



UNIVERSIDAD PONTIFICIA DE COMILLAS

ICADE BUSINESS SCHOOL

**VALORACIÓN DEL GRUPO TESTA INMUEBLES
EN RENTA, SOCIMI, S.A: ESTATEGIA DE
INVERSIÓN EN EL MERCADO INMOBILIARIO**

Autor: Luis Miguel Hermida Díaz

Director: Luis Garvía Vega

MADRID

JULIO 2016

Agradecimientos

A mis padres y abuelos por todo el apoyo recibido durante tantos años, y cada persona de la que durante mi carrera me ha ayudado a ser mejor, a no rendirme a poder obtener lo mejor de la persona. Gracias a todos por enseñarme que lo bueno no está en los títulos o en el dinero sino en la persona y en sus valores, que son lo que realmente la hacen grande.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	5
1.1. Objetivos y metodología.....	6
1.2. Asignaturas destacadas.....	7
2. Análisis del mercado Inmobiliario Español.....	9
2.1. Introducción	10
2.2. Análisis de variables macroeconómicas.....	11
2.3. Vivienda e hipotecas.....	21
3. SOCIMIS: ORIGEN, DESARROLLO Y PRESENTE.....	28
3.1. Socimis.....	29
3.2. Inversión Inmobiliaria en otros países: Los REITs.....	29
3.3. Primeros Inicios de los REITs.....	33
3.4. REITs en España: SOCIMIS.....	41
3.5. Ley 16/2012: Novedades en el Régimen de las SOCIMIS.....	42
3.5.1. Régimen Jurídico Privado.....	42
3.5.1.1. Forma Organizativa.....	42
3.5.1.2. Requisitos.....	42
3.5.1.3. Distribución de Resultados.....	44
3.5.1.4. Financiación Ajena.....	44
3.5.2. Régimen Fiscal.....	45
3.5.2.1. Tributación de la SOCIMIS en el IS.....	45
3.5.2.2. Tributación de los socios de la SOCIMI.....	46
4. Valoración del Grupo TESTA.....	47
4.1. Descripción de la compañía.....	48
4.2. Modelo de Valoración.....	49
4.2.1. Working Capital.....	51
4.2.2. Coste Medio Ponderado del Capital.....	52
5. Conclusiones.....56
6. Bibliografía.....	58

INTRODUCCION

1. Objetivos y Metodología.

La presente investigación ha sido realizada con la idea de conseguir dos objetivos principales:

En primer lugar realizar un análisis de un nuevo vehículo de inversión desconocido en nuestro país hasta el año 2009 con lo que actualmente se está volviendo a canalizar inversión hacia el mercado inmobiliario de una manera regulada y transparente gracias a las SOCIMIS. Se analizará cómo fue recibido por los inversores y los cambios que ha habido hasta la actualidad y nuestra situación como país en relación a los países pioneros en las creaciones de estas sociedades.

Al mismo tiempo que pretendo mostrar la situación del mercado inmobiliario español desde finales de la década de los 90, analizar su crecimiento y la gran burbuja que vivió al igual que analizar el comienzo de la recuperación que parece empezar a producirse en estos momentos.

En tercer lugar y para finalizar, mostrar un ejemplo práctico de cómo se compone una SOCIMI y valorarla aplicando los conceptos aprendidos en las materias impartidas en el máster, en este caso he seleccionado a la SOCIMI TESTA INMUEBLES, no solo por sus innumerables vínculos con la actualidad que también, sino también por una pequeña cuestión sentimental de quien les escribe ya que se encuentra residiendo en un apartamento de su propiedad y que mejor motivación que saber de qué salud goza la firma que me proporciona hogar actualmente para posteriormente recomendar una estrategia de inversión, analizarla con la competencia y proceder a recomendarla, o no, en base a su gestión como estrategia de inversión.

Para la elaboración del presente proyecto se ha acometido una profunda investigación del mercado inmobiliario español de los últimos tres lustros al igual que de la información de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria junto con el estudio de métodos de valoración de compañías que han estado a mi alcance y que son explicados de manera pormenorizada al final del presente documento.

2. Asignaturas destacadas para la realización de dicho proyecto

Para la realización de dicho proyecto destacar que aunque todas las asignaturas seleccionadas me han ayudado a contemplar las realidades económicas desde otra perspectiva, existen ciertas materias que son de especial relevancia para la creación de esta investigación.

Mercados Financieros: A priori una materia sencilla pero fundamental en el mundo financiero que nos permite conocer la diversidad de productos financieros existentes en el mercado (excluyendo los derivados ya que nos daría para otro máster completo), analizar un préstamo y como se realiza su pago.

Análisis de coyuntura financiera: Mediante la cual se consigue una visión nueva del mundo inexistente hasta hace 50 años producida con el fenómeno de la globalización donde la interconexión de la economía tiene efectos muy positivos para las finanzas de una economía pero, no cabe olvidarse que también tiene consecuencias malas, incluso nefastas ya que esta alta dependencia en épocas de recesión provoca el llamado “efecto dominó” en el que las consecuencias negativas en épocas anticíclicas hace que se agraven.

Análisis financiero: Conceptos muy utilizados en la segunda parte de este ensayo tales como el PER, EV, el concepto de solvencia o incluso el fondo de maniobra no podrían ser analizados de forma correcta si haber impartido previamente análisis financiero.

Finanzas corporativas; cuando hablamos de valoración nos introducimos en el mundo de las finanzas corporativas por lo que esta es sin duda la materia más importante para la realización de este trabajo, ya que los procedimientos de qué analizar y cómo valorar son indispensables para llegar a un precio de la compañía, teniendo presente siempre que la idea final no es dar un precio exacto ya que lo que pretendemos es analizar si está objetivamente valorada por el mercado o si por el contrario puede existir oportunidad de inversión siguiendo la teoría que en el largo plazo el precio de la acción tenderá a reflejar de una manera real y clara el valor de sus activos.

Fincalidad financiera: Este campo de estudio me ha aportado conocimientos necesarios para entender la elaboración de la primera parte del ensayo en el que se tratará de explicar que ventajas fiscales presentan estos vehículos de inversión inmobiliaria para que presenten oportunidades atractivas para los inversores, régimen económico y obligaciones fiscales serán también explicadas en dicho apartado.

**ANALISIS DEL MERCADO INMOBILIARIO
ESPAÑOL (2000 – 2016)**

2.1. Introducción.

El sector inmobiliario constituido por todo tipo de bienes inmuebles desde viviendas privada, oficinas, o centros comerciales hasta infraestructura, para muchas economías refugia la mayor parte de la riqueza del sector privado no financiero, esto es la principal característica a nivel mundial lo que lo hace un sector procíclico y que sea de especial en todas las economías. Por si esto no fuese poco, en el ladrillo se basan las hipotecas, principales instrumentos de crédito que mueven los mercados financieros por lo que es un marco de especial relevancia en la economía y en el bienestar.

El mercado inmobiliario posee ciertas características que lo hacen ser diferente:

- En primer lugar, el número de operaciones que en él se realiza es menor de lo habitual en cualquier otro mercado debido principalmente al alto importe de cada operación.
- El proceso para establecer un valor no rige criterios previamente determinados; es decir que no se podrá otorgar un precio exacto en ningún caso, al igual que tampoco métodos de comparación por múltiplos (como puede ser el precio de venta de un apartamento cercano, o el precio de metro cuadrado de referencia) no son de aplicabilidad en este mercado ya que viviendas localizadas próximas pueden llegar a alcanzar características similares pero nunca serán iguales.
- En tercer lugar, y por último como característica principal destacar la escasa liquidez que estos activos pueden generar en el corto plazo, en parte debido a sus altos importes monetarios, pero también y sin olvidar los numerosos trámites administrativos que hay que realizar para el cambio de titularidad del bien.

En los últimos 50 años la economía española (y podría que decirse que la mundial también) ha crecido apoyándose en la construcción de manera notoria lo que ha llevado al sector de la construcción a ser el tercer en valor de aportación al PIB de nuestra economía por detrás del sector servicios y del sector del transporte. En España a diferencia de

nuestros vecinos europeos el régimen principal de posesión es la titularidad del bien inmueble. Históricamente el desarrollo ha ido ligado a la construcción y es por ello que en España se han otorgado numerosas ventajas fiscales a lo largo de los años que serán explicadas en esta investigación, con la finalidad de animar a la compra de vivienda.

2.2. Análisis de Variables Macroeconómicas.

En este primer enfoque del trabajo se tratará de dar una visión del país y de sus principales variables macroeconómicas, entre las que destacaremos el Producto interior Bruto, la demanda externa, la composición industrial de nuestro país y los principales sectores que generan empleo, pasando por el índice de precios de la economía y finalmente terminaremos con una extensa revisión del mercado hipotecario de nuestro país, todo ello con la visión de entender desde el punto de vista macroeconómico la creación de Socimis en nuestro país.

Figura1. Evolución trimestral indicadores económicos.

	2014				2015				2016
	TI	T II	T III	T IV	TI	T II	T III	T IV	TI
Gasto en consumo final	-0,01	0,31	0,37	0,52	1,07	0,77	0,98	0,67	0,92
- Gasto en consumo final de los hogares	0,00	0,48	0,50	0,79	0,79	0,80	1,13	0,76	0,94
- Gasto en consumo final de las ISFLSH	0,49	0,49	-0,46	0,28	0,38	0,00	0,89	0,13	0,84
- Gasto en consumo final de las AAPP	-0,05	-0,21	0,03	-0,25	1,95	0,73	0,54	0,43	0,84
Formación bruta de capital fijo	0,38	2,09	0,92	1,40	1,55	2,30	1,28	1,14	0,40
- Activos fijos materiales	0,35	2,51	1,04	1,61	1,71	2,57	1,50	1,13	0,42
• Construcción	-0,78	2,84	0,69	1,28	1,27	1,88	0,73	0,63	-0,19
• Bienes de equipo y activos cultivados	2,14	2,00	1,59	2,13	2,37	3,63	2,64	1,85	1,32
- Productos de la propiedad intelectual	0,49	-0,17	0,23	0,19	0,71	0,76	0,03	1,24	0,22
Exportaciones de bienes y servicios	1,61	1,19	3,34	0,19	1,00	1,41	1,85	0,93	-0,52
- Exportaciones de bienes	1,41	1,91	3,09	-0,35	0,71	2,05	1,71	-0,18	0,01
- Exportaciones de servicios	2,07	-0,55	3,95	1,51	1,68	-0,10	2,17	3,58	-1,73
• Gasto de los hogares no residentes en el territorio económico	0,77	1,21	0,27	0,97	0,50	0,77	0,63	4,12	-0,95
Importaciones de bienes y servicios	1,77	1,75	3,27	-0,16	2,57	1,54	3,12	0,29	0,35
- Importaciones de bienes	2,22	1,68	3,44	0,12	2,36	1,51	3,30	-0,70	-0,82
- Importaciones de servicios	-0,57	2,09	2,36	-1,62	3,72	1,65	2,18	5,35	5,36
• Gasto de los hogares residentes en el resto del mundo	-0,93	3,41	4,14	-1,36	4,58	4,42	5,38	-0,74	6,93
PRODUCTO INTERIOR BRUTO a precios de mercado	0,37	0,49	0,59	0,68	0,92	0,96	0,82	0,79	0,77

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE

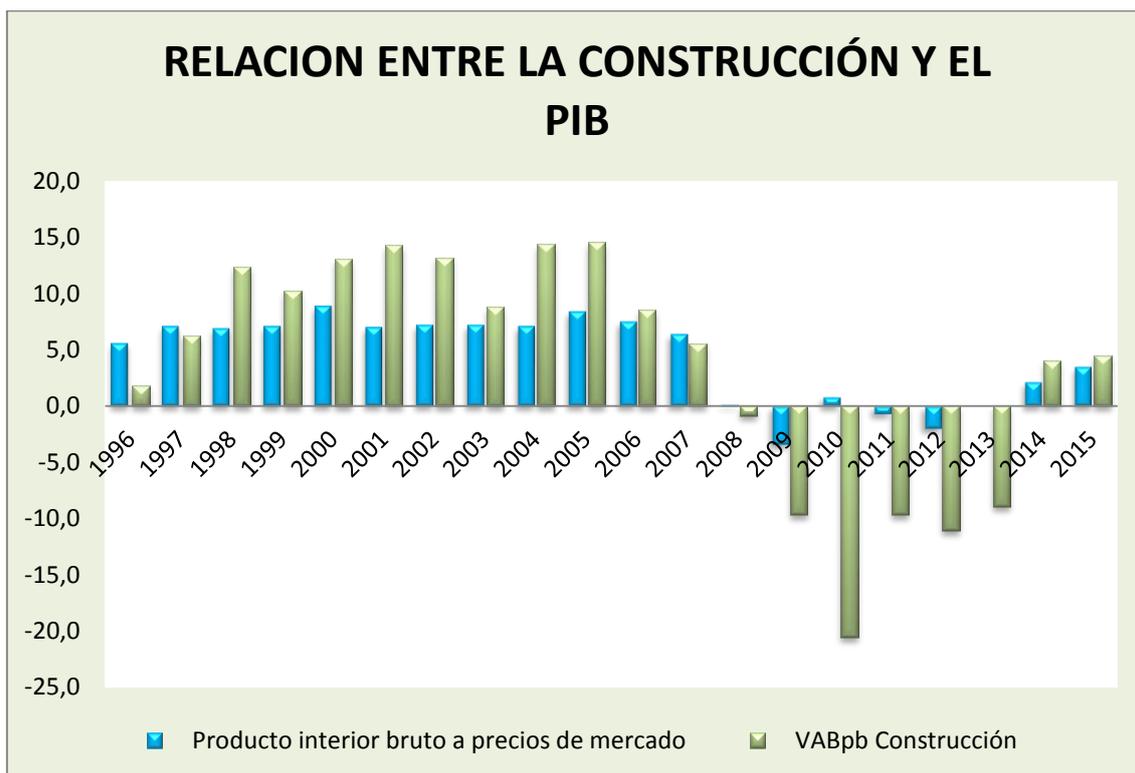
Este cuadro resume con gran exactitud la situación actual de nuestra economía. Cabe destacar que el consumo de los hogares se está recuperando poco y ha empezado a registrar valores positivos desde el segundo trimestre de 2014 y es un factor clave en la recuperación interna de la economía.

