

COLEGIO UNIVERSITARIO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

Trabajo Fin de GRADO



LA GESTIÓN DE ACTIVOS INMOBILIARIOS  
MEDIANTE LA ESTRUCTURA DE LA SOCIMI.  
MODELIZACIÓN FINANCIERA Y SIMULACIÓN DE  
ESCENARIOS.

Autor: De Andrés Artiñano, Ignacio

Tutor: De Jesús, Miguel Karlo Reyes

Madrid, enero 2020

## ÍNDICE

1.	INTRODUCCIÓN .....	3
1.1.	PRESENTACIÓN GENERAL .....	3
1.2.	JUSTIFICACIÓN DEL TRABAJO.....	6
1.3.	OBJETIVOS DEL TRABAJO .....	6
2.	¿QUE SON LAS SOCIMIS?.....	8
2.1.	DEFINICIÓN .....	8
2.2.	MARCO LEGAL.....	8
2.3.	REQUISITOS DE CONSTITUCIÓN Y OPERACIÓN.....	9
2.4.	BENEFICIOS FISCALES.....	10
2.5.	PRESENCIA EN ESPAÑA .....	11
3.	CRITERIOS DE SELECCIÓN DE ACTIVOS.....	14
3.1.	CRITERIOS FINANCIEROS.....	14
3.2.	CRITERIOS CUALITATIVOS .....	17
4.	ANÁLISIS DE RENTABILIDADES Y MODELIZACIÓN .....	19
4.1.	MODELO FINANCIERO.....	19
4.1.1.	FUENTES DE DATOS.....	20
4.1.2.	COMPOSICION DE LAS CARTERAS DE ESTUDIO.....	21
4.1.3.	APALANCAMIENTO, FINANCIACIÓN Y DEMÁS HIPÓTESIS OPERATIVAS .....	23
4.1.4.	PROYECCIONES DE RESULTADOS .....	25
4.2.	BENCHMARKING DE LAS CARTERAS.....	28
4.2.1.	SELECCIÓN DE BENCHMARKS.....	29
4.2.2.	ANÁLISIS COMPARATIVO DE RENTABILIDADES Y RATIOS .....	31
5.	CONCLUSIONES .....	36
6.	BIBLIOGRAFÍA .....	38
7.	ANEXOS .....	42

# 1. INTRODUCCIÓN

## 1.1. PRESENTACIÓN GENERAL

Los activos inmobiliarios son activos que pueden ser considerados alternativos dentro del mundo de la gestión de carteras. Tradicionalmente las gestoras se limitaban a invertir los fondos de sus clientes en activos de renta fija o renta variable, considerando ajena a su labor la inversión en el sector inmobiliario.

Esta exclusión deriva en gran parte de su aparente iliquidez y de la elevada inversión inicial que normalmente requieren, no disponible para los pequeños inversores.

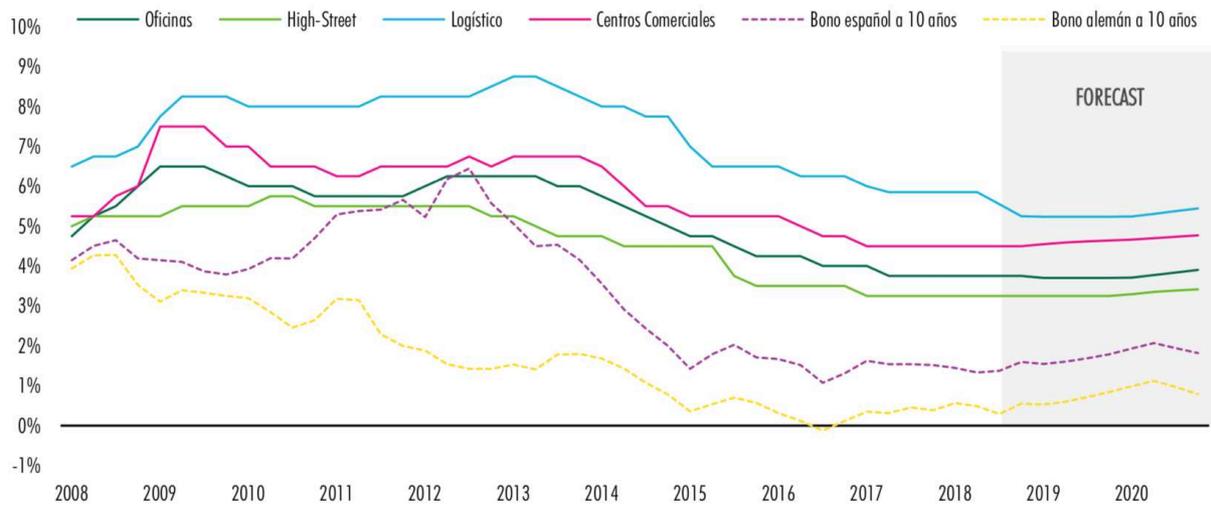
La falta de liquidez incidía igualmente en la retribución por los servicios de gestión, de forma que una inversión alternativa en el sector inmobiliario era percibida por los gestores como una pérdida de clientes.

Estos factores han supuesto, como he indicado, que la inversión inmobiliaria haya necesitado un mayor tiempo para estructurarse y entrar en la gestión de carteras, a pesar de que la rentabilidad de los activos inmobiliarios, históricamente se ha situado por encima de el Bono alemán a 10 años.

Eso sigue siendo así con unas rentabilidades, según el sector, de entre el 7% y el 4% anualmente (CBRE Research Spain, 2019). Siendo los activos del sector logístico (centros de distribución y almacenes) los que obtienen las rentabilidades más altas y los activos High Street (edificios en zonas centrales y prime de capitales) los que proveen las rentabilidades más bajas (CBRE Research Spain, 2019).

En el gráfico expuesto a continuación se puede apreciar la rentabilidad histórica de los activos inmobiliarios en el mercado español y su variación en el periodo de la crisis financiera del año 2008.

Figura 1: Evolución de las rentabilidades de activos inmobiliarios vs el activo libre de riesgo



Fuente: CBRE Research Spain, 2019

Lo cierto es que, junto a una rentabilidad histórica atractiva, los activos inmobiliarios en una cartera de activos aportan un elevado nivel de inmunización debido a su bajo nivel de correlación con el resto de los integrantes de la cartera.

Según el BBVA, la correlación de dichos activos frente al mercado de renta variable se sitúa en torno al 50% (BBVA, 2016), lo que contribuye a reducir la beta de la cartera, algo especialmente difícil en el entorno actual.

La industria de la gestión de activos como servicio financiero ofertado por los bancos, ha ofrecido productos financieros adaptados a todo tipo de inversores: desde los más modestos, con cantidades pequeñas como suplemento a una pensión, hasta los más grandes volúmenes en el caso de inversores institucionales.

Por el contrario, la inversión en activos inmobiliarios estaba limitada por la necesidad de inmovilizar cantidades significativas para adquirir la propiedad del inmueble.

En Estados Unidos, en el año 1960 surgió una idea para un nuevo vehículo de inversión que permitía a pequeños inversores adquirir una participación en un fondo destinado a invertir en

inmuebles en renta, este vehículo se denominó como REIT (Real Estate Investment Trust) (Nareit, 2019). De esta manera, inversores con menor poder adquisitivo podían obtener los beneficios del mercado de alquiler inmobiliario con el mero hecho de comprar una acción.

A finales del año 2009 bajo la ley 11/2009 usando el nombre de SOCIMI (Sociedad Anónima Cotizada de Inversión en el Mercado Inmobiliario) se creó en España el equivalente al vehículo anglosajón que ya se había extendido por Europa.

Las SOCIMIs presentan ciertas ventajas fiscales y operativas que la hacen muy atractiva para el inversor como la exención del impuesto de sociedades, así como bonificaciones en el caso del Impuesto de Transmisiones Patrimoniales. La obligación de repartir al menos el 80% de los beneficios en forma de dividendo, hace que el vehículo resulte muy atractivo para los inversores que buscan un activo que les proporcione una renta periódica (Boletín Oficial del Estado, 2009).

Desde su creación, las SOCIMIs en España han tenido un crecimiento notable. Hoy en día España es segundo país del mundo con más número de SOCIMIs, más de 80, solo por detrás de Estados Unidos.

Asimismo, las cuatro SOCIMIs más grandes de España controlan ya más de 30.000 millones de euros en activos inmobiliarios (Ruiz, 2018). Este rápido crecimiento ha hecho que la capitalización total de todas las SOCIMIs actualmente en el mercado ascienda a más de 23.000 millones de euros (Aranda, 2019) Este reciente crecimiento junto con los tipos negativos actuales hacen de las SOCIMIs una alternativa de inversión atractiva para diversificar el portfolio de los inversores.

Mundialmente los vehículos REIT generan un beneficio de un 3% superior a el generado por las inversiones inmobiliarias directas privadas (Mathrani, 2019). En España eso se traduce a un beneficio total generado por las SOCIMIs de más de 2.200 millones de euros (Vélez, 2019).

## **1.2. JUSTIFICACIÓN DEL TRABAJO**

Tras haber revisado exhaustivamente la literatura actual tanto sobre las REITs anglosajonas como las SOCIMIs españolas, encontramos varios estudios sobre el mercado inmobiliario y la legislación que rodea estos vehículos de inversión inmobiliaria. Estos estudios son retrospectivos. Sin embargo, la modelización financiera y la estructura de inversión no es un tema que haya sido previamente abordado. De esta manera lo que este trabajo pretende aportar es un modelo financiero mediante el cual se pueda ver el funcionamiento interno de una SOCIMI bajo diferentes escenarios de sensibilidad a ciertas variables macroeconómicas y su efecto en la rentabilidad obtenida.

## **1.3. OBJETIVOS DEL TRABAJO**

El trabajo se estructurará en tres grandes partes.

En primer lugar, se realizará un análisis riguroso del entorno legal y fiscal de las SOCIMIs, junto con un estudio de su presencia tanto global como en España.

Se estudiará el mercado actual de las SOCIMIs tanto aquellas integrantes del IBEX 35 como aquellas pertenecientes al MAB (Mercado Alternativo Bursátil).

En segundo lugar, tras haber efectuado este análisis inicial, se procederá a sistematizar el proceso de selección de activos inmobiliarios mediante una serie de criterios de selección que crearan la base para nuestro modelo financiero.

En tercer lugar, se hará una modelización financiera de tres hipotéticas SOCIMIs para obtener datos que posteriormente serán analizados y comparados con otras tres SOCIMIs de perfiles de riesgo diferentes. Se llevará a cabo un análisis de sensibilidad y de escenarios, con el fin de entender qué impacto tienen determinadas variables clave a nivel macroeconómico y de la industria inmobiliaria en particular.

Por último, después de haber analizado las rentabilidades obtenidas y otras métricas de inversión y haber comparado con índices de referencia se establecerán una serie de conclusiones y recomendaciones de cara a la composición y gestión de estos activos financieros, combinando el análisis cuantitativo y cualitativo.

## 2. ¿QUE SON LAS SOCIMIS?

### 2.1. DEFINICIÓN

Según el despacho internacional de abogados Ashurst, las SOCIMIs podrían ser definidas como:

*“sociedades anónimas cuyo objeto social consiste en la tenencia (i) de activos de naturaleza urbana para su arrendamiento (mediante adquisición o promoción) o (ii) de acciones o participaciones en el capital social de otras SOCIMI o entidades extranjeras de análoga o similar actividad (los vehículos que se conocen con el acrónimo REIT, que se corresponde a las siglas Real Estate Investment Trust).”*

(Ashurst, 2015)

Estos vehículos pretenden fomentar el mercado de alquiler de bienes inmuebles tanto de uso residencial como locales comerciales, oficinas, residencias de estudiantes, hoteles y demás categorías inmobiliarias. Se pueden considerar como la manera optima de gestionar una cartera de inmuebles.

### 2.2. MARCO LEGAL

La introducción de la SOCIMI en la regulación española se produce mediante la Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (Boletín Oficial del Estado, 2009).

En esta ley se establecen los requisitos y condiciones que deben cumplir, todo ello bajo el objetivo detallado en su Exposición de Motivos de fomentar la inversión colectica en el sector inmobiliario, dinamizándolo.

Este objetivo responde al modelo anglosajón ya definido “Ley Pública 86-779” de 1960 escrita bajo la presidencia de Eisenhower en Estados Unidos.

A pesar de su implementación legislativa en España en el año 2009, ninguna SOCIMI llegó a ser creada hasta el año 2012, cuando tras haber cumplido los requisitos necesarios se acogió al régimen fiscal la SOCIMI Entrecampos Cuatro SOCIMI S.A. (Perez, 2013).

