



**El mercado inmobiliario y las SOCIMI.
La valoración de MERLIN Properties SOCIMI, S.A.**

Trabajo de Fin de Máster. Máster Universitario en Finanzas 2013–2014

Autora: Lda. Dña. Ana Ballester Sierra
Directora: Lda. Dña. María Luisa Mazo Fajardo
Madrid, septiembre de 2014

Resumen

Este proyecto de investigación se basa en el análisis y valoración de MERLIN Properties SOCIMI, S.A. bajo el régimen fiscal de las SOCIMI.

Dentro de los diferentes métodos de valoración existentes, la valoración por descuento de flujos de caja es el más utilizado. Este método consiste en la estimación del valor de una empresa a partir de su capacidad de generar ingresos en función de un nivel de riesgo determinado. Así, el valor del negocio de la empresa dependerá de los flujos de caja operativos que la empresa espera generar en los años de estimación de la valoración.

Para afianzar la valoración de la empresa, es recomendable complementarlo con otros tipos de valoración. El siguiente más utilizado es el de la valoración relativa por múltiplos entre empresas comparables dentro del mismo sector. Este método permite analizar y comparar el valor real de una empresa respecto a sus homólogas en el mercado para así saber si dicho valor está por encima o por debajo del valor de mercado.

MERLIN es una empresa de reciente creación y todavía desconocida en un sector muy castigado por la crisis inmobiliaria. Sin embargo, gracias a la creación de un nuevo régimen fiscal, se facilita de nuevo el acceso a la inversión inmobiliaria al pequeño inversor, proporcionándole una rentabilidad estable gracias a la exención de impuestos sobre plusvalías y a la obligatoriedad de repartir dividendos entre el accionariado.

Las SOCIMI ofrecen un modelo de inversión en activos inmobiliarios más fiable que el de otras empresas del sector gracias a los contratos de arrendamiento, los cuales generan una fuente de ingresos fija y segura anualmente a pesar de la fragilidad del sector en el que operan. A través de los métodos de valoración será posible determinar si sus acciones están actualmente infravaloradas o sobrevaloradas.

Índice

Resumen	i
Índice	ii
Índice de cuadros	iv
Abreviaturas y términos técnicos	5
Capítulo 1. Introducción.....	9
1.1. Objetivos	9
1.2. Estructura y metodología.....	10
Capítulo 2. El mercado inmobiliario	13
2.1. Las crisis inmobiliarias en España	13
2.2. La situación actual del sector inmobiliario.....	17
2.2.1. El mercado residencial	17
2.2.2. El mercado de oficinas	18
2.2.3. El mercado de los centros comerciales.....	20
Capítulo 3. La inversión indirecta en bienes inmuebles: la regulación de las SOCIMI..	23
3.1. La canalización de la inversión indirecta en bienes inmuebles.....	23
3.2. Las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMI)....	25
3.2.1. Antecedentes históricos y comparativa internacional	25
3.2.2. La normativa española.....	28
3.2.3. Las principales características y requisitos de las SOCIMI	30
a. Objeto social.	30
b. Requisitos de inversión	30
c. Capital social, denominación y negociación cotización	31
d. Distribución de dividendos	32
e. Régimen fiscal especial.....	32
f. Obligaciones de información	33
g. Pérdida del régimen fiscal especial.....	34
Capítulo 4. Metodologías de valoración: el descuento de flujos de caja	35
4.1. Los métodos de valoración de empresas	35
4.2. Valoración por descuento de flujos de caja.....	36
4.2.1. Cálculo del flujo de caja libre operativo	37

a.	Calculo del resultado de explotación	38
b.	Calculo del CAPEX	39
c.	Calculo de las NOF	40
4.2.2.	El cálculo coste medio ponderado de capital (WACC).....	41
a.	El coste de los recursos propios	42
b.	El coste de la deuda.....	43
c.	Peso de la deuda y de los recursos propios	43
4.2.3.	Crecimiento esperado y valor terminal	43
4.3.	Valoración por múltiplos.....	45
4.3.1.	Multiplicadores sobre beneficios.....	45
4.3.2.	Multiplicadores sobre el valor contable ó valor en libros	46
4.3.3.	Multiplicadores sobre ingresos.....	46
4.3.4.	Múltiplos específicos de cada sector	47
4.4.	Relación entre múltiplos y el DFC	47
Capítulo 5.	MERLIN Properties SOCIMI, S.A.	49
5.1.	Descripción de la compañía	49
5.2.	Estrategia de negocio.....	50
5.3.	Estrategia financiera	51
5.4.	Adquisiciones realizadas.	52
5.5.	Valoración de MERLIN Properties SOCIMI, S.A por el método del descuento de flujos de caja.	53
5.5.1.	Flujo de caja libre operativo	53
5.5.2.	Coste medio ponderado de capital.....	62
5.5.3.	Valor terminal.....	64
5.5.4.	Valor del negocio y valor de los recursos propios	64
5.5.5.	Análisis de sensibilidad	65
5.6.	Valoración de MERLIN por el método de múltiplos de compañías comparables.	66
5.7.	Recomendación	68
Capítulo 6.	Conclusiones.....	69
Bibliografía.....		71
Anexos.....		75

Índice de cuadros

Cuadro 1: La evolución de las viviendas iniciadas.....	13
Cuadro 2: Las crisis inmobiliarias: comparativa	14
Cuadro 3: Las crisis inmobiliarias: evolución de las viviendas iniciadas	14
Cuadro 4: Inversión en construcción: porcentaje del PIB	15
Cuadro 5: Contribución al crecimiento del PIB de la inversión en construcción.....	16
Cuadro 6: Licitación pública	17
Cuadro 7: Transacción de viviendas en España	18
Cuadro 8: Evolución de los precios de la vivienda	18
Cuadro 9: Madrid: precios del CBD.....	19
Cuadro 10: Madrid: tasa de disponibilidad	19
Cuadro 11: Barcelona: precios del CBD	20
Cuadro 12: Barcelona: tasa de disponibilidad	20
Cuadro 13: Los centros comerciales.....	21
Cuadro 14: Las REIT en el mundo	25
Cuadro 15: El mercado inmobiliario total y cotizado.....	26
Cuadro 16: La regulación de las SOCIMI: comparativa internacional	27
Cuadro 17: Cálculo del flujo de caja libre operativo.....	37
Cuadro 18: Segmentos en el negocio inmobiliario.....	50
Cuadro 19. MERLIN: proyección de la cuenta de pérdidas y ganancias	54
Cuadro 20. MERLIN: amortización de los activos de la cartera.	57
Cuadro 21. MERLIN: proyección de los ingresos de sus activos según los contratos de arrendamiento.	58
Cuadro 22. MERLIN: estimación de los flujos de caja libre operativo.	61
Cuadro 23. MERLIN: estructura financiera.	62
Cuadro 24. Valoración de MERLIN por el método de descuento de flujos de caja	65
Cuadro 25. MERLIN: sensibilidad del precio ante cambios en la tasa de crecimiento y en el WACC	65
Cuadro 26. Múltiplos de compañías comparables: EV/EBITDA y P/VC.....	66
Cuadro 27. Múltiplos de compañías comparables: Rentabilidad por dividendo y PER.	67
Cuadro 28: Esquema de cálculo del EPRA-NAV	75

Abreviaturas y términos técnicos

AEAT	Agencia Estatal de la Administración Tributaria.
BOE	Boletín Oficial del Estado.
BPA	Beneficio por acción.
BV	Sociedad de Responsabilidad Limitada Privada holandesa (<i>Besloten vennootschap</i>).
CAPEX	Inversión en activo fijo (<i>Capital Expenditure</i>).
CAPM	Modelo de valoración de activos financieros (<i>Capital Asset Pricing Model</i>).
CBD	Distrito de negocios (<i>Central Business District</i>).
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores.
D&A	Amortización y depreciación (<i>Depretiaions and Amortisations</i>).
DFC	Descuento de Flujos de Caja.
DFN	Deuda Financiera Neta.
EBIT	Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (<i>Earnings Before Interests and Taxes</i>).
EBT	Beneficio antes de impuestos (<i>Earnings Before Taxes</i>).
EPRA	Asociación Europea Pública de Inmobiliarias (<i>European Public real Estate Association</i>).
n.a.	No aplicable.
NAV	Valoración neta de activos (<i>Net Asset Value</i>).
FBI	Sociedad Anónima de Cotización de Inversión Inmobiliaria en Holanda (<i>Fiscale Beleggingsinstelling</i>).
FGR	Fondo de Inversión Colectiva holandesa (<i>Fonds voor Gemene Rekening</i>).
FII	Fondos de Inversión Inmobiliaria.
GAV	Valor bruto de los activos (<i>Gross Asset Value</i>).

G-REIT	Sociedad Anónima de Cotización de Inversión Inmobiliaria en Alemania (<i>German Real Estate Investment Trust</i>).
IIC	Instituciones de Inversión Colectiva.
IICI	Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria.
IPC	Índice de Precios de Consumo.
IRPF	Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.
IS	Impuesto de Sociedades.
IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido.
J-REIT	Sociedad Anónima de Cotización de Inversión Inmobiliaria en Japón (<i>Japanese Real Estate Investment Trust</i>).
LTV	Relación préstamo–valor del activo subyacente (<i>Loan-to-Value</i>).
M€	Millones de Euros.
M¥	Millones de Yenes japoneses.
MAB	Mercado Alternativo Bursátil.
Mm ²	Millones de metros cuadrados.
MMUSD	Miles de millones de dólares americanos.
NAV	Valor neto de los activos. (<i>Net Asset Value</i>).
NOF	Necesidades Operativas de Financiación.
NOPAT	Beneficio neto de la empresa sin deuda (<i>Net Operational Profit After Taxes</i>).
NV	Sociedad de Responsabilidad Limitada Pública holandesa (<i>Naamloze vennootschap</i>).
Opex	Gastos operativos (<i>Operative expense</i>).
PER	Relación entre precio y beneficio (<i>Price-to-Earning Ratio</i>).
PIB	Producto Interior Bruto.
pp	Puntos porcentuales.
REIT	Sociedad Anónima de Cotización de Inversión Inmobiliaria, SOCIMI (<i>Real Estate Investment Trust</i>).

R_f	Rentabilidad libre de riesgo.
R_m	Rentabilidad del mercado de renta variable.
ROC	Rentabilidad del capital invertido (<i>Return on Capital</i>).
RR.AA.	Recursos Ajenos.
RR.PP.	Recursos Propios.
SII	Sociedad de Inversión Inmobiliaria.
SIIC	Sociedad Anónima de Cotización de Inversión Inmobiliaria en Francia (<i>Société d'Investissements Immobiliers Côtée</i>).
SBA	Administraciones pequeñas (<i>Small Business Administration</i>).
SOCIMI	Sociedad Anónima de Cotización de Inversión Inmobiliaria.
Var	Variación.
WACC	Coste Medio Ponderado de Capital (<i>Weighted Average Cost of Capital</i>).
WTCAP	World Trade Centre Alameda Park.

Capítulo 1. Introducción

La crisis inmobiliaria que ha sufrido España en los últimos años ha penalizado significativamente el crecimiento económico del país. Los precios de la vivienda han caído más de un 30% desde máximos y las transacciones se han dividido por dos. Muchas empresas del sector inmobiliario han desaparecido.

Entre las medidas implantadas para tratar de revitalizar el sector, se ha importado la figura de los REIT¹ que ha sido adoptada por numerosos países desarrollados desde su primera regulación en Estados Unidos en los años sesenta. En España se ha bautizado con el nombre de SOCIMI (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria) a estos vehículos de inversión, cuya principal actividad es el alquiler de activos inmobiliarios, y que cuentan con un régimen fiscal más beneficioso que el de otras figuras.

Las SOCIMI están empezando a cobrar relevancia en el mercado español por lo que es de gran interés analizar la situación del mercado inmobiliario, la regulación específica de estas empresas y valorar la mayor SOCIMI cotizada: MERLIN Properties SOCIMI, S.A.

1.1. Objetivos

El objetivo principal de este proyecto es la valoración de MERLIN Properties SOCIMI, S.A. Esta empresa es interesante, por un lado, por su reciente creación y, en consecuencia, desconocimiento de la misma por parte de los inversores y, segundo, por tratarse de una de las primeras empresas que han optado por el régimen de las SOCIMI. La valoración se realizará utilizando el método del descuento de flujos de caja y el de múltiplo comparables.

Además de este objetivo principal se encuentran otros objetivos secundarios:

¹ REIT: Acrónimo de Real Estate Investment Trust, compañía de inversión en activos inmobiliarios.

- a. Realizar un análisis de coyuntura del sector inmobiliario español, estudiando los ciclos inmobiliarios españoles y los diferentes mercados dentro de este sector.
- b. Exponer los tipos de vehículos de inversión inmobiliaria más utilizados en España.
- c. Examinar el régimen jurídico de las SOCIMI, desde su primera implantación hace cinco años hasta su reforma de 2012 que, introduciendo unos requerimientos más laxos, debería favorecer la inversión en el sector inmobiliario. También se comparará el régimen español con el de vehículos similares en países de nuestro entorno.
- d. Analizar la compañía desde su constitución el pasado 24 de marzo de 2014, incluyendo su estrategia, salida a bolsa y adquisiciones realizadas hasta el momento. Tras realizar las proyecciones de su cuenta de resultados y balance, se valorará la compañía.

1.2. Estructura y metodología

Este trabajo de investigación tendrá seis capítulos.

En el capítulo 1 se exponen las razones para realizar esta investigación, el objetivo del estudio, estructura y metodología.

En el capítulo 2, se realizará un análisis de la coyuntura del mercado inmobiliario español, comenzando con los diferentes ciclos inmobiliarios que ha habido en España en los últimos cincuenta años. También se analizará la importancia que ha tenido la inversión en construcción en el crecimiento económico del país y la evolución en los últimos cuatro años de los diferentes segmentos del sector inmobiliario.

En el capítulo 3, se repasarán las diferentes formas de inversión indirecta en bienes inmuebles a través de vehículos de inversión y se compararán las SOCIMI con el resto de vehículos. Se estudiará detalladamente la ley que regula estas empresas, exponiendo las diferencias más relevantes entre la ley original de 2009 y la reforma de 2012. Asimismo se realizará una comparación con la regulación existente en otros países para este tipo de sociedades, resaltando los principales requisitos.

En el capítulo 4, se describirán los diferentes métodos de valoración existentes y se desarrollarán y explicarán los métodos que se van a aplicar en la valoración de MERLIN.

En el capítulo 5 se analizará y valorará la compañía. Se realizará una breve exposición sobre la historia de la empresa desde su creación así como de su estrategia de negocio. También se analizarán las recientes adquisiciones de la empresa base para realizar las estimaciones de sus ingresos y gastos futuros. Una vez estudiados los activos inmobiliarios con los que MERLIN desarrollará su actividad, se realizarán las proyecciones para la obtención de los flujos de caja necesarios para la valoración por descuento de flujos de caja. Finalmente, tras la obtención del valor de la empresa, se calculará el precio objetivo de la acción de MERLIN y se dará una recomendación en función de la variación entre el precio objetivo y el precio actual de cotización bien sea: comprar, vender o mantener.

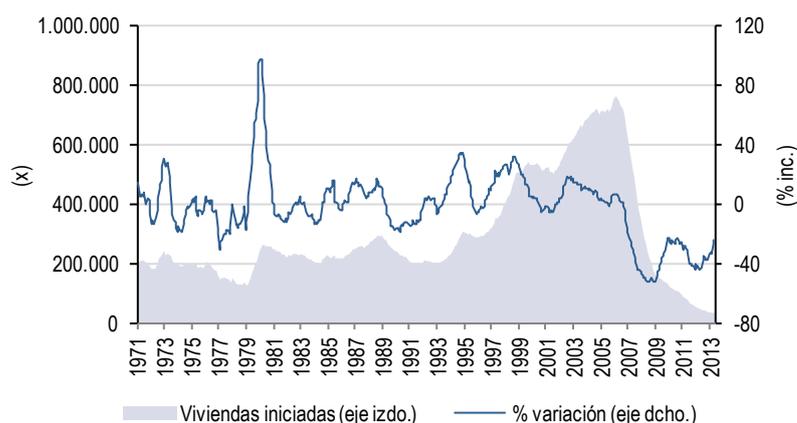
En el capítulo 6 se presentarán las conclusiones.

