



TRABAJO FIN DE MÁSTER

“ANÁLISIS DE OPORTUNIDAD DE INVERSIÓN EN EL SECTOR HOTELERO ESPAÑOL”

Máster Universitario en Instituciones y Mercados Financieros (MUIMF) Colegio Universitario de Estudios Financieros

Alejandro CARBONELL BARBERA

Lluís CHAVARRÍA NAVARRO

José COVAS BRIZ

Carlos MUÑOZ SÁNCHEZ

Sara ZIFFERER GÁMEZ

Tutor: Prof. Miguel Ángel IGLESIAS HERNÁNDEZ

2019/20

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1.	INTRODUCCIÓN.....	10
2.	TIPOLOGÍA DE VEHÍCULOS.....	12
2.1.	EVOLUCIÓN DE LOS DIFERENTES VEHÍCULOS.....	12
2.1.1.	SOCIMI.....	12
2.1.2.	IIC Inmobiliaria.....	17
2.2.	MARCO JURÍDICO.....	20
2.2.1.	Objeto social.....	21
2.2.2.	Requisitos y obligaciones.....	22
2.2.3.	Régimen fiscal especial.....	28
3.	EXPLICACIÓN DEL ENTORNO.....	29
3.1.	EVOLUCIÓN/ANTECEDENTES DEL SECTOR.....	29
3.2.	CRISIS CORONAVIRUS 2020.....	40
3.2.1.	Impacto en el turismo.....	40
3.2.2.	Expectativas y posibles escenarios.....	45
3.3.	JUSTIFICACIÓN DE LA ELECCIÓN SECTOR HOTELERO.....	48
3.3.1.	Introducción.....	48
3.3.2.	Resistencia a las crisis.....	49
3.3.3.	Tendencia creciente en turismo y gasto en alojamiento.....	51
3.3.4.	Turistas españoles.....	52
3.3.5.	Turistas procedentes de Asia.....	53
3.3.6.	Conclusiones.....	55
3.4.	ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO DE LA INVERSIÓN HOTELERA 57	
3.4.1.	Modelos de negocio en el sector hotelero.....	57
3.4.2.	Relación entre los distintos tipos de negocio.....	58
3.4.3.	Relación entre los modelos de negocio.....	58
3.5.	ENTORNO INVERSOR DEL SECTOR HOTELERO EN ESPAÑA.....	60
3.5.1.	Contexto de mercado.....	60

3.5.2.	La inversión hotelera en España.....	61
3.5.3.	Sector hotelero urbano vs Sector hotelero vacacional.....	63
3.5.4.	Distribución geográfica de la inversión.....	64
3.5.5.	Inversión en reformas.....	65
3.5.6.	Operaciones de cartera vs Activos individuales.....	66
3.5.7.	Principales inversores y el perfil de los inversores.....	67
3.5.8.	Perspectivas para 2020 y en adelante.....	68
4.	INVESTMENT CRITERIA.....	69
4.1.	MODELO DE NEGOCIO.....	69
4.2.	TIPOLOGÍA DE ACTIVOS.....	70
4.3.	ADR Y ESTRATEGIA DE VALOR AÑADIDO DE LA MARCA.....	71
4.4.	LOCALIZACIÓN DE LAS PROPIEDADES.....	72
4.5.	ESTRATEGIAS DE ARRENDAMIENTO.....	73
4.6.	ESTRATEGIA DE POSICIONAMIENTO.....	73
5.	PORTAFOLIO DE HOTELES.....	74
5.1.	MARCO TEÓRICO VALORACIÓN.....	74
5.1.1.	Valoración por DCF.....	75
5.2.	VALORACIÓN HOTEL LA BARRACUDA.....	76
5.3.	VALORACIÓN HOTEL SAN BAULO.....	80
5.4.	VALORACIÓN HOTEL ANNAPURNA.....	85
5.5.	VALORACIÓN HOTEL PARAÍSO MAR.....	89
5.6.	VALORACIÓN HOTEL PALLADIUM CALA LLONGA.....	93
6.	ESTRATEGIA Y ESTRUCTURA DEL VEHÍCULO.....	96
6.1.	ESTRUCTURA DEL VEHÍCULO.....	96
6.1.1.	Generación de ingresos.....	96
6.1.2.	Gastos operativos.....	98
6.1.3.	Amortización.....	99
6.2.	ESTRATEGIA DEL VEHÍCULO.....	99
6.2.1.	Horizonte temporal.....	100
6.2.2.	Política de financiación.....	102
6.2.3.	Plan de desinversión.....	108

7.	ANÁLISIS DE RENTABILIDAD RIESGO	111
7.1.	TIR	111
7.2.	SENSIBILIDADES	113
8.	CONCLUSIONES.....	117
9.	BIBLIOGRAFÍA.....	121
10.	GLOSARIO.....	124
11.	ANEXOS	125
11.1.	ANEXO I: TRANSACCIONES HISTÓRICAS Y VALORES MEDIOS DE MERCADO	125
11.1.	ANEXO II: REFORMAS HISTÓRICAS.....	126
11.2.	ANEXO III: DATOS OBTENIDOS DEL MODELO FINANCIERO	127
11.2.1.	Resumen resultados modelo financiero	127
11.2.2.	Son Baulo.....	134
11.2.3.	Annapurna.....	140
11.2.4.	La Barracuda.....	149
11.2.5.	Paladium	156
11.2.6.	Paraíso del Mar	164

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1: Nº DE SOCIMI EN ESPAÑA.....	16
GRÁFICO 2: PIB vs. PIB TURÍSTICO (% VARIACIÓN 2001-2012)	32
GRÁFICO 3: DIFERENCIA INTERANUAL EN MILES DE PERNOCTACIONES POR MERCADO DE ORIGEN 2015-2016	35
GRÁFICO 4: TASA DE VARIACIÓN PERNOCTACIONES POR MERCADO DE ORIGEN 2015-2016	35
GRÁFICO 5: EVOLUCIÓN DE VUELOS Y LLEGADAS DE TURISTAS POR NACIONALIDAD DE PROCEDENCIA .	38
GRÁFICO 6: PERNOCTACIONES TOTALES POR ZONAS (TASA VARIACIÓN INTERANUAL)	40
GRÁFICO 7: APOORTE DE LA HOSTELERÍA AL PIB (%) 2020	41
GRÁFICO 8: PERNOCTACIONES HOTELERAS EN ESPAÑA (2019-2020)	42
GRÁFICO 9: FACTURACIÓN SECTOR TURÍSTICO ESPAÑOL 2020 VS 2019.....	43
GRÁFICO 10: TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL (%)	43
GRÁFICO 11: % DE CONTAGIOS DE COVID-19 EN LOS PAÍSES COMPETIDORES DE TURISMO "SOL Y PLAYA"	44
GRÁFICO 12: EVOLUCIÓN INTERANUAL PIB TURÍSTICO 2019-2020	45
GRÁFICO 13: ESCENARIO A3	46
GRÁFICO 14: ESCENARIO A1	46
GRÁFICO 15: EVOLUCIÓN ESTIMADA DE LOS INGRESOS HOTELEROS	47
GRÁFICO 16: ESCENARIO A1	47
GRÁFICO 17: REVPAR 2008-2019.	49
GRÁFICO 18: OCUPACIÓN (%) 2007-2019.....	50
GRÁFICO 19: ÍNDICE DE INGRESOS HOTELEROS (BASE 2008).....	50
GRÁFICO 20: GASTO ACUMULADO EN ALOJAMIENTO.....	52
GRÁFICO 21: EVOLUCIÓN TURISTAS ASIÁTICOS EN ESPAÑA.	55
GRÁFICO 22: VOLUMEN DE INVERSIÓN TOTAL EN HOTELES 2007-2019 (€ EN MILLONES).	56
GRÁFICO 23: EVOLUCIÓN VISITANTES EXTRANJEROS 2014-2019.	60
GRÁFICO 24: EVOLUCIÓN OFERTA-DEMANDA 2014-2019.	61
GRÁFICO 25: EVOLUCIÓN VOLUMEN TOTAL INVERSIÓN HOTELERA 2006-2019 (M€).	62
GRÁFICO 26: EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE INVERSIÓN 2018-2019 (M€).....	63
GRÁFICO 27: EVOLUCIÓN POR TIPOLOGÍA DE ACTIVOS (%) 2015-2019.	63
GRÁFICO 28: DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LA INVERSIÓN HOTELERA.....	65
GRÁFICO 29: EVOLUCIÓN VOLUMEN TOTAL INVERSIÓN (M€).	66
GRÁFICO 30: EVOLUCIÓN DE LAS OPERACIONES DE CARTERA VS ACTIVO INDIVIDUAL M€ (2015-2019)	66

GRÁFICO 31: ORIGEN Y PERFIL DEL CAPITAL	68
GRÁFICO 32: PERNOCACIONES TOTALES (2005-2019)	77
GRÁFICO 33: EVOLUCIÓN ADR TORREMOLINOS Y BENALMÁDENA	78
GRÁFICO 34: OCUPACIÓN DE MALLORCA VS. ALCUDIA.....	81
GRÁFICO 35: EVOLUCIÓN OCUPACIÓN MALLORCA VS. ALCUDIA	82
GRÁFICO 36: CASH FLOW DEL ACCIONISTA EN LAS FASES DE LA ESTRATEGIA	102
GRÁFICO 37: SERVICIO DE LA DEUDA A 5 Y 7 AÑOS (EN MILLONES DE €)	103
GRÁFICO 38: PROPORCIÓN EQUITY – DEUDA 1	104
GRÁFICO 39: PROPORCIÓN DEUDA - EQUITY 2	106
GRÁFICO 40: DIVIDEND YIELD CON Y SIN DEUDA.	108
GRÁFICO 41: VALOR MEDIO DE MERCADO POR HABITACIÓN	125
GRÁFICO 42: VOLUMEN NACIONAL DE INVERSIÓN	126

ÍNDICE DE TABLAS

TABLA 1: EVOLUCIÓN HISTÓRICA REIT	13
TABLA 2: TIPOS DE SOCIMI	17
TABLA 3: EVOLUCIÓN FII Y SII.....	19
TABLA 4: ENDEUDAMIENTO SOCIMI	27
TABLA 5: EVOLUCIÓN ADR POR HABITACIÓN (€/DÍA).....	30
TABLA 6: EVOLUCIÓN REVPAR POR HABITACIÓN (€/DÍA)	31
TABLA 7: VARIACIÓN PERNOCACIONES HOTELERAS 2019-2020	42
TABLA 8: NÚMERO DE VIAJES DEL TURISMO ESPAÑOL.....	52
TABLA 9: GASTO TURISTA NACIONAL EN ESPAÑA Y EN EL EXTRANJERO (MILES DE EUROS).	53
TABLA 10: PRINCIPALES DESTINOS POR ORIGEN.	54
TABLA 11: VOLUMEN DE INVERSIÓN HOTELERA EN LOS PRINCIPALES DESTINOS NACIONALES (M€).	64
TABLA 12: Nº TOTAL DE OPERACIONES DE INVERSIÓN HOTELERA (2019).....	67
TABLA 13: COMPETENCIA HOTEL LA BARRACUDA	79
TABLA 14: DCF VALORACIÓN HOTEL LA BARRACUDA.....	80
TABLA 15: OFERTA HOTELERA MALLORCA Y L'ALCUDIA 2013-2018.....	83
TABLA 16: COMPETENCIA HOTEL SON BAULO.....	84
TABLA 17: DCF VALORACIÓN HOTEL SON BAULO	85
TABLA 18: TURISMO ALOJADO EN TENERIFE POR ZONA TURÍSTICA Y TIPOLOGÍA DE ALOJAMIENTO	86
TABLA 19: PERNOCACIONES DE TURISTAS ALOJADOS EN TENERIFE POR TIPOLOGÍA Y CATEGORÍA DE ALOJAMIENTO 2018-2019	87
TABLA 20: PLAZAS TURÍSTICAS ESTIMADAS POR ZONA Y TIPOLOGÍA ALOJATIVA 2019	88
TABLA 21: COMPETENCIA HOTEL ANNAPURNA.....	88
TABLA 22: DCF VALORACIÓN HOTEL ANNAPURNA	89
TABLA 23: OCUPACIÓN HOTELERA CALPE (2017-2019).....	91
TABLA 24: OCUPACIÓN HOTELERA COSTA BLANCA (2017-2019)	91
TABLA 25: OFERTA DE ALOJAMIENTO EN CALPE (2019).....	92
TABLA 26: COMPETENCIA HOTEL PARAÍSO MAR	92
TABLA 27: DCF VALORACIÓN HOTEL PARAÍSO MAR	93
TABLA 28: OFERTA HOTELERA IBIZA Y SANTA EULÀLIA	94
TABLA 29: COMPETENCIA HOTEL CALA LLONGA	95
TABLA 30: DCF VALORACIÓN HOTEL CALA LLONGA.....	95
TABLA 31: TASA DE ESFUERZO (EBITDA).....	97
TABLA 32: RENTAS MÍNIMAS GARANTIZADAS	97