Sin embargo, el régimen tuvo su mayor modificación en la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, donde tras haber revisado las primeras SOCIMIs modificaron los requisitos necesarios para poder constituirse como tal.

Estos requisitos se dirigían a prevenir la elusión fiscal mediante la interposición de sociedades y realizaban el potencial del mercado inmobiliario español, llevando a bolsa un gran número de activos que antes permanecían en manos privadas.

Fue tras esta reforma cuando las SOCIMIs comenzaron su actividad en España y se observaron las primeras salidas a bolsa. (Boletín Oficial del Estado, 2012)

### **2.3 REQUISITOS DE CONSTITUCIÓN Y OPERACIÓN**

Los principales requisitos para poder considerarse una SOCIMI y poder aplicar un régimen fiscal especial son (Ashurst, 2015):

- Constituirse con un mínimo de cinco millones de euros de capital social, pudiendo ser la suscripción mediante aportaciones no dinerarias.
- Es posible la creación de una SOCIMIs con un único activo inmobiliario, haciendo posible el uso de esta estructura en proyectos que incluyen un único inmueble, no siendo necesario que el inmueble se encuentre localizado en España.
- Es necesario que las acciones de las SOCIMI estén negociadas en un mercado regulado, como por ejemplo el MAB
- Del total de activos inmobiliarios de la SOCIMI, un mínimo del 80% tienen que ser (i) urbanos destinados al alquiler, (ii) terrenos para la promoción de dichos inmuebles o (iii) participaciones en otras SOCIMIs o REIT extranjeros.
- Al menos el 80 por ciento de las rentas (sin contar plusvalías por ventas de activos aptos) deben ser por arrendamiento o dividendos repartidos por SOCIMIs filiales.

- En cuanto a la distribución del resultado, se requiere el reparto anual del beneficio mediante dividendos a sus socios, en una proporción que varía según la procedencia de dicho beneficio:
  - 80% de los beneficios genéricos, incluyendo los procedentes de las rentas de los inmuebles en alquiler.
  - 50% de los resultados procedentes de la enajenación de inmuebles, siendo necesario que el otro 50% que no se ha repartido, sea reinvertido en inmuebles en los tres años siguientes. En caso contrario, dicha plusvalía tendrá que ser repartida junto al resto de los beneficios genéricos.
  - 100% de los ingresos provenientes de las empresas participadas (otras SOCIMIs o REITs)
- Los inmuebles deberán permanecer arrendados por un período mínimo de tres años, se analizará el grado de cumplimiento global sin perjuicio de que algún local pueda estar puntualmente sin alquilar.
- No existen limitaciones en cuanto al endeudamiento o financiación ajena.

## **2.4 BENEFICIOS FISCALES**

Una vez cumplidos todos los requisitos citados anteriormente los socios inversores de este vehículo pueden beneficiarse de ciertas ventajas fiscales.

Resalta en primer lugar, la aplicación de un tipo cero en el Impuesto de Sociedades de la propia SOCIMI, siempre que se cumplan determinados requisitos, y la reducción parcial del impuesto de Transmisiones Patrimoniales.

La aplicación del tipo impositivo cero se deja de aplicar, tributando a un gravamen especial del 19%, sobre los dividendos repartidos por la SOCIMI a inversores nacionales, que posean una participación igual o superior al 5% en el capital social de las mismas, si su tributación sobre los dividendos percibidos es inferior al 10%.

Por último, las SOCIMIs disfrutaban de una bonificación del 95% en el Impuesto de Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados que se devenga en la adquisición de viviendas destinadas al arrendamiento y de terrenos para la promoción de viviendas que tengan como destino su arrendamiento, siempre que se cumpla con el requisito de mantenimiento de estos activos por un plazo de tres años. (Agencia Tributaria, 2019)

## **2.5 PRESENCIA EN ESPAÑA**

Las SOCIMIs en España están presentes en el índice del IBEX 35, en el Mercado Continuo y en el Mercado Alternativo Bursátil. Las capitalizaciones de estos vehículos varían desde cinco millones de euros hasta los 6.000 millones de euros en el caso de la mas grande del mercado español (Bolsa de Madrid, 2019).

Comenzando por el MAB, hay un total de 79 SOCIMIs en este mercado. La capitalización de la SOCIMI mas pequeña es de 5.566.000 euros perteneciente a HERF HABANERAS SOCIMI, S.A.

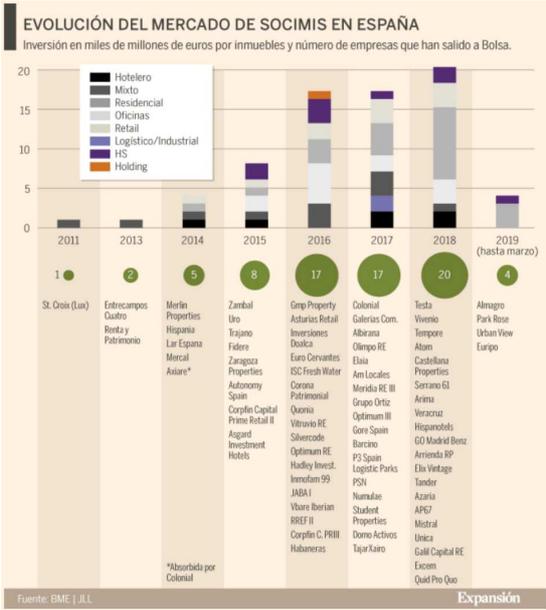
Las SOCIMIs de este tamaño tienen poca variación en su cotización ya que la mayoría del capital invertido pertenece a un solo socio, sin embargo, también podemos encontrar SOCIMIs de grandes tamaños con el capital distribuido entre muchos socios. Este es el caso por ejemplo de GENERAL DE GALERIAS COMERCIALES SOCIMI, S.A. con una capitalización bursátil a 29 de noviembre de 2019 de mas de 3.500 millones de euros, o de GMP PROPERTY SOCIMI, S.A. con mas de 1.000 millones cotizando el 29 de noviembre de 2019 o de TESTA RESIDENCIAL SOCIMI, S.A. que cuenta con 846 millones de euros en el MAB. (Bolsas y Mercados Españoles, 2019)

En el mercado continuo encontramos las entidades de mayor volumen, como MERLIN PROPERTIES SOCIMI, S.A., la SOCIMI de mayor tamaño de España, centrada en inversiones en los sectores de oficinas, comercial, logística y hoteles. Esta SOCIMI fundada en 2014 comenzó a formar parte del IBEX 35 en 2015 y ha sido la SOCIMI referencia del mercado desde entonces. En lo que lleva de año la acción se ha revalorizado mas de un 20% (Bolsa de Madrid, 2019).

La segunda entidad más grande INMOBILIARIA COLONIAL SOCIMI, S.A. con una capitalización de 5.817 millones de euros también llegó a formar parte del índice IBEX35 en 2017 y desde enero de 2019 acumula una revalorización de mas del 42% (29 de noviembre de 2019), lo que la hace uno de los mayores impulsores del índice español. Los activos de esta SOCIMI se centran en los sectores de oficinas y centros logísticos exclusivamente. (INMOCOLONIAL, 2019).

Dos SOCIMIs más cotizan en el mercado continuo sin formar parte del IBEX35. Se trata de LAR ESPAÑA REAL ESTATE, SOCIMI, S.A., la cual centra sus inversiones principalmente en activos comerciales, con una capitalización de 713 millones de euros y de ARIMA REAL ESTATE SOCIMI, S.A., la cual reúne tanto oficinas como centros logísticos como sus principales activos y tiene un volumen de 321 millones en la bolsa de Madrid. Tanto LAR ESPAÑA como ARIMA llevan una revalorización positiva en lo que va de 2019 con un 7,5% y un 24% respectivamente a 29 de noviembre de 2019. (Bolsa de Madrid, 2019). La rápida progresión del mercado de las REITs en España ha llevado a que se conviertan en un componente generador del Producto Interior Bruto español de gran importancia. Tras su introducción en el año 2009, diez años mas tarde, las SOCIMIs representan el 2% del Producto Interior Bruto español (Rosell, 2019).

Figura 2: Evolución del mercado de SOCIMIs en España



Fuente: Periódico Expansión, 2019

Las respectivas cotizaciones de todos estos vehículos de inversión se pueden comparar con índices de benchmarking internacionales tales como S&P GLOBAL REIT (USD) y MSCI WORLD REITS INDEX (USD) en el caso de las cuatro SOCIMIs que cotizan en el mercado continuo tres de ellas han batido ambos índices en lo que llevamos de año (S&P Dow Jones Índices, 2019) (MSCI, 2019). Estos índices están compuestos por REITs de diferentes sectores y tamaños con lo que son una representación precisa de como deben comportarse los vehículos en bolsa.

### **3. CRITERIOS DE SELECCIÓN DE ACTIVOS**

Ante la gran variedad de activos inmobiliarios que se encuentran en el mercado, las SOCIMIs tienen que seleccionar según criterios preestablecidos los activos que quieren que formen parte de su cartera.

Los gestores de las SOCIMIs tienen que intentar maximizar el retorno del accionista, intentando minimizar los riesgos para el inversor. La selección de los activos es lo que lleva a crear valor y diferenciar a un gestor de otro.

Dentro de los criterios de selección se pueden subdividir dos categorías de selección diferentes: los criterios financieros y los cualitativos. La selección de los activos variará dependiendo del perfil de riesgo que este dispuesto a asumir el equipo gestor.

#### **3.1 CRITERIOS FINANCIEROS**

Dentro de los criterios financieros el de mayor importancia es la rentabilidad del activo. En España históricamente las rentabilidades de los activos inmobiliarios se han situado entre el 4% y el 8%. Estas rentabilidades varían según la localización de los activos, su uso y en ocasiones su tamaño.

En el mercado inmobiliario español podemos encontrar clases de activos definidas en cuanto a su uso: oficinas, centros logísticos, centros comerciales, residencial (viviendas), hoteles, locales comerciales e inversiones alternativas que pueden ser residencias de mayores, de estudiantes y hospitales.

Las rentabilidades medias actuales de estos activos se sitúan en los siguientes niveles: 3,5% para las oficinas, 5,15% para los centros logísticos, 4,5% para los centros comerciales, 3,25% para los locales comerciales prime, 7,7% para la vivienda, incluyendo revalorización (Ruiz,

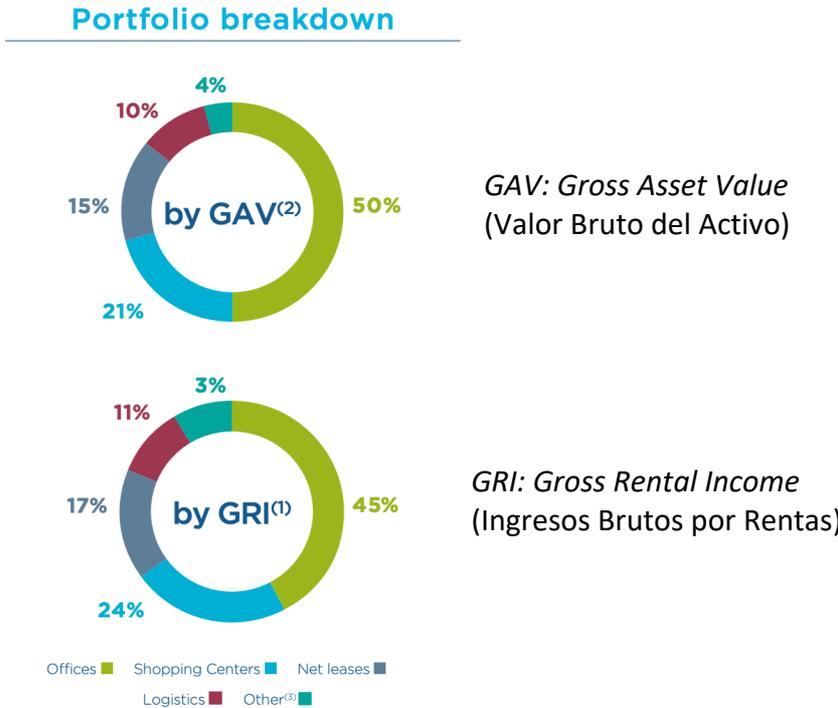
2019), 6% para los hoteles y 5,5% para las inversiones alternativas (CBRE Research Spain, 2019).

