



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

# **Las SOCIMIs como vehículo de inversión en España**

Un enfoque hacia la valoración de estas estructuras

Autor: Ignacio García de Nardiz

Director: Álvaro Caballo Trébol

MADRID | Marzo 2022

**Resumen:**

Las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMIs) son unas estructuras empresariales de reciente creación en España, resultado de la aplicación del sistema *Real Estate Investment Trust* (REIT) en nuestro país. Estas sociedades cuentan con una relevancia significativa dentro del sector inmobiliario comercial, ya que son propietarias de algunos de los inmuebles más relevantes y destacados del mismo.

En el siguiente Trabajo se busca analizar este tipo de empresas, ahondando en sus requisitos legales y peculiaridades fiscales, con el objetivo de analizar la manera en la que las SOCIMIs son y deben ser valoradas, partiendo de los métodos tradicionales de valoración de empresas y llevando a cabo un análisis de valoración de dos SOCIMIs cotizadas en el índice bursátil de referencia en nuestro país.

Finalmente, a partir del análisis detallado de estas dos sociedades se han extraído conclusiones sobre la aplicación de las teorías y los métodos de valoración de empresas al sector inmobiliario cotizado y las SOCIMIs.

**Palabras clave:** SOCIMI, REIT, inmobiliaria, cotización bursátil, fiscalidad, métodos de valoración, múltiplos, Descuento de Flujos de Caja, valoración relativa, comparables.

**Abstract:**

Known as “Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria”, SOCIMIs are recently created business structures in Spain, the result of the application of the Real Estate Investment Trust (REIT) system in our country. These companies have a significant relevance within the commercial real estate sector in our country, since they are the owners of some of the most relevant and outstanding properties in it.

The following work seeks to analyze this sort of companies, deepening into its legal requirements and tax singularities, with the aim of analyzing the way in which *SOCIMIs* are and should be valued, based on the traditional methods of company valuation and carrying out a valuation analysis of two *SOCIMIs* listed on the most relevant stock market index in our country.

Finally, from the detailed analysis of these two companies, conclusions have been drawn on the application of the theories and methods of business valuation to the listed real estate sector and *SOCIMIs*.

**Keywords:** SOCIMI, REIT, real estate, stock exchange, taxation, valuation methods, multiples, cash flow discounting, relative valuation, comparables.

# Índice

1. INTRODUCCIÓN .....	5
2. MARCO TEÓRICO .....	7
3. LA SOCIMI COMO OBJETO DE ESTUDIO .....	10
3.1. Legalidad.....	10
3.2. Cotización.....	12
3.3. Fiscalidad .....	13
4. SECTOR.....	15
4.1. Introducción.....	15
4.2. Covid-19 .....	17
4.3. Magnitudes.....	19
5. COMPAÑÍAS VALORADAS.....	20
5.1. Merlin Properties .....	21
5.2. Inmobiliaria Colonial.....	22
6. VALORACIÓN PROPIA .....	24
6.1. Métodos .....	24
6.1.1. Descuento de Flujos de Caja Libres (DCF) .....	25
6.1.2. Comparables. Múltiplo PER.....	29
6.2. Valoración por Descuentos de Flujos de Caja Libres (Modelo CAPM) .....	31
6.2.1. Aplicación a SOCIMIs .....	31
6.2.2. Merlin Properties.....	33
6.2.3. Inmobiliaria Colonial .....	36
6.3. Valoración por múltiplos comparables (PER).....	38
6.4. Valoración por ventaja fiscal .....	39
7. CONCLUSIONES.....	41
8. BIBLIOGRAFÍA.....	45
9. ANEXO .....	46

## Índice de tablas

<b>Tabla 1:</b> Cálculo de Flujos de Caja de Merlin Properties SOCIMI, S.A. ....	34
<b>Tabla 2:</b> Cálculo de Coste de Capital de Merlin Properties SOCIMI, S.A. ....	35
<b>Tabla 3:</b> Cálculo de Flujos de Caja de Inmobiliaria Colonial SOCIMI, S.A. ....	36
<b>Tabla 4:</b> Cálculo de Coste de Capital de Inmobiliaria Colonial SOCIMI, S.A. ....	37
<b>Tabla 5:</b> Cálculo de Múltiplos PER en valoración por comparables .....	38

## 1. INTRODUCCIÓN

El sector inmobiliario es uno de los más importantes de la economía mundial, ya que tiene consecuencias significativas en las condiciones económicas de los países, tanto en las economías más industrializadas como en aquellas en vías de desarrollo. Asimismo, tiene un enorme impacto en la economía real y en la estabilidad financiera, ya que ejerce una gran influencia sobre sectores tan relevantes como el bancario o la construcción. Además de relacionar a las personas con un bien social fundamental, como es la vivienda, el sector inmobiliario genera altos niveles de empleo, tanto directos como indirectos, y es uno de los que más ingresos aportan a las administraciones públicas. Igualmente, el sector inmobiliario influye en la sociedad a través de la construcción, mejora y desarrollo de inmuebles, un aspecto absolutamente necesario para cualquier país.

Por otra parte, un deterioro de este sector puede tener graves efectos sobre la economía en su conjunto, debido a su estrecha vinculación con el sector bancario, en términos de valor de activos inmuebles y su efecto en el capital de las entidades bancarias. De hecho, a menudo a lo largo de la historia ha sido una crisis inmobiliaria, en la forma del estallido de una burbuja inmobiliaria, la que ha iniciado crisis económicas estructurales en diversas economías de todo el mundo.

Respecto a la economía española, el sector inmobiliario es uno de los más relevantes, aunque ha disminuido su peso relativo en los últimos años, especialmente en el ámbito comercial y debido a la crisis económica y su correlación con la burbuja inmobiliaria.

Desde el estallido de la crisis, que estuvo presente en nuestro país de forma más exhaustiva entre 2008 y 2014, el peso de las inversiones inmobiliarias sobre el PIB español ha ido incrementándose en una tendencia positiva continuada, hasta alcanzar un máximo de un 11,7% en el año 2020.

Sin embargo, ocurre algo diferente con el sector inmobiliario comercial, diferenciado del mercado de la vivienda en general y que conforma una parte importante del sector inmobiliario en su conjunto.

Durante la crisis, la economía española sufrió las consecuencias de una excesiva dependencia del sector inmobiliario. El estallido de la burbuja inmobiliaria afectó en gran medida al ámbito comercial, y los altos niveles de especulación en inmuebles

contribuyeron a la quiebra de algunos bancos y cajas de ahorros en nuestro país, agravando ostensiblemente la crisis de nuestra economía.

Actualmente, la dependencia de la economía española del sector inmobiliario es menor que antes de la crisis de 2008. Además, el sector en sí se encuentra más preparado para afrontar una recuperación post-pandemia que como lo estaba entonces, debido a menores niveles de endeudamiento, de morosidad y de acumulación de activos. Al estar asentado sobre unas bases más sólidas, el sector inmobiliario puede convertirse en uno de los motores de la recuperación económica después de la crisis de la COVID-19.

Uno de los agentes más importantes del sector son las empresas inmobiliarias. Concretamente, aquellas cotizadas en Bolsa se conocen en nuestro país como SOCIMIs. (En adelante, “la SOCIMI o las SOCIMIs”, ver punto 3.1. Legalidad). Estas compañías son propietarias de la mayoría de los activos de mayor calidad y valor de nuestro territorio, y el sector cotizado ha ganado en importancia en los últimos años debido a la creciente demanda de inversiones sólidas a largo plazo, que se llevan a cabo a través de estas sociedades.

En este Trabajo de Fin de Grado (en adelante, “el Trabajo”), se busca analizar la valoración de las SOCIMIs a partir de los métodos tradicionales de valoración de empresas, para tratar de sacar conclusiones sobre la aplicación de los métodos a este tipo de empresas. Se parte de un análisis previo de la estructura de estas sociedades y del sector, ambos claves para entender la manera en la que se organizan y se desarrollan estas estructuras.

Posteriormente, en la parte más práctica, se analizan a través de diversos métodos de valoración dos SOCIMIs españolas cotizadas: Merlin Properties e Inmobiliaria Colonial, que son a su vez dos de las cuatro SOCIMIs españolas que cotizan en el Mercado Continuo y las únicas dos que lo hacen, a su vez, en el IBEX-35, el principal índice de referencia en nuestro país.

Las otras dos sociedades que cotizan en el Mercado Continuo son LAR España y Árima Real Estate. Se estima que el patrimonio conjunto de las cuatro compañías mencionadas asciende a más de 14.000 millones de euros actualmente.

Sin embargo, se ha considerado que por diferentes razones, como la trayectoria, el Valor de Activos, los resultados financieros o la cotización en Bolsa, son Merlin Properties e Inmobiliaria Colonial las empresas más adecuadas y comparables para llevar a cabo esta valoración, además de ser las dos SOCIMIs más importantes de nuestro país y empresas de referencia del sector en Europa.

A través de este análisis, se tratará de extraer conclusiones acerca de los métodos que se utilizan y se deben utilizar para valorar SOCIMIs, teniendo en cuenta las características específicas y peculiaridades fiscales de estas estructuras, que se verán más adelante.

## **2. MARCO TEÓRICO**

El Trabajo se enmarca dentro de la teoría económica clásica de valoración de empresas, ya que consiste en analizar la valoración de unas estructuras societarias específicas, las SOCIMIs, y a partir de la aplicación de estos métodos extraer una serie de conclusiones.

Uno de los métodos de valoración de empresas utilizados en el Trabajo es el de múltiplos comparables. Este tipo de valoración se encuentra dentro de la teoría del análisis fundamental de empresas; en la teoría clásica de valoración. Este método de análisis bursátil fue introducido por Benjamin Graham y David Dodd a principios de la década de los 30, en su famoso libro “*Security Analysis*” (1934). Consiste en calcular el valor de la acción de una empresa a partir del análisis de su balance y cualquier otro elemento o información que pueda afectar a la valoración de una acción en el mercado.

El análisis fundamental sigue siendo mundialmente utilizado en la actualidad para la valoración de acciones, junto con el análisis técnico. En este trabajo, se ha utilizado como base teórica para analizar las dos empresas seleccionadas a través de múltiplos comparables y para la identificación de las sociedades a analizar, como se explicará más adelante.

Dentro de la teoría clásica se encuentra también el modelo conocido como *Capital Asset Price Model* (CAPM), que es otro modelo fundamental de valoración de activos financieros que permite estimar la rentabilidad de un activo en base al riesgo que conlleva. Fue desarrollado por William Sharpe, que a su vez se basó en trabajos anteriores de Harry

Markowitz sobre la Teoría del Portafolio. Además, en su desarrollo también participaron autores como Jan Mossin, John Litner o Jack L. Traynor. William Sharpe ganó el Premio Nobel de Economía en el año 2020, y entre sus aportaciones más destacadas se encuentra este modelo económico. (Business, 2017)

El modelo CAPM permite considerar el riesgo no diversificable, también llamado riesgo de mercado o sistémico. Además, también tiene en cuenta la rentabilidad del mercado y la del teórico Activo Libre de Riesgo, que se utilizarán en la valoración (6. Valoración propia) para analizar los Flujos de Caja de las dos SOCIMIs españolas cotizadas más importantes.

Continuando con la teoría clásica de valoración, entre los autores españoles contemporáneos más destacados se encuentra Pablo Fernández, doctor en Finanzas con formación en Harvard University y profesor de IESE Business School. Ha escrito varios artículos para *Social Science Research Network* acerca de la valoración de empresas, los métodos existentes y los apropiados que resultan para cada situación. “*Valuing Companies by Cash Flow Discounting, 2020*” es un artículo que se ha utilizado en este Trabajo como marco teórico para aplicar la valoración por el método de Descuento de Flujos de Caja Libres.

Además, el autor escribió un libro de gran relevancia, “*Valuation and Common Sense*”, y se ha utilizado como base teórica para este Trabajo la séptima edición del mismo, publicada en 2019. Cabe destacar la formación del autor en los métodos de valoración de empresas, ya que comparte en estas publicaciones una gran cantidad de conocimientos en estos ámbitos.