TABLA 33: RENTAS EFECTIVAS	97
TABLA 34: FEES SOCIMI	98
TABLA 35: COSTES OPERATIVOS.....	98
TABLA 36: RATIO DE COBERTURA AL SERVICIO DE LA DEUDA (ESCENARIO 1)	105
TABLA 37: GENERACIÓN DE CAJA (ESCENARIO 1).....	105
TABLA 38: RATIO DE COBERTURA AL SERVICIO DE LA DEUDA (ESCENARIO 2)	106
TABLA 39: GENERACIÓN DE CAJA (ESCENARIO 2).....	107
TABLA 40: TIR CON Y SIN DEUDA.....	108
TABLA 41: TIPOLOGÍA DE INVERSOR POR VOLUMEN DE INVERSIÓN.....	110
TABLA 42: FC INVERSOR (PROYECTO 5 AÑOS).....	112
TABLA 43: EQUITY SALIDA (PROYECTO 5 AÑOS).....	112
TABLA 44: FC INVERSOR (PROYECTO 7 AÑOS).....	113
TABLA 45: EQUITY SALIDA (PROYECTO 7 AÑOS).....	113
TABLA 46: SENSIBILIDAD TIR 5 AÑOS (LTV)	114
TABLA 47: SENSIBILIDAD TIR 7 AÑOS (LTV)	114
TABLA 48: SENSIBILIDAD TIR 5 AÑOS (COSTE REFORMA-CAMBIO OCUPACIÓN)	114
TABLA 49: SENSIBILIDAD TIR 7 AÑOS (COSTE REFORMA-CAMBIO OCUPACIÓN)	115
TABLA 50: SENSIBILIDAD TIR 5 AÑOS (COSTE REFORMA-CAMBIO ADR)	115
TABLA 51: SENSIBILIDAD TIR 7 AÑOS (COSTE REFORMA-CAMBIO ADR)	115
TABLA 52: SENSIBILIDAD TIR 5 AÑOS (YIELD ENTRADA- YIELD SALIDA).....	116
TABLA 53: TABLA 54: SENSIBILIDAD TIR 7 AÑOS (YIELD ENTRADA- YIELD SALIDA).....	116
TABLA 55: TRANSACCIONES HOTELERAS MÁS REPRESENTATIVAS.....	125
TABLA 56: VALOR/INVERSIÓN POR HABITACIÓN	126
TABLA 57: REFORMAS HOTELERAS	127

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

ILUSTRACIÓN 1: MODELO DE NEGOCIO SECTOR HOTELERO.....	57
ILUSTRACIÓN 2: FIGURAS DENTRO DEL MODELO DE NEGOCIO.....	58
ILUSTRACIÓN 3: RELACIÓN ENTRE LOS DISTINTOS MODELOS DE NEGOCIO.....	59
ILUSTRACIÓN 4: RELACIÓN ENTRE LOS DISTINTOS AGENTES.....	59
ILUSTRACIÓN 5: HORIZONTE TEMPORAL DE LA ESTRATEGIA	100

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este Trabajo Fin de Máster es demostrar una oportunidad de inversión en un momento histórico único. Esta oportunidad se basa en la inversión en activos hoteleros con unas características específicas que permitan añadir valor a través de una gestión activa de los mismos. A lo largo del trabajo se explicarán las distintas fases del proceso, desde la creación del vehículo de inversión (SOCIMI) hasta la venta de los activos obteniendo así una rentabilidad para el inversor.

La idea nace ante el deseo por realizar un TFM de análisis de un sector atractivo para la inversión, una valoración de activos y una operación de *private equity* como es el *exit* en este caso. El sector hotelero muestra un creciente atractivo ante la situación de incertidumbre actual, siendo la opción escogida. Este trabajo trata de exponer una oportunidad de negocio en un sector con escasa profesionalización desde el punto de vista de la inversión. De este modo, pretende presentar una vía diferente de inversión a la tradicionalmente empleada, a través de un vehículo de inversión y desde un punto de vista más financiero.

Para realizar este documento hemos utilizado diferentes fuentes y herramientas. La primera fuente de información se trata de diversas entrevistas con expertos del sector de la inversión hotelera donde pudimos obtener información sobre la situación de mercado y fuentes de consulta. Posteriormente, realizamos un estudio de los principales informes como son los de Colliers, Hosteltur, McKinsey & Company y KPMG entre otros. Por último, otra herramienta que hemos utilizado y ha tenido un papel fundamental en la elaboración del TFM ha sido la herramienta Excel, con la cual hemos realizado un modelo completo para la valoración de compra de cada activo, los rendimientos que obtendremos en los años posteriores y la valoración de venta, obteniendo así la rentabilidad final del vehículo.

El trabajo se divide en 7 capítulos:

En el primer capítulo se muestran las diferentes tipologías de vehículos que son comúnmente empleados en este tipo de inversión. Una vez realizada nuestra elección, se describe el marco jurídico que rodea este tipo de instrumento.

El segundo capítulo describe el entorno en el que se localiza la inversión, el sector turístico. Para ello se describe la evolución de este sector, así como las consecuencias y expectativas relativas a la pandemia del coronavirus. Finalmente, se resaltan las principales razones que han motivado la elección del sector hotelero, así como una explicación y análisis de su funcionamiento.

En el tercer capítulo se exponen los diferentes criterios de inversión que lleva a cabo el vehículo para realizar su actividad. En éste se explican la tipología de activos buscados y que serán presentados en el capítulo cuarto junto a su valoración de compra. También se trata de presentar las diferentes actuaciones que llevará a cabo el fondo para aportar valor

a los hoteles, a través de su localización, tipología, estrategia de arrendamiento y reposicionamiento.

En el quinto capítulo se detalla la estrategia y estructura del vehículo, es decir, cómo va a generar ingresos, a qué gastos deberá hacer frente o los diferentes instrumentos de financiación y el *exit* final que recoja todo el valor del proceso.

Finalmente, en los capítulos 6 y 7 se exponen las rentabilidades estimadas con la inversión y las conclusiones a las que hemos llegado una vez realizado todo el proceso.

2. TIPOLOGÍA DE VEHÍCULOS

2.1. EVOLUCIÓN DE LOS DIFERENTES VEHÍCULOS.

2.1.1. SOCIMI

Definición

La modalidad societaria SOCIMI surgió en España en el año 2009 mediante *la ley 11/2009, de 26 de octubre*, que define a esta modalidad de sociedad como:

“Las SOCIMI son sociedades cuya actividad principal es la inversión, directa o indirecta, en activos inmobiliarios de naturaleza urbana para su alquiler, incluyendo tanto viviendas, como locales comerciales, residencias, hoteles, garajes u oficinas entre otros. Con el objeto de admitir la inversión indirecta, se permite que las SOCIMI participen en otras SOCIMI o bien en entidades que cumplan los mismos requisitos de inversión y de distribución de beneficios exigidos para aquellas, residentes o no en territorio español, coticen o no en mercados regulados”

Lo que se desprende de dicha definición es que, la SOCIMI puede considerarse un vehículo de inversión con foco en el mercado inmobiliario, y concretamente centrado en la modalidad de propietario-arrendador, como veremos más adelante por sus características operativas y restricciones.

La ley 11/2009 que regula las SOCIMI fue modificada en 2012 con el objetivo de promover un mayor desarrollo de las mismas. Para ello se implementaron una serie de cambios (principalmente fiscales) que buscaban incentivar un mayor uso de las SOCIMI, convirtiéndolas en vehículos más atractivos para los inversores del terreno inmobiliario.

Antecedentes

El régimen SOCIMI está inspirado y basado en los denominados *Real Estate Investment Trust (REIT)*, los cuales fueron creados en Estados Unidos en la década de los años 60. El motivo de su creación fue dar acceso a los inversores minoristas a las inversiones en el sector inmobiliario de gran tamaño. Ello proporciona un conjunto de ventajas en relación a la liquidez y aparición de economías de escala:

- a) Las REIT suelen ser sociedades cotizadas, lo que aumenta su liquidez y transparencia para los inversores, y reduce el riesgo, obteniendo como resultado un producto de inversión más atractivo para los inversores minoristas. En comparación con las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), donde la liquidez se proporciona entre los accionistas del vehículo, no siendo necesaria la venta de activos o el mantenimiento de reservas de liquidez para atender posibles reembolsos.
- b) El aprovechamiento de las economías de escala que se obtiene con la realización de operaciones inmobiliarias de gran tamaño, como por ejemplo la posibilidad de

contar con un equipo gestor especializado que cree valor, algo con lo que un inversor individual no podría contar los costes que implica.

Esta tipología de vehículo tuvo un gran éxito, y se ha expandido ya a nivel global. Actualmente 39 países cuentan con el régimen REIT o equivalente. A nivel europeo 14 países disponen del mismo siendo Portugal el último que lo ha incorporado.

En la tabla siguiente (Tabla 1: Evolución histórica REIT), se puede observar la evolución histórica de la implementación de los vehículos REIT o equivalente en los distintos países a nivel global.

Tabla 1: Evolución histórica REIT

1960	Estados Unidos		
1969	Países Bajos	Nueva Zelanda	Taiwán
1971	Australia		
1993	Brasil	Canadá	
1995	Bélgica	Turquía	
1999	Grecia	Singapur	
2000	Japón		
2001	Corea del Sur		
2003	Hong Kong	Francia	
2005	Bulgaria	Malasia	Tailandia
2006	Dubái	Israel	
2007	Alemania	Italia	Reino Unido
2008	Pakistán		
2009	Costa Rica	Finlandia	España
2010	México	Filipinas	Hungría
2013	Irlanda	Sudáfrica	
2014	India	Kenia	
2015	Bahréin	Vietnam	
2016	Arabia Saudí		
2018	Omán		
2019	Portugal		

Fuente: (BME), Elaboración propia.

Todos los países del G7 cuenta con esta tipología de régimen societario. Actualmente varios países están considerando la implementación de las REIT o vehículos equivalentes, entre los más destacados se encuentra China, Argentina, Polonia y Suecia.

Entorno de creación y evolución

La modalidad societaria SOCIMI surgió en un periodo en el que se iniciaba una crisis económica en España, y donde el sector más castigado fue el inmobiliario. Un entorno precedido por una burbuja en dicho sector había provocado una notable caída en los precios de la vivienda, dejando a muchos agentes sociales “atrapados” en precios

sobrevalorados. Esta situación, consecuentemente, derivó en un problema de solvencia de dichos agentes, ya que la enorme cantidad de deuda solicitada tenía como respaldo activos inmobiliarios sobrevalorados.

Las autoridades, entre otras medidas adoptadas con el objetivo de iniciar una recuperación económica, promovieron la creación de las SOCIMI. Esta medida pretendía incentivar la inversión en el sector inmobiliario con el propósito de provocar una subida de precios en un mercado deprimido y así poder recuperar parte de la riqueza perdida por los agentes económicos tras el estallido de la burbuja en el sector.

Este primer intento de las autoridades de reactivar el mercado inmobiliario incentivando su inversión mediante el vehículo SOCIMI no tuvo el éxito esperado. Existen diferentes causas por las que la implementación de la modalidad SOCIMI no tuvo buena acogida en el momento de su creación, considerando las más relevantes:

- a) En 2009 el mercado inmobiliario español aún no había tocado fondo, por lo que los inversores no consideraron un buen momento para realizar inversiones en el sector.
- b) Los bancos, principales tenedores de activos inmobiliarios (a través de ejecuciones hipotecarias), querían evitar tener que contabilizar pérdidas por la venta de activos a precios muy devaluados, retrasando su salida al mercado con el objetivo de mantenerlos en balance esperando una recuperación del sector.
- c) A nivel de apetito de inversión el momento tampoco fue el óptimo. En 2009 el shock bursátil acababa de suceder, y, aunque los mercados de capitales tocaron fondo en el primer trimestre, la situación sufrida por diversos fondos inmobiliarios españoles (que tuvieron que cancelar el reembolso de participaciones por una notable falta de liquidez) todavía estaba muy reciente.
- d) El lanzamiento de las SOCIMI por parte de las autoridades coincidió en el tiempo con el inicio de la crisis de deuda soberana que sufrió Europa que detonó en Grecia. Ello arrojaría unas perspectivas negativas sobre la economía mundial y concretamente sobre la Eurozona, desincentivando a los inversores a entrar en el mercado.

Tras la pobre acogida de esta medida entre inversores durante el periodo 2009-2012, la figura de las SOCIMI se intenta relanzar mediante la aplicación de cambios regulatorios, con el objetivo de convertirlas en vehículos de inversión más atractivos. Estos cambios llegarían a través de la Ley 11/2009 del 26 de octubre e implicarían cambios en materia fiscal, requerimiento de información y requerimientos de capital entre otros. A continuación, se enuncian los cambios más relevantes:

- a) Disminución de la cantidad de capital social inicial para la constitución del vehículo, pasando de los €15 millones a €5 millones.