Por otro lado las exportaciones han servido para apoyar esta recuperación económica con un euro débil frente al dólar principalmente aunque las incertidumbres que atraviesa la Unión europea al igual que la inestabilidad fomentada por el conocido “Brexit” hace que sea hayan comenzado el año 2016 con una caída.

Por otro lado España sigue siendo un país tremendamente importador, principalmente por la falta de materias primas en territorio nacional que proporciona un déficit histórico en nuestra balanza comercial.

En lo que respecta a la construcción y promoción inmobiliaria, el gráfico de abajo nos muestra que el crecimiento del PIB está muy ligado (y siempre correlacionado) con cómo se comporte esta actividad económica dentro de nuestras fronteras.

Figura 2: Crecimiento de VAB construcción y el PIB de la economía española. Tasas anuales.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE

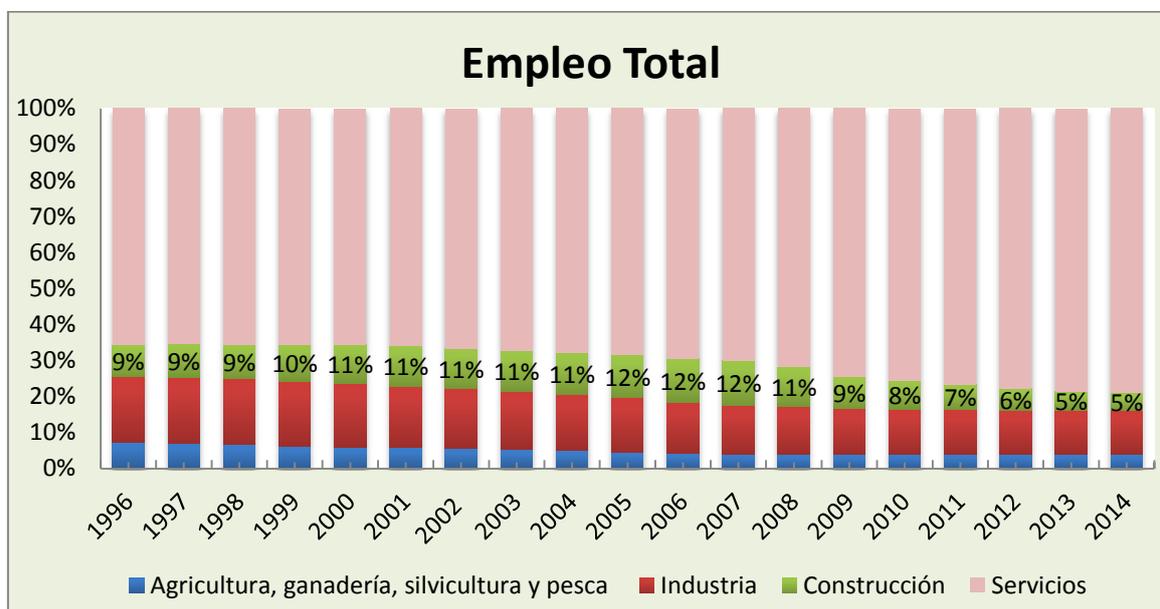
Desde el año 1997 el sector inmobiliario y constructor español ha crecido a tasas medias del 10% lo que tuvo hasta el 2008, un impacto positivo la creación de riqueza en nuestro país.

En el momento del estallido de la burbuja inmobiliaria la construcción se desplomo siendo su peor año el 2010 cayendo ese año un 20.6%. Este hundimiento puso de manifiesto la seria dependencia de la economía española del sector de la construcción y que arrastra al PIB desde entonces.

No será hasta el 2014 cuando la construcción vuelva a la senda del crecimiento, y algunas voces manifiestan que es un crecimiento superfluo, y que la creación de las Socimis en España en el año 2009, explicadas más adelante en este trabajo, y sus requerimientos de invertir en inmobiliario no hacen más que fomentar la creación de otra burbuja.

La actividad económica y la composición de su estructura se ven repercutidas en sus estructuras salariales. A continuación la figura 3 muestra la retribución salarial de los distintos sectores de nuestra economía al igual que el porcentaje de empleabilidad en cada uno de ellos.

Figura 3. Porcentaje de empleabilidad por sector de actividad.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE

Por último en relación a la rama de actividad destacar que la empleabilidad más alta en el sector de la construcción ha permanecido estable durante los años previos a la crisis en torno al 10 por ciento, aumentando al 12 por ciento el periodo de más apogeo de dicha actividad. Lo

notorio es que a partir de 2008 se ha reducido drásticamente la empleabilidad del sector siendo como se analizará a continuación, el sector que más empleo ha destruido durante la crisis económica ya que en la actualidad ha quedado reducido a menos del 50 por ciento con respecto a 2008. Si analizamos de forma pormenorizada los sectores y la composición del mercado laboral español se observa que históricamente España ha sido un sector donde los servicios han empleado a más del 50% de la población ocupada. Es destacable mencionar que las tasas que es sector de la construcción ha llegado a su máximo número de empleos antes de explotar, incrementándose un 4% la empleabilidad en este en el periodo entre el 1995 y 2008. Es a partir de ahí cuando el sector inmobiliario español explota, empieza a decrecer el índice de viviendas terminadas, que pasa de 600.000 en el año 2006 a no superar las 120.000 en el año 2011. Con este panorama, con las restricciones al crédito existentes en ese momento y con una estabilidad social elevada, no es de extrañar que empezase a destruirse empleo, como se aprecia en los siguientes dos gráficos, es sector que más creció en empleabilidad durante los años previos a la crisis fue la construcción y sus actividades asociadas, pero al igual que rápido creció, con las dificultades rápido desapareció. Paso de ser el sector que más crecía en índice de empleabilidad hasta el año 2008, a ser el empleo en 2009 y siguientes años que más empleo destruía.

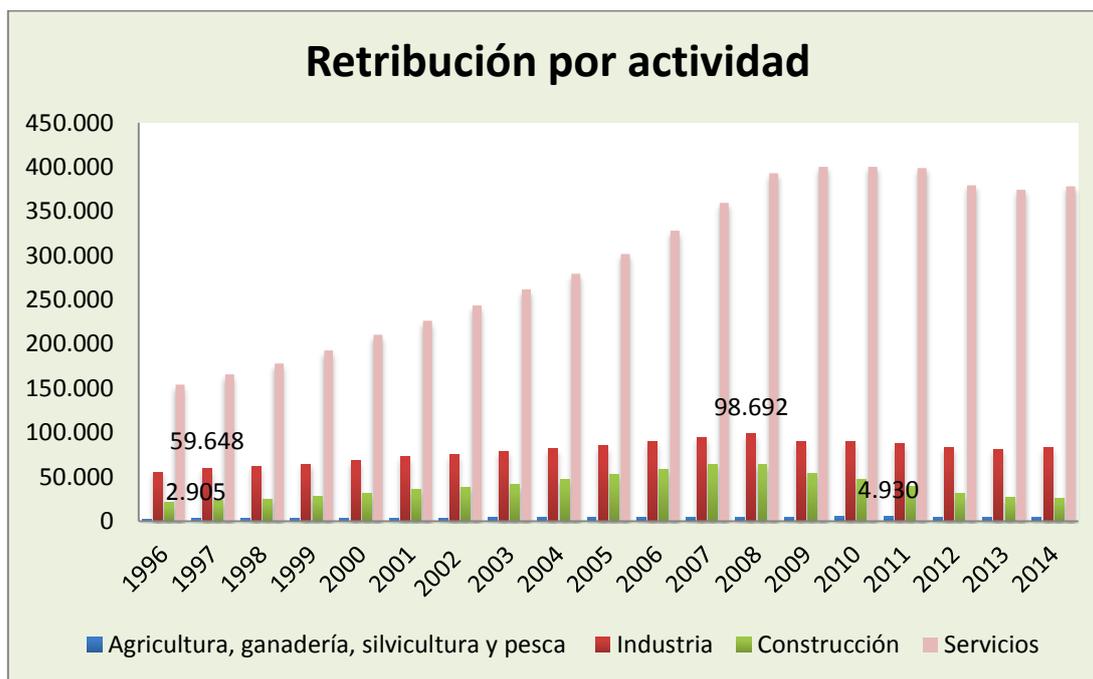
Figura 4. Destrucción de empleo por sectores



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE.

La Figura 4 ratifica lo explicado anteriormente de manera gráfica, en otras palabras, en España el sector inmobiliario pasó de ser el que más empleos creaba, donde el número de viviendas terminadas hasta el año 2006 parecía no tener techo a madurar (y saturarse) de forma repentina en el primer trimestre de 2008 pasando a ser el sector que destruía 1 de cada dos empleos que desaparecían en este país. Cuando las tasas son tan elevadas donde apenas la agricultura destruía (en términos conjuntos) el 20% y la industria el 25% muestra que el crecimiento mostrado en años anteriores no fue un crecimiento basado en la sostenibilidad del sistema inmobiliario, ni del sistema económico actual. No es necesario más que analizar las retribuciones percibidas por los trabajadores de los países donde se aprecia las remuneraciones en millones de euros recibas por el conjunto de los trabajadores en función del sector.

Figura 5. Retribuciones totales de los trabajadores en función del sector de actividad.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE.

En dicho grafico podemos concluir que España tiene una estructura de remuneración económica de características similares a las de los países desarrollados donde el sector servicios es el mejor remunerado.

Analizando el desarrollo en términos agregados, que han tenido las retribuciones monetarias en España en las últimas dos décadas como se muestra la figura 5 como se muestra la figura 5, es de especial relevancia es el desarrollo económico del sector servicios, donde estas ganancias en el año 2008, año de masa salarial más alta de la historia en nuestro país, triplicaba el de 15 años atrás, debido principalmente al desarrollo económico de nuestro país, pero también destacar que en ese sector se engloban los servicios financieros y la gestión empresarial, sectores que mayores retribuciones generan. El desarrollo producido sólo pudo ser posible a la mejora de las infraestructuras, al crecimiento de la población y como no, al incremento de vivienda en nuestro país. El sector de la construcción no se quedó a un lado y pasó de percibir 60.000 millones en remuneraciones en el año 1996, a casi 100.000 millones, solo 12 años más tarde, mientras que el sector de la industria, creció en términos anuales próximos al IPC y el sector de la agricultura creció pero por debajo del índice de precios, por lo que la capacidad adquisitiva de dichos trabajadores se ha mermado en términos de bienestar.

Todo ello lo que pone de manifiesto es que España ha sido el país de la Unión Europea que más creció durante los primeros años del nuevo milenio, pero en ese crecimiento había una falta de sostenibilidad en su crecimiento. La actual tasa de paro se encuentra en 20.9% después de alcanzar su máximo pico en la serie analizada en el primer trimestre del año 2013, después de la entrada en vigor de la reforma laboral propuesta por el nuevo gobierno, que pretendía transformar el mercado laboral en un mercado atractivo para el empresario, animando la contratación y en definitiva, convirtiendo el mercado laboral español en un mercado dinámico y moderno para con ello poder ganar competitividad y animar a la contratación. Es obvio que en el corto plazo cualquier medida liberalizadora incrementará el paro, ante la mayor facilidad de despido, pero también es cierto y la teoría macroeconómica así lo indica, que un mercado competitivo atrae industria, principalmente por tener menores costes que nuestros vecinos europeos, beneficiándose así las exportaciones, que aumentarán y

al aumentar la producción y con salarios más bajos se empezarán a producir más contrataciones.

Figura 6. Tasa de paro en la economía española.