Capítulo 2. El mercado inmobiliario

2.1. Las crisis inmobiliarias en España

Desde 1970, España ha registrado cuatro crisis inmobiliarias atendiendo a la evolución de las viviendas iniciadas. La primera de las crisis se inició tras la primera crisis del petróleo (1973); la segunda comenzó en 1981 después de la segunda crisis del petróleo; la tercera en 1989 y la cuarta en 2007. La última crisis está siendo la de mayor profundidad y duración, hecho relacionado con el proceso alcista precedente, que fue alimentado por “la liquidez internacional sin precedentes que se empezó a generar a mediados de los noventa, presionando con la inusitada fuerza sobre los precios de la vivienda y que alcanzaron máximos históricos” (Naredo, 2009, pág. 121).

Cuadro 1: La evolución de las viviendas iniciadas.



Fuente: Banco de España y elaboración propia

La primera crisis inmobiliaria tiene su inicio en febrero de 1974 (mes en el que la cifra de viviendas iniciadas de los doce meses previos alcanzó su punto máximo). La caída hasta el nivel mínimo de viviendas iniciadas fue del $-46,4\%$ a lo largo de 70 meses. La recuperación fue muy rápida, registrándose el nivel de viviendas iniciadas del inicio del periodo de crisis a los 12 meses de observarse el mínimo. La crisis cuyo inicio se ha datado en marzo de 1981 es la de menor profundidad (solamente un $-25,9\%$ de caída), con un proceso contractivo de 50 meses y un proceso expansivo de 44. El tercer ciclo bajista se inició en octubre de 1989 y, a lo largo de 36 meses, las viviendas iniciadas cayeron un $-33,8\%$. En septiembre de 1995, 37 meses después del mínimo, se

recupera el nivel desde el que se inició la caída. Desde esa fecha, el sector inmobiliario residencial experimentó el mayor auge de los últimos 50 años, con un nivel máximo de viviendas iniciadas cercano a los 800.000, lo que supuso multiplicar por más de 2,5 veces el nivel máximo precedente. Tras 86 meses de caída (más de 7 años), el nivel de viviendas iniciadas es un 95,8% inferior.

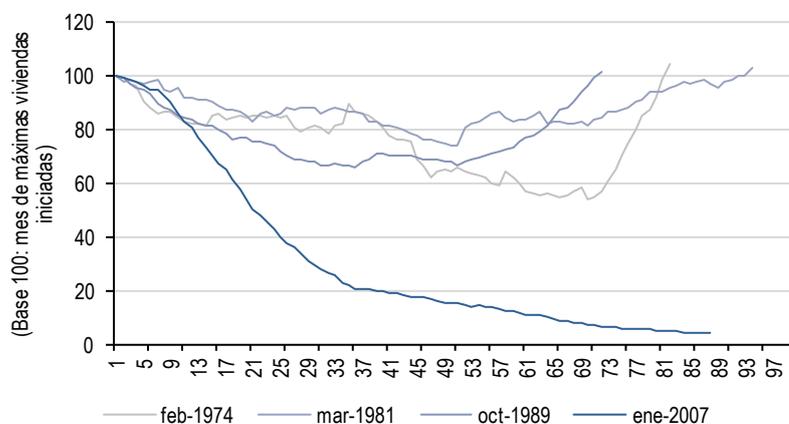
Cuadro 2: Las crisis inmobiliarias: comparativa

Fecha de máximas viviendas iniciadas	feb-74	mar-81	oct-89	ene-07
Número de viviendas iniciadas	231.971	262.882	294.796	765.992
Fecha de mínimas viviendas iniciadas	nov-79	abr-85	sep-92	feb-14
Número de viviendas iniciadas	124.437	194.729	195.134	31.870
% de caída	-46,4	-25,9	-33,8	-95,8
Duración de la caída (meses)	70	50	36	86
Tiempo hasta la recuperación (meses)	12	44	37	

Fuente: Banco de España y elaboración propia

Como se puede observar en el gráfico que se muestra a continuación, la crisis actual es la de mayor profundidad y duración. En las crisis precedentes, tanto las fases ascendentes como las descendentes habían sido de más cortas.

Cuadro 3: Las crisis inmobiliarias: evolución de las viviendas iniciadas



Fuente: Banco de España y elaboración propia

Un comportamiento mimético a la evolución de la cifra de viviendas iniciadas se observa también en otras magnitudes, como son la evolución de los precios de la vivienda que se analizará con posterioridad, y la relevancia de la inversión en construcción en el PIB español y su contribución al crecimiento económico.

El peso de la inversión en construcción en el PIB español fue del 12,1% de media en el periodo 1980–1999, con un mínimo del 10,6% en 1985 y un máximo del

14,1% en 1990 y 1991. La inversión en vivienda fue del 4,7% de media en el periodo considerado, siendo el mínimo un 4,0% en 1994 y el máximo un 5,9% en 1980, incluyéndose en el porcentaje adicional tanto la inversión en obra pública como en el sector comercial.

La introducción de cambios metodológicos en el cómputo del PIB a partir de 2000², que añaden 3,3pp de peso adicional a la inversión en construcción en 2000, hace que las cifras no sean estrictamente comparables. Sin embargo, y aún eliminando este sesgo alcista, el peso de este epígrafe en el PIB alcanzó un máximo del 22,2% en 2006, habiéndose reducido hasta el 10,1% en 2013, con un descenso tanto de la inversión en construcción residencial (del 12,5% en 2006 al 4,4% en 2013) como de otras construcciones (del 9,7% en 2006 al 5,6% en 2013).

Cuadro 4: Inversión en construcción: porcentaje del PIB

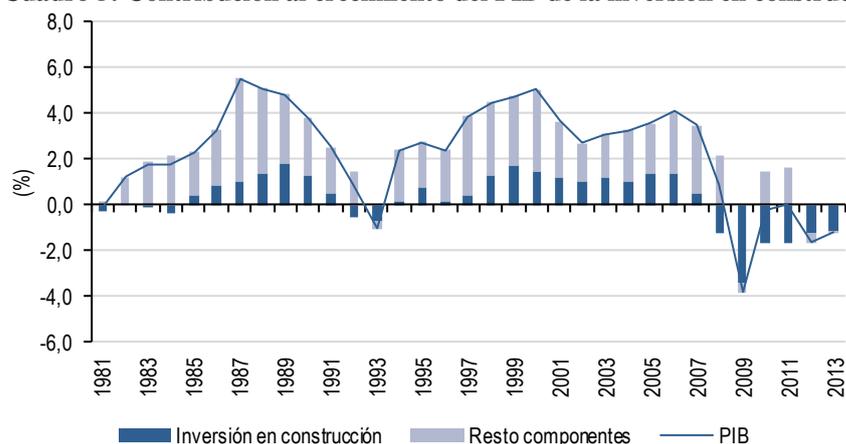


Fuente: INE y elaboración propia

La influencia de la inversión en construcción en la evolución del PIB español ha sido notable a lo largo del periodo estudiado. En el Cuadro 5 se observa cómo la contribución al crecimiento del PIB, tanto en las épocas de bonanza como en recesión, ha sido relativamente más elevada que su peso dentro del propio PIB, por su comportamiento marcadamente cíclico.

² La contabilidad nacional elaborada a partir de 2011 (con base el año 2008) incorpora en el cómputo del activo fijo ciertos elementos no tangibles al implantarse la clasificación por activos en vez de por productos.

Cuadro 5: Contribución al crecimiento del PIB de la inversión en construcción

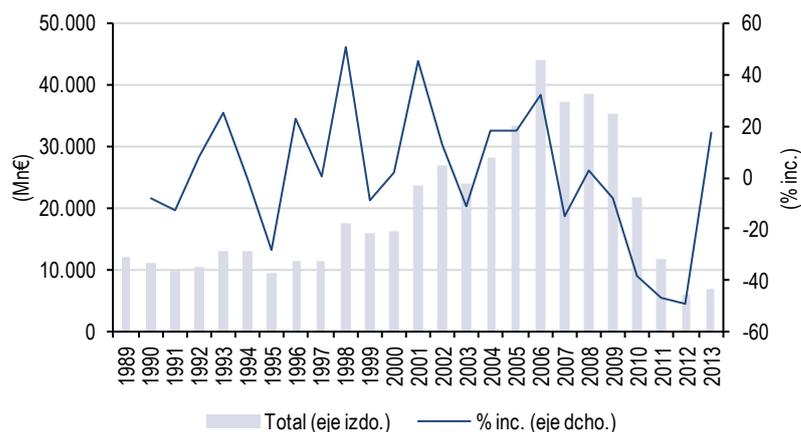


Fuente: INE y elaboración propia

Tras la caída experimentada por la inversión en construcción en el periodo 2006–2013, cercana al 50%, las perspectivas para el ejercicio 2014 son algo más favorables. Así, las cifras de este sector podrían mejorar gracias a unas mejores expectativas económicas y un “previsible mayor acceso a la financiación del mismo”. (Aguirre Newman, 2014).

A favor de una evolución más positiva de la inversión en construcción se encuentran las cifras de licitación de obra pública. Como se puede observar en el Cuadro 6, la mayor cifra de licitaciones efectuadas por las administraciones públicas españolas se realizó durante el periodo 2006-2008, periodo previo al estallido de la crisis, coincidiendo con el periodo de las mayores inversiones de construcción como peso del PIB en España. Así, en el ejercicio 2006 se alcanzó una cifra máxima de 44.000M€. La reducción en la cifra de licitación pública fue del 86,6% en el periodo 2006–2012, fecha en la que se alcanza un mínimo histórico por debajo de los 6.000M€. Sin embargo, en 2013 la licitación creció un 17,3%, hasta 6.900M€, lo que permite estimar una mejora en la inversión para los próximos años.

Cuadro 6: Licitación pública



Fuente: Ministerio de Fomento y elaboración propia

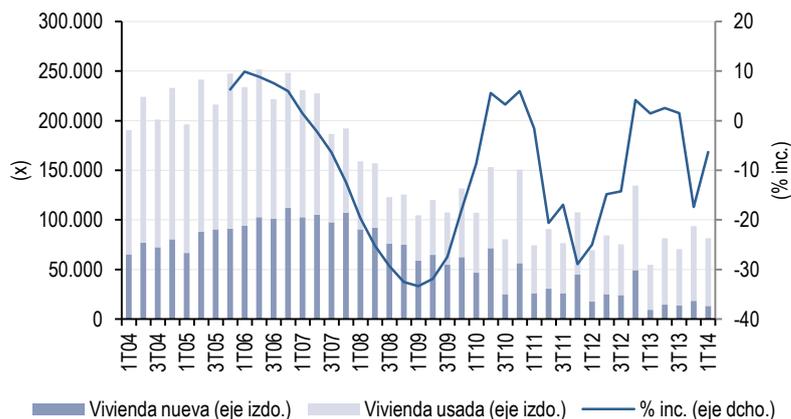
2.2. La situación actual del sector inmobiliario

2.2.1. El mercado residencial

Analizada la situación del mercado residencial desde el punto de vista de la oferta (se ha utilizado la cifra de viviendas iniciadas como variable de la oferta), la demanda y los precios también han mostrado una evolución similar en los últimos años, observándose a lo largo del ejercicio 2014 una cierta estabilización.

Las transacciones de viviendas (variable que se ha usado como proxy de la demanda) ascendieron a 955.000 en el ejercicio 2006, año en que se alcanzó el número máximo de operaciones de compraventa, de las que un 42% correspondían a vivienda nueva. En el periodo 2007–2013 el descenso del número de transacciones fue del 68%, con un retroceso más acusado en las operaciones de vivienda nueva (-86%) que en el de usada (-55%). Las cifras conocidas del ejercicio 2014 son positivas, con un aumento del número de transacciones del 48% en el primer trimestre del año frente a las del primer trimestre de 2013, alcanzando las 81.000. Las compraventas de vivienda nueva crecieron un 40%, hasta 13.300 en el primer trimestre, y las de vivienda usada un 50% hasta 68.000. Aún con todo, la media trimestral es de 80.000 operaciones frente a las casi 250.000 trimestrales en el punto álgido del ciclo inmobiliario.

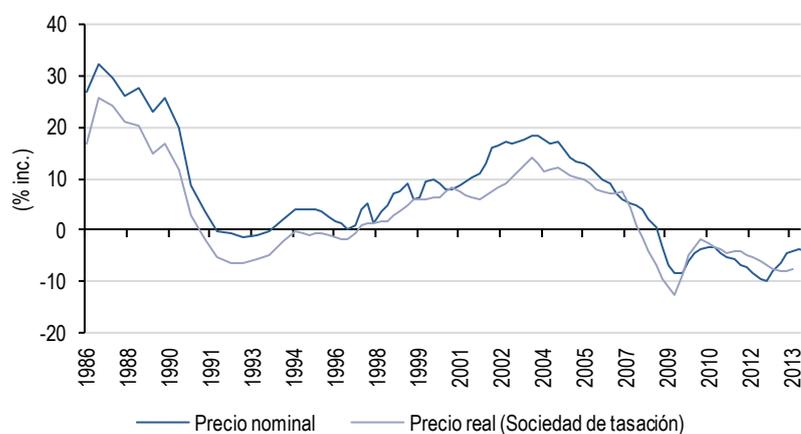
Cuadro 7: Transacción de viviendas en España



Fuente: Ministerio de Fomento y elaboración propia

El precio de la vivienda también ha retrocedido durante los años de crisis inmobiliaria. Entre los años 1995 y 2008, el precio por metro cuadrado se incrementó un 213%, pasando de 671€/m² a 2.101€/m². Tras el máximo observado en el primer trimestre de 2008, el precio ha descendido un 31%, para situarse en 1.459€/m², nivel similar al del primer trimestre de 2004. En los últimos doce meses, se ha observado una ralentización en el ritmo de descenso, hasta el -3,8%, tras el -10,0% de 2012.

Cuadro 8: Evolución de los precios de la vivienda



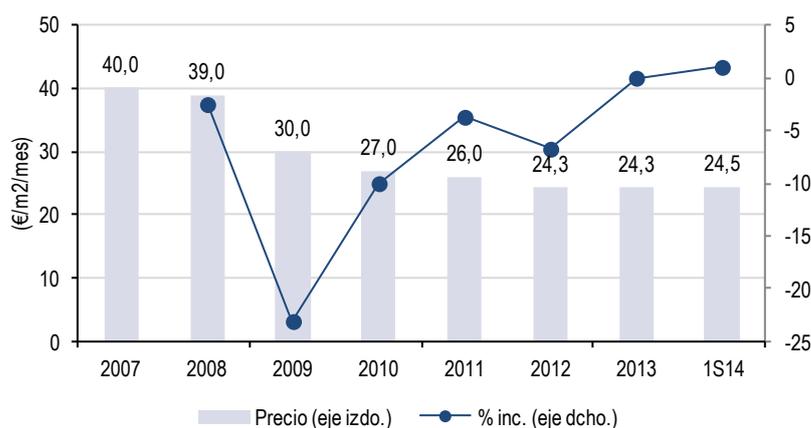
Fuente: Ministerio de Fomento, Sociedad de Tasación y elaboración propia

2.2.2. El mercado de oficinas

El mercado de oficinas también está presentando datos positivos, principalmente en Madrid y en Barcelona, donde se encuentran los centros financieros (*Central Business District* o CBD) del país.