- b) Autorización de cotización de las SOCIMI en el MAB (Mercado Alternativo Bursátil), con los beneficios que ello conlleva en materia de disminución de requerimiento de información y disminución del coste de salida a cotizar.
- c) Exigencia de un *free float* mínimo del 25%, promoviendo así una mayor liquidez al mercado.
- d) A nivel operativo, el cambio más significativo fue la rebaja del periodo temporal de tenencia mínima de las inversiones, reduciéndose hasta los 3 años.
- e) A nivel fiscal, el cambio más significativo fue la eliminación del Impuesto de Sociedades para las SOCIMI, así como la implementación de una bonificación fiscal del 95% de los impuestos derivados de la compraventa de inmuebles, en concreto el Impuesto de Transmisiones Patrimoniales (ITP) y Actos Jurídicos Documentados (AJD).

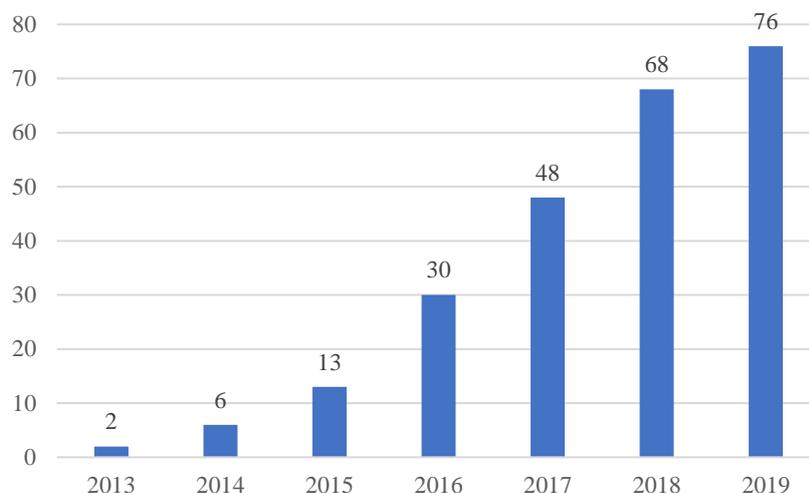
Tras la adopción de estas medidas por las autoridades y su aplicación en un entorno de mercado favorable, a partir de 2013 numerosas sociedades bajo el régimen de SOCIMI salieron a cotizar. España es actualmente el segundo país del mundo con más sociedades bajo esta modalidad, con un total de 76 a fecha de abril de 2020. Se pueden distinguir dos fases en este proceso de expansión y crecimiento del número de SOCIMI que se encuentran en España. Una primera fase, donde las SOCIMI que surgieron tenían un carácter familiar y el principal motivo de su creación era la rebaja de la factura fiscal que permitía a algunas fortunas del país. Entre las salidas al MAB de ese estilo estuvo la primera de todas Entrecampos SOCIMI S.A y seguida por Promorent SOCIMI S.A.

Una segunda fase protagonizada principalmente por empresas familiares, a partir de 2014 donde empezaron a entrar inversores internacionales e institucionales atraídos por la oportunidad de inversión que estaba surgiendo en el país, después de haberse completado la corrección de precios del sector inmobiliario y atraídos por esta nueva estructura societaria. Durante este periodo se produce la creación de Merlin Properties, Hispania y Lar España. Los principales promotores de estos fondos institucionales extranjeros fueron Blackrock y KKR. Por ello, podríamos decir que se produjo una profesionalización del sector, que provocó un desarrollo considerable y una mayor especialización de los agentes participantes.

Actualidad

Como se ha comentado previamente, actualmente existen 76 SOCIMI en España. Puede considerarse que a día de hoy es el vehículo de inversión más utilizado para la inversión en el sector inmobiliario debido a las ventajas fiscales, operativas y de liquidez comentadas, entre otras.

Gráfico 1: Nº de SOCIMI en España



Fuente: (BME), Elaboración propia.

La profesionalización, consecuencia de la llegada de inversiones institucionales e internacionales, ha provocado que se produzca una especialización y una segmentación de las SOCIMI por tipología de activos en cartera. Se pueden encontrar las siguientes categorías:

- a) Oficinas: SOCIMI con inversiones en centros de oficinas y parques empresariales.
- b) Retail: tienen el foco de inversión en centros comerciales.
- c) Residencial: inversión en el mercado de la vivienda bajo la modalidad de arrendamiento.
- d) Hotelero: SOCIMI enfocadas al sector turístico y servicios de alojamiento, como hoteles, hostales y también residencias de estudiantes entre otros.
- e) High Street: SOCIMI enfocada a la inversión en inmuebles comerciales.
- f) Logístico: invierten principalmente en grandes centros logísticos bajo la modalidad de arrendamiento.
- g) Mixto: aquella SOCIMI que cuenta con más de 3 tipologías de activos por segmentos mencionados.

La tabla siguiente (Tabla 2: Tipos de SOCIMI) muestra la distribución del número de SOCIMI, su valor de mercado agregado y el tamaño medio del vehículo por categoría.

Tabla 2: Tipos de SOCIMI

	% sobre total	Tamaño medio	Valor de mercado	% valor de mercado
Residencial	30,6%	113	2.483	10,9%
Oficinas	16,7%	554	6.652	29,3%
Mixto	15,3%	113	6.059	26,7%
Retail	13,9%	441	4.407	19,4%
High Street	12,5%	67	606	2,7%
Hotelero	8,3%	411	2.465	10,9%
Logístico	2,8%	19	37	0,2%

Fuente: (BME), Elaboración propia.

Como se puede observar en el gráfico, más de un 30% de las SOCIMI tiene el foco en el mercado residencial. En cambio, su peso relativo en cuanto a valor de mercado es relativamente bajo, lo que muestra una clara concentración baja de participantes. Sí se observa una concentración mayor de *players* especializados en los segmentos de oficinas, donde el tamaño medio del vehículo es de €554 millones y hotelero, con un tamaño medio de €441 millones existiendo solo un 8,3% de vehículos con este foco y representando más del 10% del valor de mercado agregado de las SOCIMI.

2.1.2. IIC Inmobiliaria

Las Instituciones de Inversión Colectiva se rigen por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, en la que se establece el objetivo de esta tipología de institución:

“Invertirán su activo en bienes inmuebles, que podrán adquirir en sus distintas fases de construcción, pudiendo compatibilizarlo, de acuerdo con las limitaciones que se establezcan reglamentariamente, con la inversión de una parte de su activo en valores negociados en mercados secundarios.”

La Ley 35/2003, de 4 de noviembre, establece dos subcategorías de IIC, diferenciándose entre las IIC de carácter financiero y las IIC de carácter no financiero. Siendo las IIC Inmobiliarias catalogadas como IIC de no financiero.

Existe una diferenciación más específica que hace referencia a dos tipologías de IIC Inmobiliaria, estas son: SII (Sociedades de Inversión Inmobiliaria) y ii) FII (Fondos de Inversión Inmobiliaria).

Antecedentes

En Francia, Alemania y Suiza se crearon los primeros vehículos de inversión colectiva a nivel europeo. Su gran éxito en estos países hizo que se implementara en España, aunque se considera que se hizo de forma muy tardía. Anteriormente, en España, la única forma recurrente de invertir en el sector inmobiliario era a través de la compra directa de inmuebles, con los problemas de liquidez y operatividad que ello conlleva. En este sentido

se consideró que la implantación de esta nueva modalidad de inversión colectiva tendría gran éxito en el país, ya que sería la primera en ser instaurada. Como se detallará más adelante, esto no fue así, quedando a día de hoy pocos vehículos bajo este régimen legal.

Entorno de creación y evolución

Como se ha comentado anteriormente, las IIC Inmobiliarias se basaron en los vehículos ya existentes en países de la eurozona como Alemania y Francia. En España se instauraron a mediados de los años 90 con el objetivo de dinamizar el mercado de alquiler inmobiliario a la vez que facilitar un vehículo de inversión en el sector inmobiliario para los inversores minoristas:

- a) Se buscaba estimular el mercado de alquileres, especialmente el de vivienda. Una mayor inversión bajo esta modalidad, basada en la adquisición de inmuebles y posterior arrendamiento como fuente de rentabilidad, aumentaría la base de inmuebles disponibles para el alquiler
- b) Con anterioridad a la implementación de esta modalidad, no existía ningún vehículo a través del cual los inversores minoritarios pudieran invertir en el sector inmobiliario. La única vía que existía era la compra directa de viviendas, con la problemática de iliquidez y deficiencia operativa que eso conllevaba

La llegada de esta tipología de institución de inversión no tuvo la acogida esperada durante los primeros años, según Antonio Grandío Dopico, Pedro A. López Suárez y Vicente M. López López (2008):

“Su inicio (1995) era un buen momento para adquirir inmuebles como inversión a largo plazo, que los FII no supieron aprovechar quizá por el desconocimiento del producto por parte de los potenciales inversores y por la escasa promoción realizada por sus comercializadores también carentes de experiencia para asumir un rápido desarrollo del producto”

No fue hasta 2001, cuando esta tipología de vehículo empezó a ser utilizada recurrentemente por los inversores en España. El acogimiento más generalizado de dicha tipología de vehículo junto con el notable crecimiento que sufrió el sector inmobiliario entre 2001-2007 hizo que en España llegaran a existir 18 IIC Inmobiliarias, con un valor patrimonial agregado de €9.122 millones. Como puede observarse en la Tabla 3: Evolución FII y SII, en un primer momento los FII fueron los primeros en ser utilizados por los inversores, no siendo hasta 2001 cuando se crea la primera IIC.

Tabla 3: Evolución FII y SII

	FII			SII		
	Nº	Partícipes	Patrimonio (mill. €)	Nº	Partícipes	Patrimonio (mill. €)
1995	4	1.897	72	-	-	-
1996	4	2.174	85	-	-	-
1997	4	4.617	132	-	-	-
1998	5	14.250	396	-	-	-
1999	5	33.042	871	-	-	-
2000	5	43.200	1.216	-	-	-
2001	5	52.752	1.520	1	1	19
2002	5	70.506	2.113	2	115	30
2003	5	88.501	2.841	1	104	9
2004	7	113.072	4.301	2	121	56
2005	7	118.857	6.472	6	256	214
2006	9	150.304	8.596	8	749	456
2007	9	145.510	8.609	9	843	513

Fuente: (Antonio Grandío Dopico, 2008)

A partir de finales de 2008 las IIC inmobiliarias empezaron a tener dificultades, principalmente de liquidez, que se mantuvieron durante 2009. La evolución desfavorable del sector inmobiliario que se produjo tras el estallido de la burbuja en 2008 en la que estaba inmerso el sector provocó un aumento de solicitudes de reembolso de partícipes, creando problemas de liquidez para los fondos, por la iliquidez característica de esta tipología de activos, acentuada aún más por una mayor iliquidez del mercado en un momento de caída de los precios.

Esto provocó que muchos fondos tuvieran que suspender los reembolsos o ser liquidados. La CNMV se encargó de autorizar dicha suspensión, la cual podía ser solicitada cuando los reembolsos superaran el 20%. Ello con el objetivo de que los fondos tuvieran tiempo de liquidar los activos de forma ordenada y así poder obtener el máximo valor de liquidación para los partícipes.

Actualmente solo existen 5 IIC Inmobiliarias en España (dos FII, y tres SII), de las cuales tres se encuentran en proceso de liquidación. Esta tendencia en comparativa con la de los vehículos bajo el régimen SOCIMI nos muestra cómo la inversión inmobiliaria en España se está canalizando principalmente a través de este último instrumento. Esto se debe principalmente a sus diferentes características tanto operativas como fiscales, entre otras, que se detallan en el apartado siguiente.

Por lo que respecta a la gestión del vehículo existen dos modalidades claramente diferencias. Mientras algunos vehículos eligen una gestión de forma interna, es decir, el vehículo tiene su propio equipo gestor y están registrados como trabajadores de la

sociedad, otros, abogan por la gestión externa, que implica una externalización del equipo gestor.

En este último caso, una compañía especializada en el sector y la gestión del proceso de inversión (compañía gestora), mediante un contrato de gestión, se encarga del *management* del vehículo. Esto conlleva una flexibilidad mayor en posibilitando el cambio del equipo gestor en caso de no cumplirse los objetivos de rentabilidad esperados.

2.2. MARCO JURÍDICO

En 2009, y, tras hacerse patente los devastadores efectos para el mercado inmobiliario que tuvo la crisis económica desencadenada en el verano de 2007, nace la figura de las Sociedades Cotizadas de Inversión Inmobiliaria. Como se ha dicho anteriormente, los propósitos de este nuevo vehículo de inversión no son otros que dotar de liquidez a los activos inmobiliarios, así como reactivar el mercado de arrendamientos urbanos en un contexto de recesión.