Otro autor cuya base teórica se ha utilizado para el Trabajo es Jordi Fabregat, profesor por la Universidad Ramón Llull de Barcelona, y que actualmente ejerce la Dirección y Control Financiero de ESADE Business School. Su artículo “Introducción a los métodos de valoración de empresas”, publicado en el año 2009, ha servido como primera referencia para la realización de este Trabajo en cuanto a los métodos de valoración de empresas se refiere.

Además de estos autores, el marco teórico del Trabajo se extiende a otra base fundamental. A la hora de valorar una compañía, el procedimiento se puede realizar partiendo de tres



posibilidades: valoración por activos, valoración por ingresos y valoración por enfoque de mercado.

Como se detalla en la introducción, se ha elegido a dos SOCIMIs españolas para su valoración. Y esta elección parte de una base teórica conocida como teoría de valoración relativa, que utiliza índices de valoración como base para analizar empresas cotizadas comparables. Como base teórica para esta valoración se ha utilizado el artículo de "Corporate Valuations, Techniques and Application", de Corporate Professionals y publicado en 2017, además de formación profesional propia del autor del Trabajo.

Los índices de valoración suelen basarse en la valoración por múltiplos como el PER o el EBITDA, y depende del mercado en el que se realice. En el Trabajo, se ha realizado un estudio particular del sector de SOCIMIs cotizadas en España, partiendo inicialmente de una de las bases fundamentales de la valoración relativa: el *Peer Group*.

Un *Peer Group* es un conjunto de activos o empresas comparables dentro de la misma categoría de negocio, y su identificación precisa es un requisito imprescindible para lograr una adecuada valoración relativa de la empresa. Este grupo de comparables permite analizar de qué manera se está comportando una empresa respecto a su categoría.

De forma teórica, para llevar a cabo este análisis se deben seleccionar empresas con varios aspectos en común; modelo de negocio, crecimiento, rentabilidad para el accionista, y con la preferencia de que compartan un mismo mercado nacional. Todas estas características se cumplen en el *Peer Group* identificado en este Trabajo, formado por las cuatro SOCIMIs españolas que cotizan en el Mercado Continuo.

Además, se ha llevado a cabo otra diferenciación dentro del propio *Peer Group*. Como se detalla en la introducción, se ha descartado tanto a LAR como a Árima y se han escogido Merlin y Colonial como las compañías adecuadas para valorar.

Una vez que se ha escogido este subgrupo comparable, se ha llevado un análisis completo de ambas compañías en diferentes ámbitos durante los últimos años para llevar a cabo un estudio y una valoración más precisos, todo ello combinado con un análisis exhaustivo del

sector inmobiliario y el de las compañías cotizadas, para su posterior valoración a través de diferentes métodos.

### **3. LA SOCIMI COMO OBJETO DE ESTUDIO**

En el siguiente apartado se trata de definir la SOCIMI como estructura empresarial y financiera, describiendo sus peculiaridades desde sus requisitos legales hasta su funcionamiento, y ahondando en el ámbito de sus particularidades fiscales, que es uno de los aspectos que hacen de estas sociedades el objeto de estudio del Trabajo.

#### **3.1. Legalidad**

Una SOCIMI, abreviatura de “Sociedad Anónima Cotizada de Inversión Inmobiliaria”, es una estructura empresarial en forma de sociedad anónima cuya actividad principal es la adquisición, comercialización y rehabilitación de inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, tanto de manera directa como indirecta, a través de participaciones en el capital de otras SOCIMI. (BOE, 2009)

Resultan de la adaptación al mercado español de los REIT (en inglés, *Real Estate Investment Trust*), que se definen como sociedades de gestión inmobiliaria. En definitiva, son sociedades similares a fondos de inversión que invierten en bienes inmuebles para generar ingresos, y que se caracterizan por la distribución de los mismos a través de dividendos dirigidos a sus accionistas.

Como se explica en el Informe sobre SOCIMIs de Price Waterhouse Coopers (PWC) del año 2020, los REIT están presentes en la actualidad en más de sesenta países en el mundo, teniendo especial relevancia en los mercados de la Unión Europea y el G7, junto con Asia y América del Norte, y se confirman como un interesante vehículo de inversión en la economía de nuestros días.

Las SOCIMIs pueden clasificarse en función del tipo de activos sobre el que dirigen su inversión, diferenciando entre *retail*, oficinas, logística, residencial, hoteles y otros. Sin

embargo, suele ocurrir que estas sociedades combinen estas categorías y no se centren puramente en una, sino que inviertan, por ejemplo, en oficinas y logística.

En España, la estructura de la SOCIMI fue creada en el año 2009 con el propósito de dinamizar el estancado mercado inmobiliario de nuestro país, que contaba con un desarrollo menor a otros países de la Unión Europea. Esta Ley buscaba equiparar el mercado español con el desarrollo del sector inmobiliario en otros países, al mismo tiempo que proporcionar liquidez a un sector fundamental de nuestra economía.

Como se detalla en el BOE, en la Ley 11/2009 del 26 de octubre:

“El mercado inmobiliario participa en el Producto Interior Bruto de las economías avanzadas en un porcentaje alrededor del 10 por ciento, si bien en España ese porcentaje se incrementa hasta cerca del 16 por ciento.”

(BOE, 2009)

Como se explicará más adelante, esta ley inicialmente no tuvo demasiado éxito, ya que las condiciones legales y de fiscalidad para estos nuevos vehículos de inversión estaban muy alejadas de las que disponían los REIT de forma general. Sin embargo, la modificación de la ley del año 2012 equilibró estas condiciones para las SOCIMIs y generó el impulso inicialmente deseado en el mercado inmobiliario español.

Según esta Ley, las SOCIMIs tienen que cumplir una serie de requisitos legales *sine quanon* no se puede considerar a estas estructuras societarias como tales. En primer lugar, las SOCIMIs deben cotizar en el mercado regulado europeo o español y su capital social mínimo es de cinco millones de euros, además de tener un mínimo de cincuenta accionistas. Además, están obligadas a invertir como mínimo el 80% de sus activos en bienes inmuebles de carácter urbano, para su posterior alquiler, ya sea en propiedad completa o en forma de participaciones en otras SOCIMIs.

Otro requisito legal relacionado con los activos se refiere a la necesidad de tener al menos un activo en su inmueble en el momento de su formación. Este ha evolucionado en los últimos años, ya que en la ley original el mínimo era la tenencia de tres activos.

Finalmente, estos activos adquiridos deben permanecer al menos tres años en el balance de la Compañía.

En cuanto a sus ingresos, también el 80% debe provenir del arrendamiento de estos inmuebles y de dividendos de las participaciones mencionadas anteriormente. Asimismo, deben situar el límite de deuda ajena inferior a un 70% respecto a su cartera de activos.

Por último, pero probablemente el requisito más importante de estas sociedades, deben repartir entre sus accionistas, en forma de dividendo, el 80% de los beneficios obtenidos por la empresa del ejercicio de sus rentas por el alquiler de los inmuebles gestionados.

### **3.2. Cotización**

Como se introduce en el apartado anterior, las SOCIMIs deben cotizar por obligación en un mercado organizado, ya sea español o europeo. Estas sociedades pueden cotizar, por un lado, en el Mercado Continuo, y por otro lado, en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). La diferencia entre estos dos mercados radica en que el MAB es un mercado autorregulado que se encuentra dentro del Grupo de Bolsas y Mercados Españoles (BME), mientras que el Continuo es un mercado regulado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Además, hay dos SOCIMIs en España que, además de cotizar en el Mercado Continuo, lo hacen en el IBEX-35.

En la actualidad, en España existen cerca de noventa SOCIMIs que cotizan en el MAB y tan solo cuatro en el Mercado Continuo, siendo este el objeto de estudio del Trabajo. Estas cuatro Compañías son: Merlin Properties Socimi, S.A. (en adelante, “Merlin Properties”), Inmobiliaria Colonial, S.A. (en adelante, “Colonial”), Lar España Real Estate SOCIMI, S.A. (en adelante, “LAR”), y Árima Real Estate SOCIMI, S.A., (en adelante, “Árima”).

El Mercado Continuo es un sistema bursátil que conecta las cuatro Bolsas más importantes de nuestro país: Madrid, Bilbao, Barcelona y Valencia, de forma que estas actúan de manera interconectada, y las acciones de las compañías que cotizan en este mercado lo hacen de forma simultánea en las cuatro Bolsas de Valores. Esta interconexión es posible gracias al Sistema de Conexión Bursátil Español (SIBE), que permite que estas bolsas funcionen como un mercado único y simultáneo.

A raíz de su cotización en este mercado, las SOCIMIs en cuestión tienen la obligación de cumplir una serie de medidas de información, transparencia, y buen gobierno; que ayudan a impulsar el mercado al mismo tiempo que las empresas cumplen con las exigencias de la legislación vigente en estas materias.

Según explica el BME, estas medidas incluyen la publicación de Estados Financieros Individuales y Consolidados de forma periódica, de forma anual y semestral, otras informaciones financieras relevantes trimestralmente. Además, las empresas deben facilitar a los organismos reguladores, la CNMV y el BME, cualquier hecho relevante que pueda tener un efecto sobre la cotización de la empresa en el mercado, ya sea de carácter jurídico o económico. (BME, s.f.)

Finalmente, debido a su cotización y a las exigencias de transparencia ya mencionadas, las SOCIMIs tienen un gran compromiso medioambiental y con la gestión adecuada de sus bienes inmuebles, que influyen de forma evidente en su modelo de negocio y en la búsqueda de las mejores prácticas empresariales.

### **3.3. Fiscalidad**

Los requisitos fiscales de las SOCIMIs y sus peculiaridades a la hora de tributar son uno de los aspectos más importantes a la hora de considerar a estas sociedades como vehículo de inversión.

Existen notables diferencias entre la Ley de tributación que siguen actualmente las SOCIMIs en España y las disposiciones recogidas en la primera legislación del año 2009. Una de las más importantes está relacionada con el Impuesto de Sociedades. En un primer momento, la Ley establecía que las SOCIMIs estaban sujetas a una tributación del 19% sobre sus rentas percibidas, mientras que los dividendos recibidos por los accionistas o personas físicas estaban exentos de este tipo impositivo. Por otro lado, estaban obligadas a cotizar sus acciones secundarias en un mercado oficial.

Sin embargo, la Ley fue reformada en el año 2012 ante la falta de éxito de la primera, entendiendo como falta de éxito los bajos niveles de formación de nuevas sociedades y el escaso impulso inversor que se generó en el sector. Sin embargo, con esta reforma se

establecieron unas ventajas todavía más considerables para las SOCIMIs, que las igualaban en tratamiento al que recibían empresas con las mismas características en otros mercados a nivel global.

El régimen actual de las SOCIMIs en España se fundamenta sobre un tipo impositivo de 0% en el Impuesto de Sociedades, siempre y cuando estas cumplan los requisitos necesarios mencionados en el apartado 3.1. (Legalidad), para su formación y establecimiento.

Además, existe un tipo impositivo del 19% en el Impuesto de Sociedades sobre los dividendos repartidos a los accionistas, y que se establecen directamente sobre el accionariado, siempre y cuando este tenga una participación mínima del 5% de la sociedad. De esta forma, el peso impositivo se traslada de la sociedad al propietario, como ocurre con la inversión directa en inmuebles, de forma que se establecen grandes ventajas fiscales para las SOCIMIs en cuanto a tributación se refiere.

La reforma de 2012, a diferencia de la Ley inicial, sí tuvo un claro efecto positivo y dinamizador que se vio reflejado en la formación de nuevas sociedades con esta estructura a raíz de las renovadas condiciones fiscales.

Sin embargo, se ha llevado a cabo una nueva reforma por parte del Gobierno de España en el año 2021 que afecta a las SOCIMIs y a otras estructuras como las SICAV<sup>(1)</sup>, dentro de la Ley de medidas de prevención y lucha contra el fraude fiscal. Debido a esta nueva legislación, las SOCIMIs están obligadas a tributar a un tipo impositivo mínimo del 15% en lo relativo a sus beneficios no distribuidos.

Como se ha explicado anteriormente, estas sociedades tienen obligación de repartir como mínimo un 80% de esos beneficios, pero esta nueva Ley no deja de suponer una dificultad fiscal para las SOCIMIs en términos fiscales. Sin embargo, las SOCIMIs podrían evitar este nuevo tipo del 15% si repartieran el total de sus beneficios, ya que solamente aplica a los mismos no distribuidos.