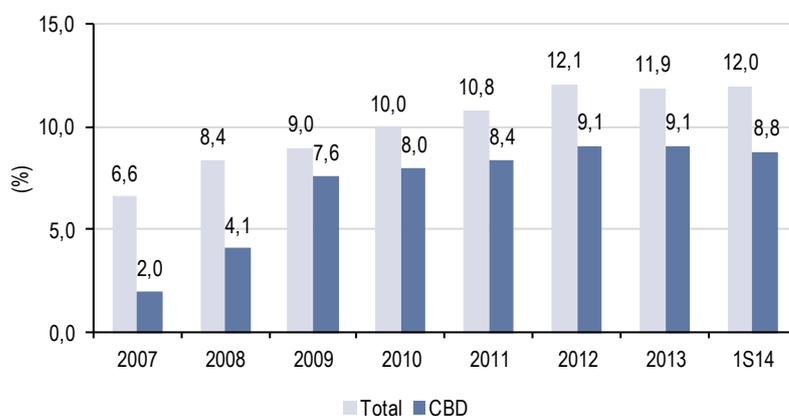
Madrid dispone de 15Mm² de oficinas en alquiler, aproximadamente. El precio mensual por metro cuadrado se situó en 24,5€ en el primer semestre del ejercicio 2014, prácticamente invariado respecto al ejercicio 2013. La tasa de disponibilidad (porcentaje de la superficie disponible no alquilada) fue del 12,0% en el primer semestre del año, mostrando un ligero incremento frente al 11,9% de 2013. Sin embargo, en el CBD se observó una significativa disminución de la tasa, la cual se redujo hasta el 8,8% desde el 9,1%.

Cuadro 9: Madrid: precios del CBD



Fuente: Inmobiliaria Colonial y elaboración propia

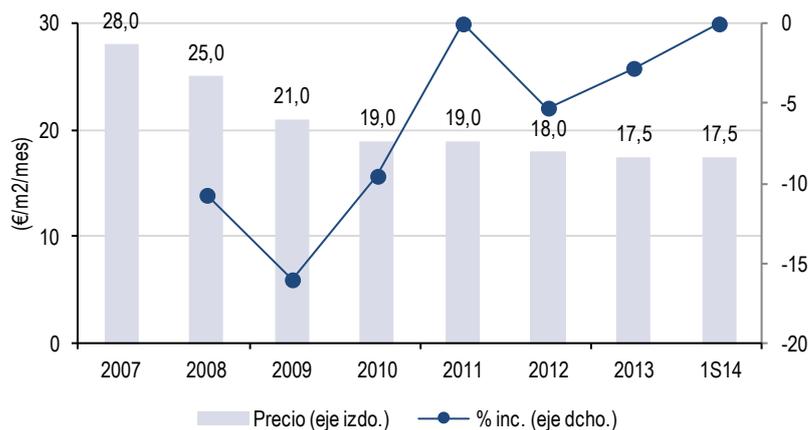
Cuadro 10: Madrid: tasa de disponibilidad



Fuente: Inmobiliaria Colonial y elaboración propia

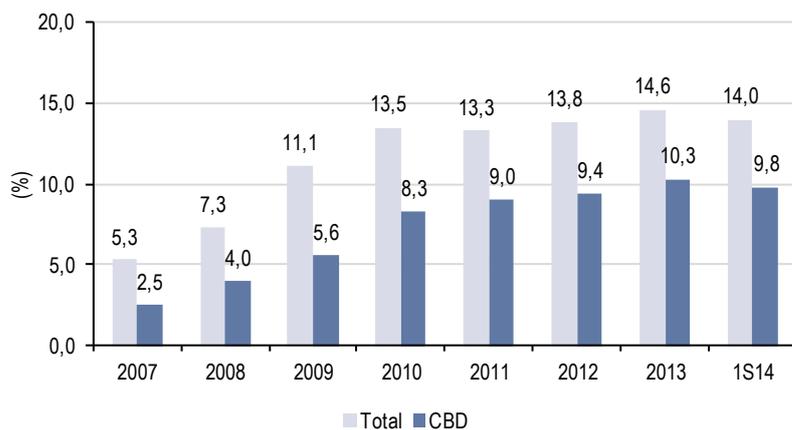
Barcelona dispone de 6Mm² de oficinas en alquiler, aproximadamente. El precio mensual por metro cuadrado se situó en 17,5€ en el primer semestre del ejercicio 2014, invariado respecto al ejercicio 2013. La tasa de disponibilidad fue del 14,0% en el primer semestre del año, reduciéndose desde el 14,6% de 2013. En el CBD se observó asimismo una disminución de la tasa, la cual se redujo hasta el 9,8% desde el 10,3%.

Cuadro 11: Barcelona: precios del CBD



Fuente: Inmobiliaria Colonial y elaboración propia

Cuadro 12: Barcelona: tasa de disponibilidad



Fuente: Inmobiliaria Colonial y elaboración propia

2.2.3. El mercado de los centros comerciales

En 2013 solamente se abrieron 8 centros comerciales en España y se ampliaron 3. Esto supuso añadir una superficie bruta alquilable (SBA) de 200.000m², que representa un 1,2% de la SBA total.

Cuadro 13: Los centros comerciales

	2010	2011	2012	2013
Centros comerciales				
Nº aperturas	12	13	12	8
Nº ampliaciones	5	1	3	3
Superficie bruta alquilable (m ²)				
Nº aperturas	334.635	427.313	580.715	148.400
Nº ampliaciones	48.400	8.064	24.700	51.665
Total	383.035	435.377	605.415	200.065
Total				
Centros comerciales	645	658	670	678
SBA	14.883.603	15.310.916	15.916.331	16.116.396

Fuente: John Lang Lasaalle y elaboración propia

Capítulo 3. La inversión indirecta en bienes inmuebles: la regulación de las SOCIMI.

La inversión en bienes inmuebles puede instrumentarse de diversas formas, atendiendo a las formas de financiar la operación (préstamos hipotecarios, bonos o derivados) y a la propiedad del inmueble (directa o indirecta). Así, se podría afirmar que existen tres niveles en la inversión de bienes inmuebles que se diferencian según su complejidad (Suárez, 2006):

- a. Nivel básico. Es el nivel más sencillo y corresponde a la inversión directa en los activos, financiándose la adquisición con préstamos hipotecarios.
- b. Segundo nivel. La financiación es más compleja (a través de bonos y cédulas hipotecarias) y se puede acceder a la propiedad del inmueble de forma indirecta, a través de la compra de acciones de la sociedad adquirente del inmueble. Las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI) se situarían en este nivel.
- c. Tercer nivel. Es el más complejo de los tres niveles y se estructura mediante instrumentos con los que el inversor tiene la capacidad de mejorar, “la ineficiencia informacional, operativa y racional, características comunes en el sector inmobiliario” (Fernández Gimeno, Llovera Sáez, & Roig Hernando, 2012, pág. 310).

3.1. La canalización de la inversión indirecta en bienes inmuebles.

En España, se pueden encontrar diferentes tipos de vehículos de inversión indirecta con estructuras legales y regímenes fiscales diferentes, ofreciendo “un abanico de posibilidades al inversor cuya selección dependerá de los objetivos del mismo inversor o de la sociedad gestora” (Fernández Gimeno, Llovera Sáez, & Roig Hernando, 2012, pág. 310).

Entre estos vehículos de inversión se encuentran (Fernández Gimeno, Llovera Sáez, & Roig Hernando, 2012):

- a. **Las entidades de arrendamiento de viviendas.** Se trata de sociedades con un régimen fiscal opcional especial, cuya actividad económica principal es el arrendamiento de viviendas situadas en territorio español aunque pueden realizar actividades complementarias. Estas entidades tienen una bonificación general del 85% en el impuesto de sociedades (IS) que puede incrementarse al 90% si el arrendatario es discapacitado y se han realizado instalaciones de adecuación.

- b. **Las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria (IICI).** Estas instituciones pueden ser tanto sociedades como fondos de inversión inmobiliaria y deben cumplir los siguientes requisitos: (a) capital social mínimo de 9M€; (b) mínimo de 100 partícipes; (c) el valor invertido en inmuebles urbanos destinados a arrendamiento será de un mínimo del 90% de la inversión total en las sociedades de inversión inmobiliaria (SII) y del 70% en los fondos de inversión inmobiliaria (FII); y (d) se requiere una diversificación de las inversiones: el valor de un inmueble no puede ser superior al 35% del patrimonio total de la sociedad o del fondo.

- c. **Las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado Inmobiliario (SOCIMI).** Son sociedades anónimas cotizadas que deben cumplir determinados requisitos para optar a un régimen fiscal especial caracterizado por la tributación al 0% en el IS. Sus activos deberán ser en su práctica totalidad bienes inmuebles urbanos dedicados al arrendamiento.

De los tres vehículos de inversión indirecta señalados, las SOCIMI son las que cuentan con unas relevantes perspectivas de crecimiento futuro, tanto por su novedad y su régimen tributario beneficioso, como por el desarrollo que entidades de características similares han tenido en países de nuestro entorno. A continuación se analizará detenidamente el régimen jurídico de las SOCIMI españolas.

3.2. Las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMI)

3.2.1. Antecedentes históricos y comparativa internacional

Estados Unidos fue el primer país en adoptar en 1960 un régimen especial para la inversión en bienes inmuebles, naciendo las denominadas REIT (*Real estate investment trust*). El objetivo de su introducción fue la de posibilitar el acceso del inversor minorista a grandes proyectos de activos inmobiliarios comerciales a través de compra de acciones. Las principales ventajas que proporcionaban los REIT, además del acceso a inversiones inalcanzables de otra forma, eran (a) la profesionalización de la gestión, (b) la diversificación de las inversiones y (c) las ventajas fiscales (EPRA, 2013). Estas REIT debían cumplir determinados requisitos, fundamentalmente invertir en bienes inmuebles y repartir un determinado porcentaje de los beneficios, para acceder a un régimen fiscal ventajoso.

Este régimen ha sido posteriormente introducido en la práctica totalidad de los países desarrollados, con unos requerimientos y beneficios fiscales más o menos extensos. Estas características que han sido determinantes del éxito de estos vehículos de inversión.

Cuadro 14: Las REIT en el mundo

	Año	Número	Capitalización (MnUSD)	% del total
Estados Unidos	1960	163	621.294	57,68
Australia	1985	52	86.169	8,00
Francia	2003	37	68.193	6,33
Japón	2000	41	64.414	5,98
Reino Unido	2007	23	49.007	4,55
Canadá	1994	50	48.521	4,50
Hong-Kong	2003	11	23.925	2,22
Bélgica	1995	17	8.917	0,83
Holanda	1969	5	8.745	0,81
Alemania	2007	4	1.657	0,15

Fuente: EPRA (2013) y elaboración propia

Las REIT basadas en Estados Unidos representan casi el 60% de la capitalización bursátil de todas las REIT a nivel internacional, lo que tiene su lógica dado el tamaño del mercado americano y la temprana implantación de esta regulación.

En Francia el éxito de sus *Sociétés d'investissements immobiliers cotées* (SIICs) es también notable, con una capitalización conjunta de 68.000M€ en 2003 mientras que en Alemania las G-REIT no han conseguido una gran implantación desde la aprobación de su regulación en 2007.

El mayor o menor éxito del régimen local de las REIT ha conducido a una mayor relevancia del sector inmobiliario cotizado frente al sector inmobiliario nacional. Así, se observa como en los países anglosajones el porcentaje de sector inmobiliario cotizado es sustancialmente superior al de los países de la Europa Continental. En España, sobre un valor del sector inmobiliario estimado en 607MMUSD, el porcentaje cotizado era del 5,7% frente al 20,1% del Reino Unido o el 18,2% de Australia (EPRA, 2014).

Cuadro 15: El mercado inmobiliario total y cotizado

(MMUSD)	Total	Cotizado	% Cotizado/Total
Estados Unidos	7.268	865	11,9
Australia	664	121	18,2
Francia	1.191	121	10,1
Japón	2.683	283	10,5
Reino Unido	621	125	20,1
Canadá	810	64	7,9
Hong-Kong	257	304	118,4
Bélgica	220	11	5,1
Holanda	353	21	5,9
Alemania	1.563	25	1,6
España	607	35	5,7

Fuente: EPRA (2014) y elaboración propia

Cuadro 16: La regulación de las SOCIMI: comparativa internacional

	Régimen	Requisitos básicos	Capitalización mínima	Accionistas	Pay-out	Impuesto de sociedades	Nivel de apalancamiento
EE.UU.	REIT-1960	Cumplimentación del documento 1120-REIT	No	Mínimo 100 accionistas. Individuales no pueden tener más del 50% de acciones	Rentas: 90%. Sin restricción en plusvalías.	Exención porporcional al Pay-Out	Sin restricciones
Holanda	FBI-1969	Puesta en práctica del régimen de impuestos especial	BV: no NV: 45.00€ FGR: No	Cotiza: Máx. 45% Empresa, 25% accionista individual. No cotiza: mínimo 75% individuales o entidades exentas de impuestos	Rentas: 100% . Plusvalías: no restricción	Rentas: 0%. Plus/minusvalías: opción de asignar a un fondo de resevas exento de impuestos.	60% del valor contable de Bienes inmuebles. 20% valor contable resto inversiones.
Francia	SIIC-2003	Presentación de una elección ante las autoridades fiscales a finales del 4º mes del ejercicio	15 M€	No más del 60% en manos de un solo accionista	Rentas: 85%. Plusvalías: 50%. Dividendos: 100%	Opción a exención tanto Plusvalías como Dividendos	Escasas reglas
Reino Unido	REIT-2007	Elección presentada previa conversión al régimen y el cumplimiento de ciertas condiciones para el reconocimiento como tal.	50.000£	No es una "compañía cerrada". Un solo accionista corporativo no puede tener más del 10% del accionariado.	Rentas: 90%, 100% procedente de otras REITs. Plusvalías: sin obligación	Beneficio residual: 23%.	Ratio de cobertura de intereses.
Alemania	G-REIT- 2007	Registro en la Cámara de Comercio o en la Oficina Federa de Impuestos	15 M€	15% ampliamente distribuido. No más del 10% de las acciones por individuo.	Rentas: 90%. Plusvalías: opción de establecer el 50% como reservas	Rentas y plusvalías exentas.	El capital debe ser inferior al 45% del valor total de los activos de bienes inmuebles.
Japón	J-REIT 2000	Registro en la Agencia de Servicios Financieros.Licencia de Agente de transacciones	100 M¥	Ningunas exigencias bajo el Derecho de Sociedad de inversión mobiliaria.	Rentas: 90% Plusvalías: 90%	Rentas: 39% Plusvalías: exentas bajo ciertas condiciones.	Sólo puede recibir préstamos de inversores institucionales cualificados.
España	SOCIMI-2009	Cotizar en un mercado regulado o alternativo. Aplicar régimen especial SOCIMI	5 M €	Sin umbral de porcentaje de participación. Mínimo <i>free float</i> depende del mercado en el que cotice	Rentas: 80%. Plusvalías: 50%	Exención plusvalías. Dividendos: 19% sobre ciertos accionistas	Sin restricciones

Fuente: EPRA (2013) y elaboración propia

3.2.2. La normativa española

Las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI) fueron reguladas en la Ley 11/2009, de 26 de octubre (BOE de 27 de octubre de 2009), modificada parcialmente por la Ley 16/2012, de 28 de diciembre (BOE de 29 de diciembre 2012) y que entró en vigor el 1 de enero de 2013.