A través de la Ley 11/2009 del 26 de octubre se materializó el régimen jurídico que regularía el nuevo vehículo de inversión que suponen las SOCIMI. No obstante, se pudo observar que la adopción de esta nueva herramienta para canalizar la inversión en activos inmobiliarios fue escasa. Esto se debió (desde una perspectiva regulatoria) principalmente a que tanto los requisitos para su creación como aquellas disposiciones que regían su actividad eran excesivamente rígidos resultando pues un régimen totalmente inoperativo. (Ley 11/2009, 26 de octubre de 2009)

Mediante la Ley 6/2012 del 28 de diciembre se ataja esta cuestión a través de ciertas modificaciones legales. Dichas modificaciones se centran principalmente en la flexibilización de los requisitos impuestos para la creación de una SOCIMI: cabe destacar principalmente la posibilidad de cotizar en un mercado multilateral de cotización y la eliminación de requisitos relativos a la financiación ajena. Sin embargo, el golpe de efecto que marcó la diferencia y supuso una utilización de las SOCIMI mucho más extensiva a partir de 2013 fue a nivel fiscal. El régimen fiscal al que se acogerían desde entonces estableció una tributación a tipo de gravamen del 0% para estas entidades respecto de las rentas que procedan del desarrollo de su objeto social y finalidad específica. (Ley 6/2012, 28 diciembre de 2012)

Por último, no cabe perder de vista que, pese al carácter particular y concreto que impregna este tipo de sociedad, ésta no deja de ser tanto una Sociedad Anónima como una Sociedad Cotizada, cuyas normas vienen recogidas en la Ley de Sociedades Anónimas, aprobada por el Real Decreto Legislativo 1564/1989 de 22 de diciembre para las Sociedades Anónimas y por la Ley del Mercado de Valores 24/1988 del 28 de julio.

2.2.1. Objeto social

El régimen fiscal beneficioso de este vehículo, orientado a incentivar la creación y desarrollo de este tipo de sociedades, tiene como objetivo la dinamización del mercado de arrendamiento de inmuebles urbanos en España. Para poder disfrutar de dicho tratamiento fiscal es necesario que se cumpla de manera estricta con los requisitos legales y definitorios de este tipo de sociedad. Llegamos así a un punto crítico: la definición del objeto social de la SOCIMI. De la definición de dicho objeto social se puede extraer qué es y qué no es una SOCIMI.

En la arriba citada Ley 11/2009 del 26 de octubre se estipula de manera acotada aquellas actividades que pueden ampararse bajo el paraguas de la SOCIMI. Las SOCIMI tendrán por objeto social: (Ley 6/2012, 28 diciembre de 2012)

- a) La adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento. La actividad de promoción incluye la rehabilitación de edificaciones en los términos establecidos en la Ley del Impuesto sobre el Valor Añadido 37/1992 de 28 de diciembre.
- b) La tenencia de participaciones en el capital de otras SOCIMI o en el de otras entidades no residentes en territorio español que tengan el mismo objeto social y estén reguladas por un régimen jurídico similar al de las SOCIMI.
- c) La tenencia de participaciones en capital de otras entidades, residentes o no en territorio español, que tengan como objeto social principal la adquisición de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento o que estén sometidas al mismo régimen jurídico establecido para las SOCIMI. Las entidades a las que se refiere este punto no podrán tener participaciones en el capital de otras entidades y la totalidad de su capital deberá pertenecer a otras SOCIMI o a aquellas entidades no residentes referidas en el punto anterior.
- d) La tenencia de acciones o participaciones en Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre.

Aquellas entidades a las que nos hemos referido como no residentes, deberán residir en otros territorios diferentes al español donde exista un efectivo intercambio de información tributaria. Asimismo, los bienes inmuebles situados en el extranjero de dichas entidades deberán tener una naturaleza análoga a los situados en territorio español.

Cabe remarcar la exclusión del objeto social de las SOCIMI, el arrendamiento de aquellos bienes inmuebles cuyo uso se ceda a terceros mediante contratos que cumplan los requisitos para ser considerados como arrendamiento financiero (*leasing*). A su vez, los bienes adquiridos por la sociedad arrendadora deberán serlo en propiedad. (Ley 6/2012, 28 diciembre de 2012)

A pesar del carácter taxativo de los requisitos descritos en este apartado, no se exige que la totalidad de la actividad de las SOCIMI se ajuste al objeto social. Éstas podrán desarrollar otras actividades accesorias con el límite del 20% de las rentas obtenidas por la sociedad en cada periodo impositivo. (Ley 6/2012, 28 diciembre de 2012)

Podemos integrar todas las notas definitorias recogidas en este apartado para construir una definición genérica de la actividad que caracteriza las SOCIMI. Éstas, serán entonces, aquellas sociedades cuya actividad principal consiste en la inversión, directa o indirecta, en activos inmobiliarios de naturaleza urbana para su alquiler, incluyendo tanto viviendas, como locales comerciales, residencias, hoteles, garajes u oficinas, entre otros. Con objeto de admitir la inversión indirecta, se permite que las SOCIMI participen en otras SOCIMI o bien en entidades que cumplan los mismos requisitos de inversión y de distribución de beneficios exigidos para aquellas, residentes o no en territorio español, coticen o no en mercados regulados. (Ley 11/2009, 26 de octubre de 2009.)

2.2.2. *Requisitos y obligaciones*

Requisitos de Inversión

Tras haber analizado la determinación del objeto social de las SOCIMI nos centraremos en aquellos requisitos impuestos legalmente para adquirir dicha condición. En este apartado nos referiremos a los requisitos relativos a cómo la sociedad genera rentas a partir de la inversión en su activo. Se abordan tres conceptos fundamentales relativos al área de la inversión que deben llevar a cabo las SOCIMI: la composición de las inversiones, la procedencia de las rentas obtenidas por la SOCIMI y la permanencia de las inversiones realizadas. La ley establecerá una serie de restricciones respecto a estos tres puntos con la intención de garantizar que la actividad principal de la sociedad gira en torno al arrendamiento de bienes inmuebles. (Ley 6/2012, 28 diciembre de 2012)

Respecto a la naturaleza de los activos objeto de inversión, se establece un mínimo del 80% del valor del activo invertido en bienes inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento. También se podrá invertir en terrenos para la promoción de inmuebles siempre que vayan a destinarse al arrendamiento urbano y que la promoción se inicie dentro de los tres años siguientes a su adquisición. También computarán dentro de este 80% la adquisición de participaciones en el capital o patrimonio de aquellas entidades no residentes a las que nos hemos referido con anterioridad. (Ley 6/2012, 28 diciembre de 2012)

Un punto sensible a considerar será la determinación del valor de los activos arriba citados. Éste se hallará haciendo la media de los balances individuales o, en su caso, consolidados trimestrales del ejercicio, pudiendo optar la sociedad, para el cálculo de dicho valor, por sustituir el valor contable por el de mercado de los elementos integrantes de tales balances, el cual se aplicaría en todos los balances del ejercicio. A estos efectos no se computarán, en su caso, el dinero o derechos de crédito procedente de la transmisión de dichos inmuebles o participaciones que se hayan realizado en el mismo ejercicio o anteriores, siempre que, en este último caso, no haya transcurrido el plazo de reinversión al que nos referiremos más adelante. (Ley 6/2012, 28 diciembre de 2012)

En segundo lugar, haremos mención a la restricción establecida sobre el origen de las rentas percibidas. El 80% de las rentas percibidas durante el periodo impositivo

correspondiente a cada ejercicio (excluidas las derivadas de la transmisión de las participaciones y los bienes inmuebles afectos ambos al cumplimiento del objeto social principal) deberán provenir: (Ley 6/2012, 28 diciembre de 2012)

- a) Del arrendamiento de bienes inmuebles afectos al cumplimiento del objeto social principal.
- b) De dividendos o participaciones en beneficios procedentes de participaciones afectas al cumplimiento del objeto social principal.

Este porcentaje se calculará sobre el resultado consolidado en el caso de la sociedad dominante, según los criterios establecidos en el artículo 42 del Código de Comercio, con independencia de la residencia y obligación de formular cuentas anuales consolidadas.

Por último, nos referiremos al requisito temporal de permanencia en las inversiones realizadas por las SOCIMI. Los bienes inmuebles que integren el activo de la sociedad deberán permanecer arrendados durante al menos tres años. A efectos del cómputo se sumará el tiempo que los inmuebles hayan estado ofrecidos en arrendamiento, con un máximo de un año. (Ley 6/2012, 28 diciembre de 2012)

El plazo se computará de la siguiente forma: (Ley 6/2012, 28 diciembre de 2012)

- a) En el caso de bienes inmuebles que figuren en el patrimonio de la sociedad antes del momento de acogerse al régimen jurídico dispuesto en la Ley 11/2009 del 26 de octubre, desde la fecha de inicio del primer período impositivo en que se aplique el régimen fiscal especial que caracteriza a las SOCIMI, siempre que a dicha fecha el bien se encontrara arrendado u ofrecido en arrendamiento. De lo contrario, se aplicará lo dispuesto en el punto siguiente.
- b) En el caso de bienes inmuebles promovidos o adquiridos con posterioridad por la sociedad, desde la fecha en que fueron arrendados u ofrecidos en arrendamiento por primera vez.

Obligación de negociación en mercado regulado o sistema multilateral de negociación

Uno de los propósitos que condujo al nacimiento de las SOCIMI fue la dotación de liquidez al mercado inmobiliario español. Para ello, y como condición para el acceso a su régimen fiscal ventajoso, uno de los requisitos y característica diferenciadora de estas sociedades respecto a otros vehículos de inversión en activos inmobiliarios como son las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliarias (IICi) es su carácter cotizado. (Ley 6/2012, 28 diciembre de 2012)

Se establece que las acciones de: tanto las SOCIMI como aquellas entidades no residentes, deberán estar admitidas a negociación en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación español o en el de cualquier otro Estado miembro de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo, o bien en un mercado regulado de cualquier

país o territorio con el que exista efectivo intercambio de información tributaria, de forma ininterrumpida durante todo el periodo impositivo. (Ley 6/2012, 28 diciembre de 2012)

Las primeras disposiciones que establecieron la obligatoriedad de cotización en las SOCIMI se refirieron a una cotización en el Mercado Continuo. Posteriormente, como consecuencia de la rigidez y exigencia en los requisitos para salir a cotizar en el Mercado Continuo, mediante la Ley 6/2012 del 28 de diciembre se contempló la posibilidad de que dicha cotización se diese en un sistema multilateral de cotización (como es el Mercado Alternativo Bursátil español, MAB) cuyos requisitos de admisión son mucho más flexibles. Dichos requisitos fueron definidos mediante la Circular 2/2013 emitida por Bolsas y Mercados Españoles, Sistemas de Negociación S.A. (BME). (Ley 6/2012, 28 diciembre de 2012)

Asimismo, y también por imperativo legal, las acciones deberán tener un carácter nominativo. Esta característica puede sorprendernos o parecernos incoherente debido a que, entendiendo las SOCIMI como sociedades cotizadas por naturaleza, éstas exigen el mayor grado de sencillez de transmisión de los valores negociados y dicho carácter nominativo no es precisamente un facilitador de la fluidez en la transmisión de valores.

La razón reside en la índole fiscal-tributaria de las SOCIMI ya que, considerando su carácter ventajoso, podríamos encontrar ciertos inconvenientes que plantean los títulos al portador cuando el anonimato puede ser fuente de abusos, permitir la elusión de controles (especialmente de orden fiscal), donde se precisa la individualización del perceptor de las rentas y beneficios derivados de la inversión accionarial. (García Pita y Lastres, SOCIMIS: ¿Un nuevo tipo societario o el sujeto pasivo de una política fiscal de fomento?, 2019)

Tras haber profundizado en los requisitos de cotización y el fomento de una mayor liquidez de los inversores en el mercado inmobiliario no pueden pasar por alto que, pese a los esfuerzos que se han concentrado en este aspecto, el mercado bursátil de las SOCIMI no es tan líquido como se desearía.

En 2017 había un total de 51 SOCIMI cotizando en el MAB de las cuales 19 tuvieron un volumen de contratación inferior al 1% de su capitalización. Únicamente una decena de estas 51 sociedades obtuvo un volumen de contratación por encima del 5% de los títulos. Esta escasa liquidez contrasta con la media de en torno al 86% de su capitalización que se negoció en las 13 SOCIMI que cotizan en el Mercado Continuo. (Sánchez, 2018)

¿Cómo puede entenderse una liquidez tan baja en el MAB mientras que en el Mercado Continuo las SOCIMIS ubican sus valores entre los más líquidos del mercado? La razón que hemos encontrado es que debido a la flexibilización de los requisitos necesarios para constituir una SOCIMI y que ésta cotice en el MAB, se ha favorecido el salto de éstas al mercado bursátil para aprovechar todas las ventajas fiscales que les proporciona la legislación vigente. (Vargas, 2018)

La posibilidad de tener un activo con un capital mínimo de 5 millones de euros consistente en un único inmueble y la ausencia de un número mínimo de participantes en el mismo ha supuesto la atractiva posibilidad para algunos gestores de patrimonios familiares de tamaño medio de poder acceder a una fiscalidad mucho más beneficiosa que a la que estaban acogidos. La presencia de ciertas SOCIMI en el MAB no obedece a más razones que las ventajas fiscales que los propietarios de dichos patrimonios inmobiliarios familiares obtienen mediante su gestión en forma de SOCIMI, cosa que explicaría su bajo nivel de negociación en el mercado alternativo.