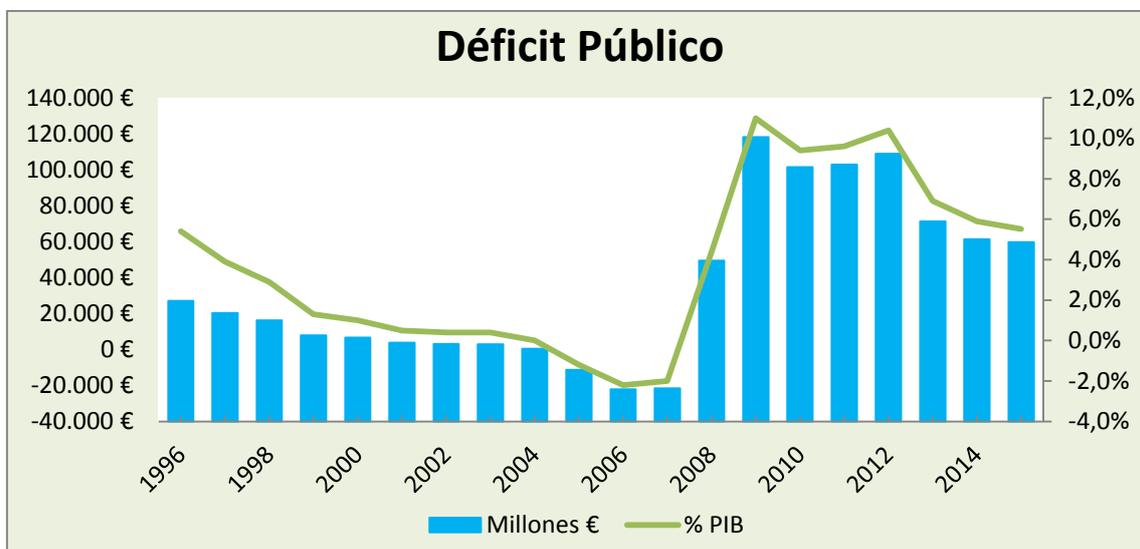
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE.

Dichos efectos se empiezan a notar en la economía española desde hace 6 trimestres en el que la población desocupada desciende de forma sostenible. La tasa de paro, si la analizamos desde otra perspectiva podemos concluir que en 5 años (los comprendidos entre 2008 y 2013), la tasa de paro española se incrementó en un 19% y teniendo en cuenta que 1 de cada dos empleos que se destruían provenían de la construcción se puede añadir (en términos agregados, ya que los datos de destrucción de empleo han sido recogidos agrupando sectores con el fin de poder analizarlo de manera más exhaustiva) que la construcción ayudo a incrementar la tasa de paro durante ese lustro (el periodo comprendido entre 2008 y 2013) en un 10%, algo sin precedentes en la historia de una economía moderna.

Las medidas que el ejecutivo propone para estabilizar la recuperación en nuestra economía van orientadas hacia el empleo, donde se propone crear 2 millones de puestos de trabajo en los próximos 4 años, con ello se conseguirá una mayor recaudación, a su modo de ver que permitirá reducir el déficit y cumplir con el objetivo propuesto por Bruselas y en segundo lugar garantizar las pensiones, dado que España cuenta con una población envejecida donde las previsiones de que en 2050 habrá un pensionista por cada persona trabajando, ponen de

manifiesto la insostenibilidad del sistema actual, al menos en lo que a pensiones de carácter público se refiere, lo que debe conllevar medidas de calado profundo y de carácter estructural.

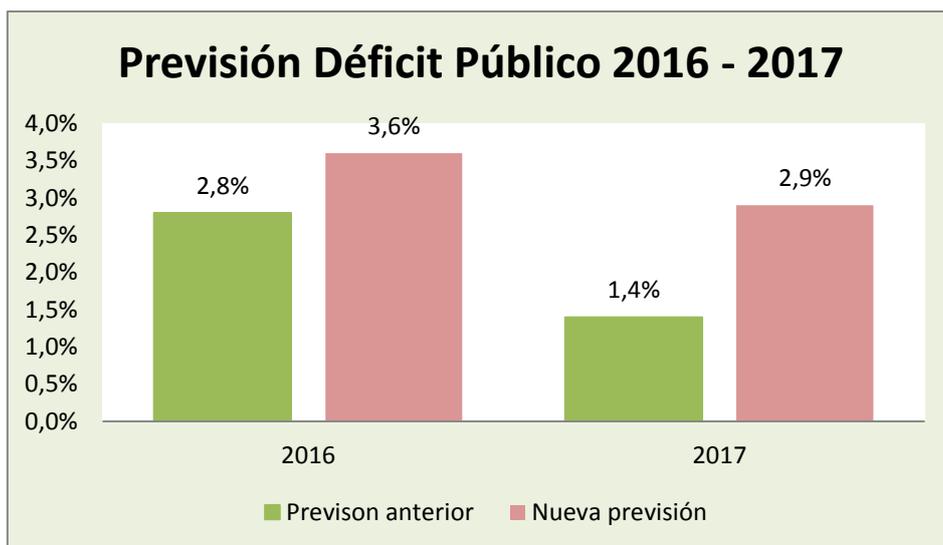
Figura 7. Evolución del Déficit público en España.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

Son aspectos de gran relevancia que hasta hace pocos años nadie se cuestionaba, pero con la bajada de la recaudación, y el incremento del gasto público; (un alto porcentaje en prestaciones por desempleo), el déficit se ha disparado durante los años de inestabilidad, el objetivo de Bruselas ha sido para el año 2015 que España cerrase con un Déficit del 4.2% algo que no ha sido posible ya que ha cerrado 7 décimas por encima de dicho objetivo. Las previsiones son buenas para el futuro aunque ha habido correcciones al alza en los últimos meses dado que el gobierno ha elevado el déficit para los próximos años, en concreto las estimaciones han quedado de la siguiente manera:

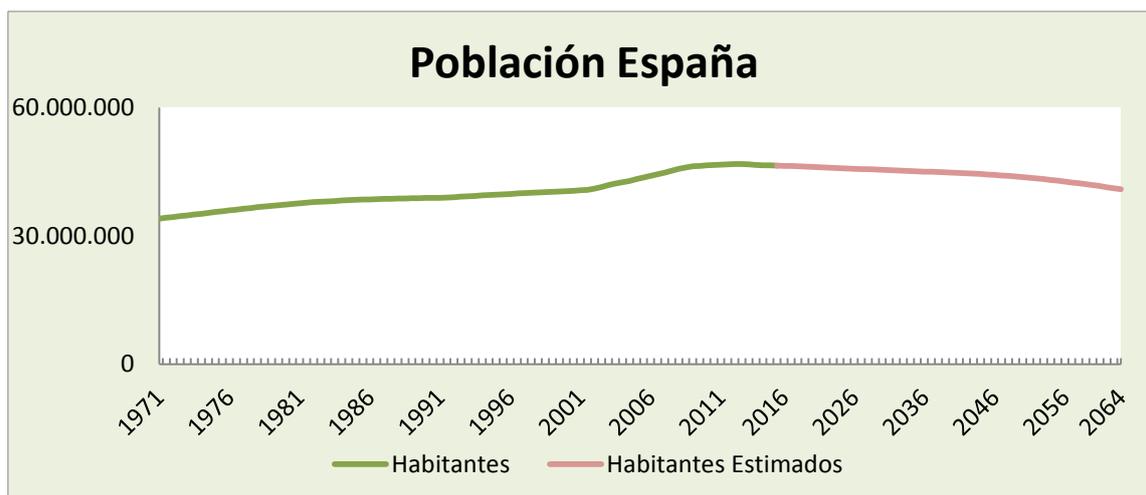
Figura 8. Estimaciones de Déficit Público



Fuente: Elaboración propia de datos del Ministerio de Economía

En concreto el déficit estimado para el próximo año, las previsiones apuntan que aunque seguirá descendiendo no lo hará de una manera tan brusca, como en un principio se podía proveer, es más, pasará de 5.5% en el que se ha cerrado el año 2015 a según las previsiones el 3.6% un descenso del 1.9% en vez del 2.7% pronosticado anteriormente. Si analizamos las previsiones para el 2017, la corrección también se produce al alza, en un principio se estimaba reducir el déficit un 50% respecto a 2016, pasando del 2.8% al 1.4% y la nueva previsión solo estima que en 2017 haya una reducción del 20% pasando del 3.6% en 2016 al 2.9 en 2017. Estas correcciones han sido justificadas a la caída de la inversión en nuestro país (menor de la esperada), y en segundo lugar a un proceso de desaceleración económico global que hace poner en riesgo la estabilidad de la recuperación económica española, al igual que pone de manifiesto potenciales medias reformistas para consolidar la economía española.

Figura 9. Evolucion del número de habitantes en España.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE.

A todo lo comentado anteriormente se le añade un problema de nuestra población, envejecida en nuestro territorio y según las estimaciones del Instituto Nacional de Estadística en el año 2042 habrá un pensionista por cada trabajador, según se puede ver en la Figura 9 todas las previsiones apuntan a que la población española se irá mermando y el número de nacimientos será cada vez menor lo que provoca un serio problema para el pago de las futuras pensiones. Lo anteriormente explicado pone de manifiesto una realidad clara, “la hucha de las pensiones públicas” no será suficiente para afrontar el pago de dichas pensiones, por lo que un complemento privado se hace cada vez más necesario en una sociedad cada vez con unas necesidades de gasto elevadas y cada vez más envejecida.

2.3. Vivienda e Hipotecas.

Por último y para terminar este bloque introductorio, se analizará el sector de la vivienda en nuestro país así como el número de obras e hipotecas con la visión de tratar de dar un enfoque al papel que pueden tener las Socimis en nuestro país en épocas venideras.

El sector inmobiliario es básico tanto para las economías modernas como para las economías en vías de desarrollo ya que son las infraestructuras por lo que se empieza para llegar a alcanzar la prosperidad económica, sin la construcción y el desarrollo de las infraestructuras no ha habido en la historia de la civilización ninguna economía que haya podido desarrollarse y prosperar.

La modernidad de España se inició en la segunda mitad del siglo XX, con la construcción de unas infraestructuras principales y un plan de industria que permitiese establecer y desarrollar la actividad empresarial a lo largo de nuestras fronteras. **(Ver Anexo 1):**

El objeto de dicha introducción no es centrarse en los inicios del desarrollo económico arrastrados por el auge de la construcción sino, analizar lo ocurrido durante los últimos 15 años.

Para ello destacar que desde la modificación de la ley del suelo de 1998 **(ver anexo 2).**

Con esta medida y con la economía española demandando vivienda a causa del “baby boom” de 30 años atrás, se modificó la ley del suelo estableciendo como zonas urbanas zonas que hasta el momento no gozaban de tal características, siendo uno de los principales objetivos poder cubrir la demanda de la generación nacida 3 décadas antes que deseaban comprar una vivienda.

Figura 10. Licitaciones de construcción. Incluye porcentaje de obra nueva



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Fomento.

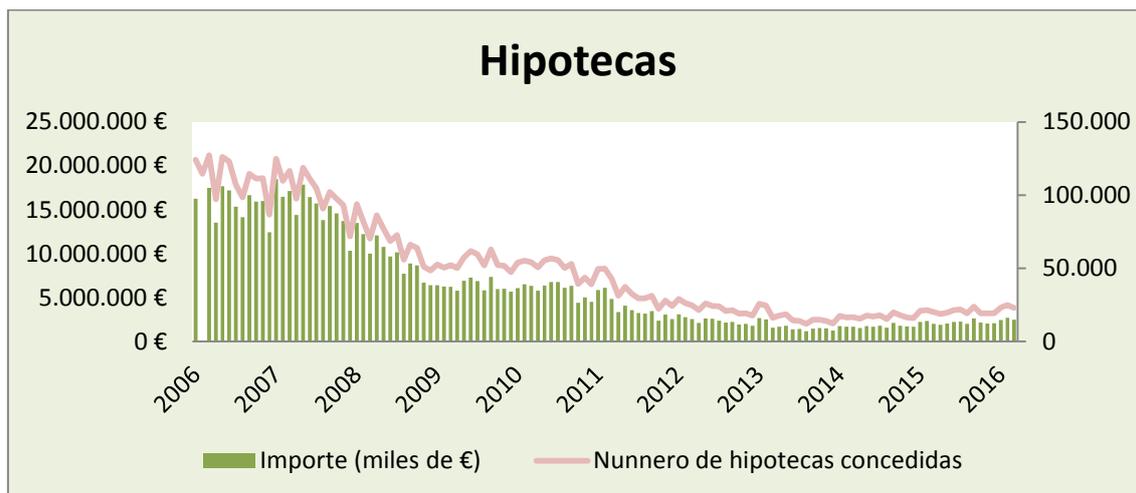
La figura 10 refleja los efectos de la reciente ley aprobada en 1998, donde el número de licitaciones crecía a un ritmo anual del 5%. El gráfico de arriba incluye en términos de licitaciones tanto licitaciones para la construcción de edificios, ya sea con demolición previa o no y las licitaciones para centros comerciales y rehabilitación de edificios, incluyendo nuevamente tanto los que han necesitado una demolición previa como los casos en los que no ha sido necesaria.

Así desde el año 1999 el número de licitaciones no para de crecer para hacer frente a la demanda a una tasa media anual del 5% llegando a ser el número de licitaciones máximo en el año 2006 con 172.844 licitaciones, de las cuales hasta ese año en torno al 70% eran de obra nueva. El año 2006 supone un punto de inflexión en el mercado inmobiliario ya que es a partir de ahí cuando empieza a decrecer dicho número y lo que resulta más importante en el análisis es que a partir de ese momento las licitaciones empiezan a ser por reformas y no por obra nueva, lo que implica la saturación del mercado inmobiliario. El número de licitaciones totales pasó a ser de 172.844 en el año 2006 a 52.255 en el año 2014, reduciéndose un 70% en 8 años, y la obra nueva pasó a ser 7 de cada 10 a solo 4 de cada 10 en 8 años, lo que implica la

contracción de la demanda, derivada principalmente por la restricción al crédito que se han encontrado las familias en los últimos años.