<sup>(1)</sup> SICAV: Sociedad de Inversión de Capital Variable, se trata de un tipo de Inversión Colectiva en forma de sociedad dedicada a la captación de fondos, bienes o derechos para su posterior inversión en otros bienes y derechos.

## **4. SECTOR**

En el siguiente apartado se analizarán las principales características del sector inmobiliario aplicado a las SOCIMIs en España, analizando su evolución, las consecuencias de la Covid-19, y las magnitudes más importantes del mismo para aplicarlas posteriormente a la valoración de empresas.

### **4.1. Introducción**

El sector de las SOCIMIs en España ha ido adquiriendo mayor relevancia y dinamismo a partir de la reforma fiscal del año 2012. De hecho, como indica el periódico El Economista, entre 2013 y 2020 el número de estas sociedades en el mercado inmobiliario de nuestro país aumentó de dos a más de noventa, respaldando con números la efectividad de la nueva normativa legal.

Este crecimiento se ha reflejado de una manera particular en los segmentos de mercado de las SOCIMIs en los últimos años. Y es que si se analizan el Mercado Continuo y el MAB, la mayoría del valor en activos de estas sociedades en nuestro país corresponde a activos terciarios. Como indica la web BELBEX, estos activos están compuestos por todos aquellos que se sitúan dentro del mercado de oficinas, locales y centros comerciales y parques y naves industriales, logísticas y comerciales. Por el contrario, el sector residencial solamente representó un 15% del valor total de los activos en el año 2019.

El subsector más importante en términos económicos es actualmente el de oficinas, que supone más de la mitad del valor total de activos del sector, y que provoca que compañías de referencia como Colonial o Árima apuesten por este sector como su principal línea de negocio.

En línea con la creciente actividad del sector en la última década, las SOCIMIs se han convertido en un vehículo de inversión altamente atractivo, con numerosas facilidades de inversión que antes no existían. Por ejemplo, en el caso de la emisión de Bonos de empresas inmobiliarias cotizadas, en España no se llevaron a cabo hasta el año 2015. Fue en este año cuando se realizaron emisiones de bonos por primera vez, concretamente por parte de las compañías LAR y Colonial.

Desde este momento, se han emitido bonos por más de 6.500 millones de euros, como se detalla en el ya mencionado Informe del sector de PWC. Asimismo, se ha desarrollado otra opción de financiación corporativa para estas compañías a través de lo que se conocen como préstamos sindicados a medio y largo plazo.

Además de las posibilidades de financiación, se ha favorecido la atracción de capital extranjero. Este aporta considerables cantidades de financiación en los dos mercados, el Continuo y el MAB, concretamente un 63% y un 22% del conjunto de los recursos, respectivamente, mientras que a nivel agregado se estima que la inversión extranjera supone un 44% del total del sector.

Por otra parte, cabe destacar el volumen de accionistas particulares que forman parte de las sociedades del Mercado Continuo, mientras que en el MAB se da una destacable presencia de personas físicas en el accionariado de las compañías.

De esta manera, se puede concluir que las SOCIMIs se han consolidado como una considerable alternativa tanto para inversores extranjeros como para nacionales, y las oportunidades financieras facilitan que estos inversores sean variados tanto en tamaño como en procedencia.

Analizando la capitalización bursátil de las SOCIMIs en el mercado, y según datos del Banco de España, el conjunto de estas compañías supone un total de más de 26.000 millones de euros, en los que destacan las cuatro cotizadas en el Mercado Continuo, debido a su mayor peso en términos de valor de activos y capitalización. Esta última tuvo un crecimiento anual compuesto de más del 70% en el periodo de 2013 a 2019, confirmando de esta forma el impulso generado por la nueva legislación y su efecto en los mercados de Bolsa. Por otra parte, el valor de activos general del sector aumentó en casi un 50% en el mismo periodo, hasta superar los 52.000 millones de euros en 2019, según datos de PWC.

Sin embargo, a la hora de analizar la importancia real del sector a nivel global, los resultados no son tan favorables. A pesar de los buenos datos de crecimiento a nivel nominal de las SOCIMIs en nuestro país en los últimos años, que colocan al sector español como uno de los tres con más sociedades de este tipo del mundo, la realidad es que a nivel de capitalización bursátil el impacto es menor de lo que cabría esperar.



Concretamente, los 26.000 millones de euros de capitalización sitúan a nuestro sector tan solo en la décima posición a nivel mundial. Analizando los sectores con mejores resultados, cabe esperar que España esté por detrás de economías más potentes como Francia o Reino Unido, pero no tanto de otras significativamente menores como la de Países Bajos, sobre todo considerando los datos tan elevados de número de SOCIMIs de nuestro país.

De este análisis, una de las principales conclusiones extraídas es que las perspectivas a futuro del sector en cuanto a posibles operaciones de fusión y adquisición son muy altas, ya que se entiende que un número considerable de las SOCIMIs de nuestro país no tienen un futuro a largo plazo, y que podrían optar a fusionarse buscando sinergias y crecimiento en el mercado. (Aranda, 2019)

Por otra parte, en los próximos años se espera que el sector siga desarrollándose en base a la tecnología, la inteligencia artificial y el *big data*, introduciendo algunas de las realidades que fundamentan la economía actual como las criptomonedas y el metaverso. Además, y en línea con el desarrollo del sector en los últimos años, las perspectivas del sector incluyen fuertes apuestas por la sostenibilidad, la calidad de los materiales de los edificios y el cuidado de la salud y el medioambiente, para satisfacer aspectos que forman parte de la demanda del consumidor de forma creciente. Y en estos ámbitos, se espera por tanto que, las SOCIMIs y en especial las cotizadas, abanderan este desarrollo del sector en el futuro cercano.

## **4.2. Covid-19**

El mercado inmobiliario, y consecuentemente las SOCIMIs, han sufrido fuertes consecuencias derivadas de la pandemia del coronavirus en los últimos años en nuestro país. Este impacto se ha visto reflejado en varios aspectos, como los precios de compraventa de los inmuebles, las transacciones o las vías de financiación, y que a su vez se ha reflejado en el número de nuevas SOCIMIs creadas en este periodo y a la cotización y valoración de las ya existentes.

A diferencia del mercado de la vivienda, el inmobiliario comercial es un sector más sensible a la coyuntura económica, al no contar con bienes de primera necesidad vital como la vivienda. Además, las características concretas de esta crisis sanitaria, por la que se han

limitado la movilidad y el contacto interpersonal, han hecho que este mercado sufra especialmente. (Alejandro Fernández Cerezo, Matías Lamas, Irene Riobás, Raquel Vegas, 2021)

Dentro del sector inmobiliario comercial, los segmentos que más han sufrido han sido los de oficinas e industria, con caídas de un 20% y un 39%, respectivamente, frente a otros sectores como el de logística que han sufrido significativamente menos. Estos datos son bastante lógicos, ya que la actividad comercial, aunque severamente afectada, ha podido continuar.

Estas caídas se han visto reflejadas en la actividad inmobiliaria *per se*, a través de un volumen de operaciones que ha caído más de un 30% en el año 2020 pese a la recuperación del segundo semestre. Atendiendo a las compraventas de zonas *prime*; aquellas con mayor actividad comercial, los datos reflejan una caída todavía mayor, de casi un 50%.

Otro punto importante que ha sido consecuencia de la pandemia y que ha afectado al sector es la caída de los precios y del valor de los activos inmuebles, y de nuevo son las oficinas el segmento que más ha sufrido estas revalorizaciones. A estos dos aspectos, hay que sumarle el endurecimiento de las condiciones de financiación.

Esta serie de dificultades ha tenido un impacto lógico en la actividad comercial de las SOCIMIs, tanto en el número de nuevas sociedades como en la valoración de aquellas que ya operaban en un mercado en crisis.

Según un Informe del Banco de España, en el año 2020 solamente cotizaron 13 nuevas SOCIMIs, lo cual contrasta con la media de 21 nuevas sociedades cotizadas en nuestro país desde el año 2016, además de la desaparición directa de cinco de estas sociedades debido a los efectos económicos de la crisis sanitaria. De la misma manera, el saldo ha sido negativo en las inversiones por la pérdida de valor de los activos, que ha sido superior a los beneficios obtenidos. Por lo tanto, a finales de año no se han logrado compensar las pérdidas en el sector debido a la pandemia.

Además, las empresas con grandes volúmenes de activos, como las cotizadas en el Mercado Continuo y en el IBEX-35, han tenido que hacer frente a numerosas pérdidas y la necesidad

de cuadrar sus balances y cuentas anuales se ha traducido en importantes desinversiones en activos de cartera que no estaban aportando las rentabilidades esperadas.

### 4.3. Magnitudes

Existen una serie de organismos, magnitudes y certificaciones ligadas al sector inmobiliario de los REIT (y en España, las SOCIMIs), que ayudan a comprender las perspectivas presentes y futuras del mismo. La apuesta de estas empresas por ciertos aspectos que se detallan a continuación, que influyen directamente en su valoración y cotización, convierten a estas magnitudes en uno de los pilares centrales de su línea de negocio.

No se puede entender el sector inmobiliario comercial sin detenerse en EPRA, que es la *European Public Real Estate Association*. Esta institución representa a las SOCIMIs cotizadas en Europa y tiene una gran relevancia en términos de valoración, ya que muchas magnitudes que las empresas presentan en sus Informes Anuales, Estados Financieros, etc... son medidas a través de EPRA. Además, el hecho de obtener una calificación u otra en magnitudes fundamentales como EPRA sBPR (*Sustainability Best Practices Recommendations*), puede influir en gran medida en la perspectiva del inversor acerca de una SOCIMI. Este tipo de magnitudes se adaptan a las nuevas necesidades del sector y a la demanda del consumidor, que valora cada vez más el ámbito medioambiental.

Asimismo, pertenecer a EPRA permite a las empresas obtener una mayor visibilidad en los mercados, posicionarse en el sector y acercarse tanto a los medios de comunicación como a los inversores.

Además de EPRA, existen algunos conceptos propios del sector que son claves a la hora de valorar estas Compañías:

- GAV: *Gross Asset Value*, es decir; Valor Bruto de los Activos que tiene en su balance una SOCIMI, pero sin tener en cuenta la deuda. Puede calcularse a través de dos métodos: Descuento de Flujos de Caja Libres y método de comparables.

- NAV: *Net Asset Value*, es decir, Valor Neto de los Activos que son propiedad de la SOCIMI, una vez sustraída la deuda. Compara el valor en Bolsa con el valor de la Compañía.
- Ingresos por Rentas: corresponden a los ingresos de explotación de cualquier empresa. Son derivados del alquiler de los inmuebles en propiedad y otras actividades directas derivadas de la actividad comercial.
- LTV: *Loan To Value*, es decir; el ratio préstamo - valor de la Compañía, que resulta definitorio en su posición de deuda.

## 5. COMPAÑÍAS VALORADAS

En el siguiente apartado, se introducen y analizan las Compañías elegidas para su análisis y valoración en el Trabajo.

Cabe recordar que las cuatro SOCIMIs que cotizan en España en el Mercado Continuo en enero de 2022 son Merlin Properties, Inmobiliaria Colonial, Lar España Real Estate y Árima Real Estate SOCIMI.

Para el análisis de valoración, por volumen de activos y trayectoria, se ha escogido a Merlin y Colonial, las dos únicas SOCIMIs que cotizan en el IBEX-35, para llevar a cabo este trabajo y su valoración, como se detalla en la introducción del mismo. (Ver apartado 1.1. Introducción)

Para el siguiente apartado, se han extraído los datos más significativos de ambas Compañías en el año 2020 y analizando su evolución con años anteriores, partiendo del análisis del *Peer Group* o teoría de valoración relativa. Estos datos se han obtenido de informes financieros de las propias empresas, como Cuentas Anuales Consolidadas, Estados Financieros Consolidados, Informes Anuales de Resultados e Informes de Valoración, además de información pública disponible para el accionista o inversor y aquella relativa a la evolución de sus acciones en Bolsa, disponible a causa de su condición de empresas cotizadas en el principal índice bursátil de nuestro país.

## 5.1. Merlin Properties

Merlin Properties es una de las principales SOCIMIs que cotizan en el mercado español. Junto a Colonial, es la única que cotiza en el IBEX-35. Su presencia en este índice se da desde el año 2015, tan solo dieciocho meses después de su creación.

