelo de Merlin Properties*.

Tesoro Público. (2018). *Estrategia de financiación del Tesoro*.

Tesoro Público. (2018). “Rating de la Deuda Pública”. *Tesoro Público*. Obtenido el 20/03/2018 de <http://www.tesoro.es/deuda-publica>

Tesoro Público. (2018). “Subastas y rentabilidades”. *Tesoro Público*. Obtenido el 20/03/2018 de <http://elijo.tesoro.es/subastas>

Unidad de España Real Estate BBVA. (2016) *Situación Inmobiliaria en España*.

Viñuales, M. (2018). *Socimi: ¿el reit de nueva generación? Un estudio comparado*.