El número de hipotecas concedidas está directamente relacionado con el precio de la vivienda y con la demanda, que ha sufrido grandes cambios desconocidos en los últimos años.

Figura 11. Número de Hipotecas e importe total de las mismas.

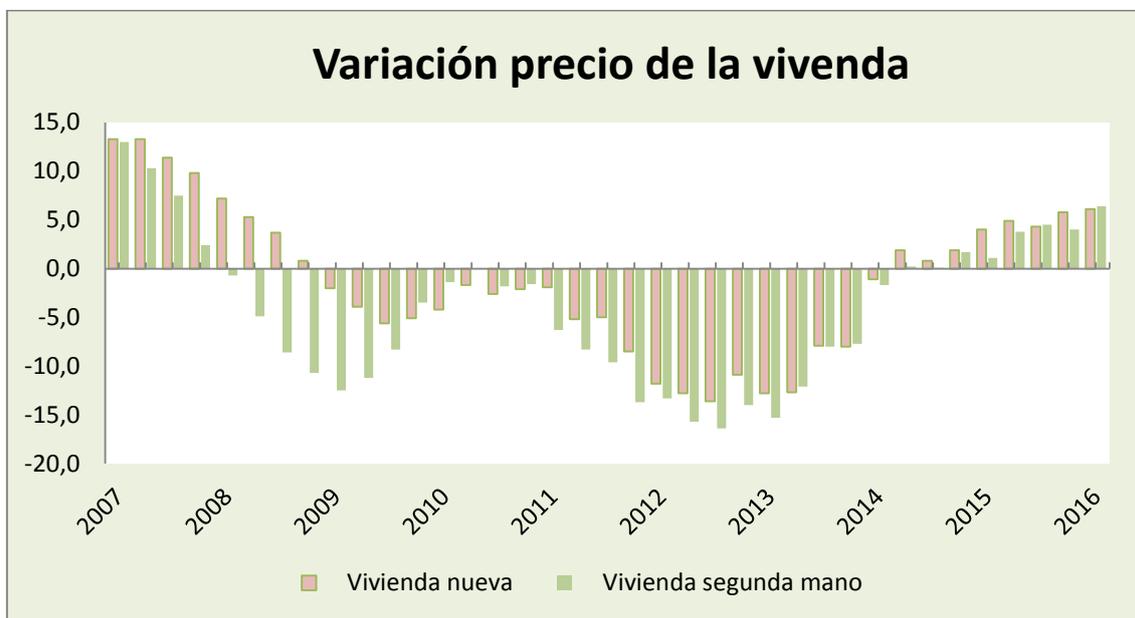


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE.

La figura 11 nos indica uno de los principales motivos del colapso inmobiliario pasado, y es nada menos que la restricción al crédito que se encontraron las familias, desde el primer trimestre de 2007, tanto la cantidad como el importe total de las mismas no ha dejado de decrecer. Analizando de manera pormenorizada este índice, se puede encontrar una explicación externa al sector inmobiliario y fue que durante la primera década del cambio de siglo los bancos otorgaron hipotecas con bajas garantías, y con un alto riesgo, principalmente con la idea de incrementar sus beneficios no teniendo en cuenta el alto riesgo de impago de los deudores, los cuales dejaron de pagar al no poder hacer frente a sus obligaciones bancarias, y fue el momento en el que se originó la mayor debacle económica de la historia desde en términos monetarios agregados. Es a partir del año 2007 cuando la concesión hipotecaria empieza disminuir de manera sistemática pasando de otorgar un promedio de 18.000 millones mensuales distribuidos en 100.000 hipotecas a otorgar en la actualidad 4.000

millones en 20.000 hipotecas mensuales lo que supone una contracción del 70 % en el acceso al crédito, que se ha visto reflejado en la demanda y por consiguiente en la oferta de inmuebles.

Figura 12. Crecimiento porcentual del precio de la vivienda según tipo.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE.

Así, la figura 12 recoge las variaciones porcentuales en precio que se han producido en el precio por metro cuadrado promedio en nuestro país desde el año 2007. Como se ve, es un mercado en el que no hay una tendencia clara, muy volátil y procíclico. Los precios pasaron de crecer al 15% en el año 2007 a negativo en el cuarto trimestre de 2008, destacando que el primer mercado que se resintió fue el de vivienda de segunda mano, ya que pasó a ser el mercado donde más operaciones se hacían, en contraposición a años anteriores donde el 70% en promedio de las operaciones realizadas eran sobre vivienda nueva. La primera gran caída de los precios fue durante el año 2008 habiendo una leve recuperación (con crecimiento menos negativo) entre el tercer trimestre de 2009 y el primer trimestre de 2011, y posteriormente volviendo a desplomarse los precios a tasas próximas al 15%.

Esta recesión en el precio se mantuvo hasta el segundo trimestre de 2014, el cual fue un año en el que los precios se mantuvieron, o mostraron un crecimiento muy débil o insignificante.

No fue hasta el año 2015 cuando el precio de la vivienda volvió a crecer con respecto a los años anteriores a tasas de crecimiento medias del 4%, siendo relevante el hecho de que en este caso el precio que primero experimenta crecimientos positivos es el precio de vivienda nueva, al contrario de lo que sucedía en cuando se iniciaron las caídas donde el índice de precios de vivienda de segunda mano fue el primero en resentirse.

Por ultimo como acercamiento a esta instrucción del mercado de la viven destacar que el número de ejecuciones hipotecarias ha sido en importe total en 2014 de 19.000 trimestrales a ser en la actualidad 11.000. Lo que significa que el mercado de crédito empieza a sanearse y las hipotecas que no han experimentado problemas en su pago hasta el momento, minimizan el riesgo de impago a partir de ahora, aunque esa afirmación seria digna de análisis de un trabaja de investigación de igual o mayor tamaño que el presente.

Figura 13. Número de ejecuciones hipotecarias trimestrales según tipo de vivienda.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE.

En una sociedad como la española donde el número de matrimonios, es un buen indicador para aproximar la compra de vivienda y poder estimar su demanda no ha dejado de caer en los últimos años, agudizándose en los últimos años ante la falta de liquidez y las necesidades financieras de las familias.

Figura 14. Número de matrimonios en España



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE.

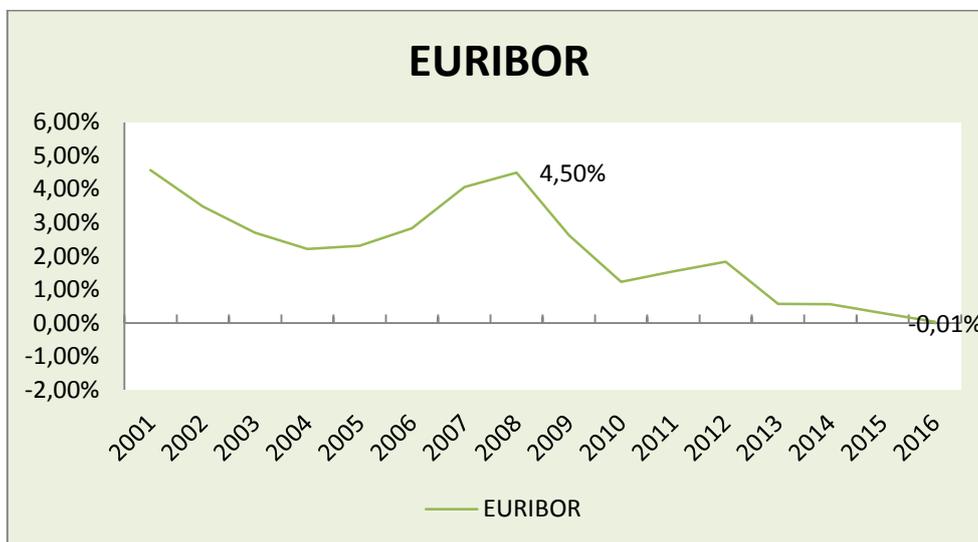
EL número de matrimonios en los últimos 10 años se ha reducido en 50.000 anual, índice muy correlacionado con la solicitud de hipotecas, que también como comentamos anteriormente se ha desplomado, en parte asociado a este fenómeno.

Ante esta situación donde parte de los beneficios bancarios se derivaban de la concesión de hipotecas y de su posterior comercialización en el mercado de derivados, existe una falta de beneficios en la actividad bancaria, en parte por la alta regulación establecida a partir de 2009 con Basilea que pretende fortalecer la regulación bancaria y evitar la concesión de préstamos inflados que tendrán doble riesgo, por un lado inflando los beneficios del banco, ocultado su riesgo y en segundo lugar inflando la demanda, y por tanto el precio del mercado inmobiliario.

Ante la falta de oportunidades de negocio nos encontramos en una situación donde con la bajada de tipos de interés se pretende reactivar la economía en general, y el sector de la

construcción en particular. Tanto es así que el índice sobre el que se fijan la mayoría de hipotecas se encuentra en tasas negativas por primera vez, lo que supone un fenómeno desconocido hasta ahora.

Figura 15. Evolución histórica del Euribor a 12 meses.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

Así correlacionado con todo lo anterior y para animar a mover el sector financiero y animar a la gente con garantías financieras a contratar una hipotecas, el Euribor actual se encuentra en tasas negativas por primera vez en la historia situándose en -0.01% en el primer trimestre de 2016.

De nuevo nos volvemos a situar en un marco favorable para el sector inmobiliario, con tipos bajos, donde los precios crecen a tasas del 5% pero con la idea de que este sector no debe crecer nunca por la cantidad, sino por la calidad de las hipotecas y de manera sostenible. Analizaremos qué papel pueden jugar las Socimis con esta situación macroeconómica.

**SOCIMIS: ORIGEN, DESARROLLO Y
PRESENTE DE ESTA MODALIDAD DE
INVERSIÓN**

3.1. Socimis

La segunda parte de este ensayo pretende mostrar a los lectores un exhaustivo análisis de estos mecanismos de inversión abarcando desde sus orígenes, sus características la evolución histórica, pasando por la normativa reguladora española y las previsiones a futuro de este tipo de compañías.

3.2. Inversión inmobiliaria en otros países: REITS

El modo de inversión más comúnmente conocido a nivel internacional adopta el nombre de Real Estate Investment trust - (REIT).

Una buena manera de definir qué es un REIT sería la utilizada por el organismo NAREIT, “National Association of Real Estate Investment Trust”, que es el organismo más importante en los Estados Unidos asociado a las compañías interesadas en el sector inmobiliario así como en cotizar en índices bursátiles, el cual define un REIT como *“una sociedad de inversión Inmobiliaria que posee o financia bienes inmuebles en régimen de alquiler. Siguiendo el modelo de los fondos de inversión, los REIT ofrecen a sus inversores unos ingresos regulares procedentes de ingresos por pago de alquileres, la diversificación del capital al igual que en el largo plazo la apreciación de los activos de la carrera. A su vez están exentas de pagar impuesto de sociedades siempre que las ganancias vayan destinadas al pago de dividendos, pero si lo hacen los accionistas al recibir dichos dividendos”*.

Las características principales para que una sociedad pueda considerarse REIT son las siguientes:

Figura 16. Resumen de las principales características de los REITS.

Principales características de los REITS	
Activos	Inversión de al menos el 75% de sus activos en Inmuebles.
Rentas	75% de los ingresos derivados de alquiler, intereses de préstamos concedidos o plusvalías en la venta de inmuebles
Dividendos	Pagar el 90% de Base imponible en forma de dividendos
Accionistas	Tener un mínimo de 100 accionistas
Restricción de Capital	No tener el 50% del capital 5 o menos accionistas
Administración	Estar administrada por un consejo de administración o fideicomisarios

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Nareit

Estas características no son universales ya que en cada país existen peculiaridades nacionales acordes a su regulación que posteriormente serán analizadas.

Por otro lado es importante señalar que los beneficios de los REIT frente al resto de compañías son muy diversos y atractivos para los inversores entre los que cabe destacar:

- **Diversificación:** En el largo plazo este tipo de activos no está correlacionado con ningún mercado. Si esto lo analizamos más en profundidad puede ser debido a que los activos de estas sociedades abarcan sectores tan diversos de la economía como son hospitales, centros comerciales, complejos industriales, oficinas, o pisos residenciales que hace que no muestre correlación con ningún sector en particular.
- **Política de dividendos;** Los REITS se convierten para los inversores en atractivas oportunidades de inversión ya que proporcionan una corriente de flujos estable a lo largo del tiempo garantizada por la ley.
- **Liquidez:** Históricamente el gran hándicap de la inversión inmobiliaria ha sido la escasa liquidez de la que gozaba al ser un precio demasiado alto el que se debía afrontar en la transacción. Los REITS han modernizado este sector resolviendo este problema ya

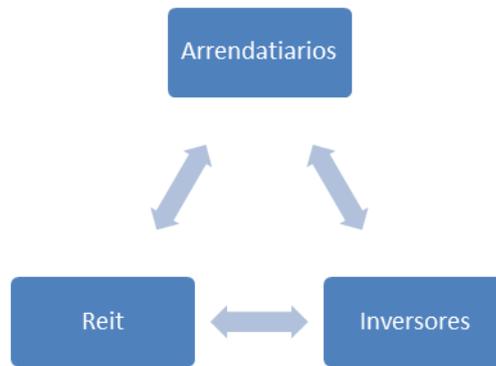
que al cotizar en bolsa las acciones de estas compañías pueden ser fácilmente compradas o vendidas, desapareciendo el problema de convertir en efectivo dicha inversión.