Estas rentabilidades sufren inevitablemente, al igual que el resto de activos, la volatilidad derivada del ciclo. No obstante hay activos inmobiliarios que son mas anti cíclicos, ayudando a los gestores y en definitiva a los propios inversores a suavizar las posibles caídas.

Dependiendo del objetivo de la cartera el gestor elegirá un activo o una mezcla de ellos que le proporcionen una rentabilidad agregada o una reducción del riesgo, o ambos a la vez.

En este sentido, la SOCIMI Merlin Properties, la de mayor capitalización de España, obtiene, al tiempo que ofrece una más que razonable liquidez, una rentabilidad bruta anual de sus activos aproximada del 4% (Merlin Properties, 2019). En el siguiente gráfico podemos observar la distribución de activos según valor y renta en el caso de Merlín Properties.

Figura 3. Distribución de clases de activos por Valor Bruto del Activo y Renta Bruta de Merlin Properties SOCIMI, S.A.



Fuente: Merlin Properties December 2019 Corporate Presentation, 2019

Uno de los aspectos importante a considerar es el propio volumen de los recursos de la SOCIMI, ya que supondrá un límite al volumen del activo que se pueda adquirir.

SOCIMIs con una capacidad de inversión grande podrán optar por inmuebles en mejores localizaciones con menor riesgo de pérdida de inquilino, que por su precio pueden no estar al alcance, sin una gran concentración en el activo, de SOCIMIs de menor tamaño.

En este sentido, el mercado de las SOCIMIs en España se puede segmentar según su tamaño. Grande para las de capitalización mayor a los 1.000 millones de euros, mediana para aquellas que cuentan con una capitalización entre los 999 y los 200 millones de euros, pequeña si se sitúa entre 199 y 50 de capitalización y por último las micro con capitalizaciones inferiores a los 50 millones de euros (Bolsas y Mercados Españoles, 2019).

Dependiendo de este tamaño los gestores deben decidir si destinar la totalidad del capital a un inmueble o distribuirlo entre varios minimizando así riesgos por parte del arrendatario. En el caso de la mayor SOCIMI española, Merlin Properties, su tamaño medio de activo se sitúa en 12,6 millones de euros (Merlin Properties, 2019).

Entre otros criterios de selección de activos financieros podemos encontrar la capacidad de financiar el activo adquirido. Los bancos tienden a variar el tipo al que financian las operaciones en relación con el riesgo que estas supongan. Activos con mayor riesgo supondrán una financiación mas cara lo cual puede afectar la cuenta de resultados del vehículo y su rentabilidad total.

Asimismo, se buscan activos líquidos preferiblemente en mercados de gran volumen ya que la naturaleza de la SOCIMI como sociedad de inversión tiende a desinvertir sus activos según van cumpliendo los objetivos fijados. Finalmente, la revalorización de los diferentes tipos de inmuebles varía con el uso y se utiliza como criterio a la hora de modelizar el potencial futuro de la inversión.

Una vez estudiados todos los criterios de selección financieros, el equipo gestor pasa a analizar criterios de una tipología cualitativa este conjunto de criterios conllevan a la generación de Alfa (capacidad para batir al mercado) y diferencia a las SOCIMIs.

### 3.2 CRITERIOS CUALITATIVOS

La gestión de una cartera de inmuebles implica seguir una estrategia que mejore el rendimiento que se pueda obtener frente a un activo libre de riesgo con el objetivo de batir el índice de referencia del sector. Los criterios cualitativos utilizados por los diferentes gestores llevan a que carteras con activos similares tengan rentabilidades diferentes.

La localización de un activo cobra una gran importancia a la hora de ser seleccionado. Activos localizados en zonas periféricas de ciudades tienden a tener rentabilidades asociadas mayores. Sin embargo, activos conocidos como *prime*, localizados en zonas céntricas de ciudades y grandes capitales gozan de menor riesgo a cambio de rentabilidades menores.

Dependiendo de la filosofía de inversión, un equipo centrado en valor optaría por activos *prime*, mientras que un gestor con mentalidad de crecimiento buscaría activos menos *prime* que le proporcionen rentabilidades mayores.

Otro de los criterios de inversión cualitativos sería la duración y tipo de contrato que el activo tenga con el arrendatario. Un activo con un contrato de obligado cumplimiento a largo plazo es preferible frente a un activo en el cual el inquilino solo haya pactado una permanencia a corto plazo. Los activos con mejores contratos serán más fáciles de financiar y la manera en la que se revisen las rentas ya sea trimestral o anualmente, ligadas al IPC o a otros índices puede mejorar la rentabilidad total de la cartera.

Por otra parte, la calidad del inquilino en sí es uno de los factores cualitativos que puede cambiar el valor de un activo. Un arrendatario con renombre internacional y buen *rating* financiero asegura las rentas minimizando los riesgos de impago. Un ejemplo de esto sería un edificio de

oficinas propiedad de las SOCIMI Merlin Properties, este edificio esta localizado en el complejo de las cuatro torres de Madrid y es la sede central de PwC en España. PricewaterhouseCoopers es una consultora de alto nivel internacional con lo que la probabilidad de impago es menor (Merlin Properties, 2019).

Con la reciente tendencia hacia la responsabilidad social y la lucha contra el cambio climático organizaciones como BREEAM y LEED (BREEAM, 2019) (Spain Green Building Council, 2019) ofrecen certificaciones de construcción sostenible a los edificios que cumplan con ciertos requisitos como gestión de residuos activa, ahorro energético etc. Estas certificaciones tienen beneficios económicos como la capacidad de exigir mayores rentas a un inquilino y la reducción futura de costes de mantenimiento asociados. En el momento de seleccionar un activo inmobiliario certificaciones de este tipo tienden a cobrar importancia ya que afectaran a su revalorización.

Finalmente, hay que tener en cuenta la antigüedad del edificio y las reformas necesarias antes de seleccionar un activo. El hecho de necesitar *capex* (*capital expenditures*) en un proyecto de compra inmobiliaria puede repercutir tanto de manera positiva como de manera negativa en la TIR del proyecto en si. Es posible que una reforma implique un alto coste que no se vea contrarrestado por el consecuente incremento en la renta. No obstante, edificios antiguos con importancia histórica, tienden a llevar un valor añadido que resulta en aumentos de valor a un mayor ritmo que la media de los activos.

Una vez analizados los criterios de inversión tanto financieros como cualitativos el equipo gestor de una SOCIMI procede a la selección de los activos. Dependiendo de la rentabilidad deseada a obtener se dará mas importancia a unos criterios que a otros en la elección del inmueble. Como consecuencia, el gestor acaba haciendo un análisis exhaustivo de todas las variables que pueden afectar al activo en cuestión. Este análisis puede ser tanto *Top Down*, es decir, comenzando por variables macroeconómicas o *Bottom Up*, abordando primero características fundamentales del activo (Blázquez, 2017).

## **4. ANALISIS DE RENTABILIDADES Y MODELIZACIÓN**

Una vez establecida una visión general del mercado inmobiliario y el ámbito de las SOCIMIs junto con la selección de activos procedemos a generar un modelo.

En el modelo se consideran tres carteras diferentes en base a rentabilidades históricas de mercado. Las carteras están compuestas por activos considerados de riesgo alto, medio y bajo.

Simulando una SOCIMI en el mundo real, se apalancan las tres carteras y se estudiara la hipotética cuenta de resultados y flujos de caja consecuente, obteniendo como conclusión un valor de mercado. Se observará la variación de rentabilidades acorde con métricas históricas como el tipo de interés variable de la deuda utilizada y el precio histórico de los inmuebles en España.

Tras haber obtenido las cotizaciones de nuestras carteras simuladas se contrastarán con índices de referencia del mercado internacional de las REITs y con índices nacionales para observar las variaciones en el rendimiento obtenido.

El segundo aspecto por observar tratará de las desviaciones de nuestras carteras frente a SOCIMIs ya existentes en el mercado continuo español. De esta manera mostraremos el comportamiento interno de una SOCIMI demostrando su eficacia como vehículo de gestión de activos y la capacidad para batir al mercado. Para esta comparativa se utilizarán ratios económico-financieros como CAPM Alpha, Sharpe Ratio y Beta con el fin de establecer conclusiones y recomendaciones.

### **4.1. MODELO FINANCIERO**

A continuación, se explicará detalladamente el proceso de creación de este modelo y sus resultados obtenidos. El modelo financiero ha sido creado usando Microsoft Excel.

#### 4.1.1. FUENTES DE DATOS

Los datos obtenidos para generar este modelo provienen de fuentes utilizadas por profesionales en el ámbito de inversiones inmobiliarias.

En primer lugar, para obtener las rentabilidades históricas de las diferentes tipologías de activos usados, oficinas, *high street* (locales comerciales), logística y centros comerciales, se utilizó el informe anual 2019 de CBRE España. Siendo una consultora inmobiliaria de presencia global, los datos obtenidos trimestralmente son una representación precisa de la fluctuación trimestral de estos activos. Los datos recopilados datan de el primer trimestre de 2009 hasta el tercer trimestre de 2019 (CBRE Research Spain, 2019).

Para poder calcular el valor del activo subyacente y su oscilación se obtuvo información sobre la variación de precio del mercado inmobiliario. La fuente utilizada para este dato del modelo es el Instituto Nacional de Estadística. En la sección de Índices de precios de consumo y de vivienda se seleccionó el IPV (Índice de precios de vivienda) con datos trimestrales. Posteriormente, estos datos se alteraron para ver su variación intertrimestral. La vivienda puede ser considerada como el activo inmobiliario mas común en España por lo que nuestros activos variaran de precio con tendencias muy similares (Instituto Nacional de Estadística, 2019).

Los datos obtenidos para calcular nuestro coste de la deuda provienen del departamento de investigación de CaixaBank. CaixaBank es una empresa incluida en el índice IBEX 35 y un banco de alto prestigio internacional. Los datos adquiridos son el Euribor o tipo de interés interbancario a doce meses en puntos intertrimestrales. El Euribor y su variación causaran que nuestro modelo se ajuste a mercado ligándolo a subidas y bajadas de tipo de interés en los últimos años (CaixaBank Research, 2019)

A continuación, se recopilaron datos de *benchmarking* y ratios comparativos. Los datos adquiridos provienen de Bloomberg y fueron extraídos usando un terminal de empresa. Estos datos incluyen la cotización del IBEX 35 junto con su Beta trimestral, la cotización de las SOCIMIS

LAR ESPAÑA REAL ESTATE, SOCIMI, S.A, MERLIN PROPERTIES SOCIMI, S.A., y INMOBILIARIA COLONIAL SOCIMI, S.A. junto con sus respectivas Betas en periodos trimestrales.

Con el fin de poder establecer una referencia de mercado específico para este tipo de vehículos de inversión se adquirieron datos de los índices de benchmarking internacionales MSCI WORLD REIT INDEX, S&P GLOBAL REIT y FTSE NAREIT EQUITY REITS. Los respectivos *ticker* en Bloomberg de estos índices son MXWOORI, SREITGUP y FNER. Finalmente se extrajo de Bloomberg el activo libre de riesgo, en nuestro caso el Bono Español a diez años (Bloomberg Finance L.P., 2019).

Todos los datos han sido obtenidos o modificados para presentarse en un formato trimestral de esta manera la métrica será comparable con nuestro modelo. Los valores datan del tercer trimestre de 2014 hasta el tercer trimestre de 2019 ambos incluidos. La razón por la elección de este periodo es debido a que la tercera SOCIMI más grande del mercado español, LAR ESPAÑA REAL ESTATE, SOCIMI, S.A salió a bolsa el segundo trimestre de 2014. De esta manera podemos estudiar nuestro modelo durante un periodo de cinco años comparando con un *peer group* de mayor tamaño.

#### **4.1.2. COMPOSICION DE LAS CARTERAS DE ESTUDIO**

El presente modelo intenta simular el funcionamiento de una cartera de activos inmobiliarios en un mercado real como por ejemplo el mercado continuo español. Para ello, la composición de las tres carteras modelizadas varía en función de el riesgo y rentabilidad. La selección de activos escogida para nuestras carteras es la siguiente:

- Activos inmobiliarios logísticos que incluyen centros de distribución, naves industriales y plantas de manufacturas. Estos activos son considerados los de mayor riesgo y con rentabilidades mas altas.

- Centros comerciales, considerados de menor riesgo que los activos logísticos, muy expandidos por toda España.
- Edificios destinados a oficinas, junto con los centros comerciales, trataremos a estos dos activos como nuestros activos de rentabilidad y riesgo medio. Sin embargo, la rentabilidad y el riesgo de las oficinas es notablemente menor que lo obtenido con centros comerciales.
- Activos de categoría *High Street*, estos inmuebles son locales comerciales situados en avenidas principales de ciudades como por ejemplo la calle Serrano en Madrid y Passeig de Gràcia en Barcelona. Estos inmuebles tienen las rentabilidades mas bajas del mercado asociadas con el riesgo mas bajo.