Capital social y denominación de la sociedad

A continuación, repasaremos los requisitos tanto mínimos de capital como de denominación que se establecen para la constitución de una SOCIMI.

El capital mínimo exigido para la creación en una SOCIMI es de 5 millones de euros y únicamente podrán emitirse acciones de una sola clase. Se contempla la posibilidad de realizar aportaciones no dinerarias (aspecto que, por cierto, reafirma el carácter societario comercial, y no financiero, de las SOCIMI). A diferencia de las entidades dedicadas a la intermediación financiera, bancaria o no bancaria como podrían ser las IIC en las SOCIMI no se impone la obligatoriedad de una naturaleza dineraria respecto a sus aportaciones.

Asimismo, tampoco se dispone que la naturaleza de estas aportaciones no dinerarias deba ser estrictamente inmobiliaria. Cabrán pues aportaciones de capital en concepto de bienes muebles o derechos sobre bienes inmateriales (como bases de datos, derechos de autor, propiedad industrial etc.) (García Pita y Lastres, SOCIMIs: ¿un nuevo tipo societario o el sujeto pasivo de una política fiscal de fomento?, 2019)

Sí se especifica que, en el caso de tratarse de aportaciones no dinerarias consistentes en bienes inmobiliarios, éstos deberán someterse a una tasación llevada a cabo según lo dispuesto en el artículo 38 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, y a dicho fin deberá nombrarse un experto independiente designado por el Registrador Mercantil siendo una de las sociedades de tasación previstas en la legislación del mercado hipotecario.

Cómo última nota, refiriéndonos a la denominación social, la Ley 11/2009 del 26 de octubre explicita en su Artículo 5, 3º que “Cuando la sociedad haya optado por el régimen fiscal especial establecido en esta Ley, deberá incluir en la denominación de la compañía la indicación «Sociedad Cotizada de Inversión en el Mercado Inmobiliario, Sociedad Anónima», o su abreviatura, «SOCIMI, S.A.».” (Ley 11/2009, 26 de octubre de 2009)

Distribución de resultados

Uno de los grandes atractivos para los inversores del mercado inmobiliario es el alto grado de distribución de resultados (pago de dividendos) que de manera obligatoria deben llevar a cabo las SOCIMI para optar a su régimen fiscal especial.

Aquellas SOCIMI que apliquen dicho régimen fiscal especial deberán repartir, dentro de los seis meses posteriores a la conclusión de cada ejercicio, el 100% de los beneficios procedentes de dividendos o participaciones en beneficios distribuidos por las entidades de las cuales la SOCIMI ostente una participación, así como al menos el 50% de los beneficios derivados de la transmisión de inmuebles y acciones o participaciones que formasen parte de su activo. El resto de estos beneficios que no se distribuya deberá reinvertirse en otros inmuebles o participaciones afectos al cumplimiento del objeto social en el plazo de los tres años posteriores a la fecha de transmisión. En caso contrario, dichos beneficios deberán distribuirse en su totalidad, junto con los beneficios del periodo en que termina el plazo de reinversión. (Ley 6/2012, 28 diciembre de 2012)

A parte de los beneficios citados en el párrafo anterior, también estará obligada la distribución, como mínimo, del 80% del resto de beneficios. (Ley 6/2012, 28 diciembre de 2012)

Respecto a las reservas legales, cabe decir que en las sociedades que hayan optado por la aplicación del régimen fiscal especial, no podrán exceder el 20% del capital social y no se podrá establecer ninguna otra reserva de carácter indisponible distinta a ésta. (Ley 6/2012, 28 diciembre de 2012)

Estos requisitos de distribución de beneficios de manera tan abundante han llevado a las SOCIMI a verse reconocidas en el ámbito de la inversión inmobiliaria como verdaderas “máquinas de repartir dividendos”. Dicha consideración, ha devenido en una alternativa preferente para aquellos inversores orientados al mercado inmobiliario, contribuyendo a la proliferación de este tipo de sociedades. (Simón Ruiz, 2019) De 2016 a 2018 un total de 54 SOCIMI salieron a bolsa, distribuyéndose con una rentabilidad media del 3,8% por dividendos. En este mismo periodo se ha repartido un total de 1.394 millones de euros en dividendos, de los cuales 879 fueron en 2018 y 281 en 2017 (con un crecimiento interanual del 51,4%). (Caballero, 2019)

A través de estos dividendos, se ha recaudado, en 2018, un total de 265 millones de euros. Teniendo en cuenta que el pago de dividendos es la única vía que permite a la Hacienda Pública gravar la riqueza generada por las SOCIMI (como veremos más adelante) podemos entender mejor la obligatoriedad de repartir un volumen de beneficios tan alto. (Simón, 2019)

Financiación ajena

Uno de los atributos característicos de las SOCIMI que resulta muy atractivo para el colectivo de los inversores es la ausencia de límite de endeudamiento de estas sociedades.

Con el nacimiento de las SOCIMIS, el regulador dispuso inicialmente un límite de un 70% de endeudamiento. Posteriormente con la reforma acontecida en diciembre de 2012 esta limitación desapareció. Sin embargo, lo que a priori podría parecer una aplicación total del *laissez faire* respecto al apalancamiento de las SOCIMI se puede encontrar que sí

se ha establecido una limitación a la financiación ajena, pero de manera indirecta. (Simón, 2019)

No debe perderse de vista que uno de los requisitos establecidos por el regulador para acceder al régimen fiscal privilegiado que ofrecen las SOCIMI se refiere a una distribución genérica de dividendos del 80% de los beneficios obtenidos por la sociedad durante el ejercicio.

Siendo esto así, el límite que tendrá una SOCIMI para endeudarse no será otro que su capacidad para, tras servir el repago de la deuda y los intereses devengados, poder distribuir un 80% de su beneficio neto. Cabe recordar que los repagos mencionados suponen salidas de caja de la sociedad que condicionarán la capacidad de ésta para distribuir dividendos. El mensaje del legislador es claro: las SOCIMI pueden endeudarse hasta donde quieran, pero de una manera prudente que permita atender sus obligaciones financieras y remunerar al accionista.

En la tabla siguiente, obtenida de un artículo publicado por Mónica Sentieri, directora de la *proptech* Elworking queda ilustrado de una manera clara la hipotética destrucción de caja en la que puede incurrir una SOCIMI que se endeude irresponsablemente. La libertad a la hora de decidir el volumen de financiación ajena empleado puede ser un arma de doble rasero que deberá gestionarse con la mayor prudencia posible. (Sentieri, 2019)

Tabla 4: Endeudamiento SOCIMI

% endeudamiento sobre total activo	20%	40%	60%
Total Activo (inmovilizado)	1000	1000	1000
Cuota anual principal del préstamo	10	20	30
Beneficio del ejercicio (5% sobre valor activo)	50	50	50
Reparto socios (80% sobre beneficio anual)	-40	-40	-40
Amortizaciones (*)	15	15	15
Resultado Caja	25	25	25
Cuota anual del préstamos a pagar	-10	-20	-30
Caja Final	15	5	-5

Fuente: (Sentieri, 2019), *Elaboración propia*.

En 2018, el nivel de endeudamiento total de las SOCIMI ascendió hasta los 21.055 millones de euros, elevando el apalancamiento hasta un 40% del valor de las propiedades, un 5% más que el año anterior. De todo el pasivo mantenido por las SOCIMI un 65% corresponde a créditos bancarios. El resto se debe a la emisión de bonos, instrumento que han utilizado únicamente los gigantes del sector Merlin, Colonial y Lar España. En lo relativo al vencimiento de la deuda contraída por las SOCIMI, 19.752 millones de euros se enmarcan dentro de la deuda a largo plazo. Esta financiación ajena se ha visto a su vez complementada por inyecciones de capital por parte de los socios, traducidas en 48 ampliaciones de capital por un valor de 8.396 millones de euros. (Simón, 2019)

Obligación de información

Como última nota referente a los requerimientos que se exigen a las SOCIMI para poder gozar del privilegio fiscal, encontramos las obligaciones de información. La ley prevé que, en la propia memoria de las cuentas anuales, se deberá crear un apartado con la denominación “Exigencias informativas derivadas de la condición de SOCIMI, Ley 11/2009”. En dicho apartado se deberá incluir aquella información referida a: (Ley 6/2012, 28 diciembre de 2012)

- a) Reservas procedentes de ejercicios anteriores a la aplicación del régimen fiscal especial.
- b) Reservas procedentes de ejercicios en los que se haya aplicado el régimen fiscal especial.
- c) Dividendos distribuidos con cargo a beneficios de cada ejercicio en que se ha aplicado el régimen fiscal especial.
- d) Fecha de acuerdo de distribución de dividendos.
- e) Fecha de adquisición de tanto los inmuebles destinados al arrendamiento como de las participaciones en el capital de aquellas entidades cuyo objeto social sea considerado análogo al de las SOCIMI.
- f) Identificación del activo que conforma ese 80% que de manera preceptiva debe destinarse al arrendamiento urbano para poder acogerse a la fiscalidad especial.

La ley prevé un régimen de sanciones ante el incumplimiento de los requisitos de información arriba enumerados. Dichas sanciones variarán de los 1.500€ por cada dato omitido hasta la hipotética pérdida del régimen fiscal especial de las SOCIMI. (Ley 6/2012, 28 diciembre de 2012)

2.2.3. Régimen fiscal especial

El atributo diferencial que ha colocado las SOCIMI en el foco de actualidad de la inversión inmobiliaria ha sido sin lugar a dudas el ventajoso régimen fiscal que estas ofrecen.

La principal ventaja que estas sociedades presentan en materia fiscal (siempre y cuando se cumpla con los requisitos establecidos por la Ley 11/2009 del 26 de octubre, los cuales se han ido ilustrando a lo largo de este trabajo) es un tipo del Impuesto de Sociedades del 0%.

Este gravamen del 0% supone un gran aliciente para el inversor en contraposición al genérico 25% que se paga en España en concepto de Impuesto de Sociedades. De esta manera, la recaudación fiscal que grava la riqueza generada por las SOCIMI recae únicamente sobre el gravamen aplicado al reparto de dividendos. El artículo 25.1.a) de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del IRPF, establece que los dividendos tienen la consideración de rendimientos de capital mobiliario. En 2019 existían 3 tramos en la escala de gravámenes aplicables a las rentas percibidas en concepto de dividendos. Se establece un tipo del 19% para cantidades iguales o menores a los 6.000€, de los

6.000,01€ a los 50.000€ se tributará al 21%, y para aquella base que exceda los 50.000,01€ se aplicará un tipo de gravamen del 23%. (Rodríguez Mateo, 2010) Asimismo, la ley 11/2009 del 26 de octubre dispone que el pago de dividendos estará sujeto a retención. (Ley 35/2006, 28 de noviembre de 2006)

En aquellos casos en los que, los socios ostenten una participación igual o superior al 5% y dichos dividendos, en sede de sus socios, estén exentos o tributen por debajo del 10%, se le aplicará a la entidad un gravamen especial del 19%. Dicho gravamen estará considerado como cuota del Impuesto de Sociedades y no será de aplicación cuando los dividendos sean percibidos por aquellas entidades no residentes a las que nos hemos referido en apartados anteriores. (Ley 6/2012, 28 de diciembre de 2012)

Debido a que la aplicación de este régimen fiscal beneficioso queda supeditada a que la SOCIMI se ajuste a los requisitos predispuestos por la ley (siempre con el objetivo de incentivar el desarrollo de mercado de alquileres inmobiliario y mitigar los efectos cíclicos que afectan a este mismo mercado), la propia ley prevé determinados supuestos en los que la empresa puede perder el derecho a aplicar dicho régimen.

El primer supuesto que resulta en la inaplicación del régimen fiscal de las SOCIMI es la exclusión de negociación en mercados regulados o sistema multilateral de las participaciones de la sociedad. En segundo lugar, llevarán aparejada la misma consecuencia un incumplimiento sustancial de las obligaciones de información comentadas en el punto anterior. El incumplimiento de las obligaciones de distribución de resultados en tiempo y forma previstos por la ley también conllevará la pérdida de dicha consideración fiscal. (Ley 6/2012, 28 diciembre de 2012)

La empresa podrá, a su vez, renunciar de manera voluntaria a la aplicación de este régimen fiscal especial. En la ley también se prevé que, de manera genérica, se podrá perder el derecho de acogimiento a este régimen especial por el incumplimiento de cualquier condición que la ley disponga para optar a el mismo. (Ley 6/2012, 28 diciembre de 2012)

Un aspecto relevante a tener en cuenta es que la pérdida del régimen fiscal especial de las SOCIMI conllevará la imposibilidad de optar de nuevo a la aplicación de dicho régimen fiscal hasta que hayan transcurrido al menos tres años desde la conclusión del último periodo en que se aplicó. (Ley 6/2012, 28 diciembre de 2012)

3. EXPLICACIÓN DEL ENTORNO

3.1. EVOLUCIÓN/ANTECEDENTES DEL SECTOR

El crecimiento del sector turístico y hotelero español a lo largo de los años ha sido completamente exponencial. La oferta hotelera ha tendido a adaptarse completamente a las necesidades y deseos de los turistas que deciden visitar el territorio español. En este sentido, se ha evolucionado hacia un servicio que ofrece además del alojamiento, el desarrollo y diversificación de nuevas experiencias como el turismo rural, urbano,

cultural, de negocios, de aventura; y la gradual aparición de nuevos segmentos en la demanda.