- Estabilidad: Si reportamos series históricas podemos comprender que los REIT han estado en el largo plazo por encima de la cotización de índices bursátiles tan importantes como el DOW Jones o el S&P 500. (Realizar gráfica)
- Transparencia: La más importante para que funcione un mercado, ya que al encontrarse sometidas a regulación y cotizar en mercados organizados el inversor obtiene unas garantías que proporcionan seguridad a la hora de acometer la inversión.

El acceso al mercado inmobiliario siempre ha contado con diversos hándicaps en relación con cualquier otro tipo de mercados en el que cotizan otro tipo de compañías, debido principalmente a las grandes restricciones que ha supuesto históricamente este mercado; es decir por un lado el inversor individual se encuentra con fuertes barreras de entrada debido al pequeño número de transacciones que se realizan y al alto importe de las mismas. La inquietud mostrada por los pequeños inversores llevó a desarrollar durante los primeros años de la década de los sesenta y en Estados Unidos un nuevo tipo de compañías, desconocidos hasta la época en los cuales pequeños inversores ponían su parte del capital en común en dicha sociedad para financiar proyectos del sector inmobiliario, para a posteriori, recibir en forma de dividendos por el capital invertido la rentas pagadas por los inquilinos de dichos inmuebles.

Dicho de otra manera, un pequeño inversor podía recibir dividendos, en función del capital aportado, a través de las rentas pagadas por los inquilinos de los inmuebles, algo que de manera individual jamás pudiese haber logrado. A continuación la figura 17 muestra la relación entre los agentes que intervienen en el negocio inmobiliario.

Figura 17: Relación entre agentes del mercado inmobiliario con REITS



Fuente: Elaboración propia.

Explicando más en profundidad la figura 17 se establece que es del inversor de donde nace toda actividad y a partir del cual se desarrolla el negocio, de tal modo que éste acude al mercado a comprar acciones de una compañía cotizada de propiedad de inmuebles, la compañía tiene ciertos activos que están en régimen de alquiler y a la cual los arrendatarios pagan un alquiler que posteriormente que finalmente después de hacer los propios resultados contables se obtiene un beneficio el cual es distribuido entre sus accionistas. Por otro lado, otra de las mayores ventajas con la que cuentan es su fiscalidad que a continuación procederemos a explicar.

Por último, es importante destacar que entre la relación de los agentes surge el problema de agencia entre la dirección ejecutiva y los inversores como en la actualidad en la mayoría de compañías cotizadas.

En resumen, el origen de los REITS nace con tres objetivos principales:

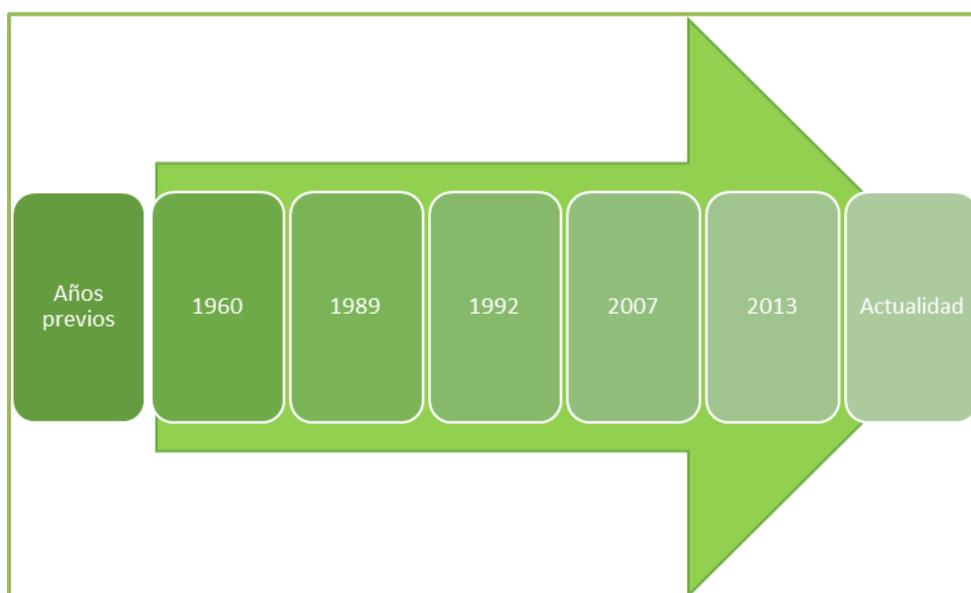
- Permitir el acceso a pequeños inversores a la inversión inmobiliaria.
- Fiscalidad favorable e innovadora con respecto a otras compañías.
- Modernización del sector inmobiliario.

3.3. Primeros inicios de los REITS

Los REITS surgen en los años sesenta en los Estados Unidos, concretamente sus orígenes se remontan al 14 de septiembre de 1960 cuando el Presidente Eisenhower firmó la Real Estate Investment Trust Act (“**REIT Act**”), creando el nuevo instrumento de inversión inmobiliaria que ha sufrido modificaciones durante los años aunque en la actualidad sigue siendo el país de referencia para este tipo de compañías.

Podríamos dividir la historia de los REITS en 7 etapas distintas que siguen tal como muestra la figura 18.

Figura 18: Evolución histórica de los REITS



Fuente: Elaboración propia

1. Antes de 1960: La inversión en el sector inmobiliario no estaba regulada y el pequeño inversor encontraba grandes trabas para poder realizar la inversión ante las características de este sector por lo que solo la clase pudiente y portadora de los grandes capitales financieros podía invertir en el sector o en proyectos de construcción como centros de salud o pequeñas áreas comerciales,

en auge tras la finalización de la segunda guerra mundial, donde en Estados Unidos empieza a potenciarse la clase media, la cual incrementa sus necesidades de consumo exponencialmente, acompañado por tasas de inflación y desempleo bajas.

2. 1960 - 1989: Concretamente el 14 de septiembre el presidente de EEUU en ese momento, Eisenhower firma la "Real Estate Investment Trust Act", mediante la cual se crea este nuevo tipo de compañías con la principal finalidad de animar y facilitar a la clase media las inversiones en un sector clave para la economía americana, como lo ha sido históricamente el sector inmobiliario y todas la actividades que de él se derivan. La "Real Estate Investment Trust Act" comparaba el régimen fiscal de estas sociedades con el de los hedge funds, mediante la cual se evitaría la doble imposición de la siguiente manera: la compañía quedaría exenta de pagar el Corporate Tax si el resultado del ejercicio resultante fuese distribuido en forma de dividendos para sus propietarios, los cuales sí se verán obligados a declararlo como una ganancia de capital y tributando por ella en el Personal Income Tax, conocido en España como el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. De este modo la doble imposición se evitaba, entendiendo por ella que si la empresa primero se viese obligar a tributar por su resultado de ejercicio y luego posteriormente si decide distribuir dividendos, sus accionistas tuviesen que volver a tributar una misma cantidad monetaria quedaría gravada dos veces, algo que con la "Real Estate Investment Trust Act" se evitaba haciendo dicha inversión mucho más atractiva. Será en este año cuando se cree la NAREIT "National Association of Real Estate Investment Trust", la organización que agrupa a todos los REITS cotizados en EEUU. A partir de ese momento se empiezan a crear los primeros REITS, los cuales durante los primeros años se centraran en la concesión de hipotecas para

el sector inmobiliario, incrementando la demanda y dinamizando el sector de la construcción. A finales de los años 70 se promulga una ley de ejecución hipotecaria, regulando el sector en su máximo auge y en Octubre de 1986 el presidente Ronald Reagan promueve una reforma fiscal relevante para los REIT, ya que a partir de entonces ya no sería necesario contar con una entidad de fideicomisarios gestores del REIT, siendo ya posible la propia administración por parte de sus accionistas y elevando graves conflictos de interés existentes hasta la época. Durante esta década se produjo un incremento del apalancamiento y un alto número de concesión de hipotecas, incrementándose de manera exponencial el crédito, y se elevaron los tipos de interés repercutiendo negativamente en las entidades que tenían hipotecas de larga duración a un tipo fijo provocando la quiebra de algunas de estas entidades.

3. 1989 – 1992: Ante la situación comentada anteriormente, fue al final de la década cuando el país norteamericano se encontraba saturado inmobiliariamente, con unas tasas de inflación proveniente de las medidas de alto endeudamiento de los años precedentes. La crisis inmobiliaria volvía a escena desde el gran crack de 1929. Ante esta situación los REITS se ven directamente repercutidos bajando su capitalización en Bolsa de 11.435,20 a 8.737,10 desde 1988 a 1990, y cayendo en la rentabilidad del dividendo más de un 60%, es decir pasando de tener una rentabilidad del 7.5% al 2.6%.
4. 1992 – 1999: Después de la situación de depresión vivida años atrás y la gran caída de precios de la vivienda hizo que la clase media comenzase a reactivar la compra. En segundo lugar la mayoría de REITS contaban con unos niveles muy altos de apalancamiento y ante la imposibilidad de acceder a mayor crédito hizo.

Figura 19. Número de ofertas públicas y primarias.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de NAREIT.

El bienio comprendido entre 1993 y 1995 se conoce como el IPO Bonn ya que durante esta época se realizan 88 operaciones con una cuantía total que supera los 16 millones de dólares. En segundo lugar es importante destacar que las ofertas secundarias al principio van en paralelo con las primarias durante el primer trienio de los años 90 pero, pero su mayor crecimiento se lleva a cabo entre los años 1996 y 1998 donde se colocan más de 400 millones de dólares.

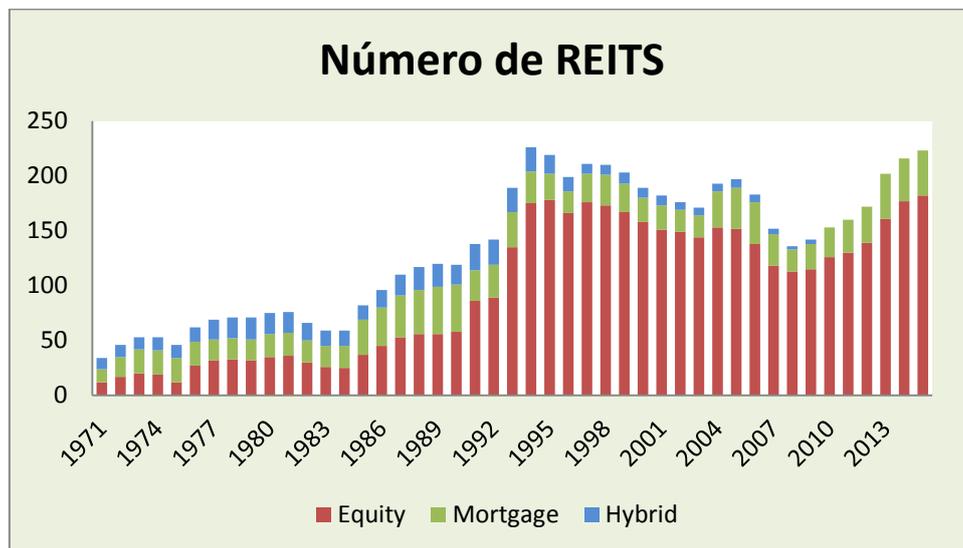
En resumen, ante la difícil situación inmobiliaria presentada en los Estados Unidos a principios de la década hizo que esta nueva forma de financiación se disparase. Los REITS consiguieron la estabilidad financiera deseada y los accionistas una alta rentabilidad en comparación con otras opciones de inversión. La inversión promedio en estos años del índice FTSE NAREIT duplicaba las rentabilidades de otros índices, tal vez ante el momento estructural de las economías, siendo recordado por el periodo en que más construcción se desarrolló en relación con cualquier periodo hasta ahora conocido como así lo demuestran las evidencias empíricas.