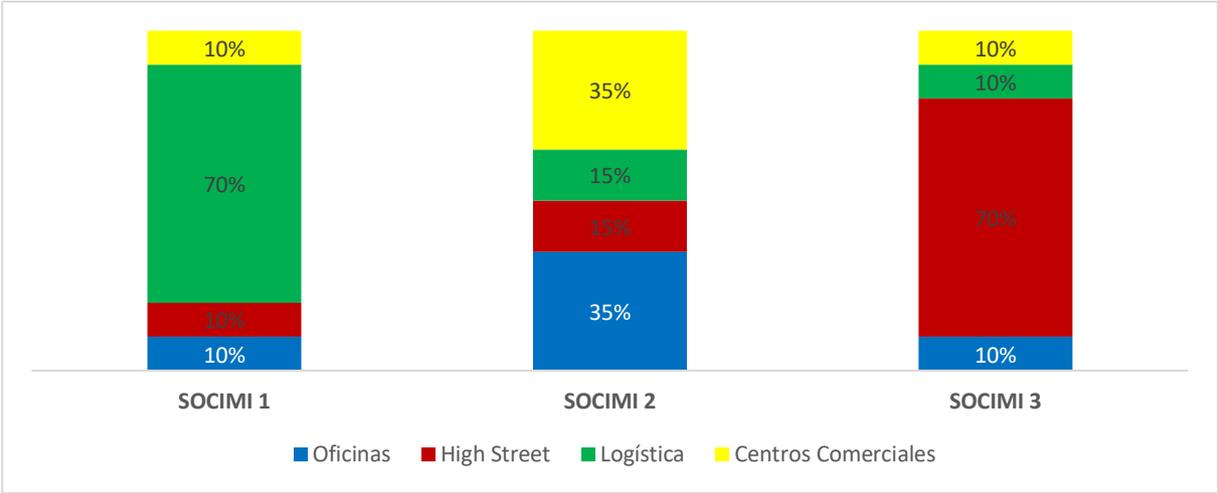
Todas nuestras carteras tienen estos cuatro componentes incluidos, la variación que se crea es debido a la ponderación dada a cada uno de los tipos de activo. En primer lugar, creamos nuestra cartera de rentabilidad mas alta. A esta cartera se le da la siguiente ponderación por activo: 70% de activos Logísticos, 10% de activos *High Street*, 10% de Oficinas y 10% de Centros Comerciales. Con esta composición se obtuvo una renta media anual de los activos del 5,77% en el periodo. Esta cartera se denomina SOCIMI 1.

En segundo lugar, se creo una cartera de bajo riesgo con rentabilidades mas reducidas. Para conseguir una rentabilidad mas baja se replico la composición de la SOCIMI 1 pero alterando los activos. La composición de nuestra cartera de bajo riesgo es la siguiente: 70% de activos *High Street*, 10% de activos Logísticos, 10% de Oficinas y 10% de Centros Comerciales. Esta cartera la designamos como SOCIMI 3. La renta media anual de los activos de la SOCIMI 3 en el periodo es del 4,15%

Últimamente , se crea una tercera cuya rentabilidad y riesgo se sitúe entre las dos anteriores. La composición elegida para lograr mantener nuestra rentabilidad entre la SOCIMI 1 y la SOCIMI 3 es la siguiente: 35% de Oficinas, 35% de Centros comerciales, 15% de activos Logísticos

y 15% de inmuebles *High Street*. Con estas ponderaciones se obtuvo una renta media anual del 4,72% durante el periodo de Q3 2014 a Q3 2019 (ambos incluidos). A continuación, podemos observar un gráfico con las tres carteras y su distribución de activos.

Gráfico 1: Composición de las carteras por tipología de activo.



Fuente: elaboración propia.

Con estas tres carteras podemos representar fielmente las preferencias de riesgo y rentabilidad de un inversor en el mercado inmobiliario actual. En relación con el activo total usado en el modelo, este se ha mantenido igual en todas las carteras, una inversión de capital inicial de 1.000 millones de euros. La elección de esta cantidad viene dada por las capitalizaciones de mercado de las tres SOCIMIs del mercado continuo con las cuales se va a comparar el estudio. La mayor siendo la capitalización de Merlin Properties con 5.919 millones de euros y la menor Lar España Real Estate con 679 millones de euros. Con 1.000 millones de euros de capital nuestras carteras se sitúan dentro de este rango.

**4.1.3. APALANCAMIENTO, FINANCIACIÓN Y DEMÁS HIPÓTESIS OPERATIVAS**

Con la finalidad de replicar el funcionamiento actual de una SOCIMI real, se ha procedido a endeudar la tres SOCIMIs modelizadas. Tomando como referencia Merlin Properties, la cual tiene un apalancamiento aproximado del 50% sobre la totalidad del activo según las cuentas

anuales de 2018 (Merlin Properties, 2018), auditadas por Deloitte, procedemos a apalancar todas nuestras carteras al mismo nivel.

El apalancamiento financiero nos da la capacidad de crecer a un ritmo mas rápido adquiriendo activos de mayor valor siempre que seamos capaces de repagar la deuda más los intereses. En nuestro modelo las tres SOCIMIs obtienen una deuda total de 1.000 millones de euros en el tercer trimestre de 2014. Esta deuda representa un 50% del valor total de los inmuebles adquiridos.

Asumimos que el préstamo bancario tiene una duración de 30 años ya que este es el periodo común utilizado por los bancos españoles para financiar operaciones hipotecarias en las cuales el colateral es un inmueble. El segundo aspecto de la deuda en nuestro modelo es el tipo de interés que utilizamos para esta simulación. A fin de ligar nuestro modelo en la mayor manera posible con el mercado utilizaremos un tipo de interés variable a modo de coste de la deuda. Este tipo de interés estará determinado por el Euribor mas un diferencial del 1,5%. Poniendo un límite inferior del 1% al tipo de interés que el banco nos pueda exigir nos aseguramos de que las recientes caídas en el tipo de interés interbancario no reduzcan nuestro tipo de interés a niveles poco realistas (suelo hipotecario). En cuanto a la amortización del principal del préstamo asumimos que es constante.

Adicionalmente, asumimos que todos nuestros activos tienen un periodo de amortización de 50 años por lo que implementamos una amortización anual del 2%. De acuerdo con la normativa del Impuesto de Sociedades, la amortización de los activos se debe referir únicamente a la construcción o vuelo, pero no al suelo del inmueble, que por su propia naturaleza, nunca se amortiza, por lo que no aplica el concepto de amortización. Dependiendo de las localizaciones de los edificios, la proporción del valor suelo/vuelo varía. En el modelo que desarrollamos a continuación, consideramos que todos nuestros activos tienen una proporción de valor del vuelo de 65% frente a un 35% de valor de suelo.

Por último, se asume un gasto de gestión de cada SOCIMI igual al 0,5% del capital aportado, es decir, un gasto operacional de 1,25 millones de euros por trimestre. Esta comisión de gestión esta derivada de las comisiones actuales que están cobrando las gestoras de fondos. Según el periódico Cinco Días, la comisión de gestión “fluctúa entre 0,3% en los fondos más conservadores y el 2% de los fondos que invierten en Bolsa” (Moreno, 2019). Nuestras SOCIMIs pueden ser consideradas conservadoras por lo que un 0,5% es la comisión aplicada.

#### 4.1.4. PROYECCIONES DE RESULTADOS

Una vez determinadas todas nuestras hipótesis, se procede a simular el funcionamiento de las diferentes SOCIMIs con el fin de obtener un valor de mercado que podamos contrastar con el de SOCIMIs ya existentes. A continuación, se muestra el comienzo parcial del modelo pudiendo encontrar el modelo completo en el anexo.

Tabla 1: Proyecciones de resultados y flujos de caja demostración SOCIMI 1

PROYECCIONES DE BENFICIO							
Año		2014		2015			
Trimestre	Inicial	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Ingresos por rentas</b>		<b>36.38</b>	<b>35.88</b>	<b>34.63</b>	<b>34.50</b>	<b>31.75</b>	<b>29.88</b>
<b>Gastos operativos</b>		<b>-1.25</b>	<b>-1.25</b>	<b>-1.25</b>	<b>-1.25</b>	<b>-1.25</b>	<b>-1.25</b>
Coste de deuda		-4.81	-4.50	-4.29	-4.04	-3.98	-3.78
Amortización 65%		-6.50	-6.50	-6.50	-6.50	-6.50	-6.50
<b>Beneficio neto</b>		<b>23.82</b>	<b>23.63</b>	<b>22.59</b>	<b>22.71</b>	<b>20.02</b>	<b>18.35</b>
PROYECCIONES DE FLUJO DE CAJA							
<b>Beneficio neto</b>		<b>23.82</b>	<b>23.63</b>	<b>22.59</b>	<b>22.71</b>	<b>20.02</b>	<b>18.35</b>
(+) Amortización		6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50
Dividendo 80%		19.05	18.90	18.07	18.17	16.02	14.68
<b>Caja generada para repago deuda</b>		<b>11.26</b>	<b>11.23</b>	<b>11.02</b>	<b>11.04</b>	<b>10.50</b>	<b>10.17</b>
Devolucion de principal		8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33
<b>Caja generada</b>		<b>2.93</b>	<b>2.89</b>	<b>2.68</b>	<b>2.71</b>	<b>2.17</b>	<b>1.84</b>
		-1.95	-2.10	-1.95	-1.95	-1.50	-1.20
<b>Activo total</b>							
Caja acumulada	0.00	2.93	5.82	8.51	11.21	13.39	15.22
Activo inmobiliario	2,000.00	2,004.07	2,008.04	1,996.82	2,080.20	2,094.07	2,092.97
<b>Activo total</b>		<b>2,007.00</b>	<b>2,013.86</b>	<b>2,005.32</b>	<b>2,091.42</b>	<b>2,107.45</b>	<b>2,108.19</b>
<b>Deuda</b>	<b>1000.00</b>	<b>991.67</b>	<b>983.33</b>	<b>975.00</b>	<b>966.67</b>	<b>958.33</b>	<b>950.00</b>
<b>Valor de mercado</b>	<b>1,000.00</b>	<b>1,015.33</b>	<b>1,030.53</b>	<b>1,030.32</b>	<b>1,124.75</b>	<b>1,149.12</b>	<b>1,158.19</b>
% de revalorización		1.53%	1.50%	-0.02%	9.16%	2.17%	0.79%
PROYECCIONES DE FLUJO DEL ACCIONISTA							
Dividendos		19.05	18.90	18.07	18.17	16.02	14.68
Valor residual							
<b>Flujos de caja al accionista</b>	<b>-1,000.00</b>	<b>19.05</b>	<b>18.90</b>	<b>18.07</b>	<b>18.17</b>	<b>16.02</b>	<b>14.68</b>

Fuente: Elaboración Propia

Comenzamos calculando en primer lugar el importe de los ingresos que generan las SOCIMIs, compuestas por las tres carteras definidas con anterioridad para a partir de ahí, una vez deducidos los gastos, obteniendo el beneficio neto. Esto nos permitirá hacer una comparación de resultados con algunas SOCIMIs realmente existentes en el mercado, así como analizar de distintos ratios, índices, etc. y de esta manera, poder concluir sobre la capacidad de creación de valor de la SOCIMIs.

El ingreso se calcula, trimestre a trimestre, como el producto del activo total de la cartera seleccionada por la rentabilidad trimestral de cada categoría de inmuebles, la cual hemos obtenido de las publicaciones de CBRE. Podemos observar que en general, las rentabilidades del mercado inmobiliario han bajado desde el año 2014 hasta el 2019. Así, por ejemplo, para oficinas la evolución ha sido en este periodo del 5,50% en 2014 al 3,50% en 2019 es decir, una reducción en la rentabilidad de mercado de 200 puntos básicos, al igual que en centros comerciales. En cuanto al segmento de logística la evolución en este mismo periodo ha sido del 8% en 2014 al 5,15 % en 2019, es decir, un descenso de unos 285 puntos básicos, el mayor de todos los tipos de activos inmobiliarios. En locales *prime, High Street* el descenso de la rentabilidad ha sido el menor de todos los activos, por ser el activo más conservador y seguro, con una disminución de 150 puntos básicos.