La Compañía, con sede en España, fue fundada por un equipo de ejecutivos de Deutsche Bank, y ha tenido un inmenso crecimiento en estos años hasta situarse como una de las SOCIMIs más importantes de Europa, lo que se refleja en su cotización en el índice bursátil de referencia en España.

Merlin Properties divide su actividad comercial en seis categorías: oficinas, locales comerciales minoristas, centros comerciales y grandes almacenes, logística, hoteles y otros, en los que se incluyen activos inmobiliarios residenciales. Sin embargo, su actividad se divide principalmente entre oficinas, *retail* y logística. (Merlin Properties, 2022)

La empresa cuenta con varias filiales, como Tree Inversiones Inmobiliarias, Merlin Properties Escritorios en Portugal, Obraser o Testa. Además, ha contado con el apoyo de importantes fondos de inversión como Blackrock o Invesco para llevar a cabo operaciones significativas, como la adquisición de Metrovacesa o la inversión de casi 800 millones de euros en la Operación Chamartín, parte del desarrollo urbanístico de Madrid Nuevo Norte.

Merlin tiene como objetivo ofrecer una alta rentabilidad al accionista a través del reparto de dividendos y seguir desarrollando el valor de la sociedad en base al incremento del EPRA NAV. (Merlin Properties, 2022)

En enero de 2020, la acción de Merlin Properties cotizaba entre los 12 y los 13 EUR, antes de sufrir una caída considerable a causa de la Covid-19, que la situó en un mínimo de 5,78 EUR en octubre de ese mismo año. Sin embargo, su máximo histórico se sitúa en 13,57 EUR y en enero de 2022 cotiza en torno a los 10 EUR.

A finales del año 2020, la empresa contaba con un EPRA NAV total de 7.364 millones de EUR, que resultaba en un EPRA NAV de 15,68 euros por acción, manteniendo un crecimiento positivo del 0,50% respecto a los mismos valores del año anterior. Además,

entre sus operaciones más destacadas destacan una inversión de 16 millones de EUR y desinversiones por un valor cercano a 200 millones de EUR, consecuencia de la pandemia de la Covid-19.

En cuanto a volumen de activos, Merlin cerró el año 2020 con un GAV de más de 12.800 millones de EUR, lo que supone un crecimiento interanual ligeramente negativo, además de obtener unas rentas brutas de más de 500 millones de EUR.

Merlin presentó una estructura de deuda en este año en línea con los anteriores, con 5,2 millones de euros de deuda financiera neta, lo que supone un aumento de más de 600 millones respecto al año anterior. En esta línea, el coste medio de su deuda aumentó hasta un 2,12% en 2020, situando su vencimiento medio en 6 años. Además, la empresa obtuvo un ratio LTV de un 40%, en línea con el sector y con los valores de los años anteriores.

Por último, respecto a su posición de caja, Merlin ascendió hasta los 2,3 millones de EUR, aumentando ligeramente su valor interanual respecto a 2019.

A pesar de las consecuencias de la Covid-19, la Compañía presentó un beneficio de 56 millones de EUR a finales del año 2020. Sin embargo, no repartió dividendos a sus accionistas.

## **5.2. Inmobiliaria Colonial**

Colonial es otra sociedad de inversión inmobiliaria con sede en España, fundada en el año 1946 por el entonces Banco Hispano Colonial, con el principal objetivo de gestionar sus activos, además de las propiedades inmobiliarias de otras empresas.

Dentro de su extensa historia, destaca el año 1991, en el cual La Caixa pasó a ser el mayor partícipe de Colonial. Con un nuevo equipo directivo, la Compañía decidió centrar su estrategia en el negocio de alquiler de oficinas, posicionándose así por primera vez en el sector en el que se encuentra actualmente. Tan solo ocho años después, la empresa salió a Bolsa obteniendo un gran éxito en la adjudicación de sus acciones.

En el año 2008, en plena crisis inmobiliaria en España, se produjo un cambio en el accionariado mayoritario, asumido por los bancos, y la empresa se reestructuró de manera integral para lograr una viabilidad financiera a largo plazo.

Finalmente, en 2014 la empresa llevó a cabo una ampliación de capital de 1.260 millones de euros, que le permitió recapitalizarse y ser la primera compañía en captar financiación de inversores institucionales internacionales después de la crisis.

Tras estos cambios, Colonial ha llevado a cabo importantes operaciones de crecimiento como la adquisición de Axiare Patrimonio en 2018, que le han consagrado como una de las SOCIMIs de referencia en el mercado español y europeo, llegando a convertirse en la segunda que cotiza en el IBEX-35, junto a Merlin Properties, desde el año 2017.

Colonial enfoca la mayor parte de su negocio en liderar el sector de las oficinas prime en Europa, con una mayor presencia en tres ciudades, Madrid, Barcelona y París, entre las que gestiona más de ochenta activos inmobiliarios de calidad. Consecuentemente, la empresa busca ser líder en este mercado y crear valor para los accionistas, inversores y todos los grupos de interés relacionados con la empresa. (Inmobiliaria Colonial, 2022)

En enero de 2020, la acción de Colonial cotizaba entre los 11 y los 12 EUR, antes de sufrir una importante caída a causa de la pandemia que la llevó a mínimos de 6 EUR. Su máximo histórico se sitúa más allá de los 13 EUR, y actualmente cotiza en torno a los 8.

A finales del año 2020, la empresa obtuvo un resultado en EPRA NAV de 5.728 millones de EUR, que se reflejó en un EPRA NAV de 11,27 EUR por acción. Sin embargo, estas cifras suponen una evolución negativa respecto a los mismos valores de NAV del año anterior. Además, entre sus operaciones más destacadas del año se encuentra una desinversión en inmuebles de más de 600 millones de EUR, como en el caso de Merlin Properties, a consecuencia de la pandemia sanitaria.

La Compañía logró cerrar el año 2020, marcado por el coronavirus, con un valor en activos de más de 12.000 millones de EUR, lo que supone un crecimiento interanual del 1,2% positivo, además de generar unas rentas brutas de 340 millones de EUR.

Analizando su posición en deuda, Colonial presentó en este mismo año una deuda financiera neta de 4,5 millones de euros, que supone una ligera disminución respecto a su endeudamiento del año anterior, y un LTV del 36%, en línea con sus principales competidores y con los valores de los años anteriores. Además, la empresa situó su coste medio de deuda en un 1,7%, en línea con los años anteriores, y su vencimiento medio de deuda en cinco años. Finalmente, su posición de caja disminuyó cerca de un 50% interanual hasta los 1,2 millones de EUR.

En este mismo año, a pesar de la pandemia, Colonial logró mantener un resultado financiero positivo con 2 millones de EUR, además de repartir un dividendo de 0,20 EUR por acción. (Inmobiliaria Colonial, 2022)

## **6. VALORACIÓN PROPIA**

En este punto se introducen las principales teorías de valoración y se lleva a cabo la valoración de las SOCIMIs cotizadas en el IBEX-35: Merlin Properties e Inmobiliaria Colonial. Para su realización, se ha llevado a cabo una valoración de ambas Compañías por los métodos de Descuento de Flujos de Caja con el modelo CAPM y por el método de múltiplos comparables, con sus posteriores conclusiones. Por último, se ha analizado de forma independiente el beneficio fiscal derivado del tipo de tributación especial con el que cuentan estas sociedades.

### **6.1. Métodos**

En el siguiente apartado, se introducen los principales métodos de valoración de empresas para una mayor comprensión del posterior análisis práctico realizado a las dos Compañías valoradas.

Existen varios métodos utilizados mundialmente para llevar a cabo una valoración de empresa. La clasificación más extendida diferencia a los métodos de valoración entre estáticos y dinámicos.



En primer lugar, los métodos estáticos son aquellos que se basan en el análisis del balance de la sociedad, pero sin tener en cuenta la evolución del negocio en el tiempo ni sus expectativas futuras de generación de valor. Consisten en analizar los activos de la empresa en cuestión, ajustando las diferencias entre el Valor Neto Contable y el Valor de Mercado. Posteriormente, este valor de activos disminuye en función de la estructura de deuda de la sociedad, dando lugar al valor ajustado. Los métodos estáticos de valoración no son aplicables a empresas cuyos bienes o activos sean intangibles, por ejemplo una empresa de servicios, y sí son aplicables a aquellas empresas cuyos bienes son tangibles.

Por otro lado, se encuentran los métodos dinámicos, que son aquellos que consideran la evolución de la empresa en el tiempo y analizan sus valores futuros a partir de este desarrollo. A diferencia de los estáticos, los métodos dinámicos no se realizan por análisis de balance, sino por una estimación de resultados o valores futuros que generará la Compañía analizada.

#### *6.1.1. Descuento de Flujos de Caja Libres (DCF)*

Uno de los métodos dinámicos más aceptados mundialmente es el Descuento de Flujos de Caja Libres (DCF). Se trata de una de las herramientas financieras más utilizadas a la hora de valorar una compañía, ya que permite obtener el valor del negocio para accionistas y otros grupos de interés de la empresa, en base al cálculo de sus flujos futuros de efectivo. Lógicamente, el método parte de la base de que la forma adecuada de medir el valor de una compañía es a través de dicho cálculo de flujos de efectivo futuros.

Además, se trata de un modelo de valoración realmente sensible a las suposiciones, al depender de distintas variables como la tasa de crecimiento o la rentabilidad del mercado. Debido a esta gran sensibilidad a cambios de parámetros, necesita de una verificación exhaustiva para su fiabilidad.

Este método parte del cálculo del Flujo de Caja, que es un valor obtenido a partir de la diferencia entre las entradas y salidas de dinero que se producen en la empresa durante un ejercicio económico.

Es decir, el Flujo de Caja resulta de la siguiente fórmula:

$$FC = EBIT - (1-t) \text{ +/- Amortizaciones +/- CAPEX +/- } \Delta \text{ NOF}$$

En este cálculo se encuentran las siguientes variables:

- EBIT: *Earnings Before Interests and Taxes*, es decir; BAIT. Se refiere al resultado obtenido por la empresa antes de deducirle los impuestos e intereses.
- (1-t): *t* es la Tasa Impositiva, que se deduce al EBIT y da lugar al valor sobre el que luego se deducen la amortización, el CAPEX y las NOF.
- Amortización: depreciación o reducción de valor de un activo en el tiempo.
- CAPEX: *Capital Expenditures*. Considera las inversiones que realiza una empresa en bienes de equipo que le generan un beneficio y en su actividad comercial fundamental. Se puede realizar a través de la adquisición de activos o el aumento de valor de los ya existentes.
- $\Delta$  NOF: Variación de las Necesidades Operativas de Financiación. Estas conforman la rotación de capital de una empresa. Sirven para cuantificar la situación del negocio respecto a su capacidad de desarrollar su actividad comercial, en la medida que pueda hacer frente a los pagos a sus proveedores. Se calculan a partir de la diferencia entre el activo corriente operativo y el pasivo corriente operativo, que hace referencia a las cuentas contables de Existencias, Clientes y Proveedores, y se analizan de forma interanual.

Además del Flujo de Caja, la otra variable fundamental del modelo es el WACC, en inglés *Weighted Average Cost of Capital*. Este es el coste de capital, y es la tasa que se utiliza para actualizar los flujos de caja calculados a futuro y llevarlos a valor presente, o para estimar los Flujos de Caja futuros de la Compañía, obteniendo el Descuento de Flujos de Caja Libres.

Para entender el coste de capital o WACC, es preciso recordar los dos métodos fundamentales de financiación que tiene una empresa: recursos propios y recursos ajenos, que a su vez componen la estructura de pasivo de la Compañía.

En primer lugar, la financiación a través de recursos propios, o *equity*, consiste en emisiones de capital o acciones por parte de la empresa a sus accionistas. Su ventaja fundamental es que, al margen de una rentabilidad para el inversor, no requieren asumir una contraprestación monetaria o interés con ninguna otra entidad que financie a la Compañía.

Por otra parte, está la financiación con recursos ajenos, que permite a la empresa financiarse a través de fuentes exteriores, adquiriendo un compromiso monetario en el futuro con la entidad emisora de esta financiación, generalmente en forma de devolución de pagos con intereses. Esta financiación externa se compone mayormente por deuda.