5. 2007 – 2013. Se produce un nuevo colapso financiero , con consecuencias desconocidas hasta el momento, la baja calidad crediticia hizo explotar la burbuja de derivados y estructurados en la banca de inversión, hizo por un lado sobredimensionar la demanda, y como en cualquier economía moderna si la sociedad demanda algo surgen oportunidades de negocio hasta que en el 2007 el impago de dichas hipotecas mermó la salud financiera de “los amos del universo”, provocando incluso la quiebra de uno de ellos, Lehman Brothers el que era hasta el momento el cuarto banco más grande del mundo. Las turbulencias rápido se expandieron por todos los sectores de la economía debido principalmente al efecto de las telecomunicaciones y de la globalización lo que hizo sumir la economía mundial de la que hoy en día todavía se recupera. El boom del ladrillo afecto de manera directa a los REITS, entrando en un periodo de gran volatilidad de los mercados, sobre todo es conocido como un periodo caracterizado por los números rojos en los mercados lo que supone perdidas, para los accionistas y perdidas en la capitalización (valor de la compañía) millonarias. Es relevante destacar la profunda caída en el índice FTSE NAREIT, el índice de referencia para los REITS se desplomó desde finales de 2006 a 2008 en más del 50%, lo que venía a significar que en promedio el valor de todos los REITS que el índice albergaba era menos de la mitad que a finales de 2006, siendo los mercados los que primero reflejaron la fuerte corrección de precios e hipotecas en el sector urbanístico. Como segundo dato relevante en este periodo destacar el número de REITS que cotizaban en el índice FTS marca su máximo histórico en el año 2005 con 200 compañías cotizando, a tres años más tarde el número de compañías se había reducido un 33%, dicho en otras palabras, la explosión inmobiliaria fue tan fuerte que se llevó por delante a 1de cada 3 REITS.
6. 2013 – Actualidad: Ahora es sector inmobiliario mundial como ya pasó en los Estados Unidos en los años 90 se encuentra saturado, la corrección de los precios

a la baja y sobre todo, después de que muchos países hayan regularizado los REITS, en España fueron regulados en el año 2009, pero no será hasta el 28 de Noviembre de 2013 cuando Entrecampos Cuatro SOCIMI, S.A, la primera SOCIMI española empezó a cotizar, 53 años después de que fuesen creadas en Estados Unidos. Estos instrumentos fueron acogidos positivamente por el mercado español iniciándose una época de desarrollo y aumentó en el número y en la capitalización que posteriormente analizaré en el marco nacional.

Desde su creación y a pesar de los dos periodos de recesión descritos en la versión anterior el número de REITS ha aumentado considerablemente.

Figura 20. Evolución del número de REITS en función del tipo.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de NAREIT

La figura 20 muestra número histórico de REITS que componen el FTSE NAREIT Índice y como se puede observar en el año 2015 cotizan 233 REITS superando de nuevo el máximo anual que se había establecido en el año 1994 con 226.

Los REITS resultan muy atractivos para el inversor conservador dado que las inversiones en ellos suponen un activo refugio, ya que las rentabilidades que generan (principalmente alquileres pagados por arrendatarios) suelen estar ligados al IPC minimizando la pérdida de capacidad adquisitiva con la inversión.

Tras experimentar una caída constante desde el año 1994, ante el aumento de concesión de hipotecas el número de REITS toco tras 13 años de caída quedo reducido en un 30%, Muchos de ellos durante 2007 y 2008 tuvieron que hacer grandes correcciones en el dividendo pagado a sus accionistas ante la devaluación de sus activos y enfrentarse a pérdidas millonarias. A día de hoy el FTSE index posee 182reits patrimoniales y 41 Mortgages. En los años recientes la estrategia de inversión de los principales REITS está destinada al mercado residencial en régimen de alquiler, ello puede ser debido a la situación especial en la que se encuentra en este momento en el que en primer lugar la alta tasa de morosidad que hace que mucha gente encuentre restricciones al crédito o el acceso a una vivienda en propiedad, y en segundo lugar secundado por las circunstancias macroeconómicas mundiales en las que existe gran dificultad para rebajar la tasa de paro lo que supone dificultar si cabe todavía más la vivienda en propiedad.

En el último año los dividendos han sido en el FTSE NAREIT all REITS de 4.20% y de un 3.79% en el all equity REITS frente al 2.15% del S&P 500. Síntoma de que la vivienda está recuperando nuevamente la velocidad de crucero.

Las compañías cotizadas según NAREIT se estima que aproximadamente en el año 2015 han pagado 46.500.000.000 \$ en dividendo, mientras que las no cotizadas desembolsaron en dicho pago aproximadamente. La estructura del dividendo estuvo estructurada de la siguiente manera:

- 66% proviene de beneficios de explotación (alquileres)
- 12% retorno del capital invertido.
- 22% Ganancias de capital de las inversiones efectuadas a largo plazo.

Los REITS se pueden clasificar en en tres grandes grupos principalmente:

1. Equity REITS o patrimoniales: Son los más comunes en la actualidad como se puede apreciar en la figura 20, invierten principalmente en bienes inmuebles con el destino de obtener los ingresos de dichos alquileres. Se le garantiza al accionista un dividendo de forma estable generado por el pago las rentas de los arrendatarios. Este tipo de REITS no está excluido de generar posibles plusvalías por la venta de parte de la cartera. Son generadores de empleo directos, ya sea contratando directamente los servicios de mantenimiento y desarrollo del inmueble o externalizándolo.
2. Mortgage REITS o Hipotecarios: Principalmente dedicados a la adquisición de carteras de hipotecas o de titulaciones financieras (cédulas hipotecarias o bonos), cuyo activo subyacente es una hipoteca. En menor medida actúan como propias financiadoras de

proyectos inmobiliarios en los que pretenderán la adquisición de parte de la construcción si es posible. En este caso los ingresos vendrán determinados a partir de los “ingresos financieros” que obtiene que la compañía en concepto de pago de intereses por el prestatario.

3. Hybrid REITS: Se configuran con características tanto de los Mortgage como de los equity REITS, dado que invierten por un lado en inmuebles directamente y conceden préstamos hipotecarios.

Dentro de los equity REITS cabe destacar que existen diversas variedades de ellos donde destacan principalmente los retail REITS o los resort REITS aunque existen otro tipo de variedades que han ido evolucionando desde los inicios y que a continuación se explican de manera detallada:

- Residential REITS: en España conocidos como REITS residenciales especializados en la actividad residencial o doméstica. su mayor beneficio se encuentra en durante la época de bonanza los gestores contribuyen a aumentar el porcentaje de ocupación de las viviendas, por el contrario esta característica se ve mermada en épocas de recesión donde la demanda se ve mermada existiendo un exceso de oferta que radica en índices bajos de ocupación al igual que la disminución en los precios de alquiler.
- Retail REITS: o REITS de venta al por menor centran su inversión principalmente en locales comerciales, y más en concreto en las grandes superficies. Dada la grande inversión que se debe realizar es un mercado para grandes REITS que tengan dicha capacidad, en segundo lugar la gran diversidad de clientes que pueden tener lo hace que dentro del propio sector sea un sector diversificado por donde pasan desde pequeñas tiendas de productos a las grandes cadenas mundiales. En los últimos años se ha incrementado el dividendo y son el REIT que mayores tasas de crecimiento presenta.
- Office and Industrial REITS; dedican su inversión a inmuebles de oficinas. El mayor inconveniente que presentan es que dado que los contratos de alquiler de oficinas en épocas de recesión sopesan sobre la rentabilidad del accionista. Se puede concluir que los resultados de los REITS de oficinas están muy ligados al ciclo económico.

En cambio los REITS industriales presentan resultados más estables ya que la inversión en la planta industrial no la acomete el REIT sino que la hace el inquilino y el contrato es por un largo periodo de años ahorrando grandes costes al REIT lo que se traduce en mayor rentabilidad para los accionistas.

- Health REITS, o REITS sanitarios, los cuales invierten en activos como hospitales, centros de salud o residencias de ancianos. De los hasta ahora mencionados es el que menor riesgo conlleva y sufre menos las fluctuaciones económicas, en la opinión del autor un tipo de REIT a tener muy en cuenta para el futuro que generará grandes rentabilidades donde la cultura de la sociedad y los niveles de vida hace que cada vez más ancianos ingresen en este tipo de residencias.
- Resort REITS; que muestra el máximo punto de inversión en hoteles, y no solo en ellos sino en grandes complejos hoteleros donde se podría decir que son como “pequeñas ciudades” donde están todos los servicios sin necesidad de salir del complejo. Es un sector muy cíclico que en épocas donde la población no goza de recursos económicos el ocio es una de las primeras necesidades que se tiende a acotar, repercutiendo directamente el turismo, y por ende, en el número de desplazamientos, pernoctaciones hoteleras y camas ocupadas.

3.4. REITS en España: SOCIMIS

El 26 de octubre de 2009 mediante la ley 11/2009 quedaban reguladas las variantes de los REIT en nuestro territorio, denominadas Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, conocidas como SOCIMIS. Dicha ley pretendía la expansión del mercado en alquiler en España, el acceso por parte de los ciudadanos a la propiedad inmobiliaria y por último la modernización y profesionalización del sector y para ello lo haría otorgándole al accionista cierta rentabilidad estable a lo largo del tiempo obligando a dichas sociedades a repartir los beneficios obtenidos. Como principal diferencia frente a los internacionalmente conocidos REITS, esta ley sí que obligaba a dicho vehículo inmobiliario a tributar al 18% en el impuesto de sociedades, para posteriormente no someter a gravamen a las rentas divididas entre los accionistas, justo lo contrario que los REITS tradicionales.

Destacar a pesar de esta ley a 31 de diciembre de 2012 no se había creado ninguna SOCIMI en España, por lo que su adopción entre los inversores fue pésima.

3.5. Ley 16/2012 Novedades en el Régimen de las SOCIMI.

Ante el movimiento fallido por parte de atraer inversores al mercado inmobiliario, en la ley 16/2012 del 27 de diciembre se promulgó una nueva ley modificaba en ciertos aspectos a la ley 11/2009 introduciendo notables cambios fiscales y modificando los requisitos de la actividad de la SOCIMI:

3.5.1. Régimen Jurídico Privado.

3.5.1.1. Forma Organizativa.

Las SOCIMI deben de estar admitidas a cotización en un mercado regulado o un sistema multilateral de negociación, siendo su capital social mínimo de 5 millones en relación con los 15 millones necesarios dispuestos en el año 2009.

La novedad de permitir cotizar a una SOCIMI en un sistema multilateral de negociación la convierte en más atractiva ya que los requisitos para entrar en ellos son mucho más laxos que los exigentes para cotizar en la Bolsa. En el caso español se le permite cotizar en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), en donde los requisitos son mucho menos severos y que puede leer en el [anexo 8](#). En este mercado se exige disponer de un free Float (capital expuesto a cotización) de al menos de un 20%, repartido entre al menos 50 accionistas y la parte de cada accionista en dicho free float no podrá superar el 5%. El MAB exige condiciones de transparencia y liquidez por parte de la compañía, aunque son menos exigentes que las de un mercado regulado.

3.5.1.2. Requisitos.

La ley establece que la actividad principal de las SOCIMI será adquirir y promover bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, participaciones de otra SOCIMI o de otras Instituciones Colectivas de Inversión Inmobiliaria las cuales tengan la retribución de dividendos constituida de manera análoga a una SOCIMI.

El segundo requisito establecido por la Ley que el 80% del capital deberá estar destinado a:

- Inmuebles de naturaleza urbana cuya finalidad sea el arrendamiento
- Terrenos para promoción inmobiliaria, la cual comience como máximo tres años más tarde

- Participaciones de SOCIMIS cotizadas como no cotizadas o en Instituciones Colectivas de Inversión Inmobiliaria.

Ante los requisitos principales de actividad cabe destacar que ciertos requisitos han sufrido modificaciones con la ley 16/2012:

- Con la nueva estructura es posible la creación de una SOCIMI con un solo activo Inmobiliario.
- Se ha llevado a cabo una reducción del tiempo de mantenimiento en balance de los inmuebles pasando a ahora a ser de un mínimo de tres años (antes eran siete).
- El 80% de las rentas generadas deben proceder de su actividad empresarial principal, es decir, del alquiler de los activos y de o de participaciones en los beneficios de otras entidades en las que los requisitos permiten invertir; (otras SOCIMIS cotizadas o no cotizadas o Sociedades Colectivas de Inversión Inmobiliaria).
- Los inmuebles no tienen por qué estar situados en nuestro país, algo que diverge, o al menos cuestiona la finalidad para la que fueron creadas por la ley 11/2009, la cual en su preámbulo establecía *“La búsqueda de mejoras constantes en el bienestar de los ciudadanos... el impulso de nuevos modelos de inversión que proporcionen una respuesta adecuada a las necesidades constantes del mercado... objeto de mantener su dinamismo y minimizar los impactos negativos de los ciclos económicos... que favorezca la continua integración económica de nuestro país en un entorno globalizado... medidas... proporcionar liquidez a las inversiones inmobiliarias, al ser éste un mercado que 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”*. Inicialmente lo que se pretendía era dar fluidez al mercado nacional, con el cambio se permite en cualquier lugar que no sea considerado paraíso fiscal para nuestro país.
- No computan como activos los *“bienes afectos al objeto social de la SOCIMI”*, quedando también excluidos por la Ley bienes con características especiales como lo pudieran ser estaciones de transporte, aeropuertos o autopistas...

Ante esta situación si analizamos el mercado internacional de los REITS, las SOCIMI españolas cumplen los requisitos de los Equity REITS, ya que para las sociedades que destinen su actividad la inversión en hipotecas o en cédulas el régimen SOCIMI, no está regulado y por lo tanto no está permitido, por lo que se puede establecer que en España las SOCIMIS se articulan en líneas generales como los Equity REITS, dejando hasta la fecha sin regulación los Mortgage o Hybrid REIT.

3.5.1.3. Distribución de Resultados.

La distribución periódica de los dividendos, recogida en la ley, y por tanto de carácter obligatorio es una de las principales características que convierte a esta sociedad en atractiva desde el punto de vista del pequeño inversor que tiende a centrarse más en la salida de caja en forma de dividendos que los grandes inversores o los institucionales.