La regulación de estas sociedades responde a la voluntad de “continuar con el impulso del mercado del alquiler en España, elevando su profesionalización, facilitar el acceso de los ciudadanos a la propiedad inmobiliaria, incrementar la competitividad en los mercados de valores españoles y dinamizar el mercado inmobiliario, obteniendo el inversor una rentabilidad estable de la inversión en el capital de estas sociedades a través de la distribución obligatoria de los beneficios a sus accionistas” (BOE, 2009)

Los objetivos d señalados en el preámbulo de la ley coinciden esencialmente con los establecidos por la normativa estadounidense de 1960 para los REIT.

La Ley 11/2009 no tuvo éxito debido a la crisis inmobiliaria y a la restricción del crédito existente en el momento del nacimiento de la ley. En este contexto económico y financiero, el gobierno modificó la Ley 11/2009 a través de la Ley 16/2012³ (Cuatrecasas, Gonçalves Pereira 2013).

La Exposición de Motivos de la Ley 16/2012 reconocía el fracaso de la legislación previa para canalizar flujos importantes de inversión inmobiliaria a través de las SOCIMIS así como para potenciar y dinamizar el mercado inmobiliario⁴. Como posible causa de la escasa aplicación del régimen se destaca la cantidad de requisitos exigidos que hacía de las SOCIMI un régimen inoperativo. Así, reconocía también la necesidad de la reforma para fomentar la constitución de estas entidades con el objetivo de impulsar el mercado inmobiliario y proporcionar liquidez a las inversiones inmobiliarias.

³ Ley del régimen jurídico-fiscal de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, SOCIMIS.

⁴ Nota incluida en el BOE para la publicación de la Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario.

La modificación de la regulación de las SOCIMI tenía como objetivo el de equiparar su régimen fiscal al de los REIT de otros países en los que estos vehículos tenían una gran relevancia como inversores en sus respectivos sectores inmobiliarios. Los cambios más relevantes fueron los siguientes:

- a. Régimen fiscal. Se reduce el tipo del IS aplicable al 0% desde el 18% inicial.
- b. Reducción de plazos. Se reduce el plazo exigido para que los bienes inmuebles promovidos por las SOCIMI tengan que arrendarse.
- c. Se eliminan los requisitos de: (a) un número mínimo de 100 accionistas para la constitución de la SOCIMI, (b) un capital mínimo en circulación del 25% y (c) un límite de financiación ajena del 70% del activo.
- d. Reducción del capital social mínimo exigido hasta 5M€ desde 15M€.
- e. Menor distribución obligatoria de beneficios. Se reduce al 80% desde el 90%
- f. Libertad de cotización. Se establece la opción de cotizar en mercados regulados o en sistemas multilaterales de cotización

Tras la modificación de la Ley 11/2009, el régimen español resulta ser uno de los menos restrictivos a nivel internacional, circunstancia que podría favorecer no solo la inversión nacional sino también la internacional. Los inversores internacionales han encontrado en el régimen de las SOCIMI españolas un “producto fácilmente perceptible, razonablemente flexible y con régimen fiscal muy atractivo” (Fernández & Serrano de Haro, 2014, pág. 15) ya que tributa al 0% en el IS al igual que sus comparables internacionales.

Parece que los cambios han sido exitosos: según datos del gobierno central, en 2013 se constituyeron 10 SOCIMI en España. Además, ya se encuentran cotizando cuatro SOCIMI en el mercado continuo español además de otras tres en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

3.2.3. Las principales características y requisitos de las SOCIMI

a. Objeto social.

El objeto social principal de las SOCIMI es, de acuerdo con el art. 2 de la Ley 11/2009: (1) la adquisición y promoción de bienes inmuebles urbanos con el fin de arrendarlos, bien sea directamente o a través de entidades que cumplan unos requisitos determinados; (b) la tenencia de participaciones en el capital de otras SOCIMI u otras entidades no residentes en territorio español, siempre que tengan el mismo objeto social y estén sometidas a un régimen similar al de las SOCIMI en cuanto a distribución de beneficios; (c) la tenencia de participaciones en el capital de otras entidades, residentes o no en territorio español, que tengan como objeto social principal la adquisición de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, sometidas al mismo régimen establecido para las SOCIMI en cuanto a distribución de beneficios y requisitos de inversión; y (d) la tenencia de acciones o participaciones de Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria reguladas en la Ley 35/2003.

Las SOCIMI pueden realizar actividades distintas a las que constituyen su objeto social principal. Sin embargo, la ley establece una limitación ya que los ingresos no deberán superar el 20% de las rentas de la sociedad.

b. Requisitos de inversión

La Ley 11/2019 establece en su art. 3 los requisitos de inversión de las SOCIMI según activos y rentas.

1. Requisitos según el volumen de activos

Las SOCIMI deberán tener invertido, al menos, el 80% del valor contable del activo en los siguientes elementos:

1. Inmuebles urbanos y terrenos destinados a ser arrendados.
2. Terrenos para la promoción de los inmuebles, siempre y cuando su

promoción se inicie en el periodo de 3 años siguientes a su adquisición.

3. Participaciones en el capital o en el patrimonio de las entidades mencionadas con anterioridad.

Los bienes inmuebles adquiridos o promovidos por la SOCIMI deben permanecer arrendados durante al menos tres años, comenzando el plazo desde el momento en que los bienes fueron arrendados por primera vez o desde la fecha de inicio del periodo impositivo al que resulte de aplicación el régimen especial.

2. Requisito según el volumen de rentas

Las rentas derivadas del arrendamiento de inmuebles, junto con los dividendos o participaciones en beneficios de entidades cualificadas como aptas en este régimen, deben suponer el 80% de las rentas del periodo impositivo en cada ejercicio, una vez deducidas las resultados por enajenación de inmuebles o participaciones.

Este 80% será calculado sobre el resultado consolidado si la sociedad es dominante de un grupo, el cual deberá estar integrado exclusivamente por SOCIMI.

La ley además establece también la obligación de diversificar el riesgo de las inversiones inmobiliarias, obligando a las entidades a tener al menos tres inmuebles incluidos en su activo, sin que ninguno de ellos represente más del 40% del mismo.

c. Capital social, denominación y negociación cotización

Las SOCIMI han de ser sociedades anónimas cotizadas, con un capital social mínimo de 5M€ (la legislación anterior exigía 15M€). Solamente puede existir una clase de acciones y su denominación social debe incluir la indicación “SOCIMI, S.A”, bien con la abreviatura o con el nombre completo.

Sus acciones deberán ser admitidas para su negociación en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación. No es obligatoria la cotización en el mercado español, permitiéndose la negociación en cualquier estado de la Unión Europea o en un mercado regulado de un país con el que exista intercambio de información tributaria.

La nueva regulación permite también la existencia de entidades denominadas como SOCIMI no cotizada que son aquellas que, cumpliendo todos los requerimientos de las SOCIMI (salvo la negociación) están participadas íntegramente por otras SOCIMI cotizadas o entidades con una regulación similar (REIT extranjeros).

d. Distribución de dividendos

Las SOCIMI deben repartir obligatoriamente un porcentaje de los beneficios obtenidos en cada ejercicio, porcentaje que varía dependiendo del origen de los beneficios. Así, se deben distribuir:

1. El 100% de los beneficios procedentes de dividendos o participaciones en beneficios distribuidos por entidades participadas.
2. Un mínimo del 50% de los beneficios obtenidos por la transmisión de inmuebles o de acciones. El resto se tendrá que reinvertir en otros inmuebles o participaciones en el plazo de 3 años.
3. El 80% del resto de los beneficios que se hayan obtenidos en el ejercicio.

La reserva legal no podrá superar el 20% del capital social y no se podrá establecer ninguna otra reserva de carácter indisponible.

e. Régimen fiscal especial

El régimen fiscal especial de las SOCIMI afecta, por un lado, a la propia sociedad en cuanto sujeto pasivo del impuesto sobre sociedades y, por otro lado, a los socios. La opción de adoptar este régimen fiscal debe aprobarse en junta

general de accionistas y transmitirse a la delegación de la AEAT tres meses antes de que finalice el año fiscal.

1. Régimen de la sociedad en el impuesto de sociedades

Las SOCIMI tributarán al tipo del 0% en el impuesto de sociedades. Este tipo fue establecido en la modificación del año 2012 porque la redacción original de la ley establecía un tipo de gravamen del 18%.

Además, la entidad estará sometida a un gravamen especial del 19%, que tendrá la consideración de cuota del impuesto sobre sociedades, sobre el importe íntegro de dividendos o participaciones de beneficios de aquellos socios cuya participación en la entidad sea de al menos el 5%, cuando dichos dividendos estén exentos o tributen a un tipo inferior al 10%.

2. Régimen fiscal de los socios

Los socios no podrán aplicar en sus pertinentes declaraciones impositivas (impuesto sobre sociedades o impuesto sobre la renta de las personas físicas, según corresponda) la deducción por doble imposición.

f. Obligaciones de información

La legislación establece la obligación de suministrar una determinada información en la memoria de las sociedades que hayan optado por la aplicación del régimen fiscal especial de las SOCIMI.

La información que debe ser incluida en la memoria es muy detallada y abarca todos los aspectos relevantes para que el régimen fiscal especial pueda ser aplicado, como por ejemplo:

1. Reservas procedentes de ejercicios anteriores
2. Dividendos distribuidos tanto con cargos a beneficios como con cargo a reservas.

3. Fecha del acuerdo de la distribución de dichos dividendos
4. Fecha de la adquisición de los inmuebles y participaciones que sean aptas para aplicar el régimen de las SOCIMI.
5. Identificación de los activos que computa para el límite del requisito de inversión del 80%.

El incumplimiento de estas obligaciones de información conllevaría sanciones tales como la pérdida del régimen fiscal especial o sanciones monetarias.

g. Pérdida del régimen fiscal especial

Al igual que se puede acceder a los beneficios de este régimen especial, se puede salir de él y perder sus correspondientes beneficios, pasando a tributar del régimen fiscal especial al régimen general en el mismo periodo impositivo cuando se produzcan alguna de estas circunstancias:

1. La exclusión de negociación en mercados regulados o en un sistema multilateral de negociación.
2. El incumplimiento sustancial de las obligaciones de información.
3. La falta de acuerdo de distribución o pago total o parcial de los dividendos.
4. La simple renuncia a la aplicación de este régimen fiscal especial.
5. El incumplimiento de cualquier otro de los requisitos exigidos en la ley para que la entidad pueda aplicar el régimen fiscal especial.

La pérdida de este régimen impedirá que se opte de nuevo por él hasta que hayan transcurrido tres años después del fin del periodo impositivo en el que se salió del régimen fiscal especial.

Capítulo 4. Metodologías de valoración: el descuento de flujos de caja

4.1. Los métodos de valoración de empresas

La valoración de empresas es “un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos” (Fernández, 2008, p. 4) que con el paso del tiempo y su práctica mejora. Existen múltiples métodos para valorar empresas, que se pueden clasificar de la siguiente forma (Fernández, 2008):

- a. Métodos basados en el balance (valor patrimonial). Métodos estáticos entre ellos los que se encuentran: (a) valor contable, (b) valor contable ajustado, (c) valor de liquidación, (d) valor sustancial y (e) activo neto real.
- b. Métodos basados en la cuenta de resultados. Métodos dinámicos entre los que se incluyen (a) múltiplo de beneficios (PER), (b) múltiplo de ventas y (c) múltiplo de EBITDA.
- c. Métodos mixtos. Entre ellos (a) clásico, (b) simplificado, (c) indirecto, (d) directo, (e) tasa con riesgo y tasa sin riesgo y (f) compra de resultados anuales.
- d. Descuento de flujos. Determinan el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de caja futuros, descontados a una tasa acorde con el riesgo. Enmarcados en esta tipología se encuentran (a) descuento del flujo de caja libre operativo, (b) del flujo de caja para el accionista, (c) descuento de dividendos, (d) descuento del flujo de caja de capital y (e) valor presente ajustado (*Adjusted present value* o APV)
- e. Creación de valor. Miden la generación de valor en una empresa y entre ellos se pueden citar (a) valor económico añadido (*Economic value added* o EVA), y (b) beneficio económico.

Para empresas cotizadas en bolsa, las dos metodologías más utilizadas son la valoración por descuento de flujos de caja y la valoración por múltiplos comparables, relacionados tanto con el balance (Precio de cotización/Valor contable por acción) como con la cuenta de resultados (PER o Valor empresa/EBITDA).

4.2. Valoración por descuento de flujos de caja

El método de valoración por descuento de flujos de caja asume que el valor de cualquier activo financiero es el valor de los flujos de caja descontados a una tasa que depende del riesgo que tengan dichos flujos de caja.

$$\text{Valor de un activo} = \sum_{t=1}^N \frac{\text{Flujo de caja}}{(1 + \text{Tasa de descuento})^t}$$

Existen distintas corrientes de flujos de caja, utilizándose en función del objetivo de la valoración que se quiera realizar. Así, si se quiere valorar el negocio de la compañía, se deberán descontar los flujos generados por los activos productivos de la misma; si se quieren valorar los recursos propios de la compañía, se deberá utilizar el flujo de caja libre para el accionista. Siguiendo a Fernández (2008), se pueden diferenciar cuatro corrientes de flujos de caja:

- a. Flujo de caja libre para los accionistas. Es la corriente de flujos destinada los propietarios de las acciones de la sociedad, equivalente a los dividendos repartidos. Es la cifra final una vez se han realizado los cobros y pagos de las operaciones, se han realizado las inversiones y se han tomado las decisiones de financiación pertinentes (aumentar o reducir deuda financiera). Estos flujos deben descontar a la tasa de descuento de los recursos propios, que se denotará en este informe como K_e .
- b. Flujo de caja para la deuda. Es el flujo destinado a retribuir a la deuda financiera (gastos financieros). Se descontará la tasa de descuento de la deuda (K_d).
- c. Flujo de caja libre operativo (DCF). Es el flujo generado por los activos productivos de la compañía, sin tener en cuenta la estructura financiera de la sociedad pero incorporando los impuestos teóricos que deberían ser computados

en una hipótesis de deuda financiera nula. Estos flujos se descontarán al coste medio ponderado de capital, que denominaremos WACC.

- d. Flujo de caja de capital. Es el flujo de caja destinado a los proveedores de fuentes de financiación, ya sean recursos propios o ajenos. Se descontará a una tasa equivalente al WACC sin incorporar el ahorro fiscal que supone la deuda financiera.

De los cuatro flujos mencionados, el más utilizado es el flujo de caja libre operativo que será el utilizado en la valoración de la compañía objeto de este informe.

4.2.1. Cálculo del flujo de caja libre operativo

El flujo de caja libre operativo es el flujo de caja obtenido de los activos productivos. Para su cálculo, se partirá de la estimación del resultado de explotación de la compañía (EBIT) del cual se deducirán los impuestos teóricos que le corresponderían como si no tuviese deuda financiera. A partir de este punto se añadirán las partidas que no supongan salida o entrada de flujos de caja (amortizaciones) y se deducirán aquellas que si lo supongan (CAPEX y variación de las necesidades operativas de fondos).

Cuadro 17: Cálculo del flujo de caja libre operativo

+Ventas/Ingresos
- Costes operativos
- Gastos generales
- Amortización
= Beneficio antes de intereses e impuestos o Resultado de explotación (EBIT)
- Impuestos sobre EBIT
= Beneficio neto de la empresa sin deuda (NOPAT)
+ Amortización
- Inversión en activos fijos o CAPEX ⁵
- Incremento de NOF ⁶
= Flujo de caja libre operativo

Fuente: Elaboración propia basado en Fernández (2008)

⁶ Cantidad destinada a las necesidades operativas de fondos ó los fondos necesarios para financiar las operaciones de la empresa.

a. Cálculo del resultado de explotación

El primer paso para estimar los flujos de caja generados por una compañía es identificar las variables macroeconómicas (crecimiento económico, tipos de interés, etc.), sectoriales (evolución prevista del sector, estrategias de la competencia, etc.) y de la empresa (políticas de precios, condiciones con proveedores y clientes, etc.) que puedan incidir en su evolución.