Como resultado de todo ello, los ingresos trimestrales de nuestra cartera han pasado de 36,38 millones de euros en el tercer trimestre de 2014 de € a 23,65 millones en el último trimestre de 2019 en la SOCIMI 1, es decir, una reducción de 12,73 millones. La reducción de rentas en el la SOCIMI 2 durante el mismo periodo ha sido de 10,26 millones y en la SOCIMI 3 ha sido de 8,68 millones, pasando de unos ingresos de 26,63 millones a 17,95 millones durante ese periodo.

Aparentemente puede parecer que esta reducción de rentas ha hecho de la SOCIMI una inversión poco eficiente, pero hay que tener en cuenta que aparte de las rentas, o mejor dicho, de los dividendos cobrados, la otra fuente de rentabilidad de la SOCIMI es la plusvalía que se

genera con la venta de los activos. En este caso, una disminución de la renta nos implica una revalorización del valor de los activos. Como se verá más adelante, este es el caso de las SO-CIMI que estamos estudiando en nuestro modelo, y cuya explicación de revalorización se verá más adelante.

A este ingreso es necesario descontar unos gastos de gestión, que incluyen principalmente los gastos de estructura de la SOCIMI (sueldos, alquileres, administración, etc.). Estos gastos vienen cubiertos por la comisión de gestión aplicada del 0,5% sobre el capital aportado.

Asimismo, de los ingresos deducimos los gastos financieros. En nuestro modelo estamos financiando la cartera a tipo variable, asumiendo que cuando se constituyó ésta, las expectativas eran de bajadas de los tipos de interés, por lo que en aquel momento no compensaba cerrar la financiación a tipo fijo, con el consiguiente coste añadido del *swap* de cobertura.

El coste financiero es el producto de la deuda contraída por el interés efectivo, siendo el interés efectivo la suma del Euribor a 12 meses más el spread negociado con el banco. Se ha modelizado un suelo de tipo de interés del 1%, según explicado anteriormente. La deuda, 1.000 millones de €, es a su vez es el 50% del volumen total de la inversión.

Como la rentabilidad media de los activos de nuestras carteras es superior al coste de financiación, eso significa que cuanto mayor es el apalancamiento financiero, mayor será la rentabilidad de los recursos propios. El límite a este apalancamiento viene determinado por la necesidad de pagar el 80% del beneficio neto en dividendos. Con este nivel de deuda escogido del 50%, la mayor parte del flujo de caja se dedica tanto al pago de dividendos como al pago de intereses y repago del principal, quedando un remanente en caja muy poco significativo, pero necesario para imprevistos.

En el modelo hemos elegido el un sistema de cuota de amortización de deuda constante, con intereses ligados al Euribor. De hecho, en la proyección financiera se puede ver que los gastos financieros se han ido reduciendo muy significativamente, no sólo por la bajada de los tipos de interés, sino también por la disminución del principal de la deuda como consecuencia de

los repagos trimestrales. Por último, descontamos las amortizaciones, según ya se ha comentado en un apartado anterior, para el cálculo del Beneficio Neto, ya que, aunque la SOCIMI está exenta del pago del Impuesto de Sociedades, sin embargo, si tiene el requisito legal de repartir el 80% del Beneficio Neto para poder estar acogida a este régimen de exención fiscal.

Una vez proyectada la cuenta de resultados, hemos procedido a hacer una valoración a precio de mercado de la SOCIMI. Para ello hemos ido aplicando al total de los activos en cartera la revalorización de cada periodo, y deducido la deuda pendiente. Esto nos lleva a observar que la revalorización de la SOCIMI 1, la de perfil más agresiva, ha pasado de un valor inicial de 1.000 millones de € en el momento de su constitución en el tercer trimestre de 2014, a 1.816,90 millones en el tercer trimestre del año 2019, es decir, una revalorización del 81,69 % en el periodo, equivalente a una revalorización media anual de 12,05%. En la SOCIMI 2 la revalorización en el mismo periodo ha sido del 79,50%, y en la SOCIMI 3, la más conservadora, ha sido del 78,29%. Estas revalorizaciones están calculadas aplicando a los activos el índice de revalorización del INE, restando la deuda pendiente y añadiendo la caja acumulada en el periodo. Lógicamente, la revalorización de la SOCIMI 1 es la mayor ya que tiene un componente mayor de activos logísticos, que por su mayor riesgo tienen una rentabilidad mayor. En lo que respecta a la proyección de resultados resta decir que la T.I.R. del accionista ha sido en el caso de la SOCIMI 1 del 17,09% (incluyendo la rentabilidad obtenida por el pago de dividendos y así como la revalorización del activo). En nuestra modelización de la SOCIMI 2, la de riesgo y rendimiento medio, hemos obtenido una T.I.R. anual del 15,32%. Finalmente, la T.I.R. obtenida en nuestra SOCIMI más conservadora la SOCIMI 3 ha sido de un 14,37% la menor de las tres carteras, consistente con un menor riesgo.

#### **4.2. BENCHMARKING DE LAS CARTERAS**

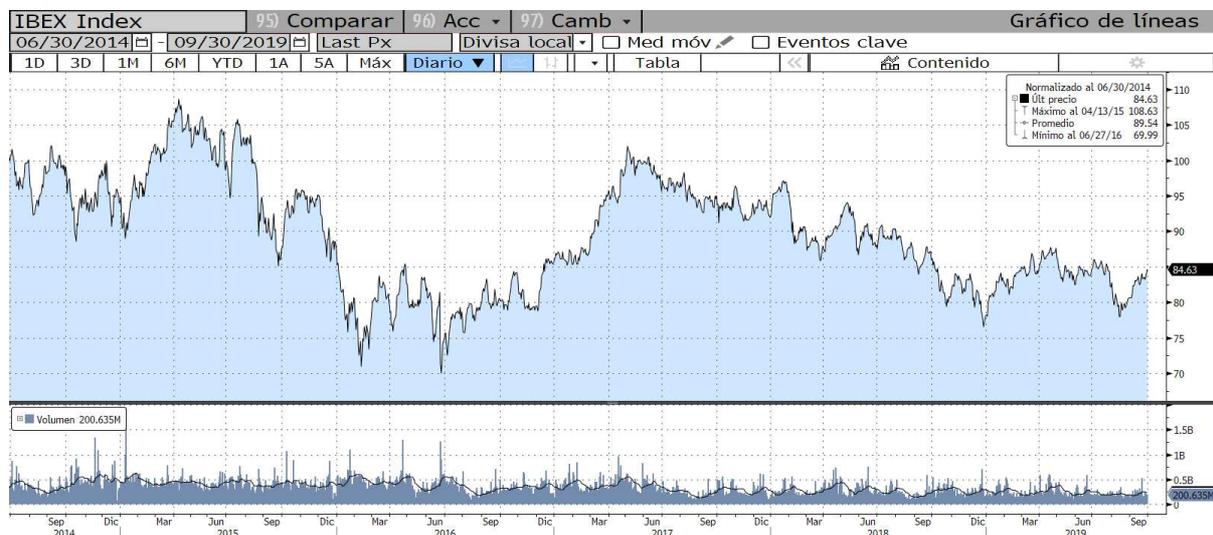
Con la finalidad de comparar los resultados obtenidos por las tres SOCIMIs previamente modelizadas con rentabilidades históricas, tanto del mercado de las REITs como del mercado de las SOCIMIs en España, se procede a contrastar con los índices y SOCIMIs previamente mencionados.

#### 4.2.1. SELECCIÓN DE BENCHMARKS

El índice IBEX 35 es utilizado como el índice de referencia en el mercado continuo español. Lo componen las 35 empresas que mejor cumplen requisitos de capitalización, liquidez y volumen negociado de las bolsas de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia. No todas las empresas que componen este índice tienen el mismo peso, es decir, se ha ponderado en función de la capitalización de cada una de ellas. Entre los componentes del índice encontramos dos SOCIMIs, Merlin Properties y Colonial, además de empresas de gran tamaño como Repsol, Inditex, Telefónica y Banco Santander. Este índice está compuesto por Bolsas y Mercados Españoles, el operador de todos los mercados de valores españoles (Banco Santander, 2019). A continuación, se puede observar la variación de este índice ajustado a base 100 en el periodo de nuestro estudio.

Gráfico 2: Variación del índice nacional IBEX 35 en el periodo de estudio.

(Normalizado a base 100)



Fuente: Elaboración Propia, datos obtenidos de Bloomberg Finance L.P. (2019)

Como *benchmarks* principales de nuestro modelo, usaremos las tres SOCIMIs de mayor capitalización del mercado continuo español. Ya mencionadas anteriormente, Merlin Properties, Colonial y Lar cuyas carteras están compuestas íntegramente por activos inmobiliarios. Geográficamente, los activos de estas tres SOCIMIs se encuentran localizados en España al igual

que nuestros hipotéticos activos. En cuanto a la composición de la cartera de estas SOCIMIs, tienen presentes activos *Logísticos, Oficinas, Centros Comerciales y High Street*. En el gráfico que se muestra a continuación, observamos la variación de estas tres SOCIMIs en el periodo estudiado, con valores ajustados a base 100 para facilitar su interpretación.

Gráfico 3: Variación de las principales SOCIMIs españolas en el periodo de estudio.  
(Normalizado a base 100)



Fuente: Elaboración Propia, datos obtenidos de Bloomberg Finance L.P. (2019)

Finalmente, usamos a modo de *benchmark* secundario los siguientes índices internacionales de REITs. En primer lugar, tenemos el índice FTSE Nareit Equity REITs. Este índice está compuesto por 163 REITs de geografía únicamente americana. Este índice está creado por la compañía FTSE Russell, una conocida empresa proveedora de índices. En segundo lugar, el índice MSCI World REIT Index. Este índice compuesto por Morgan Stanley Capital International anti-gua propiedad del conocido banco de inversión. Es una combinación ponderada de 74 diferentes REITs internacionales de 23 países desarrollados. Por último, el índice creado por Standard and Poors, conocida agencia de rating de nivel mundial, S&P Global REITs. Formado por 406 REITs internacionales de varios países entre los que se incluyen 3 SOCIMIs españolas. Todos estos índices cuentan con REITs o SOCIMIs operando en los principales sectores inmobiliarios incluidos Oficinas, Centros Comerciales, Logística y *High Street*. En el gráfico expuesto

a continuación podemos observar la trayectoria de estos índices junto con su rendimiento en el periodo de nuestro modelo.

Gráfico 4: Variación de los índices internacionales de REITs en el periodo de estudio.  
(Normalizado a base 100)



Fuente: Elaboración Propia, datos obtenidos de Bloomberg Finance L.P. (2019)

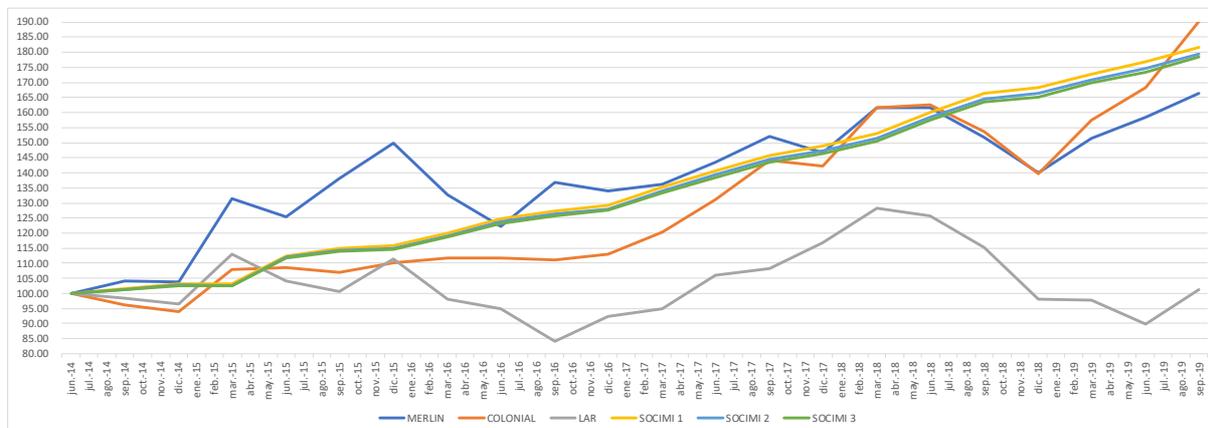
Todos los índices inmobiliarios internacionales muestran una variación estacional similar, aunque, de forma agregada, el que ha incrementado su valor en mayor medida ha sido el FTSE debido a su composición integra de SOCIMIs americanas, que han experimentado una mayor revalorización en el periodo.