La forma en que se ha de hacer viene determinada en el artículo 6 de la ley 11/2009 y establece lo siguiente;

- Deberá repartir el 100% de los beneficios procedentes de otras entidades, ya sean SOCIMIS cotizadas, no cotizadas o Instituciones de Inversión Colectiva que la SOCIMI hubiese podido recibir por su participación en alguna de las anteriores.
- Al menos un 50% de los beneficios que la SOCIMI haya podido obtener por la venta de acciones o inmuebles de otra SOCIMI participada, el beneficio restante tendrá que ser invertido por ley en un máximo de 3 años en activos de su actividad social, es decir inmuebles o participaciones de otra SOCIMI, cotizada o no, o en Instituciones de Inversión Colectiva
- Un mínimo de 80% de los Beneficios derivados de su actividad de arrendamiento, requisito que ha sido cambiado por la nueva ley ya que anteriormente con la ley 11/2009 éste porcentaje era del 90%, suavizando así uno de los requisitos principales de estos vehículos de inversión.

3.5.1.4. Financiación Ajena.

Inicialmente en su creación se establecía que la financiación ajena nunca podría exceder el 70% de la composición de su activo, la enmienda de la ley 16/2012 eliminó dicha cláusula. Esta medida fue ampliamente criticada por analistas y los sectores ajenos al mercado inmobiliario ya que incidían en el alto riesgo que supone un tipo de sociedades tan apalancadas. Los principales argumentos que esta corriente aportaba son los siguientes:

- Si no existe una limitación al apalancamiento de estas sociedades y pueden recurrentemente solicitar endeudamientos contribuirán a incrementar la inflación el el precio de los inmuebles, y fomentarán la aparición de nuevas burbujas inmobiliaria. Se destaca que las SOCIMIS, como un vehículo con muchas ventajas y que no puede en ningún caso fomentar el incremento del precio de la demanda, ya que todo

incremento irreal provocará posteriormente un ajuste, traduciéndose un nuevo colapso del mercado inmobiliario español. Destacan la importancia de las decisiones de las SOCIMIS y su profunda sensibilidad en el PIB de una economía.

- Históricamente sociedades altamente apalancadas no han sido capaces de generar bastante EBIDA, poniendo en riesgo el pago de dividendos a sus accionistas (a lo que la SOCIMI es obligada por ley).

Actualmente, el regulador de nuestro país ha decidido eliminar las trabas regulatorias en lo referente al marco de financiación con el principal objetivo de dinamizar el precio de la vivienda, y recuperar el hundido sector inmobiliario español, medidas que parecen haber surtido efecto, ya que los datos publicados en los últimos trimestres empiezan a mostrar síntomas de estabilidad en el mercado inmobiliario después de 7 largos años.

3.5.2. Régimen fiscal.

Cuando se hablaba anteriormente de que la primera ley promulgada en 2009 mediante la cual quedaba reguladas las SOCIMIS en nuestro país no había surgido efecto entre los inversores y que a 31 de Diciembre de 2012 no se había creado ninguna SOCIMI, con mayor probabilidad el régimen fiscal era uno de los mayores hándicaps que encontraban los inversores, en la que se establecía que el REIT tributaba al 19% y luego el inversor lo hacía a los tipos de IRPF, con la nueva ley queda eliminada la llamada doble imposición, estableciendo para la SOCIMI la tributación tradicional de los REITS.

3.5.2.1. Tributación de la SOCIMI en el IS

Las SOCIMI están sujetas a pagar el Impuesto de Sociedades tributando a un tipo del 0%. Dicho lo cual, las SOCIMIS no podrán optar a la compensación de bases imponibles generadas ni aplicarse deducciones/bonificaciones dispuestas en el Impuesto de Sociedades.

Sin embargo, el incumplimiento de sus requisitos les llevará a perder el Régimen de SOCIMI y por lo tanto pasarán a tributar según lo dispuesto en el régimen general y al tipo de gravamen general.

Los dividendos repartidos a sus accionistas que posean al menos el 5% y que estén exentos de tributación, o a una tributación menor del 10%, tributarán al 19% y el importe será a abonar por la propia SOCIMI.

Con respecto a esta última cláusula indicar que la Administración pública lo que pretende es activar el mercado interno, y con ello también beneficiarse mediante la tributación del accionista, por lo que ante situaciones en las que los accionistas no sean residentes, para el Estado no perder la capacidad de Recaudación impone una tributación del 19, a satisfacer por la SOCIMI, asegurándose de que la tributación se realice al Estado español.

3.5.2.2. Tributación de los socios de la SOCIMI.

Ante la falta de tributación en el IS (impuesto de sociedades) los socios tributarán los dividendos extraídos de la SOCIMI como en los REIT tradicionales, al igual que lo harán por la venta (si hay un beneficio en ella) de las acciones. En el caso de que los socios sean personas jurídicas sujetas al impuesto de sociedades no podrán acogerse a las deducciones por doble imposición y si el accionista resulta ser una persona física no podrá aplicarse la exención de 1.500€ a los dividendos procedentes de la SOCIMI, y por último si el accionista se tratase de un no residente “no podrá acogerse a las exenciones previstas en las letras j) e i) del apartado I del artículo 14 del Texto Refundido de la Ley del impuesto sobre la Renta de los no Residentes”

Como conclusión a este segundo punto del presente, destacar que aunque con más de 50 años de retraso se han creado en nuestro país las SOCIMIS, denominándolos “REITS de segunda generación”, y a pesar de sufrir diversas críticas principalmente por servir de vehículos a las grandes fortunas para la evasión de impuestos, o por animar a fomentar burbujas inmobiliarias al verse obligados a la inversión en activos inmobiliarios destacar que desde 2013 se han creado 18 de socimis. Después de haber analizado su estructura y en la introducción de este trabajo se puede concluir que las socimis han ayudado a frenar la caída libre que experimentaba el sector en nuestro país, y viendo muchas variables empezar a recuperarse en estos dos últimos años desde el precio medio de la vivienda, hasta el número de licitaciones, se llega a la conclusión de que es evidente que las SOCIMIS han contribuido a ello positivamente, y lo seguirán haciendo en el futuro. Si miramos sus homólogas en los EEUU, se constata que los REITS han contribuido al desarrollo de la economía americana durante más de 40 años, reflejándose todo ello en el auge que han experimentado en su capitalización, señal indiscutible de su aportación como creación de valor.

VALORACIÓN DEL GRUPO TESTA

1. Descripción de la compañía.

Testa Inmuebles en Renta, SOCIMI, S.A. (entendida como la sociedad matriz) fue constituida en España el 30 de septiembre de 1974 con el régimen de sociedad anónima. Su domicilio social se encuentra ubicado en Paseo de la Castellana 83 -85 en Madrid.

Con la regulación de los REITS en España, entendidos como los “REITS de segunda generación” a través de la regulación mediante SOCIMIS, anteriormente explicada detalladamente, el grupo decidió acogerse a este régimen fiscal el 30 de septiembre de 2015, pasados unos días, concretamente el 5 de octubre de ese mismo año, el grupo cambio su denominación por la actual: Testa Inmuebles en Renta, SOCIMI, S.A.

Acorde con sus estatutos el desarrollo de su actividad empresarial podrá englobarse en 4 grandes apartados.

- En primer lugar, la tenencia y promoción de bienes de carácter inmobiliario o de naturaleza urbana, incluyendo en dicha promoción la rehabilitación según los términos de la ley 37/1992 con el fin último de obtener unos ingresos mediante las rentas devengadas de su alquiler.
- En segundo lugar, la posesión de títulos participativos de otras sociedades cotizadas con el mismo fin (SOCIMIS) si están inscritas en el territorio español; de no estarlo el grupo podrá invertir en vehículos inmobiliarios de características similares siempre que en su regulación se encuentre recogido de manera ya sea legal, o estatutaria la política de distribución de dividendos.
- Será aceptada también la tenencia de títulos participativos de otras sociedades que se dediquen a la promoción inmobiliaria ya sean reguladas en el territorio nacional o fuera de nuestras fronteras pero que cumplan con los requisitos de inversión de estas sociedades.
- En cuarto y en último lugar la tenencia de participaciones de Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria, que en nuestro país se encuentran reguladas por la ley 35/2003 o por la futura por la cual sea sustituida.

El grupo aparte de las actividades enumeradas anteriormente podrá desarrollar más actividades siempre y cuando las rentas obtenidas de ellas no representen más del 20 de los ingresos totales del grupo.

Durante el año destacar que la sociedad se ha entrado inmersa en un proceso de reestructuración debido a la oferta pública de adquisición (OPA) presentada por Merlin

Properties SOCIMI S.A. por 581.609 acciones del grupo a un precio de 13.54 euros por acción. Importante destacar que Merlin Properties ya posee 153.386.109 acciones de la compañía, y la oferta que ha realizado ha sido por el resto de la compañía, perteneciente en gran parte al Grupo SACYR S.A.

Durante este periodo la compañía se ha visto lastrada a la hora de realizar inversiones o desinversiones ya que las condiciones durante la OPA, merman la capacidad inversora de la compañía.

Como se aprecia en el el grupo obtuvo un EBITDA de 163.397 miles de euros y un resultado negativo neto de 13.074 miles de euros como consecuencia principalmente de los gastos financieros al producirse al aprovisionamiento de los deterioros de los terrenos no estratégicos pertenecientes al grupo.

El grupo cuenta con una superficie alquilable según el último informe publicado de 1.37 millones de m2 con un nivel de ocupación del 97%. El posicionamiento en sitios estratégicos y con inmuebles de primer nivel hace que dicho porcentaje sea tan elevado.

A continuación se desglosa la totalidad de inmuebles pertenecientes al grupo y que han sido extraídos del último informe publicado.

Figura 21. Activos de Testa según tipología

LISTADO DE INMUEBLES DE TESTA	
<i>Centros Comerciales</i>	
Porto di Centro	Baleares
Larios Centro	Málaga
<i>Hoteles</i>	
AC Hotel Barcelona Forum	Barcelona
Eurostars Grand Marina	Barcelona
Tryp Barcelona Aeropuerto	Barcelona
Barceló Costa Ballena Golf & Spa	Cádiz
Tryp Jerez	Cádiz
Eurostar Grand Madrid	Madrid
Hotel NH Sanvy	Madrid
Puerta Castilla	Madrid
Tryp Alameda	Málaga
Tryp Oceanic	Valencia
<i>Inmuebles logísticos</i>	
Lliça de Vall	Barcelona
Cabanillas del Campo	Guadalajara
Puerto Seco Aloevera	Guadalajara

Coslada I - III	Madrid
<i>Residencias Tercera Edad</i>	
San Amaro	A Coruña
<i>Viviendas</i>	
Benta Berri	Guipúzcoa
Alameda de Osuna	Madrid
Alcorcón	Madrid
Campo de Tiro	Madrid
Pavones	Madrid
Plaza de Castilla I	Madrid
Plaza de Castilla II	Madrid
Usera	Madrid
Valdebernardo	Madrid
Benquerencia	Toledo
<i>Parking</i>	
Plaza de Castilla	Madrid
Princesa	Madrid
<i>Oficinas</i>	
Edificio Av. De Vilanova, 12 -14	Barcelona
Edificio Av. Diagonal, 514	Barcelona
Edificio Av. Diagonal, 650	Barcelona
Edificio Muntadas I	Barcelona
Edificio Muntadas II	Barcelona
Edificio Sant Cugat I	Barcelona
Edificio Sant Cugat II	Barcelona
Edificio Escudo del Carmen, 31 - 33	Granada
Edificio Alcalá, 45	Madrid
Edificio Ática 1, P.E. Ática	Madrid
Edificio Ática 2, P.E. Ática	Madrid
Edificio Ática 3, P.E. Ática	Madrid
Edificio Ática 4, P.E. Ática	Madrid
Edificio Av. De Bruselas, 24	Madrid
Edificio Av. De Bruselas, 26	Madrid
Edificio Av. De Bruselas, 33	Madrid
Edificio Av. Del Partenon, 12 - 14	Madrid
Edificio Castellana	Madrid
Edificio Costa Brava, 2 - 4	Madrid
Edificio Eucalipto, 25	Madrid
Edificio Eucalipto, 33	Madrid
Edificio Josefa Valcárcel, 48	Madrid
Edificio Juan de Mariana, 17	Madrid
Edificio Juan Esplandiú	Madrid
Edificio Princesa, 5	Madrid
Edificio Principe de Vergara, 187	Madrid
Edificio Ribera del Loira, 60	Madrid
Torre Sacyr	Madrid

Edificio Maestranza, 6	Málaga
Edificio Av. Borbolla, 5	Sevilla
Edificio Aznar Molina, 2 - 8	Zaragoza
Tour Adriá	París

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual.

Por último en relación a este epígrafe destacar la importancia que la compañía da a la diversificación de sus activos, tanto tipológicamente como geográficamente.

Ante esta situación la compañía ha desarrollado un plan estratégico para crecer ya formando parte de la compañía Merlin Properties, accionista mayoritario del grupo.

2. Modelo de Valoración.

La valoración del grupo Testa ha sido la articuladora principal sobre la que ha versado la presente investigación.