Es condición imprescindible conocer la compañía en profundidad. El estudio de los estados financieros pasados será el reflejo de la implantación de unas determinadas estrategias y políticas. El cumplimiento en el pasado de los planes de negocio hará creíble al equipo gestor, dando mayor certidumbre a los planes que se estén aplicando en el momento. El conocimiento del equipo de gestión de la empresa, de sus éxitos y fracasos anteriores, es de gran importancia a la hora de realizar las estimaciones. También puede incidir en una mayor o menor prima de riesgo a la hora de valorar la propia compañía.

Identificadas las variables críticas, se procederá a estimar la evolución futura tanto de la cuenta de resultados como del balance de la compañía.

La cifra de ingresos o ventas de la compañía es la estimación clave y, a su vez, la más compleja porque depende no solamente de factores endógenos, como las decisiones de los gestores de la compañía, sino también de factores exógenos y, por tanto, no controlables, como la evolución del entorno económico o la respuesta de los clientes presentes o potenciales ante los productos o servicios de la empresa. Por lo general, para estimar las ventas de la compañía se tienen en cuenta los ingresos pasados y los proyectos futuros. El importe calculado servirá para calcular la cifra de deudores comerciales del balance proyectado teniendo en cuenta la política de cobros de la empresa o el período medio de cobro.

Los costes de ventas son costes variables relacionados con el producto o servicio vendido que incorpora, a su vez, el coste de las materias primas. Su importancia relativa variará en función de la empresa que se analice, costes más elevados en empresas de distribución y más bajos en empresas de servicios. Para la estimación de esta variable se

estudia la evolución del porcentaje sobre ventas de los años anteriores y se identifican posibles cambios, como políticas de precios o nuevas compras de la compañía.

Los gastos del personal y los gastos generales tienen un carácter semi-fijo, su ajuste es menos automático que el coste de ventas aunque se ajustan dependiendo de la actividad de la compañía. Para proyectarlos hay que analizar, por un lado, el futuro número de empleados y, por otro lado, el coste medio por empleado. Para el resto de gastos generales, pueden estimarse como un porcentaje de ventas de los años anteriores si no se observan variaciones significativas.

Una vez se calcula los ingresos y gastos operativos se obtiene el resultado bruto de explotación o EBITDA, magnitud muy importante en la valoración de empresas por representar una aproximación al flujo de caja operativo sin tener en cuenta inversiones en inmovilizado o en circulante.

La cifra de amortizaciones se proyecta en función de (a) la cifra de inmovilizado amortizable que figura en el balance, (b) la política de inversiones futura de la compañía y (c) la política de amortizaciones.

En el cálculo del resultado financiero se tendrá en cuenta (a) el importe de la deuda financiera neta en el balance y (b) los tipos de interés. Para estimar el primero, se realizarán estimaciones tanto de la cuenta de resultados como del balance; para el segundo se analizará la evolución de los tipos de interés en el mercado, la estructura de la deuda de la empresa y el diferencial que ha pagado la empresa anteriormente.

Una vez realizadas estas estimaciones se puede calcular el beneficio neto de la compañía y analizar su evolución.

b. Cálculo del CAPEX

El CAPEX es la inversión realizada por la empresa para la adquisición o renovación de bienes muebles o inmuebles necesarios para el desarrollo de su negocio. Para la estimación del CAPEX, hay que tener en cuenta (Damodaran, 2001):

1. La estimación de los CAPEX futuros de la empresa puede estar basada en las inversiones realizadas en ejercicios anteriores, calculando una media de dichas inversiones. También puede basarse en el estándar de inversión utilizado por otras empresas del mismo sector.
2. Cuando se estimen las inversiones de capital, no se distinguirá entre inversiones internas o externas, esto es, inversiones en activos ya existentes en la empresa o la adquisición de nuevos bienes.

Hay que distinguir asimismo entre las inversiones de mantenimiento (que no deberían ser significativamente diferentes a las cifras de amortizaciones incluidas en la cuenta de resultados) de las inversiones de crecimiento o las inversiones inorgánicas. Las primeras permiten mantener el nivel de resultado de explotación mientras que las segundas deberían ser capaces de impulsar notablemente ese resultado.

c. **Calculo de las NOF**

El segundo componente en la estimación corresponde a las necesidades operativas de financiación (NOF). Este componente es bastante importante ya que conocer bien las necesidades de financiación de una empresa está unido directamente al hecho de conocer bien el modelo de negocio de una empresa. (Calleja, 2008).

Damodaran (2001) describe los tipos de activos y pasivos que se pueden clasificar como el NOF:

1. **Existencias:** estas partidas del activo incluyen tanto las materias primas como los productos terminados y semi-terminados.
2. **Clientes:** son las ventas realizadas pendientes de cobro.
3. **Acreedores comerciales:** son las compras realizadas pendientes de pago.
4. **Hacienda:** tanto las partidas de activo como las de pasivo generadas con hacienda son consideradas parte del negocio de la empresa, como, por ejemplo, IVA o cuotas a la seguridad social.

Estas partidas son un elemento muy relevante en el cálculo correcto del DFC ya que el retraso en el cobro a clientes o el aumento del nivel de existencias pueden suponer una reducción importante del flujo de caja generado e impactar en el valor teórico de la empresa.

Para el cálculo NOF en los años del proyecto nos basaremos en las partidas anteriormente enumeradas de los estados financieros de la empresa.

4.2.2. El cálculo coste medio ponderado de capital (WACC)

Los flujos de caja generados por los activos productivos de una empresa deben ser descontados a la tasa de estos activos (K_a) que tiene en cuenta el riesgo de dichos flujos. El problema que se plantea es la imposibilidad de observar la tasa K_a por lo que, asumiendo que activo es igual a pasivo, esto es, el valor de los activos productivos debe ser igual al de sus fuentes de financiación (recursos propios más deuda financiera) se estima la tasa a través del coste medio de estas fuentes de financiación. Así estableceremos que la tasa de descuento de los activos es equivalente al denominado coste medio ponderado de capital (WACC).

Para el cálculo del WACC se necesitan las siguientes variables:

- a. Coste de los recursos propios o retorno exigido a los recursos propios (K_e).
- b. Coste de la deuda financiera (K_d).
- c. Tasa impositiva (t).
- d. Valor de los recursos propios (RR.PP.) y de la deuda financiera neta (DFN).

La fórmula final para el cálculo del WACC será la siguiente:

$$WACC = K_e * \left(\frac{RR.PP.}{DFN + RR.PP.} \right) + K_d * (1 - t) * \left(\frac{DFN}{DFN + RR.PP.} \right)$$

En el supuesto específico de las SOCIMI, la tasa del impuesto de sociedades está establecida en el 0% por lo que la variable t puede ser eliminada del cálculo, quedando la fórmula del WACC de la siguiente manera:

$$WACC = K_e * \left(\frac{RR.PP.}{DFN + RR.PP.} \right) + K_d * \left(\frac{DFN}{DFN + RR.PP.} \right)$$

a. El coste de los recursos propios

El coste de los recursos propios es la tasa de rentabilidad que los inversores exigen para invertir en las acciones de una empresa. A la hora de cuantificar este coste o rentabilidad exigida existen varios métodos, entre los que destacan el de actualización de dividendos y el basado en la teoría de carteras o CAPM. En este proyecto utilizaremos la segunda opción.

Según el CAPM, existe una relación positiva entre la rentabilidad exigida y el riesgo de un activo financiero. Asumiendo que la tasa libre de riesgo es equivalente a la rentabilidad del bono gubernamental a 10 años, el resto de activos financieros (bonos corporativos, acciones etc...) deberían ofrecer una rentabilidad superior al presentar un mayor riesgo. Asimismo, al invertir en el mercado de renta variable el riesgo que se asume puede ser dividido entre riesgo sistemático y riesgo no sistemático. El primero solamente se elimina no invirtiendo en acciones mientras que el segundo puede ser reducido vía diversificación. El riesgo no sistemático, que se medirá a través del coeficiente β se puede calcular mediante una regresión lineal entre los rendimientos históricos de una acción concreta y los rendimientos históricos de un índice del mercado. El coeficiente β es la pendiente de dicha regresión (Mascareñas, 2001).

Una vez obtenidas la tasa libre de riesgo, el retorno del mercado y el coeficiente β , se calcula el coste de los recursos propios de esta forma:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

b. El coste de la deuda

El coste de la deuda de la empresa mide el coste que soporta la misma tras pedir prestado con el fin de financiar sus proyectos. Este coste de la deuda viene determinado por las siguientes variables (Damodaran, 2001):

1. **Nivel actual de los tipos de interés:** conforme aumentan los tipos de interés, el coste de la deuda de la empresa también aumentará.
2. **Riesgo de impago de la empresa:** si incrementa el riesgo de impago, el coste de la deuda también será mayor.
3. **Ventajas fiscales sobre deuda:** los impuestos sobre deuda son deducibles, por lo que a mayor tasa impositiva, menor coste de deuda.

$$K_d \text{ después de impuestos} = K_d \text{ antes de impuestos} * (1 - \text{tasa impositiva})$$

c. Peso de la deuda y de los recursos propios

Para el cálculo de las ponderaciones, se puede optar bien por las ponderaciones existente en el momento de la valoración o bien por la estructura más idónea escogida por la empresa como la objetivo. (Mascareñas, 2001).

4.2.3. Crecimiento esperado y valor terminal

Como ya hemos comentado, la valoración de una empresa se basa en las estimaciones futuras de sus flujos de caja. Esto implica las estimaciones no sólo de los ingresos, sino también de sus gastos, amortizaciones y depreciaciones, tipos impositivos, CAPEX y NOF.

Una empresa tiene, en teoría una, vida infinita. Por motivos prácticos, se realizan estimaciones de un periodo determinado que depende de las características de la empresa asumiendo que a partir de ese momento las magnitudes de la compañía crecerán a una tasa constante a perpetuidad.

Damodaran (2001) presenta dos formas para estimar la tasa de crecimiento a perpetuidad. La primera de ellas es la más simple y consiste en usar los datos históricos de la empresa y calcular el crecimiento realizado. El segundo consiste en calcular el crecimiento esperado del EBIT a partir de la tasa de reinversión y de la rentabilidad del capital invertido (ROCE):

$$\text{Crecimiento esperado del EBIT} = \text{Tasa de reinversión} \times \text{ROCE}$$

donde

$$\text{Tasa de reinversión} = \frac{\text{CAPEX} - \text{Amortizaciones} + \Delta \text{NOF}}{\text{EBIT} * (1 - \text{tasa impositiva})}$$

y

$$\text{ROCE} = \frac{\text{EBIT} * (1 - \text{tasa impositiva})}{\text{Capital Invertido}}$$

Estimada la tasa de crecimiento a perpetuidad, el cálculo del valor terminal se realizará de la siguiente manera:

$$\text{Valor Terminal}(n) = \frac{\text{DFC de la empresa}_{(n+1)}}{\text{WACC} - g}$$

Esta fórmula es la simplificación utilizada para calcular el valor actual una serie al infinito que crece a una tasa constante. Así, el valor terminal de la empresa en el año n será el resultado del flujo de caja libre operativo de la empresa del año siguiente dividido por la diferencia entre el coste medio ponderado de capital menos la tasa de crecimiento a perpetuidad g.

Este último valor es esencial, pues en este modelo de valoración tiene el mayor peso a la hora de calcular el valor total de la empresa por lo que hay que ser cuidadoso a la hora de elegir la tasa de crecimiento constante infinita y el coste de capital.

4.3. Valoración por múltiplos

La valoración relativa consiste en valorar la empresa en base al precio de los activos de las empresas similares en el mercado. Surgen ciertas discrepancias sobre el uso de un método u otro a la hora de valorar empresas (Damodaran, 2001):

- a. Se invierte menos tiempo y búsqueda de información mediante el uso de comparables y múltiplos que al calcular los flujos de caja de la empresa.
- b. Más fácil de vender por parte de los analistas a sus inversores ya que el descuento de flujos de caja puede resultar complicado de explicar.
- c. Más fácil de defender ya que los múltiplos se obtienen de las empresas comparables existentes en el mercado.
- d. Imprescindible en el mercado ya que refleja el comportamiento del mismo.

Sin embargo, las propias ventajas de la valoración por múltiplos terminan siendo sus propias debilidades. Dada su facilidad del cálculo y de la obtención de los datos en el mercado, pueden ser incongruentes ya que se ignoran factores importantes como el riesgo, el crecimiento o los flujos de caja futuros. Por otro lado, dado que refleja el comportamiento del mercado, el valor de la empresa obtenido mediante múltiplos puede estar por encima de su valor real si el mercado está sobrevalorando las empresas comparables a la misma y viceversa.

Para poder comparar el valor de las empresas similares en el mercado, es necesario estandarizar estos valores. Para ello, se pueden utilizar diferentes variables:

4.3.1. Multiplicadores sobre beneficios

Una de las formas más “intuitivas” a la hora de hallar el valor de una empresa es a través de los beneficios que genera y del precio que se paga por cada uno de sus acciones. Este ratio de Precio/Beneficio puede estimarse partiendo del Beneficio por Acción⁷ de la empresa, esto es el uso del PER⁸.

⁷ Beneficio por Acción (BPA) = Beneficio/Nº Acciones.

Por otro lado, en lugar de examinar los recursos propios de la empresa, se puede partir de los beneficios operativos de la empresa, usando los ratios del valor final de la empresa sobre estos beneficios operativos antes de impuestos e intereses o también antes de depreciaciones y amortizaciones.

De esta forma, los multiplicadores sobre beneficios serán los siguientes (Damodaran, Damadoran on Valuation: Security analysis for investments and corporate finance, 2011):

$$PER = \frac{BPA}{N^{\circ} Acciones}$$

$$EV/EBITDA = \frac{Valor\ de\ la\ Empresa}{EBITDA}$$

4.3.2. Multiplicadores sobre el valor contable ó valor en libros

Los inversores suelen fijarse en la relación que hay entre el precio de la acción de la empresa y el patrimonio neto o valor de la empresa con el objetivo de ver si la acción esta o no sobrevalorada, esto es:

$$P/VC = \frac{Precio}{Valor\ Contable\ (o\ de\ los\ RRPP)}$$

4.3.3. Multiplicadores sobre ingresos

Estos tipos de multiplicadores se ven menos afectados por las normas de contabilidad que el anterior. Los multiplicadores sobre ingresos se centran en el valor de un activo y los ingresos que éste genera. Para los inversores, el ratio sería el de precio sobre ventas, donde el valor de mercado por acción se divide en función de los ingresos generados por cada acción. Pero si nos fijamos a nivel empresa, el ratio ideal es el del valor de la empresa en función de las ventas que genera:

$$Precio/Ventas\ por\ acción \qquad Valor\ de\ la\ empresa/Ventas$$

4.3.4. Múltiplos específicos de cada sector

Mientras que los anteriores tres grupos de multiplicadores pueden usarse para comparar empresas de diferentes sectores, también existen múltiplos para cada industria o sector del mercado que variará de una industria a otra. Este análisis parte del múltiplo usado para la comparación y del grupo de empresas seleccionadas para la comparación.

Quizás la parte más complicada de este análisis surge con la selección de las empresas comparables, pues se eligen a partir de los flujos de caja, el potencial de crecimiento y el riesgo asumido similar a la empresa que se compara. Si hay suficientes empresas en el sector, se podrán elegir aquellas que se asimilen en tamaño. Pero si no encontramos suficientes empresas, el uso de este múltiplo y su aproximación con el valor real se vuelve más difícil y pierde utilidad y fiabilidad.