Por lo tanto, el coste de capital o WACC se calcula a través de la suma del producto entre ambos costes y su volumen, es decir; el coste de deuda de la empresa y su proporción de deuda sobre el total de los recursos, y el coste de los recursos propios o *equity* multiplicado por su correspondiente proporción sobre el total de los recursos. Sabiendo que el coste de la deuda también se multiplica por 1 menos la tasa impositiva, el WACC se calcula con la siguiente fórmula:

$$\text{WACC} = K_d \cdot (1-t) \cdot (D/D+E) + K_e \cdot (E/D+E)$$

En este cálculo se encuentran las siguientes variables:

- $K_d$ : coste de la deuda. Se multiplica por  $(1-t)$ , que es la tasa impositiva, y por la proporción de deuda que tiene la empresa respecto al conjunto de sus recursos de financiación. A su vez, el coste de deuda se calcula a través del cociente entre los gastos financieros del año  $n$  y la suma de la deuda del año  $n$  y la de  $n-1$ , a su vez dividido entre 2.

De forma que:

$$K_d = \frac{\text{Gastos Financieros } n}{\frac{\text{total deuda } n + \text{total deuda } n-1}{2}}$$

- $K_e$ : coste del *equity*, que se multiplica por la proporción de este que tiene la empresa respecto al conjunto de sus recursos. Este se calcula a partir de la siguiente fórmula:

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

En esta fórmula se encuentran las siguientes variables:

- $R_f$ : tasa libre de riesgo del mercado, es decir, rendimiento del activo sin riesgo.
  - $R_m$ : rendimiento esperado del mercado.
  - $(R_m - R_f)$ : prima de riesgo del mercado.
  - $\beta$  o Beta: el rendimiento del mercado, aplicado a cada empresa.  
La Beta de una empresa es asignada por analistas financieros profesionales, que valoran a las empresas en función de diferentes criterios y asignan un valor de la Beta concreto a cada Compañía para el próximo ejercicio financiero.
- $D+E$ : se trata de la estructura de pasivos de la Compañía. A través de esta, se puede conocer los porcentajes de los recursos propios y ajenos con los que cuenta dicha empresa en su balance, para después multiplicar cada porcentaje de recursos por su coste correspondiente para obtener el WACC.

Para calcular el Descuento de Flujos de Caja, se debe calcular el Valor Residual, que es el valor de los activos de la empresa suponiendo el final de su vida útil. Se calcula a partir de la tasa de crecimiento ( $g$ ) y el Flujo de Caja del último año, de forma que:

$$V_R = FC_N * (1+g) / (WACC-g)$$

Una vez calculado el Valor Residual, se puede calcular el sumatorio de los Flujos, sumándole al Flujo de Caja del último año a analizar el Valor Residual.

Una vez calculado el Valor Residual, se calcula el Descuento de Flujos de Caja a partir del cálculo del NPV (*Net Present Value*) sobre el sumatorio de Flujos de Caja de la empresa, de forma que:

$$NPV = \sum \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

En esta fórmula identificamos el sumatorio de los Flujos de Caja de los años a estudiar ( $t$ ), y la “ $r$ ” utilizada para descontar es la calculada como coste de capital o WACC.

El método de Descuento de Flujos de Caja Libres a través del modelo CAPM permite llegar a conocer el precio de la acción de una empresa en función de sus Flujos de Caja y sus expectativas de negocio y generación de ingresos, teniendo en cuenta el riesgo sistemático del mercado.

### 6.1.2. Comparables. Múltiplo PER

Además de los métodos estáticos y dinámicos, existe otro método de valoración ampliamente consolidado: la valoración por múltiplos comparables. Esta consiste en valorar las empresas con sus competidores, en base a la relación entre su valor y alguna otra variable extrapolable a estos, o simplemente comparar la empresa con otras compañías

similares a través de unos ratios analizados. Un factor a considerar es la importancia de que las empresas analizadas sean comparables en aspectos como el tamaño, el sector o el crecimiento.

Algunos de los múltiplos más utilizados a la hora de valorar empresas son el PER (*Price Earnings Ratio*), el múltiplo EBITDA, el Valor de Mercado sobre el Valor Contable o el Valor Contable sobre Ventas.

El PER es el múltiplo más representativo en valoración de empresas y el ratio más importante del análisis fundamental, y por ello es el múltiplo utilizado para la valoración por comparables de las SOCIMIs en este Trabajo. La valoración por comparables permite determinar el valor de las acciones de una Compañía respecto a su sector o a las empresas que se encuentran dentro de su *Peer Group* identificable, como en el caso de las principales SOCIMIs españolas cotizadas.

El PER compara el precio de la acción con su beneficio durante un ejercicio económico, y sirve para analizar el precio que está dispuesto a pagar un inversor por cada euro de beneficio que obtendrá por la posesión de esa acción. Además, también supone el número de años que la empresa va a tardar en generar unos beneficios equivalentes al precio que actualmente paga el inversor por sus acciones.

El PER resulta del cociente entre el precio de la acción de una Compañía y su Beneficio por Acción una vez se han considerado los impuestos. De forma que:

$$\text{Price Earnings Ratio (PER)} = \frac{\text{Precio de la acción}}{\text{Beneficio por acción}}$$

En el cálculo de este múltiplo se encuentran las siguientes variables:

- Precio de la acción: se refiere al precio en el momento en el que se lleva a cabo el análisis.

- Beneficio por acción: se refiere al beneficio obtenido por la empresa al final del ejercicio económico a estudiar.

Por ejemplo, si una Compañía obtiene un PER de 20x, significa que el inversor estaría dispuesto a pagar 20 EUR por 1 EUR de los beneficios actuales por acción. Con estas condiciones, el inversor tardaría 20 años en recuperar la inversión.

Este múltiplo también tiene otras interpretaciones en función de su tamaño. En general, la escala para establecer si un PER es reducido o elevado fija los valores de corte en 10x y 25x, respectivamente. Es decir, si una empresa tiene un PER por debajo de 10x, puede significar o bien que sus acciones están claramente infravaloradas por los inversores, o bien que las expectativas futuras del negocio son negativas. Por el contrario, si la empresa tiene un PER superior a 25x, sus acciones pueden estar sobrevaloradas o sus expectativas futuras de negocio son de grandes beneficios.

## **6.2. Valoración por Descuentos de Flujos de Caja Libres (Modelo CAPM)**

En el siguiente apartado, se detalla la valoración realizada a Merlin Properties e Inmobiliaria Colonial a partir del método del Descuento de Flujos de Caja Libres, en adelante “método DCF”, para los años 2019 y 2020.

### *6.2.1. Aplicación a SOCIMIs*

Una de las consideraciones fundamentales a la hora de analizar estas empresas por el método DCF es que, debido a su condición de SOCIMIs, tributan con un 0% de Impuesto de Sociedades que se aplica al total de los beneficios distribuidos, mientras que a los beneficios no distribuidos se les aplica un gravamen del 15%. Se debe considerar también que, como requisito legal, estas Compañías tienen la obligación de distribuir al menos el 80% de sus beneficios. (Ver apartado 1.1. Legalidad)

Por ello, para el cálculo de los Flujos de Caja, se ha asumido un tipo impositivo en ambas SOCIMIs del 0% sobre un 80% de los beneficios y un 15% sobre el 20% restante. Por lo

tanto, se está asumiendo que las empresas reparten como mínimo el 80% de sus beneficios, que por otra parte es la cantidad mínima a la que están obligadas estas sociedades.

De esta forma, se obtiene una tasa impositiva de un 3%, que sería la tasa máxima que tendrían a la que tendrían que tributar las empresas suponiendo que cumplen con sus requisitos legales. Resulta de la siguiente fórmula:

$$t_{\text{SOCIMIs}} = (0 * 80\%) + (0,15 * 20\%) = 3\%$$

Es preciso incidir en que esta es la tasa máxima de tributación en el Impuesto de Sociedades, pero podría ser menor. Si las empresas decidieran ejercer un reparto mayor de sus beneficios, por encima del mínimo legal del 80%, tendrían más cantidad de beneficios generados a los que se les aplicaría un 0%, y menos cantidad a la que se le aplicaría el 15%. Lógicamente, la tasa resultante sería menor que el 3% calculado.

Para el cálculo del Flujo de Caja, a la hora de aplicar el CAPEX al sector inmobiliario, y más concretamente a estas Compañías, se consideran aquellas inversiones inmobiliarias que hace la empresa y que suponen nuevos activos inmobiliarios en su balance o la inversión de aquellos inmuebles que ya estaban en el balance de periodos anteriores.

Es decir, la actividad comercial principal de estas SOCIMIs es la adquisición, rehabilitación, reconstrucción y comercialización de edificios. Por lo tanto, las inversiones realizadas en estos aspectos son las que se considerarían CAPEX en estas sociedades.

Además, en el cálculo de la variación en NOF aplicado a SOCIMIs, se ha utilizado la variación interanual de las NOF, es decir, la diferencia entre la rotación de capital de cada SOCIMI en un ejercicio respecto a la del año anterior.

Para el cálculo del WACC aplicado a las SOCIMIs, también es preciso especificar algunas consideraciones. Existen varios métodos para calcular el coste de capital, como se detalla en el apartado del trabajo “2. Marco teórico”, pero el que se ha utilizado para calcular las rentabilidades es el modelo CAPM.



Para el coste de la deuda o  $K_d$ , se ha utilizado la mencionada tasa impositiva del 3%, y la variación entre los gastos financieros y la deuda, tanto a corto como a largo plazo, entre el año 2020 ( $n$ ) y 2019 ( $n-1$ ).

En cuanto al coste de *equity* o  $K_e$ , se ha utilizado la rentabilidad del Bono alemán como activo libre de riesgo o  $R_f$  y la rentabilidad del IBEX-35, al ser el mercado en el que cotizan ambas SOCIMIs, como rentabilidad del mercado o  $R_m$ .

A su vez, para el cálculo de la Beta ( $\beta$ ), se ha llevado a cabo un estudio de la Beta cualitativa para ambas sociedades en base a los siguientes parámetros: negocio, cuenta de pérdidas y ganancias, apalancamiento operativo, directivos, exposición a otros riesgos, país, flujos y estabilidad, endeudamiento asignado, liquidez de la inversión, acceso a fuentes de fondos, socios y estrategia. Para cada parámetro, se han establecido niveles de ponderación, en base a su importancia, para calcular el riesgo ponderado de Merlin Properties e Inmobiliaria Colonial, obteniendo unas Betas cualitativas de 0,98 y 0,83, respectivamente. Estas Betas cualitativas se han comparado con la Beta asignada por varios analistas profesionales.

En concreto, Renta 4 realiza anualmente un seguimiento de ambas empresas y del sector inmobiliario cotizado, publicando varios informes que se han utilizado como referencia en este trabajo, y otorgando unos valores Beta de 1,04 a Merlin Properties y 0,84 a Inmobiliaria Colonial. (Pablo Fernández de Moysterín, Javier Díaz, 2021)

Por último, a la hora de aplicar el cálculo del DCF, se ha calculado un NPV (*Net Present Value*) sobre los Flujos de Caja calculados anteriormente, para después dividir el resultado entre el número de acciones y obtener así el precio por acción.

### 6.2.2. *Merlin Properties*

Para la valoración de Merlin Properties a través del método DCF por CAPM, se han calculado los Flujos de Caja de la Compañía de la siguiente manera:

**Tabla 1:** *Cálculo de Flujos de Caja de Merlin Properties SOCIMI, S.A.*

(miles €)	31/12/2019	31/12/2020
EBIT	707.331,00	240.536,00
(1-t)	21.219,93	7.216,08
	686.111,07	233.319,92
Amortización	-2.123,00	-1.614,00
Variación NOF	113.718,00	-33.149,00
Variación CAPEX	-439.235,00	32.773,00
<b>FLUJOS DE CAJA</b>	<b>362.717,07</b>	<b>234.557,92</b>
Sumatorio	362.717,07	5.080.759,70
FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS	344.250,65	4.576.592,11

*Fuente: elaboración propia, con datos obtenidos de Cuentas Anuales  
y Estados Financieros Consolidados de la Compañía.*

Como se detalla en la introducción del apartado 6.2., se ha aplicado la mencionada tasa del 3% para calcular la tributación fiscal de la SOCIMI.