#### 4.2.2. ANÁLISIS COMPARATIVO DE RENTABILIDADES Y RATIOS

Si en el epígrafe anterior se analizaba el *performance* de los *benchmarks*, en el presente se ponen en perspectiva los resultados anteriores frente a la evolución de la cotización de las tres SOCIMIs objeto de estudio. En el siguiente gráfico se puede observar dicha comparativa, destacando Colonial, con una revalorización de en torno al 90% en el periodo de estudio frente a Lar España, que se ha revalorizado únicamente en un 1.4%.

Gráfico 5: Variación del valor de mercado de las tres SOCIMIs objeto de estudio frente a las principales SOCIMIs del mercado español.

(Normalizado a base 100)

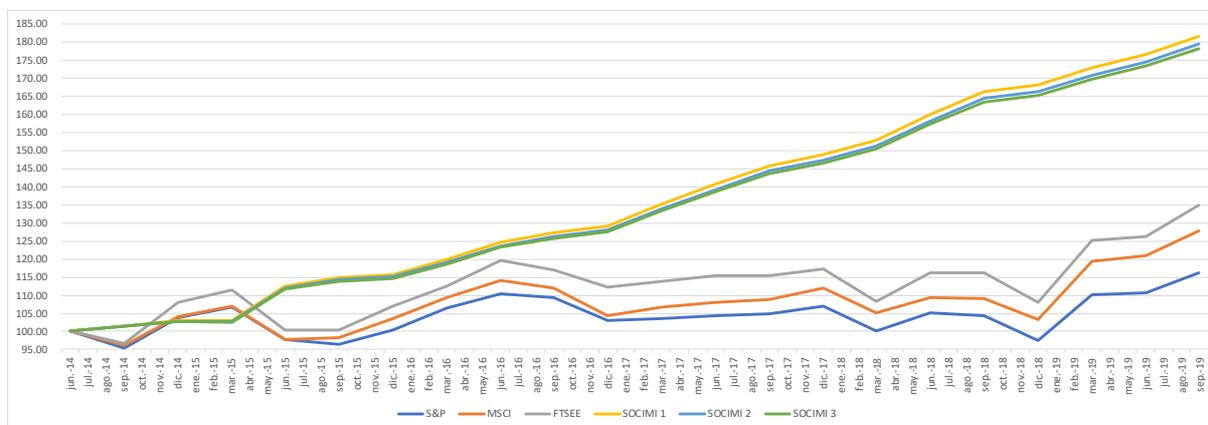


Fuente: Elaboración Propia, datos obtenidos de Bloomberg Finance L.P. (2019)

Por otro lado, resulta igualmente interesante poner en perspectiva la evolución de las tres SOCIMIs frente a los principales índices internacionales de REITs. En este caso, las rentabilidades obtenidas superan ampliamente a la de los índices internacionales, probablemente porque el punto de partida del sector inmobiliario español es mucho menor, después de la crisis financiera del año 2008.

Gráfico 6: Variación del valor de mercado de las tres SOCIMIs objeto de estudio frente a los principales índices internacionales de REITs.

(Normalizado a base 100)

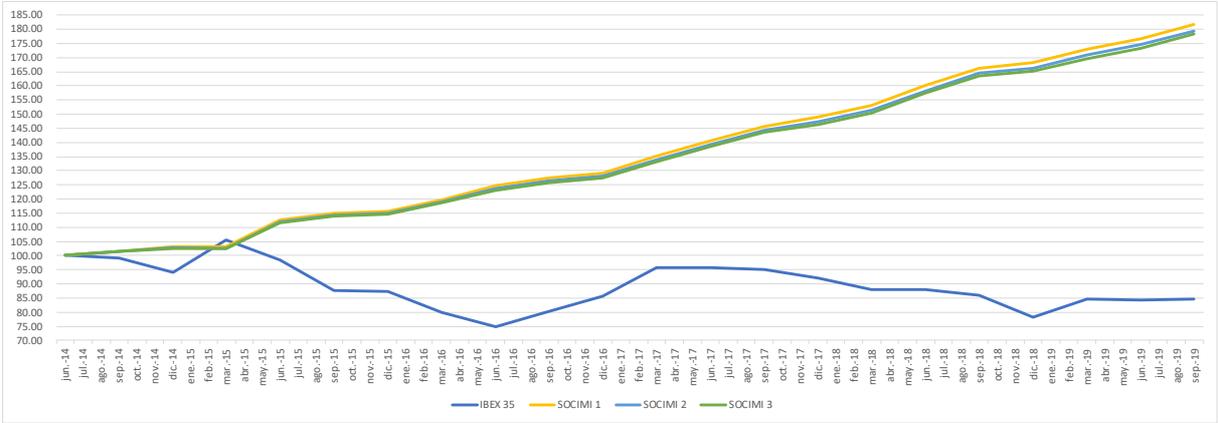


Fuente: Elaboración Propia, datos obtenidos de Bloomberg Finance L.P. (2019)

Por último, dado que la composición de la cartera será de activos españoles, tiene sentido la comparativa frente al índice de referencia Español, el IBEX 35. La incertidumbre política, la situación en Cataluña y otros elementos macroeconómicos como el Brexit, han repercutido negativamente en la evolución del índice de referencia español, que ha bajado un 15.4% en el periodo de referencia.

Sin embargo, nuestras carteras se ven afectadas fundamentalmente por la evolución del mercado inmobiliario y los tipos de interés. Como el mercado inmobiliario español había pasado por un periodo de profunda crisis, que afectó a la valoración de los activos, tiene sentido que, partiendo de esa base, la revalorización en el periodo de estudio sea de casi el 85%.

Gráfico 7: Variación del valor de mercado de las tres SOCIMIs objeto de estudio frente al IBEX 35.  
(Normalizado a base 100)



Fuente: Elaboración Propia, datos obtenidos de Bloomberg Finance L.P. (2019)

Para finalizar, se examinarán los principales ratios de gestión de carteras para las tres SOCIMIs objeto de estudio, frente a las SOCIMIs de referencia en España.

Tabla 2: Comparativa de ratios de rentabilidad y performance de las tres SOCIMIs objeto de estudio frente a las principales SOCIMIs del mercado español.

	SOCIMI 1	SOCIMI 2	SOCIMI 3	Merlín	Colonial	Lar
Rentabilidad en el periodo	81.69%	79.50%	78.29%	66.30%	90.21%	1.42%
Beta	-0.0578	-0.0575	-0.0574	0.7108	0.5229	0.6118
Alfa CAPM	0.793	0.772	0.759	0.640	0.879	(0.009)
Volatilidad trimestral	0.01919	0.01926	0.01933	0.086	0.068	0.092
Volatilidad anual	0.07674	0.07705	0.07732	0.344	0.271	0.368
Ratio de Sharpe	1.391	1.352	1.328	(0.040)	(0.051)	(0.037)
Asimetría	6.59%	5.19%	4.67%	-15.79%	28.27%	22.25%

*Fuente: Elaboración Propia, datos obtenidos de Bloomberg Finance L.P. (2019)*

En cuanto a la rentabilidad, las tres carteras propuestas ofrecen rentabilidades (78% - 82%) situadas entre las dos SOCIMIs más importantes: Merlín, con un 66.3% y Colonial, con un 90.21%.

Beta, por su parte, está condicionada por el hecho de que la revalorización de nuestras carteras no es fruto de la oferta y demanda del mercado, compraventa de acciones, sino únicamente la evolución del mercado inmobiliario español. Como consecuencia, las betas obtenidas son -0.05779 para la SOCIMI 1, -0.05746 para la SOCIMI 2 y -0.05744 para la SOCIMI 3 frente a una beta de entre 0.5 y 0.7 para las SOCIMIs españolas de referencia. En la misma línea, debido a que los valores de mercado de las tres carteras no son fruto de los vaivenes de la oferta y la demanda, sino la propia revalorización del activo, las volatilidades resultantes son significativamente menores que las de las SOCIMIs comparables. De esta forma, la desviación típica de los retornos trimestrales de las tres SOCIMIs analizadas, estaría fundamentalmente ligada a la evolución de las rentas de cada categoría de activo inmobiliario.

Por último, el ratio de Sharpe es una medida relevante para entender la relación entre la rentabilidad ofrecida por la cartera y la volatilidad a la que está expuesto el inversor. En este sentido, las tres carteras ofrecen una mayor rentabilidad por unidad de volatilidad en comparación con SOCIMIs como Merlín, Lar o Colonial.

En cuanto a la relación de los ratios obtenidos de nuestras diferentes carteras, podemos observar como la Beta de las tres carteras es negativa, ligeramente por debajo de cero, lo que

indica una relación inversa al mercado, aunque sólo ligeramente. Entre ellas, la SOCIMI 1, de mayor rentabilidad y riesgo tiene una relación más inversa al mercado al tener una Beta negativa mayor que las obtenidas en la SOCIMI 2 y la SOCIMI 3.

Por otro lado, el Alfa obtenido de nuestras tres carteras varía entre ellas siendo menor en el caso de la SOCIMI 3, de menor riesgo, y mayor en la SOCIMI 1, de mayor riesgo. Esto es debido a la composición de las tres carteras, al tener más activos de mayor riesgo, la SOCIMI 1 ha conseguido generar mayores beneficios batiendo en mayor medida al mercado que las otras dos SOCIMIs. Si bien es cierto que este resultado está influenciado por la evolución positiva del mercado inmobiliario en el periodo de estudio, si hubiese tenido un evolución negativa probablemente la SOCIMI 1 habría estado a la cola en cuanto a beneficios en términos relativos. Por otra parte, el ratio de Sharpe obtenido para las tres carteras corrobora el estudio, siendo mayor en la SOCIMI 1 con una composición de riesgo mayor y menor en la SOCIMI 3 con un elevado volumen de activos high street de bajo riesgo.

Finalmente, la asimetría refleja un mayor número de trimestres con resultados por encima de la media para la SOCIMI 1, en línea con su perfil de riesgo y de forma consistente con los resultados obtenidos más arriba para el resto de ratios. Comentar igualmente que los resultados están condicionados por la reciente evolución positiva del mercado inmobiliario en el periodo de estudio.

## 5. CONCLUSIONES

Las grandes gestoras de activos han canalizado históricamente los fondos de sus partícipes hacia fundamentalmente dos clases de activos: deuda y acciones. Únicamente las gestoras de activos alternativos y las patrimoniales han incluido los activos inmobiliarios como componentes clave de sus carteras debido fundamentalmente a sus rentabilidades estables e inmunización frente a las fluctuaciones del mercado y los ciclos macroeconómicos.

La llegada de las SOCIMIs al mercado español, ha abierto el sector inmobiliario al pequeño accionista. Sus ventajas fiscales y el reducido *ticket* de inversión, las han popularizado entre los inversores minoristas, motivando un estudio de su estructura financiera y fiscal, así como un modelo financiero que permita estructurar una cartera ajustada al perfil de riesgo de cada inversor.

Por un lado, se han definido los principales criterios, tanto financieros como cualitativos, para la selección de activos inmobiliarios, de forma que se puedan construir a continuación tres carteras tipo, ajustadas a tres perfiles diferentes de riesgo.

Mediante un modelo financiero trimestral, se ha podido analizar no sólo la evolución del activo, en base a revalorizaciones, sino las elevadas tasas de rentabilidad para el accionista, resultado de la exigencia de repartir un 80% de dividendo sobre el beneficio obtenido. Lo anterior es fruto, tanto de la capacidad de generación de rentas, como el efecto del apalancamiento financiero que dichas estructuras presentan habitualmente.

Para analizar la razonabilidad de dichas estructuras, se ha realizado una comparativa tanto a nivel local, con las SOCIMIs de referencia en España, como a nivel internacional, con los principales índices de REITs globales. En ambos casos, las rentabilidades obtenidas en las SOCIMIs modelizadas han estado en línea. Las medidas de riesgo, tanto volatilidad como ratios de

Sharpe, presentan un nivel inferior en nuestras carteras como consecuencia de la falta de exposición a la oferta y demanda del mercado de acciones, únicamente los precios del mercado inmobiliario.

Sin embargo, la inversión en SOCIMIs presenta ciertas incertidumbres a futuro: el trabajo realizado ha puesto de relevancia el efecto de los cambios en los tipos de interés y el nivel de apalancamiento en los retornos para el accionista. Incrementos en el EURIBOR por encima del 3% o apalancamientos de la SOCIMI por debajo del 30% penalizarían significativamente la TIR del accionista, haciendo inviable esta estructura como forma de gestionar activos inmobiliarios. Por otro lado, una de las grandes ventajas actuales de estas estructuras, su exención fiscal, está en entredicho ante la llegada del nuevo gobierno, que ya ha anunciado cambios en la fiscalidad de los vehículos de inversión inmobiliaria.