En el periodo pre crisis, el sector hotelero se ubicaba en un contexto de fuerte competencia con la aparición de una demanda más exigente e informada y donde la preocupación por el precio en la comercialización de productos quedaba respaldada por una reorientación calidad-precio más equilibrada. Esto dio pie a la creación del Sistema de Calidad Turística Española (SCTE) en el año 2000 como resultado de la fusión de los distintos sectores dentro del entorno turístico. (Ballestero, 2007)

Durante el periodo del 2000-2007, el territorio nacional atravesó una etapa de auge económico impulsado por una abundante liquidez, bajo coste de la financiación y un crecimiento de los sectores de construcción e inmobiliario (ej. Plan Nacional de Infraestructuras 2000-2010). Posteriormente, en la etapa que abarca de los años 2007 a 2011 España se vio devastada por la mayor crisis económica y financiera global de la historia. La crisis financiera con origen en EE.UU., provocada por el estallido de una burbuja especulativa inmobiliaria y bursátil fruto de la comercialización masiva de hipotecas “*subprime*”, no tardó en extenderse a otras regiones del mundo. Las principales actividades de la economía española se vieron profundamente afectadas y, en consecuencia, uno de los sectores que más ingresos suponen para la economía española: el mercado turístico y hotelero.

En el periodo 2007-2009, el sector hotelero español experimentó una fuerte caída de los ingresos motivada por factores estructurales y coyunturales como el descenso generalizado de la demanda, la sobreoferta de producto hotelero ya existente y una forzosa caída de las tarifas para tratar de mantener los niveles de ocupación.

Tabla 5: Evolución ADR por habitación (€/día)

ADR por habitación (€/día)	2008	2009	2010	2011	Prom.	Máx	Mín.	08-11	09-11	10-11
Nacional	79	75	70	70	74	79	70	-4,0%	-3,4%	0,0%
5 estrellas	165	149	146	148	152	165	146	-3,6%	-0,3%	1,4%
4 estrellas	84	79	78	78	80	84	78	-2,4%	-0,6%	0,0%
3 estrellas	61	58	57	58	59	61	57	-1,7%	0,0%	1,8%
Urbano	99	88	80	81	87	99	80	-6,5%	-4,1%	1,3%
5 estrellas	171	151	148	155	156	171	148	-3,2%	1,3%	4,7%
4 estrellas	98	87	86	85	89	98	85	-4,6%	-1,2%	-1,2%
3 estrellas	76	67	66	68	69	76	66	-3,6%	0,7%	3,0%
Vacacional	70	68	67	68	68	70	67	-1,0%	0,0%	1,5%
5 estrellas	154	142	139	142	144	154	139	-2,7%	0,0%	2,2%
4 estrellas	75	74	73	74	74	75	73	-0,4%	0,0%	1,4%
3 estrellas	54	53	52	54	53	54	52	0,0%	0,9%	3,8%

Fuente: (Exceltur), Elaboración propia.

Tabla 6: Evolución RevPar por habitación (€/día)

RevPar por habitación (€/día)	2008	2009	2010	2011	Prom.	Máx	Mín.	08-11	09-11	10-11
Nacional	51	44	38	40	43	51	38	-7,8%	-4,7%	5,3%
5 estrellas	90	73	80	86	82	90	73	-1,5%	8,5%	7,5%
4 estrellas	55	47	49	52	51	55	47	-1,9%	5,2%	6,1%
3 estrellas	39	34	35	37	36	39	34	-1,7%	4,3%	5,7%
Urbano	63	51	47	49	53	63	47	-8,0%	-2,0%	4,3%
5 estrellas	95	77	84	90	87	95	77	-1,8%	8,1%	7,1%
4 estrellas	62	51	54	55	56	62	51	-3,9%	3,8%	1,9%
3 estrellas	50	41	41	43	44	50	41	-4,9%	2,4%	4,9%
Vacacional	40	45	45	50	45	50	40	7,7%	5,4%	11,1%
5 estrellas	91	74	79	90	84	91	74	-0,4%	10,3%	13,9%
4 estrellas	54	49	51	56	53	56	49	1,2%	6,9%	9,8%
3 estrellas	40	36	37	41	39	41	36	0,8%	6,7%	10,8%

Fuente: (Exceltur), Elaboración propia.

La evolución del ADR y del RevPAR elaborada por Exceltur, a partir de los datos publicados por el INE en el periodo 2008-2011, muestra que: a nivel nacional el peor año en términos de RevPAR fue el año 2010; y, sin embargo, para los segmentos más altos de mercado (3, 4 y 5 estrellas) el peor año fue el año 2009. (Evolución y retos del sector hotelero en España, 2012)

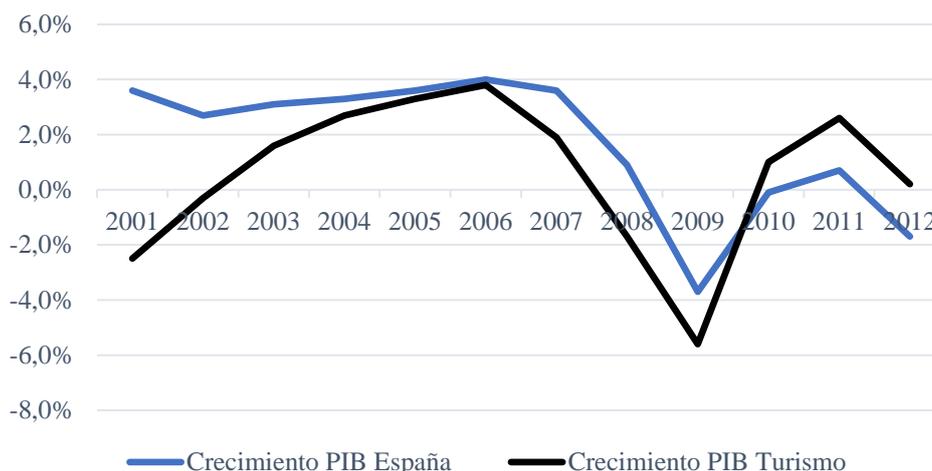
Según Hosteltur los resultados obtenidos por las empresas hoteleras a lo largo de 2008 han puesto de manifiesto que este sector no pudo escapar de las consecuencias de la crisis mundial. Tal y como manifestó Cushman & Wakefield (C&W) en la Reunión Anual de Inversión del Sector Hotelero celebrada en Londres, durante 2008 las transacciones hoteleras en España se situaron cerca de los 800 millones de euros, suponiendo un descenso del 33% respecto al año 2007; en base a un informe elaborado por STR Global. (Hosteltur, Los ingresos hoteleros se verán afectados por la crisis económica, 2009)

En cuanto al comportamiento de los distintos mercados dentro del sector hotelero, según datos de Exceltur, los destinos vacacionales resistieron mejor que los urbanos los años de la crisis económica y financiera, en base a la evolución de ingresos por habitación disponible (RevPAR) analizada por el INE. Sin embargo, la caída en los rendimientos operativos se dio de manera generalizada, tanto en los hoteles urbanos como los vacacionales. Entre los factores que provocaron este importante descenso encontramos: la fuerte caída de las pernoctaciones, debido a la disminución de viajeros de ocio y negocio; la reducción de la demanda del mercado MICE¹; y la reducción del gasto. (Evolución y retos del sector hotelero en España, 2012)

¹MICE (Meetings, incentives, conferencing, exhibitions): turismo de negocios motivado por la realización de actividades laborales o profesionales, asistencia a reuniones, conferencias, congresos, convenciones. (Hosteltur, Glosario de términos hoteleros, turísticos y relacionados, 2016)

Cabe mencionar la caída del PIB turístico-hotelerero durante los periodos de crisis, que acompañó el importante declive del PIB nacional, pues se encuentran altamente correlacionados. La crisis financiera y económica global no tardó en trasladarse al sector turístico y hotelero español, viéndose afectado el consumo y el gasto en viajes de los principales países emisores de turistas y de nuestro propio mercado doméstico. (Evolución y retos del sector hotelero en España, 2012)

Gráfico 2: PIB vs. PIB turístico (% variación 2001-2012)



Fuente: (Evolución y retos del sector hotelero en España, 2012), *Elaboración propia*.

El peor comportamiento pudo observarse en el año 2009, donde el PIB nacional desciende un 3,7%, mientras que el PIB turístico desciende un 5,6%. Como podemos comprobar, a partir de los años 2010 y 2011 el sector turístico-hotelerero comienza su fase de recuperación, dejando atrás unas pérdidas de € 6.075 millones reales desde el año 2015, según datos de Exceltur.

Por otro lado, cabe mencionar otro de los factores por los que el sector hotelero se vio afectado durante los años de crisis: la elevada dependencia de la evolución económica de los principales países emisores de turistas que visitan España (Reino Unido, Alemania, Francia e Italia). De este modo, el sector turístico-hotelerero español se vio afectado, no solo por la disminución del PIB nacional, como se ha comentado previamente, sino por el descenso del PIB de la UE y el incremento de los niveles de desempleo de los principales países emisores. Ello afectó notoriamente al gasto que estos países destinan a sus viajes y, por ende, al número de turistas que deciden visitar España. Los turistas procedentes de estos países representaban en el año 2004 un 58% del total de gasto turístico, y con la llegada de la crisis global, el peso relativo de estos países descendió hasta situarse en un 48%. Sin embargo, cabe señalar que el periodo post crisis supuso una rápida recuperación registrándose el 2011 como el mejor año de la historia en términos de gasto turístico, según datos del INE. (INE, 2004-2010)

También se dio una caída generalizada de los volúmenes de transacciones y de las valoraciones en el mercado inmobiliario-hotelerero. Todo ello causado por la contracción

económica nacional y de nuestros principales países emisores, la incertidumbre sobre la solvencia de nuestro sistema financiero, los crecientes riesgos sistémicos, los descensos en los ingresos hoteleros y la situación del mercado inmobiliario.

A partir de los años 2010 y 2011 se inició la recuperación de los ingresos hoteleros en España, sobre todo en los destinos vacacionales, que presentan una menor dependencia de la economía doméstica y de la actividad empresarial local. Se dio una reactivación de la demanda impulsada por la fuerza de los mercados emisores internacionales y los esfuerzos en precio por parte de los empresarios hoteleros españoles, entre otros. (Evolución y retos del sector hotelero en España, 2012)

Según la consultora KPMG, *“la principal lección aprendida de esta crisis es que los activos hoteleros deberían valorarse por la generación real de caja, ajustada por la seguridad de ocupación que cada activo pueda ofrecer en caso de afrontar una crisis. Las expectativas de aumento de precio o aumento de ocupación deberían estar siempre basadas en una mayor inversión en el activo y/o en una mejor gestión comercial con medidas concretas o de ahorro de costes con objetivos realistas; y no únicamente en mejoras de expectativas económicas del mercado en general”*. (Hosteltur, ¿Qué ha aprendido el sector hotelero de la crisis?, 2014)

Ya entrados en el año 2011, los índices de ocupación² hotelera experimentaron su recuperación, después de haber tocado fondo en los ejercicios 2009 y 2010. Durante los años 2012, 2013 y 2014 se dio una tendencia al alza en los índices de ocupación motivada por el incremento de la llegada de turistas extranjeros.

Si quisiéramos segmentar el análisis de la ocupación hotelera durante este periodo, destacamos la mejora de los índices de ocupación de los hoteles de cinco estrellas en el año 2013. Sin embargo, los hoteles urbanos de tres y cuatro estrellas registraron una menor ocupación durante este periodo, recuperándose al entrar en 2014. Asimismo, durante los ejercicios 2013 y 2014 podemos señalar el buen nivel de ocupación de Canarias y Baleares.

La evolución de los ingresos medios por habitación disponible (RevPAR), durante el ejercicio 2014, se comportó de manera desigual en los diferentes segmentos de hotel. En este sentido, se dio una disminución de los precios medios de los hoteles urbanos, paralela a un aumento en los precios medios de los hoteles vacacionales.

En cuanto a los costes, a partir del año 2010 el sector turístico-hotelero experimentó una tendencia a la baja para todas las categorías de hotel. Asimismo, durante los años 2013 y 2014 se aprecia una mejora generalizada de los márgenes netos para todas las categorías de hotel, destacando una mayor tendencia al alza de estos márgenes para los hoteles vacacionales. (EY, Indicadores económicos de la industria hotelera española, 2014)

² Índice de ocupación, en hostelería, hace referencia a la relación entre el número de clientes alojados y el número total de habitaciones ocupadas en un periodo determinado, expresado en clientes por habitación. (Hosteltur, Glosario de términos hoteleros, turísticos y relacionados, 2016)

Por otro lado, cabe mencionar el impacto de la Primavera Árabe en los destinos turísticos españoles. En el año 2011 las revueltas de la Primavera Árabe crearon un foco de inestabilidad en el norte de África y Oriente Medio, provocando la desviación de turistas hacia otros destinos, entre ellos, España. Según el Instituto de Estudios Turísticos (IET) en el año 2011 este fenómeno tuvo una consecuencia directa en España, con un crecimiento del 7,6% en la llegada de turistas, del que casi un 4% se atribuía a los turistas desviados a consecuencia de estos conflictos. En términos absolutos se tradujo en un flujo de 2,1 millones de turistas “prestados”. (Hosteltur, ¿La Primavera Árabe beneficia realmente a España?, 2013).