Merlin Properties ha obtenido unos resultados antes de la deducción de amortizaciones, CAPEX y NOF de 686 millones de EUR en 2019 y 233 millones en 2020.

Analizando las amortizaciones, la variación interanual de las mismas da lugar a un 31% menos de amortización en el año 2020, aunque se ha mantenido en niveles similares en los últimos años. Cabe destacar la variación que ha sufrido Merlin Properties en cuanto a inversiones y desinversiones en CAPEX y NOF entre los años 2020 (*n*) y 2019 (*n-1*), a causa de la pandemia.

Una vez analizadas las variaciones, y pese a la Covid-19, la Compañía obtuvo unos Flujos de Caja de 362 millones de EUR en 2019 y 234 millones en 2020.

Merlin Properties tiene una estructura de recursos propios y ajenos por la que se financia en un 46% con deuda y un 54% en *equity*. Para el cálculo del coste de deuda ( $K_d$ ), se han tenido en cuenta unos gastos de explotación de 149 millones de EUR en 2020, y una deuda financiera de 5.182 millones en 2019 y 5.735 millones en 2020, obteniendo un coste de deuda de 2,74%.

Para el coste del *equity*, partiendo del modelo CAPM, se ha tomado como referencia el Bono alemán a 10 años para la rentabilidad del Activo Libre de Riesgo ( $R_f$ ), la rentabilidad del IBEX-35 como rentabilidad del mercado ( $R_m$ ) y la Beta ( $\beta$ ) de análisis de Renta 4, y se ha obtenido un valor para el coste de *equity* de 7,68%.

Por lo tanto, aplicando la fórmula del método DCF para el cálculo del WACC, se ha obtenido un coste de capital (WACC) de un 5,36%. De forma que:

**Tabla 2:** Cálculo de Coste de Capital de Merlin Properties SOCIMI, S.A.

$$\text{WACC} = 2,742\% * (1 - 3\%) * (5.735 / 12.431) + 7,68\% * (6.696 / 12.431) = 5,36\%$$

(miles €)

Coste de deuda	
$K_d$	2,742%
t	3%

Coste de <i>equity</i>	
$K_e$	7,68%
$R_f$	0,38%
$R_m$	7,4%
Beta ( $\beta$ )	1,04

(€)

Recursos	
Deuda	5.735.024,00
<i>Equity</i>	6.696.267,00
Deuda+ <i>Equity</i>	12.431.291,00
<b>WACC</b>	<b>5,36%</b>

Fuente: elaboración propia, con datos obtenidos de Cuentas Anuales y Estados Financieros Consolidados de la Compañía.

El Valor Residual, obtenido a partir de una tasa de crecimiento “g” de 0,5%, ha sido de 4.846.201,78 EUR. Con estos datos, se ha llevado a cabo el cálculo del DCF a partir de un *Net Present Value*, descontando el sumatorio de los Flujos a la tasa del coste de capital (WACC), y obteniendo un Descuento de Flujos de Caja de 4.920.842,76 EUR.

Al contrastar este valor con el número de acciones de Merlin Properties a finales de 2020; 469 millones, se ha obtenido un precio por acción de 10,48 EUR. La acción de Merlin cotizaba por encima de los 12 EUR antes de la pandemia del coronavirus, y en 2022 cotiza en torno a los 10 EUR.

### 6.2.3. Inmobiliaria Colonial

Para la valoración de Colonial a través del método DCF por CAPM, se han calculado sus Flujos de Caja de la siguiente manera:

**Tabla 3:** Cálculo de Flujos de Caja de Inmobiliaria Colonial SOCIMI, S.A.

(miles €)	31/12/2019	31/12/2020
EBIT	283.000,00	271.000,00
(1-t)	-8.490,00	-8.130,00
	274.510,00	262.870,00
Amortización	-6.940,00	-7.142,00
Variación NOF	12.000,00	49.000,00
Variación CAPEX	-123.000,00	-194.000,00
<b>FLUJOS DE CAJA</b>	<b>170.450,00</b>	<b>125.012,00</b>
Sumatorio	170.450,00	4.357.195,03
FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS	163.035,77	3.986.380,81

Fuente: elaboración propia, con datos obtenidos de Cuentas Anuales y Estados Financieros Consolidados de la Compañía.

Como se puede ver en el apartado 6.2.1. “Aplicación a SOCIMIs”, se ha utilizado el tipo impositivo del 3,0% para aplicarlo como tributación fiscal a ambas compañías.

Con estos resultados, Colonial ha obtenido unos valores de 283 y 271 millones de EUR antes de realizar las deducciones de amortización, CAPEX y NOF. La amortización se ha mantenido en niveles similares en los últimos años. Debido a la pandemia, y al igual que ocurre con Merlin Properties, Colonial ha tenido cambios significativos que se traducen en inversiones y desinversiones en CAPEX y NOF entre los años 2020 (*n*) y 2019 (*n-1*). No obstante, la Compañía obtiene unos Flujos de Caja de 170 y 125 millones de EUR para los dos años analizados.

Colonial tiene una estructura de recursos propios y ajenos equilibrada a partir de un 54% de *equity* y un 46% de deuda. Para el cálculo del coste de la deuda, se han tenido en cuenta los 121 millones de EUR de gastos financieros en 2020, junto con la deuda de 4.582

millones de EUR en 2019 y 4.826 millones en 2020, obteniendo un coste de deuda de 2,59%.

Para el coste del *equity*, partiendo del modelo CAPM, se ha tomado como referencia el Bono alemán a 10 años para la Rentabilidad del Activo Libre de Riesgo ( $R_f$ ), la rentabilidad del IBEX-35 como rentabilidad del mercado ( $R_m$ ) y la Beta ( $\beta$ ) de análisis de Renta 4, y se ha obtenido un valor para el coste de *equity* de 6,28%.

Por lo tanto, aplicando la fórmula del método DCF para el cálculo del WACC, se ha obtenido un coste de capital de 4,55%. De forma que:

**Tabla 4:** *Cálculo de Coste de Capital de Inmobiliaria Colonial SOCIMI, S.A.*

$$\text{WACC} = 2,59\% * (1 - 3\%) * (4.582 / 9.983) + 6,28\% * (5.401 / 9.983) = 4,55\%$$

(miles €)

Coste de deuda	
$K_d$	2,59%
t	3%

Coste de <i>equity</i>	
$K_e$	6,28%
$R_f$	0,38%
$R_m$	7,4%
Beta ( $\beta$ )	0,84

(€)

Recursos	
Deuda	4.582.000,00
<i>Equity</i>	5.401.000,00
Deuda+ <i>Equity</i>	9.983.000,00
<b>WACC</b>	<b>4,5476%</b>

Fuente: elaboración propia, con datos obtenidos de Cuentas Anuales y Estados Financieros Consolidados de la Compañía.

El valor residual, utilizando una tasa de crecimiento “g” de 0,5%, ha sido de 4.232.183,03 EUR. Este cálculo permite llegar al sumatorio de Flujos de Caja, con el que se ha obtenido un Descuento de Flujos de Caja de 4.149.416,58 EUR, actualizando estos Flujos a través de un *Net Present Value* con la tasa del coste de capital o WACC.

Con este resultado en función de las 508 millones de acciones que tiene Colonial a 31 de diciembre de 2020, se obtiene un precio por acción de 8,17 EUR. La acción de Colonial cotizaba cerca de los 12 EUR justo antes de la pandemia, y en 2022 cotiza en torno a los 8 EUR.

### 6.3. Valoración por múltiplos comparables (PER)

Para la valoración por múltiplos comparables, se ha escogido el *Price Earnings Ratio* para analizar tanto Merlin Properties como a Inmobiliaria Colonial.

Siguiendo la teoría de la valoración relativa, se ha hecho un estudio de los PER de las empresas comparables (*Peer Group*) de Merlin Properties y Colonial. Para ello, se han analizado los valores obtenidos en PER por las cuatro SOCIMIs cotizadas en el Mercado Continuo en España; las dos analizadas, Grupo LAR y Árima Real Estate. Para ver la evolución y la posibilidad de que los datos no fueran realistas en el año 2020 debido a la pandemia, se han estudiado los años 2019 y 2020. Al confirmar que sí eran representativos de las circunstancias del sector, se han analizado con los datos de 2020.

Descartando a Árima por su menor tamaño, capitalización y valor de activos, su reciente creación y sus altísimos valores en PER, no comparables a los de las tres empresas más consolidadas, el estudio de comparables ha quedado reflejado de la siguiente manera:

**Tabla 5:** *Cálculo de Múltiplos PER en valoración por comparables*

	31/12/2020
Merlin Properties	18,25x
Colonial	28,44x
Grupo LAR	10,12x
<b>Promedio Sector</b>	<b>23,35x</b>

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de Expansión

Interpretando los múltiplos PER obtenidos por ambas Compañías en 2020, se puede ver que Merlin Properties se encuentra dentro del rango 10-25, aunque algo sobrevalorada. Esto podría suponer que las expectativas futuras de la Compañía estén muy altas o el mencionado hecho de que los inversores valoren a la Compañía de forma excesivamente positiva. Y lo mismo ocurre, pero de manera más radical, con Colonial, con un valor PER muy alto para el sector. También es preciso recordar el complicado contexto del sector inmobiliario comercial en España en este momento y a causa de la pandemia, que se hace especialmente palpable en las SOCIMIs cotizadas.

En el análisis por comparables, se ha utilizado el promedio obtenido en 2020 (23,35), para calcular los precios por acción tanto de Merlin Properties como de Inmobiliaria Colonial.

En primer lugar, Merlin tenía a 31 de diciembre de 2020 un número total de acciones de 469,77 millones. Tras la publicación de sus resultados anuales, obtuvo un beneficio por acción de 0,56€. Aplicando el PER comparable del mercado, y tras despejar el precio a partir del beneficio, Merlin obtiene a través de esta valoración un precio de 13,07 € por acción. Este precio es superior al obtenido a través del método de Descuento de Flujos de Caja (un 10,40), pero sigue estando dentro de la cotización de Merlin Properties, aunque en niveles bastante altos y cerca de máximos históricos.

En segundo lugar, Colonial contaba con un número total de acciones a finales de 2020 de 508,1 millones. En ese mismo año obtuvo a raíz de sus resultados anuales un beneficio por acción de 0,27€. Tras aplicar de igual manera el PER obtenido por comparables a través del *Peer Group*, Colonial obtiene un precio de 6,30 € por acción. Aunque este es inferior al precio obtenido a través de Descuento de Flujos de Caja (un 8,08), se encuentra dentro del rango de cotizaciones de la Compañía en el año 2020.

#### **6.4. Valoración por ventaja fiscal**

Tras analizar las diferencias fundamentales entre las SOCIMIs y otras sociedades, especialmente en el ámbito de sus peculiaridades y ventajas a nivel fiscal, junto con la valoración práctica de Merlin Properties e Inmobiliaria Colonial a través de los métodos de Descuento de Flujos de Caja Libres y Múltiplos comparables, se ha decidido estudiar el beneficio fiscal de estas sociedades de forma independiente, ya que podría tener un efecto relevante en su valoración. Es decir, se ha considerado que, dada la importancia de sus condiciones especiales de tributación del Impuesto de Sociedades, y cómo afectan a su valoración, es posible que sea necesario tener en cuenta esta circunstancia de manera especial y aplicarla para valorar a estas estructuras de forma diferente a otras empresas.

Se han calculado de manera independiente los beneficios fiscales que obtienen estas sociedades por tener la estructura de SOCIMIs, frente a los mismos resultados en forma de

beneficios una vez deducidos los impuestos que habrían obtenido si no contaran con esta estructura societaria tan particular.

Partiendo de los Flujos de Caja obtenidos por Merlin Properties y Colonial en los años 2019 y 2020 (ver tablas 1 y 5), se suponen dos compañías “A” y “B” que han generado el mismo valor que las dos SOCIMIs cotizadas, pero que son Sociedades Anónimas. Por lo tanto, cotizarán al tipo general en España, según el BOE:

“El tipo general del Impuesto sobre Sociedades en España es del 25% y se aplica el mismo en todo el territorio español (...)”