## 6. BIBLIOGRAFÍA

- Agencia Tributaria (2019). Régimen especial de SOCIMI. [ en línea ] disponible en < <https://www.agenciatributaria.es/AEAT.internet/Inicio/ Segmentos /Empresas y profesionales/Empresas/Impuesto sobre Sociedades/Periodos impositivos iniciados hasta 31 12 2014/Regimenes tributarios especiales/Regimen Especial de SOCIMI.shtml> > [ consulta: Noviembre 2019 ]
- Aranda, J. L. (2019). España es el segundo país del mundo con más SOCIMIs. Periódico EL PAIS. [ en línea ] disponible en < [https://elpais.com/economia/2019/03/25/actualidad/1553537169\\_582242.html](https://elpais.com/economia/2019/03/25/actualidad/1553537169_582242.html) > [ consulta: Noviembre 2019 ]
- Ashurst (2015). El régimen legal de los REIT españoles (SOCIMI). [ en línea ] disponible en < <https://www.ashurst.com/es-es/news-and-insights/legal-updates/legal-regime-for-spanish-reit-socimi/> > [ consulta: Noviembre 2019 ]
- Banco Santander (2019). Ibex 35. [ en línea ] disponible en < <https://www.bancosantander.es/es/diccionario-financiero/ibex-35> >
- BBVA Inmobiliario (2016). ¿Qué son las SOCIMIs? [ en línea ] disponible en < <https://www.bbva.com/es/que-son-las-socimis/> > [ consulta: Noviembre 2019 ]
- Blázquez, J. L. (2017). Criterios para la formación de carteras y asignación de activos. European Financial Planning Association. [ en línea ] disponible en < <https://www.efpa.es/actualidad/articulos/articulo-por-jose-luis-blazquez-en-banca-privada-criterios-para-la-formacion-de-carteras-y-asignacion-de-activos-> > [ consulta: Noviembre 2019 ]
- Bloomberg Finance L.P. (2019). Terminal particular de empresa. [ consulta: Diciembre 2019 ]
- Boletín Oficial del Estado (2009). Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario. [ en línea ] disponible en < <https://www.boe.es/buscar/pdf/2009/BOE-A-2009-17000-consolidado.pdf> > [ consulta: Noviembre 2019 ]
- Boletín Oficial del Estado (2012). Ley 16/2012, de 27 de diciembre, por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y

- al impulso de la actividad económica. [ en línea ] disponible en < <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2012-15650> > [ consulta: Noviembre 2019]
- Bolsa de Madrid (2019). Merlin Properties SOCIMI, S.A. [ en línea ] disponible en < <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0105025003> > [ consulta: Noviembre 2019 ]
  - Bolsa de Madrid (2019). Búsqueda de Emisora [ en línea ] disponible en < <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/BusqEmpresas.aspx?busq=socimi> > [ consulta: Noviembre 2019 ]
  - Bolsas y Mercados Españoles (2019). Listado cotizadas. [ en línea ] disponible en < <https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/SOCIMI/Listado.aspx> > [ consulta : Noviembre 2019]
  - Bolsas y Mercados Españoles (2019). SOCIMIs. Estabilidad e inversión en el sector inmobiliario. Informe de mercado 2019. [ en línea ] disponible en < [https://www.bolsasymercados.es/docs/BME/docsSubidos/SOCIMIs\\_BME-JLL\\_2019.pdf](https://www.bolsasymercados.es/docs/BME/docsSubidos/SOCIMIs_BME-JLL_2019.pdf) > [ consulta: Noviembre 2019 ]
  - BREEAM (2019). Esquemas de certificación. [ en línea ] disponible en < <http://www.breeam.es/certifica/esquemas-de-certificacion> > [ consulta: Noviembre 2019 ]
  - CaixaBank Research (2019). Indicadores y Previsiones. [ en línea ] disponible en < <https://www.caixabankresearch.com/indicadores-y-previsiones> > [ consulta: Noviembre 2019 ]
  - CBRE Research Spain (2019). Real Estate Market Outlook [ en línea ] disponible en < <https://www.cbre.es/es-es/research-and-reports/market-outlook-espana> > [ consulta: Noviembre 2019 ]
  - INMOCOLONIAL (2019). Colonial at a glance. [ en línea ] disponible en < <https://www.inmocolonial.com/en/company/colonial-glance> > [ consulta: Noviembre 2019]

- Instituto Nacional de Estadística (2019). Índice de Precios de Vivienda Trimestrales. [ en línea ] disponible en < [https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica\\_C&cid=1254736152838&menu=resultados&idp=1254735976607](https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736152838&menu=resultados&idp=1254735976607) > [ consulta : Noviembre 2019 ]
- Mathrani, S. (2019). Growing the Global REIT Market. Nareit. [ en línea ] disponible en < <https://www.reit.com/news/reit-magazine/september-october-2019/growing-global-reit-market> > [ consulta : Noviembre 2019 ]
- Merlin Properties (2019). Activos. [ en línea ] disponible en < <https://www.merlinproperties.com/activos/#map-activos> > [ consulta: Noviembre 2019 ]
- Merlin Properties (2019). Oficinas, Madrid, Torre Castellana 259. [ en línea ] disponible en < <https://www.merlinproperties.com/portfolio/paseo-de-la-castellana-259/> > [ consulta: Noviembre 2019 ]
- Merlin Properties (2018). Cuentas Anuales. [ en línea ] disponible en < [https://www.merlinproperties.com/wp-content/uploads/2019/03/MERLIN-CCAA-Individuales-2018-vf.sinIG .pdf](https://www.merlinproperties.com/wp-content/uploads/2019/03/MERLIN-CCAA-Individuales-2018-vf.sinIG.pdf) > [ consulta: Noviembre 2019 ]
- Moreno, M. (2019). Los fondos comienzan a suprimir la comisión de gestión por los tipos cero. Periódico CINCODIAS. [ en línea ] disponible en < [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/09/26/mercados/1569508593\\_252217.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/09/26/mercados/1569508593_252217.html) > [ consulta: Noviembre 2019 ]
- MSCI (2019). MSCI WORLD REITS INDEX (USD). [ en línea ] disponible en < <https://www.msci.com/documents/10199/ddf1037b-481a-4b17-a2a7-ba9c51043b45> > [ consulta: Noviembre 2019 ]
- Nareit (2019). History of REITs [ en línea ] disponible en < <https://www.reit.com/what-reit/history-reits> > [ consulta : Noviembre 2019]
- Pérez, D. M. (2013). La primera SOCIMI española empieza a cotizar esta semana. Periódico CINCODIAS. [ en línea ] disponible en < [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2013/11/26/mercados/1385462841\\_314812.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2013/11/26/mercados/1385462841_314812.html) > [ consulta: Noviembre 2019 ]

- Rosell, J. (2019). Las SOCIMIs representan el 2% del PIB español en su décimo cumpleaños. MERCA2. [ en línea ] disponible en < <https://www.merca2.es/socimis-espana-pib/> > [ consulta: Noviembre 2019 ]
- Ruiz, A. S. (2018). Las cuatro grandes SOCIMIs ya controlan 30.000 millones en inmuebles. Periódico CINCODIAS. [ en línea ] disponible en < [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/08/07/companias/1533663960\\_560101.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/08/07/companias/1533663960_560101.html) > [ consulta: Noviembre 2019]
- Ruiz, R (2019). Invertir en vivienda en alquiler ofrece retornos de 7,7%. Periódico EXPANSIÓN. [ en línea ] disponible en < <https://www.expansion.com/economia/2019/11/24/5dd7bfbc468aebf6358b465f.html> > [ consulta: Noviembre 2019]
- S&P Dow Jones Indices (2019). S&P Global REIT (USD). [ en línea ] disponible en < <https://us.spindices.com/indices/equity/sp-global-reit-us-dollar> > [ consulta: Noviembre 2019]
- Spain Green Building Council (2019). Programas de CCVE. [ en línea ] disponible en < <http://www.spaingbc.org/web/programas-ccve.php> > [ consulta: Noviembre 2019]
- Vélez, A. M. (2019). Las cifras de las SOCIMIs: logran 2.200 millones de beneficio y el 75% tiene cinco o menos empleados. Periódico ELDIARIO. [ en línea ] disponible en < [https://www.eldiario.es/economia/cifras-socimi-millones-beneficio-empleados\\_0\\_906760012.html](https://www.eldiario.es/economia/cifras-socimi-millones-beneficio-empleados_0_906760012.html) > [ consulta: Noviembre 2019 ]

MODELO FINANCIERO PARTE 1

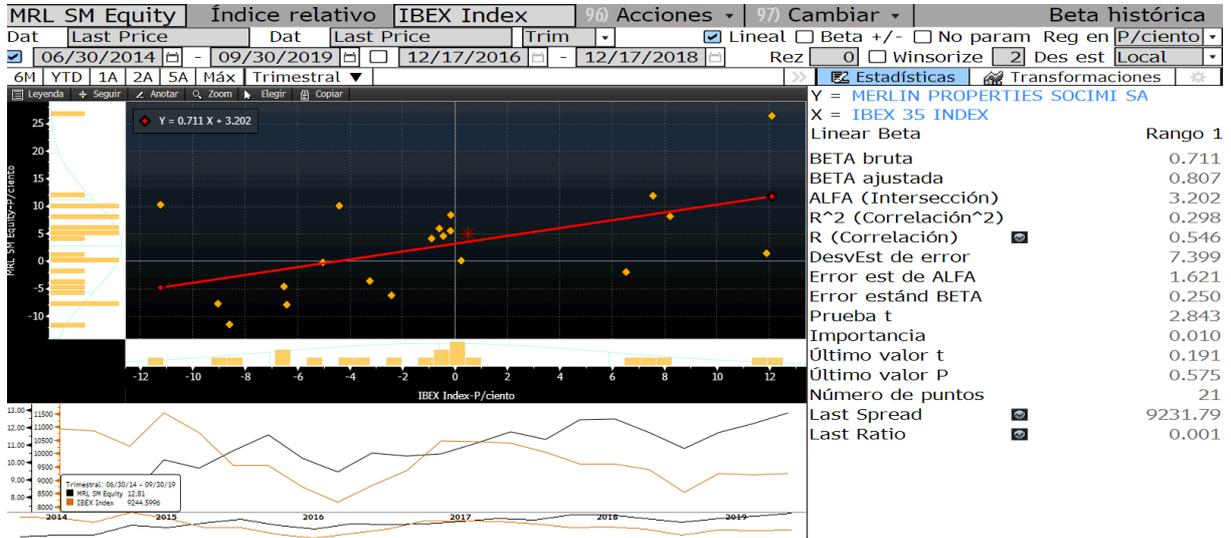
Principales hipotesis																							
Cartera de activos		SOCIMI 1					Financiacion			Hipotesis operativas													
Activo bruto	2,000.00	LOGISTICA	OF + CC	HIGH STREET		Apalancamiento	50%	Gastos generales	0.50%														
Composicion	% SOCIMI	MM EUR	SOCIMI 1	SOCIMI 2	SOCIMI 3	Deuda	1000	amortizacion con	2%														
Oficinas	10%	200	10%	35%	10%	Capital	1000	Diferencial del bi	1.50%														
High Street	10%	200	10%	15%	70%	Años deuda	30	Floor EURIBOR	1.00%														
Logistica	70%	1400	70%	15%	10%																		
Centros comerciales	10%	200	10%	35%	10%																		
	100%	2,000.00	100%	100%	100%																		
Calculo de rentas																							
		2014			2015				2016				2017				2018				2019		
		T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	
CBRE	office	5.50%	5.25%	5.00%	4.75%	4.75%	4.50%	4.25%	4.25%	4.25%	4.00%	4.00%	4.00%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.50%	3.50%
CBRE	high street	4.75%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	3.75%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%
CBRE	logistica	8.00%	8.00%	7.75%	7.75%	7.00%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.25%	6.25%	6.25%	6.00%	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%	5.55%	5.25%	5.15%
CBRE	centros comer	6.50%	6.00%	5.50%	5.50%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	5.00%	4.75%	4.75%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
INE	Variacion de v	0.20%	0.20%	-0.56%	4.18%	0.67%	-0.05%	1.45%	1.78%	0.79%	0.40%	2.26%	2.01%	1.84%	0.90%	1.35%	2.56%	2.16%	0.38%	1.49%	1.15%	1.58%	
CAIXABANK	EURIBOR	0.44%	0.33%	0.26%	0.17%	0.16%	0.09%	0.01%	-0.02%	-0.05%	-0.08%	-0.10%	-0.13%	-0.16%	-0.19%	-0.19%	-0.19%	-0.17%	-0.14%	-0.11%	-0.14%	-0.33%	
Renta ponderada por composicion cartera		7.28%	7.18%	6.93%	6.90%	6.35%	5.98%	5.88%	5.85%	5.85%	5.63%	5.60%	5.60%	5.35%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	5.04%	4.80%	4.73%	