4.4. Relación entre múltiplos y el DFC

Tanto la valoración por múltiplos como por el método del descuento de flujos de cada pueden dar conclusiones y valoraciones diferentes en función de los múltiplos que se hayan utilizado o las estimaciones y proyecciones realizadas. Estas diferencias de valor se generan por los diferentes puntos de vista del mercado o de la ineficiencia de la misma (Damodaran, 2011). Con la valoración por múltiplos, se puede llegar a diferentes estimaciones de valor en función del grupo de múltiplos que se use; mientras que con el descuento de flujos de caja se incluyen factores como el riesgo de las operaciones o los flujos de caja futuros que generaría la empresa.

En el descuento de flujos de caja, se sume que el mercado no es perfecto y que por lo tanto se producen errores, que se corrigen a lo largo del tiempo y que esos errores pueden producirse y afectar a todo un sector o incluso a todo el mercado. En la valoración por múltiplos, también se asumen que se generan errores pero en vez de corregirse a lo largo del tiempo como en el descuento de flujos de caja, éstos son corregidos en el promedio de las empresas del sector.

Por lo tanto, se establecen dos puntos que sirvan de referencia a la hora de usar un método u otro:

- a. Los modelos de DFC se construyen sobre el supuesto de horizontes de futuros largos, dando al mercado tiempo para corregir sus errores.
- b. El uso de múltiplos puede resultar ineficiente cuando hay diferencias de crecimiento, riesgos y flujos de caja entre las compañías comparables del sector.

Capítulo 5. MERLIN Properties SOCIMI, S.A.

5.1. Descripción de la compañía

MERLIN Properties SOCIMI, S.A. fue constituida el 24 de marzo de 2014 con un capital de 60.000 euros, estando inicialmente todas sus acciones en manos de un único accionista: MAGIC Real Estate, S.L., que posteriormente las transfirió a MAGIC Kingdom, S.L., vehículo de inversión del equipo gestor de la compañía.

En junio de 2014, la empresa realizó una ampliación de capital por importe de 1.500M€, emitiendo 150M de acciones a un precio de 10€ por acción y empezó a cotizar en el mercado continuo español el 30 de junio.

La mejora de las perspectivas económicas y del sector inmobiliario en España ha fomentado la salida a bolsa de entidades cuyo objeto social es la inversión en activos inmobiliarios, bien con la fórmula SOCIMI, bien como una sociedad anónima tradicional. En el mercado continuo están cotizando Hispania Activos Inmobiliarios, S.A., que captó 500M€ en su salida a bolsa, y Lar España Real Estate SOCIMI, S.A., que ingresó 400M€.

MERLIN es, hasta el momento, la mayor compañía del sector inmobiliario español acogida al régimen SOCIMI. Como ya se ha analizado previamente, el nuevo régimen, con una tributación 0% en el IS, es una ventaja que implica una reducción del riesgo y un posible aumento de la rentabilidad para los inversores (Utrera, 2014). Por ello, MERLIN se introduce en un segmento cuyo atractivo fiscal y mayor transparencia está atrayendo a inversores de nuevo al mercado inmobiliario.

La ventaja de MERLIN frente a las otras dos compañías mencionadas fue la existencia de un pre-acuerdo de adquisición de la empresa Tree Inversiones Inmobiliarias, S.A., por un importe de unos 750M€ y cuyos activos eran principalmente oficinas arrendadas a BBVA, como se expondrá posteriormente. Este hecho reducía significativamente la incertidumbre inicial sobre el destino de los fondos captados en las ampliaciones de capital.

5.2. Estrategia de negocio

La principal actividad de MERLIN es “la adquisición, tanto directa como indirecta, el control, funcionamiento y la rotación selectiva de activos y bienes comerciales de alta calidad en los segmentos *Core* y *Core Plus* del mercado inmobiliario español y parte del portugués” (MERLIN Properties SOCIMI, S.A, 2014, pág. 70).

El principal foco del negocio de la empresa se centrará, por tanto, en los segmentos denominadas “*Core*” y “*Core Plus*” dentro de las distintas estrategias que pueden implantar las empresas en el sector inmobiliario. Así, se suelen diferenciar cuatro segmentos: “*Core*”, “*Core Plus*”, “Valor Añadido” (*Value Added*) y “Oportunístico” (*Opportunistic*) dependiendo de su riesgo y rentabilidad esperada:

Cuadro 18: Segmentos en el negocio inmobiliario

	<i>Core</i>	<i>Core Plus</i>	Valor añadido	Oportunístico
Riesgo	Mínimo	Mínimo-Moderado	Mínimo-Moderado	Moderado-Alto
TIR	6-9%	9-12%	12-18%	18% +
Periodo mantenimiento	10+ años	5-7 años	5-7 años	5 años o menos
Apalancamiento	0-50%	50-60%	60-70%	70-80%
Perfil inversión	Inmuebles localizados estratégicamente en los principales centros de negocios. Arrendamiento de los edificios a inquilinos de alta calificación crediticio	Garantizar edificios generando ingresos estables y constantes	Edificios con potenciales positivos que requieren una mejora con el fin de generar una plusvalía	Activos infrutilizados que necesitan un alto grado de mejora

Fuente: Prescott Group

MERLIN ha centrado su estrategia en los segmentos cuya rentabilidad está más vinculada a la obtención de rentas por arrendamientos que a la realización de ganancias de capital por revalorización de los activos subyacentes. Estos segmentos tienen mayor seguridad pero menor rentabilidad que los segmentos denominados de valor añadido u oportunístico.

El número de competidores en los segmentos donde opera MERLIN es actualmente bajo si se compara con periodos anteriores, según el equipo gestor de la entidad, por lo que se esperan rentabilidades relativamente elevadas.

MERLIN resume su estrategia de negocio en tres pilares:

- a. **Activos comerciales en propiedad para alquilar.** Enfocado en el mercado inmobiliario comercial, fundamentalmente en locales, oficinas y centros comerciales.
- b. **Geografía.** Activos localizados en España y, en menor medida en Portugal (donde no se espera superar el 25% del valor bruto de los activos (GAV)).
- c. **Apalancamiento.** Se establece un límite de apalancamiento inferior al 50% del LTV (*Loan-to-Value*)⁹.

Se establece asimismo unas características determinadas para los activos susceptibles de ser comprados por MERLIN. Entre estas características se pueden destacar: (a) valor de cada activo individual entre 60M€ y 150m€; (b) oficinas y locales comerciales situadas fundamentalmente en Madrid, Barcelona y otros centros urbanos relevantes; y (c) centros logísticos situados cerca de centros de transporte.

La empresa, al estar adscrita al régimen SOCIMI, está obligada a cumplir los siguientes requisitos, entre otros:

- a. MERLIN debe invertir al menos el 80% del valor bruto de sus activos en propiedades inmobiliarias destinadas al arrendamiento.
- b. Al menos el 80% de sus rentas anuales deben proceder de las rentas generadas por los alquileres y por los dividendos y ganancias de inversiones en capital de empresas con un régimen fiscal similar.

5.3. Estrategia financiera

La compañía tiene la intención de utilizar el apalancamiento financiero como medio para “intentar aumentar la rentabilidad de los accionistas en el largo plazo” (MERLIN Properties SOCIMI, S.A, 2014, pág. 66).

El nivel de apalancamiento financiero máximo se establece en el 50% del GAV, aunque el objetivo central es mantenerse entre el 30% y el 40%. Las decisiones de

⁹ Ratio préstamo-valor en español.

endeudamiento se tomarán de forma individual para cada una de las adquisiciones, dependiendo del riesgo del activo y del perfil de endeudamiento global de la empresa.

5.4. Adquisiciones realizadas.

Desde su salida, MERLIN ha realizado las siguientes adquisiciones:

a. La compra de Tree Inversiones Inmobiliarias, S.A.

Antes de su salida a bolsa, MERLIN ya tenía acordada la compra de la totalidad de las acciones de Tree, que se hizo efectiva el 3 de julio de 2014 por un importe de 740M€. El principal negocio de Tree es la tenencia de activos inmobiliario para alquilar. Tree adquirió a BBVA en 2009 y 2010 una cartera de 1.097 oficinas y 5 edificios localizados en España. Simultáneamente, se firmó un contrato de *lease back* con una duración mínima de 30 años para las oficinas y 20 para los edificios, con posibilidad de renovación por tres periodos consecutivos de cinco años cada uno. BBVA tiene la posibilidad de ejercitar la opción de compra en los años número 45 y 35, respectivamente. Tras las desinversiones realizadas, la cartera está formada en la actualidad por 880 oficinas y cinco edificios. A marzo de 2014, la empresa presentaba un endeudamiento financiero de unos 950M€.

b. Adquisición de Marineda City

MERLIN adquirió el 31 de julio de 2014 el centro comercial Marineda City, localizado en A Coruña y considerado el segundo complejo comercial más grande de España, por un importe de 260M€. Esta operación es la mayor operación de compra en el sector de los centros comerciales desde 2008.

c. Adquisición de World Trade Centre Alameda Park

El 13 de agosto de 2014, MERLIN compró el edificio World Trade Centre Alameda Park (WTCAP) por 46,75M€. Este edificio está considerado como de categoría alta y tiene contratos de arrendamiento a empresas de primer nivel, como Axa Seguros o Sharp Electronics.

d. Adquisición de la central logística de Imaginarium

En agosto de 2014, MERLIN completó su última adquisición hasta el momento: el complejo logístico de Imaginarium en Zaragoza con un alquiler a largo plazo por 10,75M€. Esta propiedad se encuentra en el recinto logístico Plaza, uno de los complejos de logística más grandes de España.

5.5. Valoración de MERLIN Properties SOCIMI, S.A por el método del descuento de flujos de caja.

El primer método utilizado para valora MERLIN es el descuento de flujos de caja que, como ya se expuso previamente, se basa en la estimación de los flujos de caja futuros, descontados a una tasa acorde con el riesgo de los mismos.

5.5.1. Flujo de caja libre operativo

El flujo de caja libre operativo es utilizado para la obtención del valor de los activos productivos de una empresa. En el caso de MERLIN, se realizará una proyección por el número de años de duración de sus contratos de arrendamiento.

Cuadro 19. MERLIN: proyección de la cuenta de pérdidas y ganancias

M€	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Ventas	52,6	112,2	114,6	118,3	122,3	126,5	130,2	133,9	137,6	141,4	145,4	149,4	153,6
% var.		113,2	2,1	3,3	3,4	3,4	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Opex	-0,6	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-1,9
Margen bruto	52,0	110,7	113,0	116,7	120,7	124,9	128,6	132,2	135,9	139,7	143,6	147,6	151,7
Gastos de gestión	-3,2	-6,7	-6,9	-7,1	-7,3	-7,6	-7,8	-8,0	-8,3	-8,5	-8,7	-9,0	-9,2
EBITDA	48,8	103,9	106,1	109,6	113,4	117,3	120,7	124,1	127,6	131,2	134,9	138,6	142,5
% var		112,8	2,1	3,3	3,4	3,4	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
% EBITDA/ventas	92,8	92,6	92,6	92,7	92,7	92,7	92,7	92,7	92,7	92,7	92,8	92,8	92,8
Amortizaciones	-15,8	-31,1	-30,3	-29,5	-28,7	-28,0	-27,3	-26,6	-25,9	-25,3	-24,6	-24,0	-23,4
EBIT	33,0	72,9	75,9	80,1	84,7	89,3	93,5	97,5	101,7	105,9	110,2	114,6	119,1
% var		120,6	4,1	5,6	5,6	5,5	4,7	4,4	4,2	4,2	4,1	4,0	3,9
% EBIT/ventas	62,8	64,9	66,2	67,7	69,1	70,6	71,8	72,9	73,9	74,9	75,8	76,7	77,5
Otros ingresos no recurrentes	-29,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado operativo	4,0	72,9	75,9	80,1	84,7	89,3	93,5	97,5	101,7	105,9	110,2	114,6	119,1
Resultado financiero	-22,0	-27,6	-26,0	-24,4	-22,8	-21,1	-19,5	-17,8	-16,1	-14,4	-12,5	-10,6	-8,7
EBT	-17,9	45,3	49,9	55,8	61,9	68,1	74,0	79,7	85,5	91,5	97,7	104,0	110,4
Impuestos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Beneficio neto	-17,9	45,3	49,9	55,8	61,9	68,1	74,0	79,7	85,5	91,5	97,7	104,0	110,4
% var.		n.a.	10,2	11,7	10,9	10,1	8,5	7,7	7,4	7,0	6,7	6,4	6,2
Beneficio neto ajustado	11,1	45,3	49,9	55,8	61,9	68,1	74,0	79,7	85,5	91,5	97,7	104,0	110,4

Fuente: MERLIN (2014) y elaboración propia.

M€	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	2037e	2038e	2039e
Ventas	157,9	162,3	166,9	166,0	170,7	175,4	180,4	185,4	190,6	195,9	201,4	207,1	212,9
% var.	2,8	2,8	2,8	-0,5	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Opex	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4
Margen bruto	156,0	160,4	164,9	164,0	168,6	173,3	178,2	183,2	188,4	193,7	199,1	204,7	210,5
Gastos de gestión	-9,5	-9,7	-10,0	-10,0	-10,2	-10,5	-10,8	-11,1	-11,4	-11,8	-12,1	-12,4	-12,8
EBITDA	146,5	150,6	154,9	154,0	158,3	162,8	167,4	172,1	176,9	181,9	187,0	192,3	197,7
% var.	2,8	2,8	2,8	-0,5	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
% EBITDA/Ventas	92,8	92,8	92,8	92,8	92,8	92,8	92,8	92,8	92,8	92,8	92,8	92,8	92,9
Amortizaciones	-22,8	-22,3	-21,7	-21,2	-20,7	-20,2	-19,7	-19,2	-18,8	-18,3	-17,9	-17,5	-17,1
EBIT	123,7	128,4	133,1	132,8	137,7	142,6	147,7	152,9	158,2	163,6	169,1	174,8	180,7
% var	3,8	3,7	3,7	-0,2	3,6	3,6	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4	3,3	3,3
% EBIT/ventas	78,3	79,0	79,7	80,0	80,6	81,2	81,8	82,4	82,9	83,4	83,9	84,4	84,8
Otros ingresos no recurrentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado operativo	123,7	128,4	133,1	132,8	137,7	142,6	147,7	152,9	158,2	163,6	169,1	174,8	180,7
Resultado financiero	-6,6	-4,5	-2,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	117,1	123,8	130,8	132,8	137,7	142,6	147,7	152,9	158,2	163,6	169,1	174,8	180,7
Impuestos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Beneficio neto	117,1	123,8	130,8	132,8	137,7	142,6	147,7	152,9	158,2	163,6	169,1	174,8	180,7
% var.	6,0	5,8	5,6	1,5	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4	3,3
Beneficio neto ajustado	117,1	123,8	130,8	132,8	137,7	142,6	147,7	152,9	158,2	163,6	169,1	174,8	180,7

Fuente: MERLIN (2014) y elaboración propia.

El cuadro 19 incluye la proyección de la cuenta de pérdidas y ganancias de MERLIN desde el año 2014 hasta el fin de los contratos de arrendamiento de los activos adquiridos desde su salida a bolsa.

Los gastos operacionales de cada activo corren a cargo del arrendador, en este caso MERLIN, incluyendo el mantenimiento y control de dichos activos. El porcentaje de estos gastos sobre los ingresos dependerá del tipo de activo y de los pactos incluidos en los contratos de arrendamiento.