(BOE, Ley 27/2014)

En primer lugar, se analizan los beneficios antes de impuestos (EBIT) generados por Merlin Properties en 2019 y 2020, que ascienden a 686 y 233 millones de euros, respectivamente. Aplicando el tipo del 3% (ver punto 6.2.1. Aplicación a SOCIMIs), Merlin tributa por valor de 21 y 7 millones de euros en esos años, obteniendo un resultado una vez deducidos los impuestos de 686 y 233 millones de euros.

Suponiendo la Compañía “A”, con un tipo impositivo del 25% por no tener el beneficio fiscal de la SOCIMI, estaría tributando con esos mismos beneficios por valor de 176 y 60 millones de euros, para 2019 y 2020, respectivamente. Estos impuestos son siete veces mayores que los de Merlin Properties. La empresa obtendría un resultado de 530 y 180 millones de euros después de impuestos.

En el caso de Colonial, la empresa obtuvo un beneficio antes de impuestos de 283 millones en 2019 y 271 millones en 2020. Aplicando el mencionado tipo del 3%, la empresa tributó por valor de 8,4 y 8,1 millones de euros, con resultados una vez deducidos los impuestos de 274 y 262 millones de euros.

Suponiendo la Compañía “B”, también con un tipo impositivo de 25% al no ser SOCIMI, tributaría con esos mismos beneficios de partida por valor de 70 y 67 millones de euros, respectivamente. Estos resultados también suponen unos impuestos siete veces mayores



que los de la SOCIMI. La empresa obtendría unos resultados después de impuestos de 212 millones en 2019 y 203 millones en 2020.

La tasa impositiva calculada del 3% es la máxima a la que tributarían estas sociedades, ya que podrían repartir más del 80% de los beneficios y así evitar en mayor medida la tasa impositiva del 15%. Por lo tanto, estas diferencias, tanto en Flujos de Caja como en beneficios fiscales, podrían ser todavía mayores en función de los beneficios que las empresas deciden repartir por encima de ese 80% mencionado.

Como se puede ver a través de estos ejemplos, las SOCIMIs tienen una ventaja fiscal muy evidente a raíz de su tributación especial en el Impuesto de Sociedades, que se traduce en un 0% de tipo para los beneficios distribuidos, y un 15% para los beneficios no distribuidos tras el último cambio legislativo aplicado a estas sociedades.

## **7. CONCLUSIONES**

Las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMIs) son uno de los agentes más importantes del sector inmobiliario en nuestro país. Propietarias de los inmuebles de mayor calidad, suponen un atractivo vehículo de inversión tanto para capital nacional como extranjero. Su reciente creación, en 2009, y especialmente la reforma legal del año 2012, han ayudado a dinamizar el sector inmobiliario comercial en nuestro país, que se encontraba desactualizado y estancado en los años de la crisis económica.

La aplicación del sistema REIT europeo, que ha hecho de este tipo de sociedades un importante activo en diferentes economías de países de referencia, se puede considerar un éxito en nuestro país en los últimos años, tanto por la cantidad de nuevas SOCIMIs que se crean en el mercado, como por los niveles de capitalización bursátil de estas sociedades y su participación en índices tan importantes como el IBEX-35.

Las SOCIMIs cuentan con importantes ventajas frente a otras sociedades, que las hacen atractivas tanto para los inversores como para la creación de las mismas. Entre sus requisitos legales, un capital mínimo de cinco millones de euros y la obligación de repartir al accionista al menos el 80% de los beneficios. Pero la principal ventaja de las SOCIMIs

hace referencia al ámbito fiscal, debido a su cotización a un tipo impositivo del 0% en el Impuesto de Sociedades para los beneficios distribuidos, y un 15% para los no distribuidos. Estas peculiaridades han de ser tenidas en cuenta en la valoración de este tipo de empresas, y como posible opción de inversión.

Como se ha explicado a lo largo del Trabajo, el sector inmobiliario comercial en España ha sufrido especialmente las consecuencias de la pandemia, y estas se han hecho más patentes en las empresas cotizadas. El sector inmobiliario ha disminuido su peso relativo en el PIB español después de la crisis económica que se inició en 2008, y en la actualidad nuestra economía ya no tiene una dependencia excesiva y perjudicial del este sector, como sucedía en los años previos a la crisis.

Sin embargo, y a causa de una evolución positiva y un saneamiento en los últimos años, el sector es uno de los que está liderando la recuperación post pandémica en este momento. En lo que respecta al inmobiliario comercial, en el que operan las SOCIMIs, se trata de un sector en claro desarrollo y crecimiento, con altos niveles de atracción de capital, tanto nacional como extranjero, y de capitalización bursátil. En estos ámbitos, las empresas que lideran al sector son las SOCIMIs, además de poseer los más significativos niveles de activos en función de su Valor Bruto.

Entre las perspectivas a futuro del sector inmobiliario se encuentra una mayor apuesta por la sostenibilidad y la calidad de los edificios, y se puede esperar un sector dinámico, orientado a fusiones y adquisiciones y más tecnológico.

El objetivo fundamental del Trabajo consistía en analizar la forma de aplicar los métodos tradicionales de valoración de empresas a un tipo de sociedad tan particular como la SOCIMI.

En el caso de la valoración por Descuento de Flujos de Caja Libres, se han obtenido tanto para Merlin Properties como para Inmobiliaria Colonial, unos valores y precios de la acción acorde con los que cifran el mercado y los analistas profesionales. Es importante destacar que para valorarlas por este método se ha tenido que generar una tasa impositiva específica para estas sociedades, asumiendo que, como indican sus requisitos legales, reparten como mínimo un 80% de sus beneficios.

Por lo tanto, esta tasa podría ser inferior y sus niveles de Flujos de Caja, y por lo tanto de precios por acción, ligeramente superiores. Además, se han analizado los años 2019 y 2020 teniendo en cuenta las circunstancias del sector debido a la pandemia. Como conclusión, se puede extraer que el método fundamental de valoración de activos, y el más utilizado mundialmente a la hora de valorar empresas, sí es aplicable a las SOCIMIs.

En el caso de la valoración por múltiplos comparables, el método aplicado a las SOCIMIs no ha sido tan efectivo como cabía esperar. Se ha aplicado la teoría de valoración relativa y de comparables identificando el *Peer Group* de las empresas, y calculando un PER medio del sector para obtener precios estimados de las acciones de ambas compañías.

El análisis de los múltiplos PER para ambas Compañías y sus comparables da lugar a empresas bastante sobrevaloradas, muy puestas en precio por el mercado. Es cierto que las perspectivas de crecimiento de ambas empresas eran positivas en el año 2020, pero unos valores tan altos, cercanos a 25x, muestran un sector inmobiliario cotizado muy sobrevalorado. La tendencia a estos valores ha continuado de manera similar en los años siguientes. Estos niveles tan altos de múltiplos PER resultan inquietantes, ya que las perspectivas excesivamente optimistas del mercado podrían llevar a fuertes correcciones de estos valores en los índices bursátiles a corto y medio plazo, y en función de la evolución del sector.

En cuanto a los precios por acción para las empresas analizadas, los resultados a través del múltiplo PER han distado de los obtenidos con el método DCF, y de las cotizaciones medias de las empresas en los últimos años. En concreto, se han dado unos intervalos de entre 2 y 3 EUR por acción para ambas Compañías, lo que cuestiona la aplicabilidad del método del PER a través de la teoría de comparables. Por lo tanto, se puede concluir que el este método de valoración tiene una aplicación menos precisa a la hora de valorar a las SOCIMIs.

Por último, se ha analizado la ventaja fiscal de estas sociedades de forma numérica, y las implicaciones que esta tiene en términos de beneficios anuales comparándolas con empresas simuladas que tributan a diferentes tipos societarios. Como se ha podido ver, los resultados son significativos a favor de las SOCIMIs, que dejan de tributar grandes cantidades de impuestos por su condición societaria.

Es lógico pensar que esto supone un considerable valor añadido para la SOCIMI frente a otras sociedades, que trasladan la obligación fiscal a la que no tienen que hacer frente como sociedad, al accionista. En términos de inversión, se han podido ver los atractivos de crear una sociedad inmobiliaria con esta estructura tan singular. Por parte del inversor, es necesario considerar las peculiaridades fiscales de esta sociedad como un valor añadido para la empresa, que se traducen en unos mayores beneficios al término del ejercicio económico.

Como conclusión final, se puede afirmar la aplicabilidad del método de valoración por Descuento de Flujos de Caja Libres a las sociedades inmobiliarias cotizadas, conocidas como SOCIMIs, además de la importancia de valorar de manera añadida las diferencias fiscales entre estas empresas y otras sociedades similares a la hora de considerarlas como vehículo de inversión.

## 8. BIBLIOGRAFÍA

- BME. (s.f.). *Guía para salir a Bolsa*. Bolsas y Mercados Españoles (BME).
- Alejandro Fernández Cerezo, Matías Lamas, Irene Riobás, Raquel Vegas. (2021). *El impacto de la pandemia de COVID-19 en el mercado inmobiliario comercial español*. Banco de España-Eurosistema.
- Aranda, J. L. (2019). España es el segundo país del mundo con más socimis. *El País*.
- ARANDA, J. L. (30 de Marzo de 2019). España es el segundo país del mundo con más socimis. *El País*.
- Arroyo, R. (2022). Las Socimis recuperan el pulso pre-Covid con 17 nuevas cotizadas. *Expansión*.
- Bankinter. (Marzo de 2022). *Blog de Economía y Finanzas Bankinter*. Obtenido de Bankinter: <https://www.bankinter.com/>
- Bestinver. (Enero de 2022). Obtenido de Bestinver: <https://www.bestinver.es/>
- BOE. (2009). *Ley 11/2009*. BOE.
- Business, E. (2017). *ESAN Business*. Obtenido de ESAN Business: <https://www.esan.edu.pe/conexion-esan/el-modelo-capm-y-su-aplicacion-en-las-finanzas>
- Capital, I. (2012). Los reits españoles como vehículo de inversión y financiación de la actividad inmobiliaria: las SOCIMI. *UP Commons*, 56.
- Colonial, I. (2018). Informe Anual Integrado.
- Colonial, I. (2019). Informe Anual Integrado.
- Colonial, I. (2020). Informe Anual Integrado 2020.
- Colonial, I. (2020). Informe de auditoría. Cuentas Anuales Consolidadas. Obtenido de Inmobiliaria Colonial: <https://www.inmocolonial.com/>
- Colonial, I. (2021). *Resultados anuales Enero-Diciembre 2021*. Inmobiliaria Colonial.
- Colonial, I. (Enero de 2022). *Inmobiliaria Colonial*. Obtenido de Inmobiliaria Colonial.
- Datos Macro*. (2022). Obtenido de Datos Macro: <https://datosmacro.expansion.com/>
- Días, C. (2017). Colonial lanza una opa por el 100% de Axiare valorada en 1.462 millones. *Cinco Días*.
- Economipedia*. (2022). Obtenido de Economipedia: <https://economipedia.com/>
- El Economista*. (Febrero de 2022). Obtenido de El Economista: <https://www.eleconomista.es/>
- EPRA. (Enero de 2022). *EPRA*. Obtenido de EPRA: <https://epra.com/>
- Espanoles, B. y. (s.f.). *Guía para salir a Bolsa*. Obtenido de BME.
- Expansión. (Enero de 2022). *Expansión Mercados*. Obtenido de Expansión: <https://www.expansion.com/>
- Fabregat, J. (2009). *Introducción a los métodos de valoración de empresas*. Revista de Contabilidad y Dirección.
- García-Vaquero, V., & Roibás, I. (2020). EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS SOCIMI EN ESPAÑA. *Banco de España-Eurosistema*, 14.
- Hernandez, L. A. (2021). Las socimi en España: qué son, ranking de socimis y análisis de la situación actual. *Rankia*.
- Inmobiliaria, G. L. (2020). *Informe Anual 2020*.
- Investing.com*. (2022). Obtenido de Investing.com: <https://www.investing.com/>
- Juan García Boza, Yaiza García Padrón. (2006). *Revisión bibliográfica de la evidencia empírica de los modelos multifactoriales de valoración de activos financieros*. Universidad de las Palmas de Gran Canaria.
- Magro, I. (2019) Finanzas Corporativas. Valoración de empresas. [lecture notes]
- Merlin Properties*. (2022). Obtenido de Merlin Properties: <https://www.merlinproperties.com/>
- Noelia Fernández; María Romero. (s.f.). Las SOCIMI y el mercado inmobiliario.
- Pablo Fernández de Moysterín, Javier Díaz. (2021). *Colonial vs Merlin*. Renta 4 Banco.
- Pablo Fernández, P. (2019). *Valuing Companies by Cash Flow Discounting: fundamental relationships and unnecessary complications*. Madrid, Spain: SSRN.
- Pablo Fernández, P. (2020). *Valuing Companies by Cash Flow Discounting: only APV does not require iteration*. SSRN.
- Press, E. (2017). Colonial entra en el Ibx 35. *Europa Press*.
- Press, E. (2021). El Congreso endurece la fiscalidad de socimis y los requisitos para las sicavs en la nueva ley antifraude. *Europa Press*.
- Price Waterhouse Coopers, P. (2020). *Las SOCIMI en el mercado inmobiliario español*. Price Waterhouse Coopers, PWC.
- Professionals, C. (2017). *Corporate Valuations: "Techniques and Application"*. Corporate Professionals.
- Properties, M. (2018). Cuentas Anuales Consolidadas.
- Properties, M. (2019). Cuentas Anuales Consolidadas.
- Properties, M. (2020). Cuentas Anuales Consolidadas a 31 de diciembre de 2020. Obtenido de Merlin Properties: <https://www.merlinproperties.com/>
- Properties, M. (2020). *Memoria Anual 2020*.
- Trader, B. (Enero de 2022). *BBVA Trader*. Obtenido de BBVA: <https://www.bbva.com/es>

## 9. ANEXO

Anexos de elaboración propia, a partir de información pública de las Compañías cotizadas e información de analistas financieros profesionales.