Fuente: Elaboración propia

PROYECCIONES DE BENFICIO																								
Año	Inicial	2014				2015				2016				2017				2018				2019		
		T3	T4	T1	T2	T3																		
Trimestre																								
Ingresos por rentas		36.38	35.88	34.63	34.50	31.75	29.88	29.38	29.25	29.25	28.13	28.00	26.75	26.23	26.23	26.23	26.23	25.18	24.00	23.65				
Gastos operativos		-1.25	-1.25	-1.25	-1.25	-1.25	-1.25	-1.25	-1.25	-1.25	-1.25	-1.25	-1.25	-1.25	-1.25	-1.25	-1.25	-1.25	-1.25	-1.25	-1.25	-1.25		
Coste de deuda		-4.81	-4.50	-4.29	-4.04	-3.98	-3.78	-3.55	-3.45	-3.35	-3.25	-3.18	-3.08	-2.99	-2.89	-2.87	-2.84	-2.85	-2.89	-2.92	-2.83	-2.41		
Amortización 65%		-6.50	-6.50	-6.50	-6.50	-6.50	-6.50	-6.50	-6.50	-6.50	-6.50	-6.50	-6.50	-6.50	-6.50	-6.50	-6.50	-6.50	-6.50	-6.50	-6.50	-6.50		
<b>Beneficio neto</b>		<b>23.82</b>	<b>23.63</b>	<b>22.59</b>	<b>22.71</b>	<b>20.02</b>	<b>18.35</b>	<b>18.07</b>	<b>18.05</b>	<b>18.15</b>	<b>17.12</b>	<b>17.07</b>	<b>17.17</b>	<b>16.01</b>	<b>15.58</b>	<b>15.61</b>	<b>15.64</b>	<b>15.62</b>	<b>15.59</b>	<b>14.50</b>	<b>13.42</b>	<b>13.49</b>		
<b>PROYECCIONES DE FLUJO DE CAJA</b>																								
Beneficio neto		23.82	23.63	22.59	22.71	20.02	18.35	18.07	18.05	18.15	17.12	17.07	17.17	16.01	15.58	15.61	15.64	15.62	15.59	14.50	13.42	13.49		
(+) Amortización		6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50		
Dividendo 80%		19.05	18.90	18.07	18.17	16.02	14.68	14.46	14.44	14.52	13.70	13.66	13.73	12.81	12.47	12.49	12.51	12.50	12.47	11.60	10.73	10.79		
<b>Caja generada para repago deuda</b>		<b>11.26</b>	<b>11.23</b>	<b>11.02</b>	<b>11.04</b>	<b>10.50</b>	<b>10.17</b>	<b>10.11</b>	<b>10.11</b>	<b>10.13</b>	<b>9.92</b>	<b>9.91</b>	<b>9.93</b>	<b>9.70</b>	<b>9.62</b>	<b>9.62</b>	<b>9.63</b>	<b>9.62</b>	<b>9.62</b>	<b>9.40</b>	<b>9.18</b>	<b>9.20</b>		
Devolucion de principal		8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33		
<b>Caja generada</b>		<b>2.93</b>	<b>2.89</b>	<b>2.68</b>	<b>2.71</b>	<b>2.17</b>	<b>1.84</b>	<b>1.78</b>	<b>1.78</b>	<b>1.80</b>	<b>1.59</b>	<b>1.58</b>	<b>1.60</b>	<b>1.37</b>	<b>1.28</b>	<b>1.29</b>	<b>1.29</b>	<b>1.29</b>	<b>1.28</b>	<b>1.07</b>	<b>0.85</b>	<b>0.86</b>		
		-1.95	-2.10	-1.95	-1.95	-1.50	-1.20	-1.65	-1.80	-1.80	-1.65	-1.65	-1.65	-1.65	-1.56	-1.56	-1.56	-1.56	-1.56	-1.38	-1.20	-1.14		
<b>Activo total</b>																								
Caja acumulada	0,00	2.93	5.82	8.51	11.21	13.39	15.22	17.00	18.78	20.58	22.17	23.75	25.35	26.72	28.00	29.29	30.58	31.87	33.16	34.22	35.07	35.94		
Activo inmobiliario	2,000.00	2,004.07	2,008.04	1,996.82	2,080.20	2,094.07	2,092.97	2,123.34	2,161.07	2,178.21	2,186.83	2,236.23	2,281.08	2,323.06	2,344.03	2,375.79	2,436.67	2,489.35	2,498.92	2,536.19	2,565.47	2,605.96		
<b>Activo total</b>		<b>2,007.00</b>	<b>2,013.86</b>	<b>2,005.32</b>	<b>2,091.42</b>	<b>2,107.45</b>	<b>2,108.19</b>	<b>2,140.34</b>	<b>2,179.85</b>	<b>2,198.79</b>	<b>2,209.00</b>	<b>2,259.97</b>	<b>2,306.43</b>	<b>2,349.78</b>	<b>2,372.03</b>	<b>2,405.07</b>	<b>2,467.25</b>	<b>2,521.23</b>	<b>2,532.08</b>	<b>2,570.41</b>	<b>2,600.54</b>	<b>2,641.90</b>		
Deuda	1000.00	991.67	983.33	975.00	966.67	958.33	950.00	941.67	933.33	925.00	916.67	908.33	900.00	891.67	883.33	875.00	866.67	858.33	850.00	841.67	833.33	825.00		
Valor de mercado	1,000.00	1,015.33	1,030.53	1,030.32	1,124.75	1,149.12	1,158.19	1,198.68	1,246.51	1,273.79	1,292.33	1,351.64	1,406.43	1,458.11	1,488.70	1,530.07	1,600.59	1,662.89	1,682.08	1,728.75	1,767.21	1,816.90		
% de revalorización		1.53%	1.50%	-0.02%	9.16%	2.17%	0.79%	3.50%	3.99%	2.19%	1.46%	4.59%	4.05%	3.67%	2.10%	2.78%	4.61%	3.89%	1.15%	2.77%	2.22%	2.81%		
<b>PROYECCIONES DE FLUJO DEL ACCIONISTA</b>																								
Dividendos		19.05	18.90	18.07	18.17	16.02	14.68	14.46	14.44	14.52	13.70	13.66	13.73	12.81	12.47	12.49	12.51	12.50	12.47	11.60	10.73	10.79		
Valor residual																						1,816.90		
<b>Flujos de caja al accionista</b>	<b>-1000.00</b>	<b>19.05</b>	<b>18.90</b>	<b>18.07</b>	<b>18.17</b>	<b>16.02</b>	<b>14.68</b>	<b>14.46</b>	<b>14.44</b>	<b>14.52</b>	<b>13.70</b>	<b>13.66</b>	<b>13.73</b>	<b>12.81</b>	<b>12.47</b>	<b>12.49</b>	<b>12.51</b>	<b>12.50</b>	<b>12.47</b>	<b>11.60</b>	<b>10.73</b>	<b>1827.69</b>		
<b>ANALISIS DE RENTABILIDADES Y PARÁMETROS DE LA CARTERA</b>																								
TIR trimestral		4.02%																						
TIR anual		17.09%																						
Revalorización de mercado		81.69%																						
<b>Rentabilidad anual</b>		<b>12.05%</b>																						
Rentabilidad anual - SOCIMI 1		12.0%																						
Rentabilidad anual - SOCIMI 2		11.8%																						
Rentabilidad anual - SOCIMI 3		11.6%																						

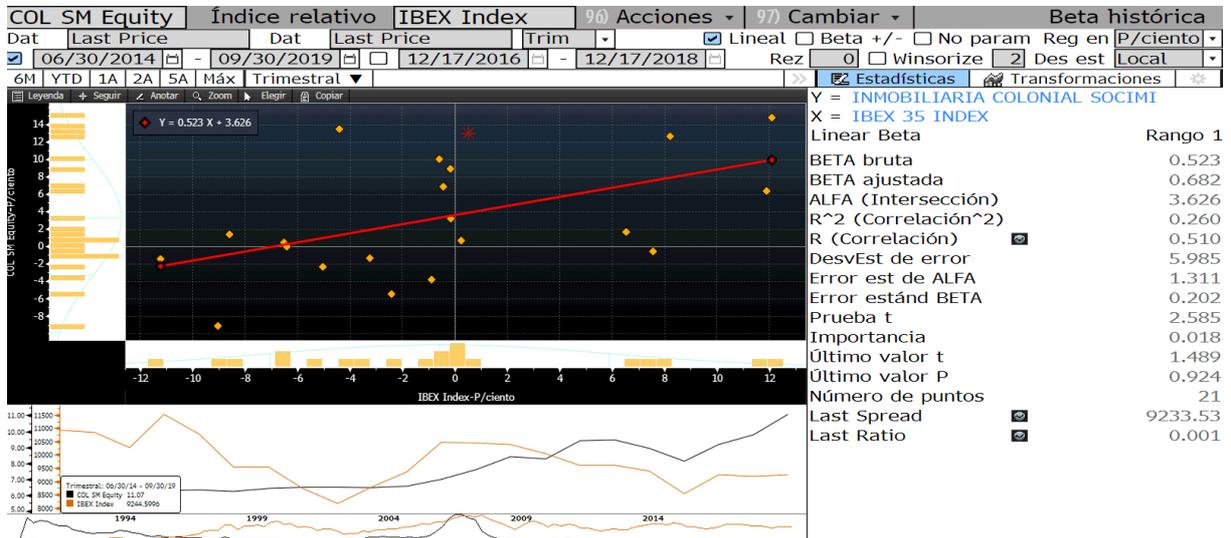
Fuente: Elaboración propia

## BETA MERLIN PROPERTIES



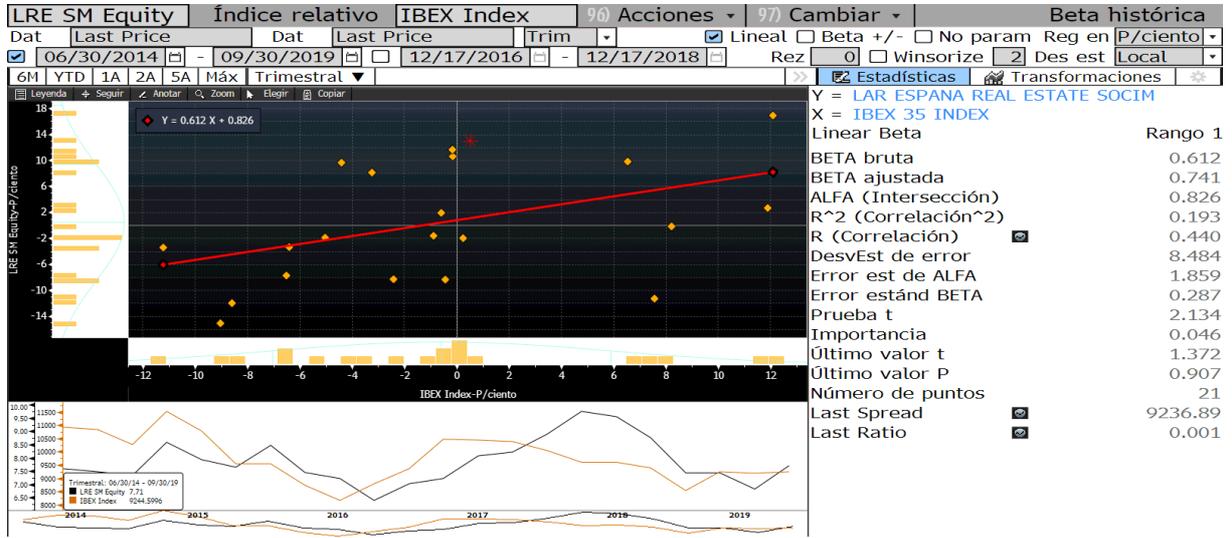
Fuente: Elaboración propia, datos Bloomberg

## BETA COLONIAL



Fuente: Elaboración propia Bloomberg

# BETA LAR



Fuente: Elaboración propia Bloomberg