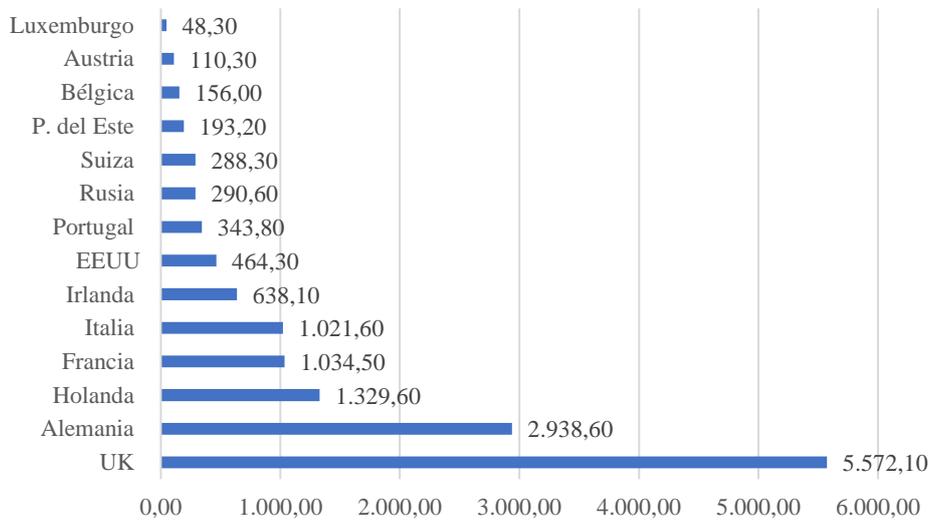
Los destinos turísticos españoles siguieron beneficiándose de la situación de inestabilidad social y política en el norte de África y en Oriente Medio durante los años siguientes.

Asimismo, durante el año 2013 los países competidores mediterráneos como Túnez, Egipto, Marruecos o Turquía iniciaban campañas internacionales para transmitir a los turistas la imagen de vuelta a la normalidad, tratando de competir en precio con el resto de los destinos turísticos rivales. (Hosteltur, Turismo, primavera árabe y un Mediterráneo convulso, 2013)

En el periodo 2015-2017, el bajo coste de financiación intensificó la inversión para la mejora de los hoteles, en búsqueda de alcanzar a clientes con un mayor gasto. A pesar de la inestabilidad política y la incertidumbre, la votación del Brexit en junio de 2016 tuvo un efecto nulo durante todo el 2017 sobre las llegadas de británicos a España, según Exceltur.

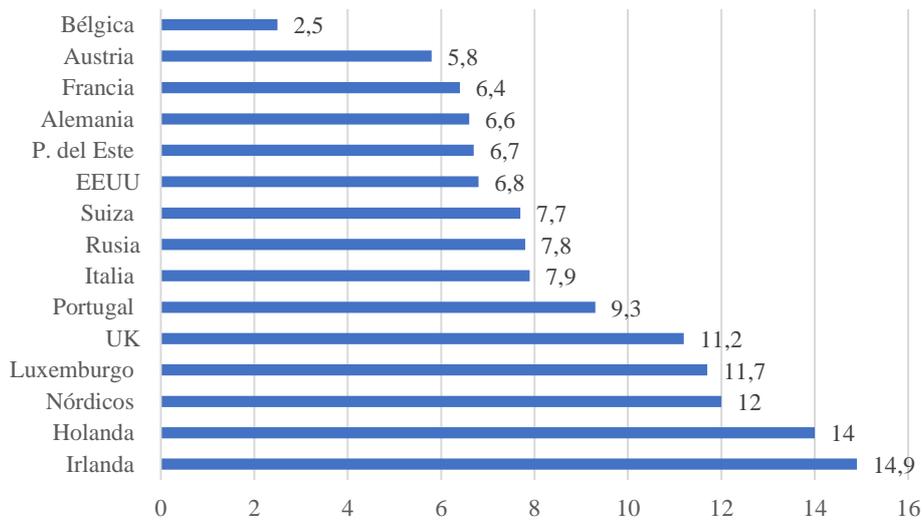
Del mismo modo, según destaca el “Balance 2016: Las 12 claves principales del año”, de Exceltur, todos los países emisores de turistas a España tuvieron un crecimiento inusual en sus viajes y gasto turístico en España respecto a 2015. Resalta el aumento de turistas británicos, con un crecimiento de 1,8 millones de turistas (+12,3% respecto a 2015), lo que supone un aumento en pernoctaciones hoteleras de 5,6 millones (+11,2%).

Gráfico 3: Diferencia interanual en miles de pernoctaciones por mercado de origen 2015-2016



Fuente: (INE, Instituto Nacional de Estadística, 2020), *Elaboración propia*.

Gráfico 4: Tasa de variación pernoctaciones por mercado de origen 2015-2016



Fuente: (INE, Instituto Nacional de Estadística, 2020), *Elaboración propia*.

A pesar del incremento en el número de turistas, el ingreso medio nominal por turista extranjero continúa descendiendo desde su último crecimiento en 2011. Hay que añadir que el gasto turístico no equivale al total de ingresos que recibe España, debido, entre otros, a que parte del gasto que realiza el turista permanece en su país de origen debido a los costes de intermediación o transporte hasta España. Esta diferencia en 2016 provocaba que el gasto turístico extranjero fuera de 77.000 millones frente a los 54.355 millones que aparecen en la balanza de pagos del Banco de España, según Egatur.

En base al informe “Valoración Turística Empresarial de 2017 y Perspectivas para 2018” de Exceltur, los principales factores que impulsaron el aumento de los ingresos del turismo extranjero en 2017 fueron:

- a) Mejora de la conectividad aérea con países de los que proceden turistas con un mayor gasto medio diario. Entre estos turistas destacan los americanos, rusos, asiáticos y latinoamericanos, según la encuesta Egatur del INE.
- b) La inversión realizada por empresas de sectores clave de la cadena de valor turística para atraer turistas con un mayor gasto.

El fuerte aumento en la demanda en 2017 permitió que el 90,3% de las empresas turísticas españolas obtuvieran un incremento en sus ingresos del 6,9% de media respecto a 2016, según la Encuesta de Confianza de Exceltur.

Cabe destacar el efecto de la inestabilidad política en Cataluña sobre el turismo, motivado por el referéndum del 1-O, siendo Barcelona el destino más afectado (una caída del 9,6% en octubre y noviembre según el INE).

España ocupó en 2015 y 2017 el primer puesto a nivel mundial en el ranking “The Travel & Tourism Competitiveness 2017”, de World Economic Forum. Este ranking pretende medir factores que van desde la apertura internacional, la competitividad en precio, seguridad o higiene hasta la calidad de las infraestructura o recursos naturales. (Exceltur, Valoración turística empresarial de 2017 y perspectivas para 2018)

Por otro lado, la aparición y exitosa evolución de nuevos agentes como Airbnb o HomeAway, que ofrecen servicios de alquiler de viviendas turísticas, se presenta como una competencia directa a los establecimientos hoteleros. Y desde su aparición se ha producido una transformación de la manera de ver el alojamiento turístico. Este tipo de establecimientos suponen una necesaria transformación de la oferta hotelera, enfocada a desarrollar y ofrecer nuevas experiencias para los clientes que quieran ir más allá del tradicional servicio de alojamiento. Los factores que motivan al turista a inclinarse por opciones de alquiler ofrecidas en las plataformas de Airbnb o HomeAway son, entre otros, la búsqueda de la facilidad y la comodidad, sin lujos ni equipamiento excesivo, la sensación de “estar como en casa”, además de su amplia oferta geográfica. El auge de este tipo de plataformas se acompaña de los nuevos hábitos de consumo de los turistas, que realizan viajes más cortos.

En el año 2017, 31 millones de pernoctaciones se realizaban en alojamientos extra hoteleros, un 60% de estas pernoctaciones se concentraban en apartamentos turísticos debido al auge de este tipo de plataformas de alojamiento. (Insider, 2018)

Por otro lado, se analiza la repercusión en el turismo español del acontecimiento ocurrido en la ciudad de Barcelona el 17 de agosto de 2017, emplazamiento de un atentado terrorista. Tras los ataques terroristas la demanda turística reaccionó mejor de lo que se esperaba, coinciden los expertos. La primera reacción de la demanda tras este acontecimiento se tradujo en cancelaciones de reservas, sin embargo, no fueron especialmente significativas, entre el 2% y el 3%.

De manera generalizada, se ralentizó el volumen y el ritmo de nuevas reservas, cuya respuesta se basó principalmente en una política de descuentos a corto plazo y reducir el plazo de estancia mínima. Este plan de choque permitió a los hoteles mantener la ocupación pero no la rentabilidad. Asimismo, los apartamentos turísticos concentraron un mayor número de cancelaciones pues la mayoría de las reservas provienen de familias, más conservadoras en su reacción. (Hosteltur, Barcelona: la demanda turística reacciona mejor de lo esperado, 28 de agosto, 2017)

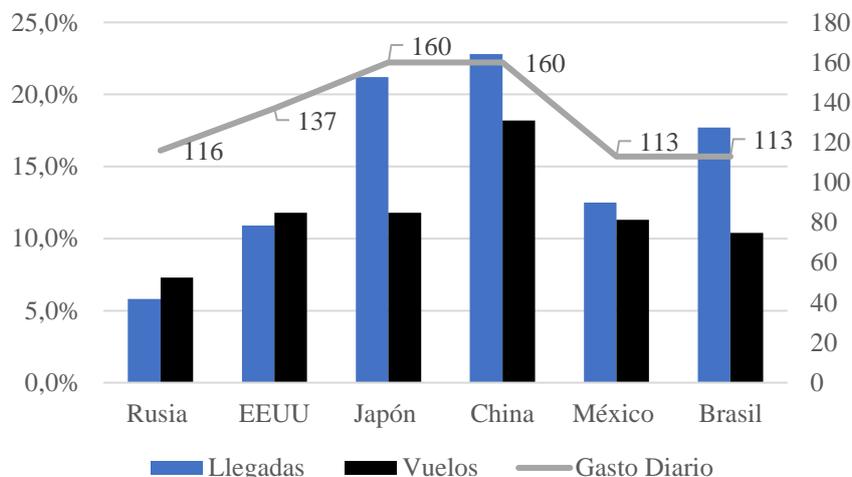
Resulta difícil explicar por qué la reacción de la demanda turística hacia Barcelona después de los atentados del 17A fue notoriamente diferente con respecto a la situación que se vivió en París o Bruselas tan solo unos meses atrás. Se podría especular sobre que los turistas se van acostumbrando cada vez más a la idea de que viajar conlleva este tipo de riesgos. (Hosteltur, El turismo en Barcelona un año después del atentado, 2018)

El año 2018 vino marcado por una normalización del ritmo de crecimiento del sector turístico registrando un crecimiento del PIB del +2,0%, hasta alcanzar los 142 millones de euros (11,8% del total de la economía española). Este año ha supuesto el cierre de un periodo de 8 años consecutivos donde el turismo ha desempeñado el papel del principal impulsor de la economía española. El crecimiento turístico de 2018 vino de la mano de una mayor coordinación y colaboración de todos los agentes turísticos para apostar por la inversión en la renovación y reposicionamiento del producto, mejorando la oferta y atrayendo a turistas de mayores ingresos.

Este aumento de actividad turística durante el 2018 permitió a las empresas turísticas españolas un incremento de sus ventas. Los hoteles urbanos crecieron en ventas en un +2,9%, y los hoteles de playa tan solo un +0,7%, debido a la fuerte recuperación de los destinos competidores del Mediterráneo Oriental. Esta desaceleración de la demanda extranjera hacia destinos de sol y playa español supuso una caída en el número de pernoctaciones hasta un -1,4% en las comunidades de sol y playa: Andalucía, Baleares, Canarias, Co. Valenciana, Cataluña y Murcia).