En ella se ha partido de un análisis pormenorizado del sector en el que opera el grupo, el mercado inmobiliario español, tratando de analizar el sector en los últimos años y su situación más actual para poder entender mejor las potenciales cifras que el grupo pueda obtener en los próximos años y tratar así de conseguir el precio por acción y determinar si el pagado por Merlin Properties ha sido adecuado, y ver finalmente si pudiese existir una potencial oportunidad de inversión.

El modelo para realizar dicha valoración será el modelo de descuento de flujos de caja, ya que es considerado el más eficiente y a día de hoy es el más utilizado por los analistas.

2.1. WORKING CAPITAL.

En relación a los requerimientos de capital para realizar la valoración se ha supuesto que permanecen constantes relación sobre las ventas. Han sido analizados los del año 2015 y se ha establecido que las necesidades de financiación serán del 7% sobre las ventas de cada periodo. A continuación se muestra como análisis de sensibilidad y cómo afectaría al precio, ceteris paribus.

Figura 22: Análisis de sensibilidad en el precio de la acción ante cambios en las NOF.

WC	Precio por acción
7,00%	13,04 €
7,50%	13,00 €
8,00%	12,97 €
8,50%	12,94 €
9,00%	12,90 €
9,50%	12,87 €
10,00%	12,83 €

Fuente: Estimaciones propias.

2.2. COSTE MEDIO PONDERADO DEL CAPITAL.

Para realizar dicho cálculo se ha separado la estructura de capital en dos partes; el coste del capital (Coste of equity), y en segundo lugar el coste de la deuda.

- **Coste del capital:** Para el cálculo se ha tenido en cuenta como activo libre de riesgo el bono del gobierno español a 10 años y su cotización en las últimas 30 subastas siendo el coste promedio 1.58%. Para el cálculo de la prima de mercado se han analizado distintos préstamos a entidades inmobiliarias como y se ha determinado una prima de riesgo promedio del 6.9%. Por ultimo para establecer dicho cálculo se ha considerado la Beta de la Compañía Merlin Properties con los datos obtenidos hasta el día 1 de julio de 2016. Al realizar la operación (Coste del capital= Bono gobierno + Beta * Prima de Mercado) se obtiene un coste de capital 6.60%.
- **Coste de la Deuda:** Para estimar el coste de la deuda se ha calculado como el porcentaje que representan los gastos financieros de la cuenta de Pérdidas y ganancias en el año 2015 (39.160€) en relación al total de deuda de la compañía representada en el balance a 31 de diciembre de 2015 (1.506.618€) al realizar a operación supone un coste de 2.60%.

Figura 23: Estructura del WACC

Cálculo de WACC			
Coste del capital			
Bono del gobierno	Beta	Prima de mercado	Ke
1,58%	0,726742181	6,90%	6,60%
Coste de la deuda			
Gastos financieros	Debt	Kd	
39160,0	1506818	2,60%	
WACC		3,22%	

Fuente: Estimaciones Propias.

Por último la estructura de la compañía está formada como se muestra en la figura 24, por lo que el Coste ponderado del capital será la ponderación resultante del coste del capital (equity) por el porcentaje que supone en la estructura de la empresa (27%), y el coste de la deuda por el porcentaje que supone en la estructura de la compañía (73%).

Figura 24: Estructura Financiera de Testa a 31 de Diciembre de 2015

ESTRUCTURA DE LA COMPAÑÍA				
2015		2015		
DEUDA LP	163071	CAPITAL	566.205,00 €	27%
DEUDA CP	1343747	DEUDA	1.506.818,00 €	73%
total deuda	1506818		2.073.023,00 €	100%

Fuente: Estimaciones Propias

Con esta estructura de capital obtenemos un coste medio de coste de capital WACC de 3.22%.

Los cálculos y las estimaciones que se han realizado se resumen en la figura 25.

Figura 25: Estimaciones de la cuenta de resultados

Predicción para Testa Inmuebles Socimi. S.A.								
TASA DE CRECIMIENTO ESTIMADA		3%	4%	4%	3%	3%		
		2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
	Ingresos de explotación	194.535 €	185.293 €	200.371 €	208.386 €	216.721 €	223.223 €	229.920 €
3%	Gastos de Personal	5.931 €	7.334 €	6.109 €	6.353 €	6.607 €	6.806 €	7.010 €
16%	Amortización	30.352 €	30.500 €	31.263 €	39.513 €	41.094 €	42.327 €	43.597 €
19%	Otros gastos de explotación	36.887 €	131.993 €	37.994 €	39.513 €	41.094 €	42.327 €	43.597 €
	Total Gastos explotación	73.170 €	169.827 €	75.365 €	85.380 €	88.795 €	91.459 €	94.203 €
	EBIT	121.365 €	15.466 €	125.006 €	123.006 €	127.926 €	131.764 €	135.717 €
17%	Ingresos financiero	33.262 €	12.688 €	34.260 €	35.630 €	37.055 €	38.167 €	39.312 €
22%	Gastos Financieros	42.304 €	39.160 €	43.573 €	45.316 €	47.129 €	48.543 €	49.999 €
6%	Otros gastos financieros	11.017 €	254 €	11.348 €	11.801 €	12.273 €	12.642 €	13.021 €
	Resultado Financiero	-20.059 €	-26.726 €	-20.661 €	-21.487 €	-22.347 €	-23.017 €	-23.708 €
	EBT	101.306 €	-11.260 €	104.345 €	101.519 €	105.579 €	108.747 €	112.009 €
25%	Impuestos (25%)	28.713 €	1.814 €	26.086 €	25.380 €	26.395 €	27.187 €	28.002 €
	Resultado del ejercicio.	72.593 €	13.074 €	78.259 €	76.139 €	79.185 €	81.560 €	84.007 €

Fuente: Estimaciones Propias.

Para la estimación de ventas se ha supuesto un crecimiento del 3%,4%,4% y 3% respectivamente hasta 2020 con un crecimiento acumulado de más del 20% con respecto a 2015, y dada su integración dentro de la sociedad Merlin Properties y la creación de sinergias entre ambas compañías hace que sea más factible el crecimiento, Destacar que este año se ha establecido un crecimiento político ante las inestabilidades políticas en España, dado que la compañía posee la mayoría de sus activos en territorio nacional.

Por otro lado se ha optado por mantener de manera lineal en función de la totalidad de los ingresos, al igual que se ha explicado con las necesidades operativas de financiación las partidas de Gastos de personal (3% sobre ingresos), amortizaciones (16% sobre ingresos), y otros gastos financieros (que suponen un 19% sobre el total de ingresos).

Para poder determinar el resultado financiero, se ha procedido de la misma manera, es decir, en función constante sobre los ingresos totales, suponiendo de este modo el 17% la totalidad de ingresos financieros y el 22% los gastos financieros respectivamente, lo que se traducirá en un resultado financiero deficitario, determinado principalmente por correcciones valorativas y el pago de intereses de las deudas (que suponen el 73% del capital)

A nivel fiscal se ha de destacar que el impuesto de sociedades pasa a ser a partir de este año del 25% y no del 28 como era el porcentaje hasta este año, lo que mejora sustantivamente el porcentaje del resultado de ejercicio.

A partir de las estimaciones realizadas en la cuenta de pérdidas y ganancias destacar que el flujo de caja libre y el valor de la compañía vendrán determinados como se muestra en la figura siguiente:

Figura 26: Estimación del valor del grupo TESTA

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT	121365	15466	125006	123006	127926	131764	135717
25% Ebit por TASA impositiva	-30341	-3867	-31251	-30751	-31982	-32941	-33929
Amortización	30352	30500	31263	39513	41094	42327	43597
Capex			-96333	-128445	-128445	-96333	-96333
Req Working Capital.			-389	-534	-695	-584	-607
TOTAL			28294	2789	7899	44233	48444
2% VALOR TERMINAL							4055874
FCF	121376	42100	56589	5578	15798	88465	4152762
flujos descontados				3.696.851,56 €			

Fuente: Estimaciones propias.

La estimación del valor residual se ha realizado asumiendo una tasa constante del 2%, ya que en la opinión del autor puede parecer una tasa conservadora, pero ante la volatilidad especial de este sector hace que sea de especial relevancia otorgarle al grupo un crecimiento constante y que pueda ser sostenido en el tiempo, minimizando el impacto de posibles recesiones, que puedan ser compensadas con tasas más altas en un futuro, y que resulte un 2% de promedio de crecimiento.

Figura 27: Valor objetivo de la Acción

Flujos descontados	3.696.851,56 €
Minoritarios	0,00 €
Creditos totales	1.689.482,00 €
Valor de la empresa estimado	2.007.369,56 €
Número de acciones	153967,718
PRECIO POR ACCIÓN	13,04 €

Fuente: Estimaciones propias.

A partir del valor de los flujos descontados al WACC; y restando las aportaciones de capital de compañías minoritarias y eliminando de dichos flujos el importe de los créditos totales (deuda total) se obtiene el valor del grupo. El valor del Grupo resultante de las estimaciones resulta de 200736956000 € que repartido entre las 153967718 acciones del grupo nos aporta un valor de 13.04€ euros por acción, 50 céntimos de euro menor al importe pagado por Merlin Properties en la OPA sobre el Grupo.

Conclusiones

La situación actual del mercado inmobiliario comienza su recuperación personal arrastrado por el empuje de toda la economía. España es un país que históricamente ha dependido de la construcción y se ha mostrado muy correlacionada con el PIB.

Testa como SOCIMI muestra un ambicioso plan estratégico para crecer en un mercado de auge, regulado y con las bases para poder desarrollar un crecimiento sostenido acorde al crecimiento de la población, con unos cimientos estables y su política de retribuciones la convierten en un sector muy atractivo para inversores.

Desde que hay constancia el mercado inmobiliario no ha hecho más que crecer (pasando por épocas de recesión durante su historia), pero teniendo en cuenta que la actividad debe de ir enfocada a al servicio al cliente y a la sostenibilidad de la actividad evitando la especulación como años anteriores que contribuyó a formar la burbuja financiera. Importante destacar que la deuda de las compañías inmobiliarias debe ir acorde al crecimiento del mercado pero evitar a toda costa basar el crecimiento en deuda, que es lo que ha pasado durante la primera década del siglo XXI donde el crecimiento existe se basaba en deudo no en creación de riqueza.

La valoración estimada de 13.04€ por acción de la compañía Merlin Properties va acorde con el precio ofertado por dicha compañía en la OPA sobre el Grupo Testa. Se ha tratado de realizar una valoración de forma individual del grupo sin tener en cuenta las ventajas que puedan aportar las sinergias, y que pretenden construir con la fusión de ambas sociedades el primer grupo inmobiliario español, por lo que existe un potencial alto de revalorización en el precio de la acción y la recomendación aportada por el autor será de la inversión en dicha compañía con un horizonte temporal de 4 o 5 años donde las tasas de crecimiento han sido realizadas desde la prudencia en comparación con otros analistas.

La revolución que ha supuesto la Regulación de las SOCIMIS en el mercado español ha sido de notable relevancia para el sector del ladrillo y posiblemente en 10 años la mayoría de SOCIMIS que conocemos hoy en día coticen el Ibex 35 ya que la capitalización de éstas no ha hecho más que incrementarse.

BIBLIOGRAFIA

- España: Ley 11/2009, de 26 de Octubre, Las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario. BOE del 27 Octubre 2009, nº 259, pág. 89.693.
- España: Ley 16/2012, de 27 de Diciembre, Disposición Final 8ª, por la que modifica la regulación de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario establecida en la Ley 11/2009. BOE del 28 Diciembre 2012, nº 312, pág. 88.144.
- España: MAB-Régimen aplicable a las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI) cuyos valores se incorporen al mercado alternativo bursátil. Circular 2/2013.
- Modigliani, Franco y Zeman, Morton. "The Structure of the Capital Market and the Price of Money", *American Economic Review*, Mayo 1954, 440-454.
- Harris, Milton y Raviv, Artur. "Capital Structure and the Informational Role of Debt". *Journal of Finance*, Junio 1990, pp. 321-349.
- DeAngelo, Harry y Masulis, Roland W. "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics*, Marzo 1980, pp. 3-29.
- Guthmann, Harry G., y Herbert E. Dougall. *Corporate Financial Policy*. 3ra ed. Nueva York: Prentice-Hall, 1955.
- Grupo Testa Inmobiliaria SOCIMI SA. *Cuentas Anuales 2014*. Madrid: Grupo Testa, SA. 2014.
- Grupo Testa Inmobiliaria SOCIMI SA. *Cuentas Anuales 2015*. Madrid: Grupo Testa, SA. 2015.
- Instituto Nacional de Estadística: <http://www.ine.es/>. [Varias Consultas de Abril 2015-Junio 2015]
- REIT.com. *Celebrating 50 Yeras of REITS and NAREIT*. Disponible en www.reit.com/timeline/timeline. /. [Varias Consultas de Abril 2015-Junio 2015]
- VILLARO, M. El nuevo régimen fiscal de las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMIS). Cuatrecasas, Goncalves Pereira. *Revista Vía Inmobiliaria* nº 122/2013.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Mayers y F. Allen. *Principles of Corporate Finance*. Madrid: McGraw-Hill, Interamericana de España, 2006
- Damodaran, Aswath. *Applied Corporate Finance*. Nueva York: John Wiley, 1998.
- EY. Ernst & Young. *SOCIMI. Principales aspectos fiscales de la SOCIMI*. Mayo 2015.