En el cuadro 21 se estima el EBIT de cada una de los activos de MERLIN. Las proyecciones están realizadas de la siguiente manera:

- a. **Tree.** Tiene contratos de arrendamiento de edificios y oficinas con una superficie total de 374.500m² que generan rentas de 0,24€/m² para las oficinas y 0,15€/m² para los edificios. Estas rentas son revisadas anualmente en función de la inflación europea según los contratos de arrendamiento, siendo del 0,5% para 2014, 1,2% en 2015, 1,5% en 2016 y 1,9% para el largo plazo, según las estimaciones de la Comisión Europea. En la proyección de los gastos operacionales, se aplica el 6% de los ingresos establecido en los contratos de arrendamiento.
- b. **Marineda.** Es centro comercial situado en A Coruña con una superficie de 100.378m² que genera rentas de 15,0€/m² revisables anualmente según el IPC español¹⁰. Además cuenta con las rentas del hotel integrado en el centro comercial que se mantienen constantes en 0,3M€. En la proyección de los gastos operaciones se mantienen constantes en 1,3M€ revisables en función del IPC español y el *mark-to-market*¹¹.
- c. **World Trade Centre Alameda Park (WTCAP).** Complejo de oficinas de 14.535 m², 213 plazas de aparcamiento y 1.000 m² de almacén. Los precios de las rentas de estas superficies son de 17,2€/m², 80€/m² y 5€/m² respectivamente, revisables anualmente en función del IPC español. Para la proyección de gastos operacionales se establecen 0,2M€ fijos a lo largo de la periodo de proyecciones, revisables al IPC y *mark-to-market*.

¹⁰ Proyección del 0,5% para 2014; 1,8% para 2015 y 2% para 2016 y largo plazo.

¹¹ Incremento del valor razonable del activo respecto del mercado.

- d. **Imaginarium.** Parque industrial de logística localizado en Zaragoza de 20.000€/m² que genera unas rentas de 4,3€/m² revisables según el IPC español y el *mark-to-market*. Los gastos operacionales se fijan en un 5% de los ingresos, revisables de la misma forma que las rentas.

Para la estimación de las amortizaciones de los activos arrendados se tiene en cuenta las características de los mismos, estableciéndose una duración media de 100 años, excepto para los activos de Tree, cuya amortización viene ya establecida en las cuentas de la entidad. Por tanto, calculamos la tasa de amortización anual según el precio de compra de los activos:

Cuadro 20. MERLIN: amortización de los activos de la cartera.

M€	Precio compra	Años de vida	Amortización anual
Marineda	260	100	2,6
WTCAP	46,75	100	0,5
Imaginarium	10,75	100	0,1

Fuente: MERLIN (2014) y elaboración propia.

Cuadro 21. MERLIN: proyección de los ingresos de sus activos según los contratos de arrendamiento.

M€	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Tree													
Ingresos	88,5	89,3	91,3	93,9	96,7	99,6	102,6	105,6	108,8	112,1	115,4	118,9	122,5
Opex	-5,3	-5,4	-5,5	-5,6	-5,8	-6,0	-6,2	-6,3	-6,5	-6,7	-6,9	-7,1	-7,3
D&A	-29,1	-27,9	-27,1	-26,3	-25,6	-24,8	-24,1	-23,4	-22,8	-22,1	-21,5	-20,8	-20,3
EBIT	54,1	56,1	58,8	61,9	65,3	68,8	72,3	75,9	79,5	83,2	87,0	90,9	94,9
Marineda													
Ingresos	16,6	18,5	18,8	19,9	21,1	22,3	23,0	23,5	23,9	24,4	24,9	25,4	25,9
Opex	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6
D&A	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6
EBIT	12,7	14,6	14,9	16,0	17,1	18,3	19,0	19,4	19,8	20,3	20,7	21,2	21,7
WTCAP													
Ingresos	3,3	3,3	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	3,9	4,0
Opex	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
D&A	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
EBIT	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	3,0	3,1	3,1	3,2	3,3
Imaginarium													
Ingresos	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3
Opex	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
D&A	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBIT	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
MERLIN													
Ingresos	52,6	112,2	114,6	118,3	122,3	126,5	130,2	133,9	137,6	141,4	145,4	149,4	153,6
Opex	-0,6	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-1,9
D&A	-15,8	-31,1	-30,3	-29,5	-28,7	-28,0	-27,3	-26,6	-25,9	-25,3	-24,6	-24,0	-23,4
EBIT	33,0	72,9	75,9	80,1	84,7	89,3	93,5	97,5	101,7	105,9	110,2	114,6	119,1

Fuente: MERLIN (2014) y elaboración propia.

M€	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	2037e	2038e	2039e
Tree													
Ingresos	126,1	129,9	133,8	132,3	136,3	140,3	144,6	148,9	153,4	158,0	162,7	167,6	172,6
Opex	-7,6	-7,8	-8,0	-7,9	-8,2	-8,4	-8,7	-8,9	-9,2	-9,5	-9,8	-10,1	-10,4
D&A	-19,7	-19,1	-18,6	-18,0	-17,5	-17,0	-16,5	-16,0	-15,6	-15,1	-14,7	-14,3	-13,9
EBIT	98,9	103,0	107,2	106,3	110,6	114,9	119,4	123,9	128,6	133,3	138,2	143,2	148,4
Marineda													
Ingresos	26,4	27,0	27,5	28,0	28,6	29,2	29,8	30,4	31,0	31,6	32,2	32,9	33,5
Opex	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1
D&A	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6
EBIT	22,2	22,7	23,2	23,7	24,2	24,8	25,3	25,9	26,4	27,0	27,6	28,2	28,8
WTCAP													
Ingresos	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1
Opex	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
D&A	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
EBIT	3,4	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4
Imaginarium													
Ingresos	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7
Opex	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
D&A	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBIT	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5
MERLIN													
Ingresos	157,9	162,3	166,9	166,0	170,7	175,4	180,4	185,4	190,6	195,9	201,4	207,1	212,9
Opex	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4
D&A	-22,8	-22,3	-21,7	-21,2	-20,7	-20,2	-19,7	-19,2	-18,8	-18,3	-17,9	-17,5	-17,1
EBIT	123,7	128,4	133,1	132,8	137,7	142,6	147,7	152,9	158,2	163,6	169,1	174,8	180,7

Fuente: MERLIN (2014) y elaboración propia

En el modelo de valoración se ha considerado solamente las inversiones de mantenimiento de los activos, por lo que la proyección de CAPEX se va a mantener constante a lo largo del periodo de estimaciones. De esta forma, la estimación del CAPEX se realiza conforme a las siguientes hipótesis:

- a. **Tree:** según el contrato de arrendamiento de los edificios y oficinas alquiladas, se aplica un CAPEX de 58.000 € anuales de forma perpetua hasta el año 2039.
- b. **Marineda:** se aplicará una tasa del 2,5% sobre el valor de los ingresos para el CAPEX hasta el año 2020. Posteriormente, y hasta final del periodo de proyección, esta tasa se incrementa al 5% sobre el nivel de ingresos que genere el centro comercial.
- c. **WTCAP:** de la misma forma que en el anterior caso, se aplicará un CAPEX del 2,5% sobre el nivel de ingresos hasta el año 2020, a partir del cual la tasa se incrementará hasta el 5%.
- d. **Imaginarium:** dadas las características del parque industrial¹², la inversión en CAPEX es superior a la utilizada en los anteriores activos y se ha aplicado una tasa constante del 5%.

Partiendo de las estimaciones de EBIT (Cuadro 21) y de CAPEX, se calcula el flujo libre de caja operativo. Hay que señalar que, a diferencia del modelo general expuesto en el capítulo 4, en el modelo de MERLIN no hay que realizar la deducción de los impuestos sobre el beneficio operativo porque la tasa impositiva en el impuesto de sociedades es del 0%.

¹² Mantenimiento de las infraestructuras así como las carreteras de acceso e iluminación exterior del recinto.

Cuadro 22. MERLIN: estimación de los flujos de caja libre operativo.

M€	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
EBITDA	48,8	103,9	106,1	109,6	113,4	117,3	120,7	124,1	127,6	131,1	134,8	138,6	142,5
% var.	0,0	112,8	2,1	3,3	3,4	3,4	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
% EBITDA/ventas	92,8	92,6	92,6	92,7	92,7	92,7	92,7	92,7	92,7	92,7	92,8	92,8	92,8
Amortización	-15,8	-31,1	-30,3	-29,5	-28,7	-28,0	-27,3	-26,6	-25,9	-25,3	-24,6	-24,0	-23,4
EBIT	33,0	72,9	75,9	80,1	84,6	89,3	93,5	97,5	101,7	105,9	110,2	114,6	119,1
Amortización	15,8	31,1	30,3	29,5	28,7	28,0	27,3	26,6	25,9	25,3	24,6	24,0	23,4
CAPEX	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5
Flujo de caja libre operativo	48,3	103,3	105,5	109,0	112,7	116,6	119,4	122,7	126,2	129,7	133,4	137,1	141,0

M€	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	2037e	2038e	2039e
EBITDA	146,5	150,6	154,9	154,0	158,3	162,8	167,4	172,1	176,9	181,9	187,0	192,3	197,7
% var.	2,8	2,8	2,8	-0,5	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
% EBITDA/ventas	92,8	92,8	92,8	92,8	92,8	92,8	92,8	92,8	92,8	92,8	92,8	92,9	92,9
Amortización	-22,8	-22,3	-21,7	-21,2	-20,7	-20,1	-19,7	-19,2	-18,8	-18,3	-17,9	-17,5	-17,1
EBIT	123,7	128,4	133,1	132,8	137,7	142,6	147,7	152,8	158,1	163,6	169,1	174,8	180,7
Amortización	22,8	22,3	21,7	21,2	20,7	20,2	19,7	19,2	18,8	18,3	17,9	17,5	17,1
CAPEX	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-2,0
Flujo de caja libre operativo	144,9	149,0	153,2	152,3	156,6	161,1	165,6	170,3	175,1	180,0	185,1	190,3	195,7

Fuente: MERLIN (2014) y elaboración propia.

Se estima que en el ejercicio 2014, tras todas las operaciones de adquisición y comienzo de los contratos de arrendamiento de sus activos, MERLIN registrará un flujo de caja libre operativo 48.288M€, que doblará su valor para el siguiente año, alcanzado los 103.322 M€. Para el ejercicio del último año del periodo de proyecciones, se estima que MERLIN obtenga 195.720M€ de flujo de caja libre operativo.

En el año 2030 se registra una caída de los ingresos por la finalización del contrato de arrendamiento de los edificios de Tree porque se estima que BBVA ejerce la posibilidad de renovar los contratos de arrendamiento por 3 periodos consecutivos de 5 años.

5.5.2. Coste medio ponderado de capital

Tras la proyección de los flujos de caja libre operativo de la empresa es necesaria la obtención del coste medio ponderado de capital con el objetivo de descontar los flujos anteriores. Como ya se comentó en el capítulo 4, el WACC es el rendimiento mínimo exigido por los accionistas y prestamistas según el riesgo del negocio.

Para el cálculo del coste de capital de MERLIN, se tendrán en cuenta los siguientes aspectos:

e. Estructura financiera

A los precios actuales de mercado, la estructura financiera es de un 62% de recursos propios y un 38% de deuda financiera neta. Mantenemos esta estructura en los cálculos del WACC por encontrarse alineada con los objetivos de apalancamiento financiero de la compañía.

Cuadro 23. MERLIN: estructura financiera.

Número acciones (Miles)	129,2
Precio de mercado	9,3€/acción
Capitalización	1.201,7M€
DFN	-708,7M€
% RR.PP.	62,14
% RR.AA.	37,86

Fuente: MERLIN (2014) y elaboración propia

f. Coste de la deuda (Kd)

Para determinar el coste de la deuda después de impuestos, se tendrá en cuenta el tipo de interés efectivo de la deuda de la empresa (5,0%) y la tasa impositiva (en este caso es del 0%). Por lo tanto, el coste de la deuda a efectos del cálculo del WACC es igual al tipo de interés de la deuda de MERLIN, esto es, del 5,0%.

g. Coste de los recursos propios

Como ya se mencionó en el capítulo 4, el coste de los recursos propios se obtiene aplicando el modelo CAPM, por lo que es necesario determinar la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y el coeficiente beta.

Para la tasa libre de riesgo se ha utilizado el rendimiento del bono español a 10 años, que se sitúa en la actualidad en el 2,5%.

La prima de riesgo del mercado equivale a la diferencia entre la rentabilidad exigida por el mercado y la tasa libre de riesgo. En este caso se aplicará una tasa histórica bursátil del 5,5%.

La falta de historia bursátil de MERLIN imposibilita el cálculo de la beta histórica para utilizarla en el modelo, por lo que se ha optado por utilizar un beta de 1, equivalente a asumir que el riesgo de la compañía es similar al del mercado.

Aplicando el modelo CAPM, se obtiene que el coste de los recursos propios es del 8%:

$$K_e = 2,5\% + 1,0 * (5,5\%) = 8\%$$

h. Cálculo del WACC

Finalmente, tras obtener los diferentes valores para el cálculo del coste medio ponderado de capital, se concluye que el valor del WACC de MERLIN equivale a 6,55%:

$$WACC = 8\% * (62\%) + 5\% * (38\%) = 6,55\%$$

5.5.3. Valor terminal

Para calcular el valor terminal de MERLIN existen dos opciones:

- a. Calcular el valor liquidativo de la compañía en 2039, lo que equivale a estimar el precio de venta de los activos inmobiliarios en dicha fecha.
- b. Asumir que los arrendamientos continuarán a perpetuidad.

El resultado final es equivalente: si el valor de cualquier activo es el valor de los flujos de caja futuros descontados, el precio de venta teórico de los activos inmobiliarios en 2039 debería equivaler al resultado de descontar el flujo de caja libre operativo que dichos inmuebles generarán en el futuro.

Dadas las características del sector inmobiliario, en el que las rentas suelen estar indexadas a la inflación, se ha optado por utilizar una tasa de crecimiento a perpetuidad del 2%, que es el objetivo de inflación a largo plazo establecido por el Banco Central Europeo.

$$\text{Valor terminal}_{2039e} = \frac{195,7M\text{€} * (1 + 2\%)}{(6,55\% - 2\%)} = 4.384M\text{€}$$

5.5.4. Valor del negocio y valor de los recursos propios

El valor total del negocio es el resultado obtenido tras descontar los flujos libres de caja operativos y el valor terminal del negocio descontados al WACC. Por lo tanto, el valor de los activos productivos o valor empresa (VE) de MERLIN tras las proyecciones realizadas es de 2.520M€.

El valor de los recursos propios es el resultante de la diferencia entre el valor de la empresa (2.520M€) y la deuda financiera neta (708,7M€), esto es, 1.811M€. El número de acciones que hay en circulación es de 129.200, por lo que el valor

teórico por acción es de 14,0€ euros por acción. Dado que el precio de mercado es de 9,3 € por acción, el porcentaje teórico de revalorización es de 50,7%.

Cuadro 24. Valoración de MERLIN por el método de descuento de flujos de caja

M€	
Valor de la empresa	2.520
Deuda financiera neta	- 708,7
Valor de los recursos propios	1.811
Acciones en circulación	129,2
Valor teórico por acción (€)	14,0
Precio de mercado (€)	9,3
% Revalorización	50,7

Fuente: MERLIN (2014) y elaboración propia.

5.5.5. Análisis de sensibilidad

Si se tiene en cuenta que el precio objetivo calculado en el apartado anterior ha sido obtenido a través de una serie de hipótesis fijas, también hay que tener en cuenta la variación de dicho precio si hubiera un cambio en los parámetros fundamentales. Estos parámetros son la tasa de crecimiento perpetuo y el coste medio ponderado de capital.

Para una tasa de crecimiento perpetuo del 2% y una tasa WACC del 6,55% se obtuvo un precio objetivo de 14,0€ por acción. En el siguiente análisis de sensibilidad realizado en el cuadro 25 sobre el precio de la acción de MERLIN se observa que el precio de la acción disminuye conforme baja la WACC. Mientras que, por otro lado, a mayor tasa de crecimiento y un coste medio ponderado de capital del 5%, se obtendrían un mayor precio por acción.