### I. Balance de situación y Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Merlin Properties Socimi, S.A.

#### BALANCE DE SITUACIÓN

(€ miles)

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020		31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
<b>ACTIVO</b>				<b>PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>			
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	12.214.465,00	12.993.010,00	13.061.757,00	<b>PATRIMONIO NETO</b>	6.401.836,00	6.708.700,00	6.696.267,00
Inmovilizado intangible	941,00	797,00	961,00	Capital	469.771,00	469.771,00	469.771,00
Inmovilizado material	3.267,00	11.683,00	7.106,00	Prima de emisión	3.858.624,00	3.813.409,00	3.813.409,00
Inversiones inmobiliarias	11.740.461,00	12.169.157,00	12.139.347,00	Reservas	1.416.773,00	2.094.275,00	2.509.875,00
Inversiones contabilizadas por puesta en equivalencia	-	-	434.127,00	Acciones y participaciones en patrimonio propias	-68.322,00	-56.860,00	-54.149,00
Inversiones en empresas del grupo	625,00	-	-	Otras aportaciones de socios	540,00	540,00	540,00
Inversiones por el método de participación	169.133,00	346.973,00	-	Dividendo a cuenta	-93.522,00	-92.939,00	-
Inversiones financieras a largo plazo	211.623,00	376.622,00	392.747,00	Resultado del ejercicio	854.878,00	563.639,00	56.358,00
Activos por impuesto diferido	88.415,00	87.778,00	87.469,00	Ajustes por cambio de valor	-36.906,00	-83.135,00	-99.537,00
				Minoritarios	-	-	-
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	358.232,00	312.721,00	415.855,00	<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	5.994.309,00	6.383.028,00	6.602.085,00
Deudas comerciales y otras cuentas a cobrar	168.767,00	30.484,00	33.368,00	Deudas a largo plazo	5.271.305,00	5.661.666,00	5.899.335,00
Inversiones en empresas del grupo y asociadas	1.141,00	1.055,00	2.094,00	Provisiones a largo plazo	56.441,00	33.708,00	18.296,00
Inversiones financieras a corto plazo	7.747,00	6.668,00	77.271,00	Pasivos por impuesto diferido	666.563,00	687.654,00	684.454,00
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	169.025,00	254.016,00	252.022,00	<b>PASIVO CORRIENTE</b>	176.552,00	214.003,00	179.260,00
Periodificaciones	11.552,00	20.498,00	51.100,00	Deudas a corto plazo	82.984,00	599.533,00	57.332,00
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>12.572.697,00</b>	<b>13.305.731,00</b>	<b>13.477.612,00</b>	Provisiones a corto plazo	867,00	778,00	-
				Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar	85.419,00	145.845,00	113.586,00
				Periodificaciones	7.282,00	-	-
				Otros pasivos corrientes	-	7.847,00	8.342,00
				<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	<b>12.572.697,00</b>	<b>13.305.731,00</b>	<b>13.477.612,00</b>

#### CUENTA DE RESULTADOS

(€ miles)

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
<b>Rentas brutas</b>	499.708,00	525.918,00	503.448,00
Oficinas	224.395,00	243.431,00	233.215,00
Centros comerciales	103.553,00	127.300,00	114.374,00
Logística	50.327,00	53.796,00	58.861,00
High street retail	106.651,00	127.300,00	114.374,00
Otros	14.781,00	86.962,00	86.513,00
<b>Otros ingresos de explotación</b>	9.800,00	4.713,00	5.180,00
<b>Total ingresos de explotación</b>	509.508,00	530.631,00	508.628,00
Incentivos	-24.062,00	-14.393,00	-15.651,00
Bonificación Covid	-	-	-46.735,00
Impagados	-424,00	-	-
<b>Total gastos de explotación</b>	-129.790,00	139.914,00	105.294,00
Gastos de explotación de activos no repercutibles a arrendatarios	-41.748,00	-48.263,00	-47.194,00
Gastos de personal	-30.408,00	-32.284,00	-21.489,00
Gastos generales	-9.181,00	-10.186,00	-12.144,00
Gastos generales "no-overheads"	-5.018,00	-4.939,00	-6.235,00
Provisión Plan Remuneración LP	-43.435,00	-	-
Provisión contable para Plan Incentivos L/P	-	-44.242,00	-18.232,00
<b>EBITDA</b>	355.232,00	376.324,00	340.948,00
Amortizaciones	-1.572,00	-2.123,00	-1.614,00
Resultado enajenación inmovilizado	6.815,00	-19.063,00	-14.300,00
Exceso de provisiones	13.554,00	87,00	-30,00
Absorción de la revalorización en inversiones inmobiliarias	-	-	-
Revalorización neta de inversiones inmobiliarias	629.184,00	-	-
Variación valor razonable inversiones inmobiliarias	-	354.972,00	-84.468,00
Diferencia negativa en combinación de negocio	-20.523,00	-2.866,00	-
<b>EBIT</b>	982.690,00	707.331,00	240.536,00
Gasto financiero neto	-119.298,00	-112.415,00	-127.360,00
Costes amortización deuda	4.306,00	-3.163,00	-18.906,00
Resultado en la enajenación de instrumentos financieros	4.198,00	-40,00	-62,00
Variación en el valor razonable de instrumentos financieros	-8.075,00	-11.068,00	-35.152,00
Participación en resultado de sociedades por puesta en equivalencia	4.661,00	10.065,00	-3.444,00
Cancelación Testa Residencial	53.027,00	-	-
Fee Aedas	22.242,00	-	-
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	913.024,00	590.710,00	55.612,00
Impuestos sobre beneficios	-58.146,00	-27.071,00	746,00
<b>RESULTADO DEL PERIODO</b>	854.878,00	563.639,00	56.358,00
Minoritarios	-	-	-
<b>RESULTADO DEL PERIODO SOCIEDAD DOMINANTE</b>	<b>854.878,00</b>	<b>563.639,00</b>	<b>56.358,00</b>
RESULTADO POR ACCIÓN (en euros):	1,83		
RESULTADO BÁSICO POR ACCIÓN (en euros):	1,83		
RESULTADO POR ACCIÓN DILUIDAS (en euros):	1,82		
nº acciones	469.770.750,00	469.770.750,00	469.770.750,00
Gastos financieros			149.653,00

## II. Balance de situación y Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Inmobiliaria Colonial Socimi, S.A.

### BALANCE CONSOLIDADO

(€ miles)

ACTIVO	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Fondo de comercio de Consolidación	62.000,00	0,00	0,00
Inversiones Inmobiliarias	11.083.000,00	11.797.000,00	11.516.000,00
Resto activos no corrientes	80.000,00	136.000,00	188.000,00
Inmovilizado material	43.332,00	50.900,00	56.471,00
<b>Activos no corrientes</b>	<b>11.225.000,00</b>	<b>11.933.000,00</b>	<b>11.704.000,00</b>
Existencias	47.000,00	48.000,00	52.000,00
Deudores y otras cuentas a cobrar	100.000,00	117.000,00	30.000,00
Otros activos corrientes	89.000,00	226.000,00	286.000,00
Activos disponibles para la venta	26.000,00	176.000,00	282.000,00
Activos corrientes	262.000,00	568.000,00	651.000,00
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>11.487.000,00</b>	<b>12.502.000,00</b>	<b>12.355.000,00</b>

PASIVO	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Fondos propios	4.811.000,00	5.559.000,00	5.401.000,00
Minoritarios	1.290.000,00	1.402.000,00	1.433.000,00
Patrimonio Neto	6.102.000,00	6.960.000,00	6.833.000,00
Emisión de obligaciones y valores similares no corrientes	3.777.000,00	3.781.000,00	4.069.000,00
Deuda financiera no corriente	724.000,00	457.000,00	294.000,00
Pasivos por impuestos diferidos	362.000,00	377.000,00	367.000,00
Otros pasivos no corrientes	81.000,00	87.000,00	88.000,00
Pasivos no corrientes	4.943.000,00	4.702.000,00	4.818.000,00
Emisión de obligaciones y valores similares corrientes	284.000,00	648.000,00	508.000,00
Deuda financiera corriente	9.000,00	6.000,00	62.000,00
Acreedores y otras cuentas a pagar	107.000,00	137.000,00	103.000,00
Otros pasivos corrientes	42.000,00	48.000,00	32.000,00
Pasivos corrientes	442.000,00	839.000,00	704.000,00
<b>Total Pasivo</b>	<b>11.487.000,00</b>	<b>12.502.000,00</b>	<b>12.355.000,00</b>

### CUENTA DE RESULTADOS ANALÍTICA CONSOLIDADA

(€ miles)

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Diciembre			
Ingresos rentas	347.000,00	352.000,00	340.000,00
Gastos explotación netos	-25.000,00	-30.000,00	-23.000,00
EBITDA rentas	322.000,00	322.000,00	318.000,00
Otros ingresos	4.000,00	7.000,00	0,00
Gastos estructura	-46.000,00	-47.000,00	-46.000,00
<b>EBITDA</b>	<b>280.000,00</b>	<b>283.000,00</b>	<b>271.000,00</b>
Extraordinarios	-15.000,00	-3.000,00	-5.000,00
Revalorizaciones y margen de ventas de inmuebles	714.000,00	894.000,00	-77.000,00
Amortizaciones y Provisiones	-132.000,00	-62.000,00	-4.000,00
Amortizaciones	-3.353,00	-6.940,00	-7.142,00
Resultado Financiero	-142.000,00	-96.000,00	-120.000,00
<b>Resultado antes de impuestos y minoritarios</b>	<b>704.000,00</b>	<b>1.015.000,00</b>	<b>65.000,00</b>
Impuesto de sociedades	-26.000,00	-22.000,00	-2.000,00
Socios minoritarios	-153.000,00	-166.000,00	-60.000,00
<b>Resultado neto atribuible al Grupo</b>	<b>525.000,00</b>	<b>827.000,00</b>	<b>2.000,00</b>
Análisis del resultado	2.018.000,00	2.019.000,00	2.020.000,00
EBITDA recurrente	280.000,00	283.000,00	272.000,00
Resultado Financiero Recurrente	-101.000,00	-89.000,00	-87.000,00
Impuestos y otros - Resultado Recurrente	-19.000,00	-15.000,00	-14.000,00
Minoritarios - Resultado Recurrente	-59.000,00	-39.000,00	-34.000,00
Resultado Neto Recurrente - post ajustes específicos compañía	101.000,00	139.000,00	138.000,00
Nº acciones (millones)	451.700.000,00	508.100.000,00	508.100.000,00
BPA recurrente (cts€)	22,30	22,3	27,4
Gastos financieros			121.690,00