Cuadro 25. MERLIN: sensibilidad del precio ante cambios en la tasa de crecimiento y en el WACC

		Tasa de crecimiento perpetuo						
		1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%
WACC	5,00%	21,5 €	22,3 €	23,4 €	24,6 €	26,0 €	27,7 €	29,8 €
	5,55%	17,7 €	18,3 €	19,0 €	19,8 €	20,6 €	21,7 €	22,9 €
	6,00%	15,4 €	15,8 €	16,3 €	16,8 €	17,5 €	18,2 €	19,0 €
	6,55%	13,0 €	13,3 €	13,6 €	14,0 €	14,4 €	14,9 €	15,5 €
	7,00%	11,4 €	11,7 €	11,9 €	12,2 €	12,5 €	12,9 €	13,3 €
	7,55%	9,8 €	10,0 €	10,2 €	10,4 €	10,6 €	10,8 €	11,1 €
	8,00%	8,7 €	8,8 €	9,0 €	9,1 €	9,3 €	9,5 €	9,7 €

Fuente: MERLIN (2014) y elaboración propia.

5.6. Valoración de MERLIN por el método de múltiplos de compañías comparables.

Otra metodología en la valoración de empresas es la valoración relativa o por múltiplos. Como ya se comentó en el apartado 4.5, se comparará la empresa con otras empresas comparables del sector.

Para ello, se han seleccionado una serie de empresas a nivel mundial que se encuentran bajo el mismo régimen fiscal de las SOCIMI y otras empresas cotizadas del sector inmobiliario.

Cuadro 26. Múltiplos de compañías comparables: EV/EBITDA y P/VC

	EV/EBITDA(x)			P/VC(x)		
	2014e	2015e	2016e	2014e	2015e	2016e
SOCIMI						
Hibernia REIT PLC	6,9	7,8	8,6	1,0	1,0	0,9
Green REIT Plc	n.a	11,4	12,5	1,4	1,2	1,1
Kennedy-Wilson Holdings, Inc.	14,0	14,8	12,1	2,3	2,1	2,0
Hispania Activos Inmobiliarios S.A.	191,5	25,1	22,3	n.a	n.a	n.a
Inmobiliarias cotizadas						
Inmobiliaria Colonial, S.A.	25,0	19,6	17,0	4,3	3,8	3,3
Realia Business, S.A.	19,7	18,0	17,6	0,8	0,8	0,8
Land Securities Group PLC	23,9	22,9	19,2	0,9	0,9	0,8
British Land Company PLC	23,6	22,0	21,1	0,9	0,9	0,9
Gecina SA	23,5	23,0	22,1	1,1	1,0	1,0
Societe Fonciere Lyonnaise S.A.	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Simon Property Group, Inc.	20,9	17,4	15,1	10,7	7,0	10,5
Boston Properties, Inc.	19,9	19,3	18,2	3,9	3,8	3,7
General Growth Properties, Inc.	19,7	18,6	17,5	2,6	2,5	n.a
Vornado Realty Trust	20,8	19,7	17,0	3,1	3,0	3,1
MERLIN Properties SOCIMI, S.A.	47,2	22,2	21,7	1,0	1,0	1,0
Promedio	35,1	18,7	17,3	2,8	2,3	2,6

Fuente: FactSet y elaboración propia.

Teniendo en cuenta que MERLIN ha sido creada en 2014, se entiende que el múltiplo EV/EBITDA es superior a la media (lo mismo ocurre con la SOCIMI Hispania

Activos Inmobiliarios S.A). Sin embargo, en las proyecciones de años sucesivos estos ratios se asemejan al promedio calculado, situándose cerca de 2 puntos por encima.

Por otro lado, en el ratio P/VC, teniendo en cuenta que el precio teórico de las acciones de MERLIN es de 9,3€, se mantiene por debajo del promedio de las empresas comparables manteniéndose constante durante los 3 años de esta proyección.1

Cuadro 27. Múltiplos de compañías comparables: Rentabilidad por dividendo y PER.

	Rentabilidad por dividendo (%)			PER		
	2014e	2015e	2016e	2014e	2015e	2016e
SOCIMI						
Hibernia REIT PLC	0,9%	2,1%	2,1%	10,4	11,4	13,5
Green REIT Plc	0,0%	3,2%	3,3%	n.a	14,5	16,0
Kennedy-Wilson Holdings, Inc.	1,4%	1,6%	2,0%	80,3	n.a	n.a
Hispania Activos Inmobiliarios SA	1,2%	4,6%	4,1%	31,8	17,6	19,7
Inmobiliarias cotizadas						
Inmobiliaria Colonial, S.A.	0,0%	0,0%	0,0%	75,6	28,4	20,3
Realia Business, S.A.	0,0%	0,0%	0,0%	n.a	134,0	33,2
Land Securities Group PLC	2,9%	3,1%	3,2%	26,9	25,5	23,6
British Land Company PLC	3,9%	4,0%	4,2%	22,3	20,8	20,1
Gecina SA	4,1%	4,2%	4,3%	21,7	21,1	18,1
Societe Fonciere Lyonnaise SA	5,5%	5,4%	5,2%	24,7	22,4	20,8
Simon Property Group, Inc.	3,1%	3,3%	3,4%	35,9	34,3	31,1
Boston Properties, Inc.	3,3%	2,3%	2,6%	66,4	59,6	47,5
General Growth Properties, Inc.	2,5%	2,7%	3,0%	50,8	48,6	40,4
Vornado Realty Trust	2,8%	2,8%	2,9%	57,3	44,7	38,4
MERLIN Properties SOCIMI, S.A.	0,0%	3,0%	3,3%	91,8	22,4	20,3
Promedio	2,1%	2,8%	2,9%	45,8	36,1	25,9

Fuente: FactSet y elaboración propia

Dado que MERLIN comenzó a cotizar el pasado 30 de junio de 2014, la empresa no ha tenido la oportunidad de repartir dividendos a sus accionistas, por lo que su rentabilidad por dividendo para 2014 es del 0%. Sin embargo, en los años sucesivos, se espera una rentabilidad por dividendo del 3% para 2015 y de 3,3% para 2016, ratios superiores al promedio de las empresas del sector.

En cuanto al PER, el valor de este ratio en 2014 resulta poco significativo, pero para los siguientes años, se espera que MERLIN tenga un PER superior a 20, lo que

indica que se espera que la empresa genere mayores beneficios en estos años, siendo inferior al PER promedio de las empresas comparables.

5.7. Recomendación

MERLIN es una empresa de reciente creación, por lo que no se dispone de datos financieros anteriores al 30 de junio de 2014. Sin embargo, cuenta con varios contratos de arrendamiento a largo plazo cuyos ingresos están asegurados.

A pesar de ser una empresa nueva, MERLIN espera que registre un beneficio neto ajustado de 11,1M€ para el año 2014 tras solo 6 meses de existencia en el mercado inmobiliario. Además, y según las proyecciones realizadas, MERLIN incrementará un 10% cada año estos beneficios, los cuales generarán un dividendo para sus accionistas de manera obligada debido al régimen fiscal SOCIMI bajo el que se encuentra.

A través del método de descuento de flujos de caja, se concluye que el valor de MERLIN es de 2.520M€, el valor de los recursos propios de la empresa es de 1.811M€ y el precio de la acción es de 14,0. Por ello, se estima que las acciones de MERLIN están infravaloradas en un 50,7%.

Teniendo en cuenta los aspectos anteriores, se considera recomendable comprar las acciones de MERLIN.

Capítulo 6. Conclusiones

El objetivo principal de este proyecto era el análisis y valoración de la SOCIMI MERLIN Properties SOCIMI, S.A. El sector inmobiliario en el que opera esta empresa ha sufrido una crisis inmobiliaria en la que se ha visto afectado el crecimiento de la economía del país debido a la participación que tiene este sector sobre el PIB.

Como medida para solventar el descenso en los precios de la vivienda y la inversión en la construcción en general, se instauró un régimen fiscal especial ya implantado en otros países del mundo. De esta forma, se prevé fomentar el mercado del alquiler en España y facilitar de nuevo el acceso a la propiedad inmobiliaria al pequeño inversor, proporcionándole una rentabilidad estable de la inversión en este tipo de empresas.

Con esta medida, se ofrece una nueva forma de inversión indirecta en bienes inmuebles más allá de los vehículos de inversión ya existentes como las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria o los fondos de inversión inmobiliaria.

MERLIN es una empresa de reciente creación que salió a cotizar en el mercado continuo el pasado mes de junio de 2014. Esta empresa del sector inmobiliario es creada bajo un régimen fiscal basado en el mismo modelo de otros países del mundo e instaurada en España con el fin de fomentar y promover el alquiler como respuesta a la última crisis inmobiliaria.

Al valorar esta empresa, se han tenido que analizar cada uno de los activos recién adquiridos de forma independiente ya que los principales ingresos de MERLIN son las rentas generadas por los contratos de alquiler de dichos activos. Una de las ventajas de este tipo de empresa es que, a diferencia de otras inmobiliarias fuera del régimen de las SOCIMI, sus ingresos están ligados a contratos de arrendamiento, lo que supone una fuente fiable y segura de beneficios. Además, este tipo de empresas carece de impuestos sobre sociedades y sobre plusvalías lo que genera un mayor beneficio, no sólo para la empresa, sino también para el accionista gracias a la obligatoriedad de repartir dividendos en el régimen fiscal de las SOCIMI.

Para valorar MERLIN se ha utilizado el método de descuento de flujos de caja. A diferencia de otro tipo de proyecciones, donde suelen realizarse estimaciones a tres o cinco años, se ha decidido realizar la valoración de MERLIN por la duración de sus principales contratos de arrendamientos. Esto supone realizar la valoración bajo ciertas hipótesis como la del mantenimiento de la inflación en una tasa fija.

Para comparar MERLIN con otras empresas del sector, se ha utilizado el método de valoración relativa utilizando cuatro múltiplos diferentes: PER, EV/EBITDA, P/VC y la rentabilidad por dividendo. Tras la obtención de estos datos y al compararlos con los múltiplos de MERLIN se ha llegado a la conclusión que, a partir del año 2015, se situará en torno al valor promedio de los múltiplos del sector, incluso superándolos en el caso de la rentabilidad por dividendo o EV/EBITDA.

Tras la valoración realizada mediante el método de descuento de flujos de caja, se ha estimado que el valor de negocio de MERLIN es de 2.520M€s a 2014 con un precio por acción objetivo de 14,0 euros la acción, lo que supone un 50,7% de revalorización futura sobre el precio actual de mercado.

Bibliografía

«BOE» (2009). Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario. BOE núm. 259, de 27/10/2009, 89.693-89.723.

Aguirre Newman. (2014). *Mercado Inmobiliario Español. resumen de situación y previsiones.*

Álvarez Otero, S. (2001). El efecto de las señales informativas en la valoración de las salidas a bolsa. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, XXX(108), 409-454.

Blanco, R. (2014). La inversión inmobiliaria prende la chispa de las salidas a Bolsa en España. *Revista de Bolsas y Mercados Españoles*(197-I tr. 14), 34-35.

Brown, D. T. (1998). *Liquidity and Liquidation: evidence from Real Estate Investment Trusts.* University of Florida, Department of Finance.

Calleja, J. L. (2008). *El fondo de maniobra y las necesidades operativas de fondos.* IE Business School.

Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance. Theory and Practice.* (Segunda Edición ed.). New York: John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2011). *Damodaran on Valuation: Security analysis for investments and corporate finance.* New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

EPRA. (2011). *Best Practices Recommendation.*

EPRA. (2013). *Global REIT Survey 2013.*

EPRA. (2014). *Monthly Statistical Bulletin April 2014.*

European Central Bank. (August 2014). *Monthly Bulletin.*

- Fernández Gimeno, J., Llovera Sáez, F. J., & Roig Hernando, J. (2012). Los REITs españoles como vehículo de inversión y financiación de la actividad inmobiliaria: las SOCIMI. *Intangible Capital*, 8(2), 308-363.
- Fernández, L., & Serrano de Haro, P. (2014). The REIT tool for revitalising Spanish real estate. *EPRA News*, 47, 14-17.
- Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. Documento de investigación, IESE Business School - Universidad de Navarra.
- Hatemi-J, A., & Roca, E. (2011). How Globally Contagious Was the Recent US Real Estate Market Crisis? Evidence Based on a New Contagion Test. (S. H. Pauly, Ed.) *Economic Modelling*, 28(6), 2560–2565.
- Kaplan, S. N., & Ruback, R. S. (1995). The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, L(4), 1059–1093.
- Mascareñas, J. (2001). *El Coste de Capital*. Monografía, Universidad Complutense de Madrid.
- Mendiluce, E. (2005). *El mercado inmobiliario español: Propuesta de implantación de un régimen REIT*. ESADE. Universitat Ramon Llull, Departamento de Control y Dirección Financiera.
- MERLIN Properties SOCIMI, S.A. (2014). *Issue of up to 150.000.000 ordinary shares at a price of 10€ per ordinary share and admission to Trading on the Spanish Stock Exchanges*. Folleto de emisión y OPV.
- Naredo, J. M. (2009). La cara oculta de la crisis. El fin del boom inmobiliario y sus consecuencias. *Revista de Economía Crítica*, 313–340.
- Roca, E., & Abdunnasser, H.-J. (2011). *How Globally Contagious Was the Recent US Real Estate Market Crisis?* Griffith University.

- Rojo Ramírez, A. A., & García Perez de Lema, D. (octubre-diciembre de 2006). La Valoración de Empresas en España: un estudio empírico. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, XXXV(132), 913-934.
- Suárez, J. L. (2006). *European real estate markets*. Madrid, Spain: Palgrave Macmillian.
- Utrera, E. (Enero-Febrero de 2014). SOCIMIS: Fiscalidad a medida para el ladrillo español con "glamour". *Forbes*, 90-93.
- Villaró, M. (enero-febrero de 2013). El nuevo régimen fiscal de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMIS). *Vía Inmobiliaria*(122), 1-3.

Anexos

Anexo 1

La EPRA persigue el fin de aproximar los estados financieros, elaborados según normativa IFRS, a las necesidades del sector inmobiliario. Aunque la EPRA no es un regulador contable ni es un regulador de normas de valoración ya que deja estas tareas en mano del IASB y del IVSC con las cuales mantiene un alto nivel de colaboración, si que ofrece una lista de “buenas prácticas” elaborado y publicado por el Comité de Buenas Prácticas (BPC). Dentro de sus “buenas prácticas”, recomienda tres estructuras de valoración enfocadas a empresas que se dedican al mercado inmobiliario: Beneficio por acción (EPS), Valor neto de los activos por acción y el triple valor neto de los activos (NAV). (EPRA, 2011).

Cuadro 28: Esquema de cálculo del EPRA-NAV

NAV para los estados financieros	X
<hr/>	
Efecto de la conversión de opciones, obligaciones convertibles y otros instrumentos del patrimonio neto.	
NAV Diluido	X
Incluye	
1.a) Revalorización de las inversiones inmobiliarias (si constan en el balance a costes históricos, NIC 40).	
1.b) Revalorización de las inversiones inmobiliarias en construcción (si constan en el balance a costes históricos, NIC 40)	
1.c) Revalorización de otras inversiones no corrientes	
2) Revalorización de los contratos por arrendamientos operativos, si constan en el balance como arrendamiento financiero	
3) Revalorización de existencias (NIC 2)	
Excluye	
4) Valor Razonable de los instrumentos financieros de cobertura	
5.a) Impuestos diferidos	
5.b) Fondo de comercio como resultado de los Impuestos Diferidos	
Incluye/Excluye	
Ajustes en el caso de negocios conjuntos (puntos del 1 al 5)	
<hr/>	
EPRA NAV	X
<hr/>	
Fuente: EPRA (2011) y elaboración propia	