Los resultados de las empresas turísticas también se vieron mejorados, gracias a un aumento de precios por mejorar el producto y una mayor eficiencia operativa. Además, cabe mencionar que, a pesar de la caída en el volumen de pernoctaciones en España, los ingresos por turismo extranjero se incrementaron por factores como la renovación de negocios de los distintos subsectores (alojamiento, restauración, comercio, transporte y ocio) de destinos urbanos y vacacionales y en consecuencia el acceso a un turista de mayor capacidad de gasto; y debido a la atracción de turistas de mercados con un mayor gasto en viajes, por la multiplicación de las conexiones aéreas. En este sentido, el aumento de la conectividad aérea permitió incrementar la llegada de turistas de larga distancia y de mayor gasto en destino. (Exceltur, Valoración turística empresarial de 2018 y perspectivas para 2019, Enero 2019)

Gráfico 5: Evolución de vuelos y llegadas de turistas por nacionalidad de procedencia



Fuente: (Exceltur, Valoración turística empresarial de 2018 y perspectivas para 2019, Enero 2019), *Elaboración propia*.

La multiplicación del número de vuelos se vio motivada, entre otros factores, por los planes de expansión de las compañías aéreas, el aumento de los viajes al exterior en algunos países, principalmente asiáticos, el crecimiento exponencial del atractivo de los destinos españoles en los países emisores de turistas, y el incremento de los viajes por negocios debido a las crecientes inversiones en el territorio español. Y, es que, el sector turístico en el año 2018 también estuvo caracterizado por una tendencia al alza del turismo de negocios, lo que se conoce como el segmento MICE. Los principales impulsores de este tipo de turismo fueron los propios españoles que incrementaron el número de pernoctaciones un +2,1% en viajes de negocios y el gasto un +8,9%. (Exceltur, Valoración turística empresarial de 2018 y perspectivas para 2019, Enero 2019)

El 2019 se consolida como el año con mayor volumen de actividad turística de la historia, con 153.000 millones de euros. El crecimiento del PIB turístico se registra 0,5 p.p. por debajo del PIB nacional (+1,5% PIB turístico contra el +2,0% PIB total de la economía española). El balance final de 2019 también deja atrás acontecimientos como la quiebra de Thomas Cook, la tensión vivida en octubre en Barcelona y la celebración de última hora de la Cumbre del Clima en Madrid en el mes de diciembre.

Además, 2019 volvió a demostrar la notoria capacidad de generación de empleo del sector turístico. La apuesta por creación de empleo que demuestra este sector en el año 2019 viene potenciada por la inversión en nueva oferta de alojamiento, ocio y restauración, especialmente en destinos urbanos; y de la reinversión en el reposicionamiento de una oferta de mayor valor añadido (+8,4% en el número de hoteles de cinco estrellas en el periodo de enero-noviembre).

La demanda española ejerce de motor del crecimiento de la actividad turística, sobre todo hacia destinos de sol y playa. Esto se debe a factores como el comportamiento positivo del empleo y de la renta disponible de las familias españolas, el abaratamiento de los precios de transporte aéreo y el mayor acceso de los tour operadores españoles, mejorando

la oferta en precio (-5,6% de caída en los precios de los paquetes vendidos a españoles hacia destinos nacionales).

El año 2019 también registró un mayor impacto económico del turismo extranjero en destinos españoles. Esta tendencia, que se inició en 2018, se concentra sobre todo en destinos urbanos y ha permitido mejorar el gasto medio diario (+6,1%; 110€). El mayor gasto del turista extranjero en 2019 se debe en gran medida a la apuesta de los inversores por la renovación y el reposicionamiento de establecimientos privados y mejora de espacios urbanos, atrayendo a turistas de mayor gasto en destino. En este sentido, los condicionantes de 2019 premiaron a las empresas que invirtieron en la mejora experiencial de su oferta, branding³, gestión interna y de distribución y, muy especialmente, a los establecimientos de zonas urbanas. (Exceltur, Valoración turística empresarial de 2019 y perspectivas para 2020, Enero 2020)

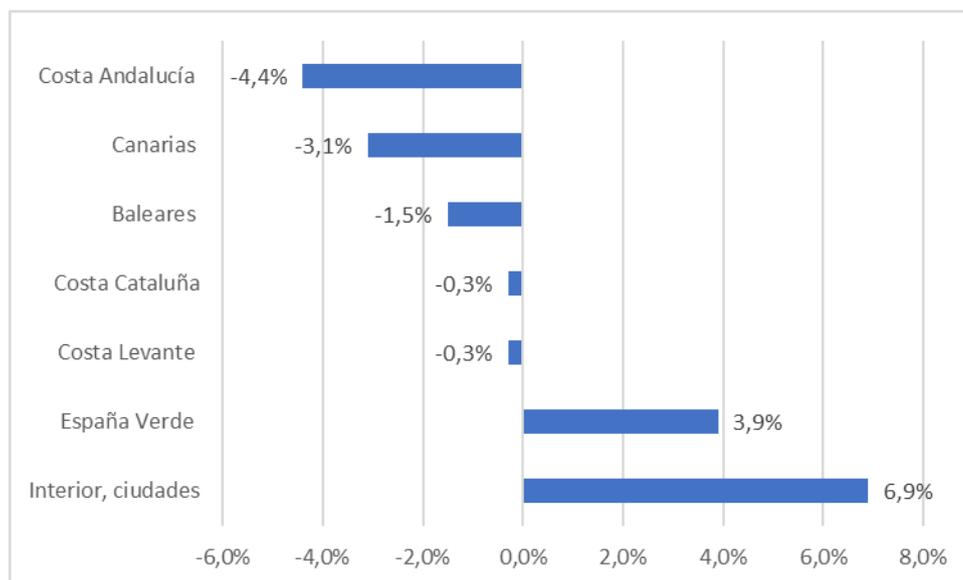
Además, los mercados de larga distancia crecieron de forma intensa en 2019, impulsados por el aumento de vuelos y de conexiones directas (EE.UU., Latinoamérica) y con un mayor gasto asociado al destino; concentrándose mayoritariamente en destinos urbanos de las grandes ciudades españolas.

En línea con la caída de la demanda de destinos de sol y playa español que se inició en el 2018, el año 2019 también continuó con esta tendencia. La consolidación de los destinos competidores del Mediterráneo significó una caída de la demanda turística de nuestros principales emisores, Alemania (-6,5% en pernoctaciones y -2-2% en gasto) y Reino Unido (-5,2% en pernoctaciones y +0,5% en gasto).

Como comentábamos, los destinos urbanos lideran el turismo en el 2019, con Madrid en cabeza, registrando el mayor incremento de los resultados empresariales (+6,1%). Madrid se ha podido beneficiar del aumento de conectividad, la continua inversión en mejorar la oferta de producto turístico, su dinamismo como lugar de negocios y la celebración de multitud de eventos y congresos, culminando con la Cumbre del Clima en diciembre. (Exceltur, Valoración turística empresarial de 2019 y perspectivas para 2020, Enero 2020)

³ Branding: en marketing, hace referencia al proceso de construcción de la identidad competitiva o la marca del destino, así como el proceso de elaboración y aplicación de la estrategia de dicha marca.

Gráfico 6: Pernoctaciones totales por zonas (Tasa Variación Interanual)



Fuente: (Exceltur, Valoración turística empresarial de 2019 y perspectivas para 2020, Enero 2020), *Elaboración propia*.

En línea con la caída en la demanda de destinos de sol y playa españoles, la evolución más negativa se registra en los destinos insulares. Canarias se ve afectada (-7,0% con respecto a 2018), además del efecto recuperación de los países del Mediterráneo Oriental, por la caída de la estancia media debido a la quiebra de Thomas Cook y el cierre de rutas aéreas. Baleares, en cambio, experimentó una caída de la demanda extranjera algo más moderada (-5,1% en los resultados de 2019). (Exceltur, Valoración turística empresarial de 2019 y perspectivas para 2020, Enero 2020)

3.2. CRISIS CORONAVIRUS 2020

3.2.1. Impacto en el turismo

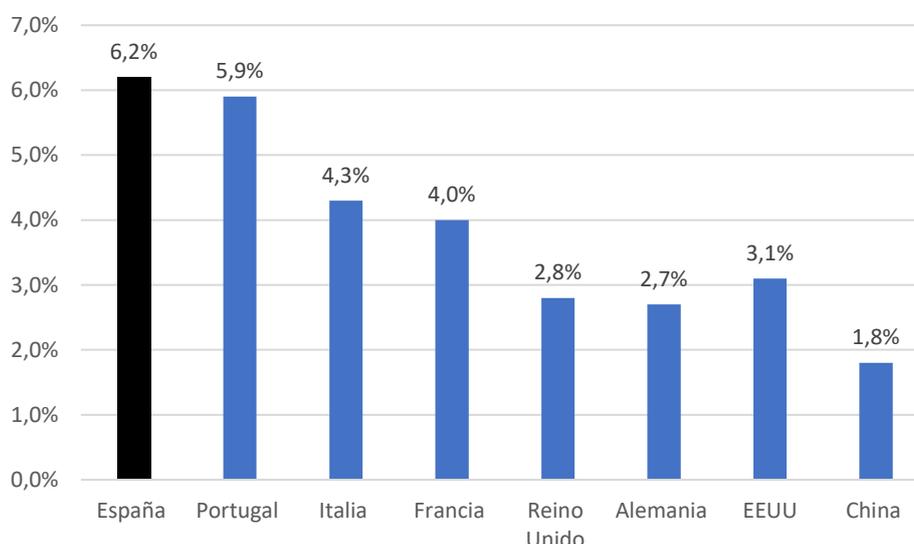
La situación provocada por la aparición y expansión del COVID-19 ha generado un devastador impacto tanto en el ámbito social como económico a nivel internacional. La declaración del estado de alarma y el exponencial crecimiento de los contagios dentro del territorio español obligaron a la implantación de medidas fuertemente restrictivas para evitar la propagación del virus. Estas condiciones exigieron la paralización de la economía española durante los meses de confinamiento de marzo a junio. Las consecuencias de esta situación fueron especialmente palpables en el sector turístico, en particular en la industria hotelera, que se vio obligada al cierre repentino de sus establecimientos, obteniendo, en consecuencia, unos ingresos nulos durante este periodo (Barcelona School of Tourism).

El sector de la hostelería es uno de los pilares que sustentan la economía española: representa el 6,2% del PIB de España y factura 124.000 millones de euros al año. Sin embargo, cabe mencionar que a pesar de su importancia, se trata de un sector especialmente vulnerable a los ciclos económicos y muy expuesto a situaciones como la

vivida en la crisis del COVID-19. Se trata de un sector muy fragmentado y compuesto por muchos pequeños negocios (el 70% de los negocios tienen menos de 3 empleados), con márgenes de beneficios muy bajos (del 6% frente a un 13% de media a nivel agregado nacional) y poca liquidez (el 50% de los negocios no superan 1 mes de gastos operativos fijos).

La hostelería es uno de los sectores más importantes de España, con un peso relativo en la economía muy superior a otros países. Por ello es de vital importancia analizar el impacto de la crisis del COVID-19 en este sector por ser uno de los principales componentes del PIB en España. (EY, Impacto de COVID-19 en hostelería en España, Abril 2020)

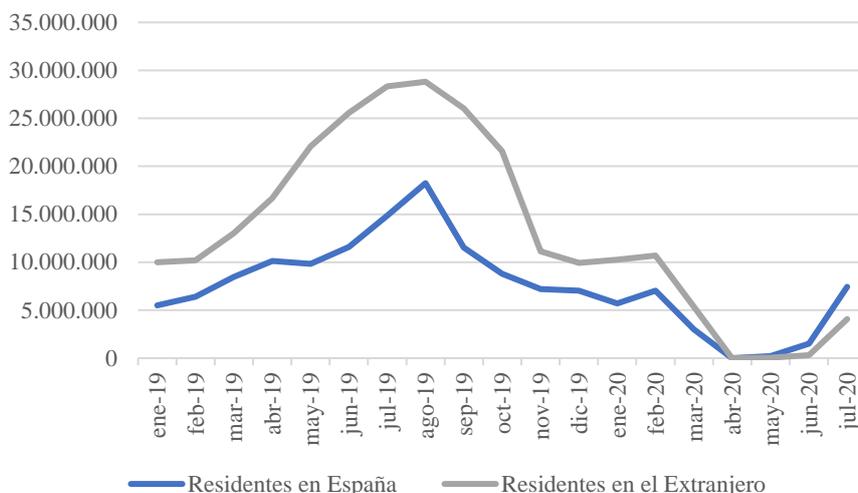
Gráfico 7: Aporte de la hostelería al PIB (%) 2020



Fuente: (EY, Impacto de COVID-19 en hostelería en España, Abril 2020), *Elaboración propia*.

Desde el estallido de la crisis sanitaria provocada por el COVID-19 en el mes de marzo, el sector turístico español se vio obligado a paralizar su actividad de inmediato. El impacto de esta situación en el sector hotelero se ve reflejado a través de múltiples indicadores. Así, los datos de pernoctaciones hoteleras en el mes de febrero ya evidenciaban algunos efectos de la epidemia. En este sentido, el número de pernoctaciones de turistas procedentes de China, el país más afectado inicialmente por la enfermedad, cayeron un 54% entre enero y febrero. En este sentido, el número de pernoctaciones en establecimientos hoteleros, el cual había crecido un 2,9% y un 6,8% en enero y febrero respectivamente, cayeron más de un 60% en marzo y fueron nulas en abril (INE, Instituto Nacional de Estadística, 2020). Este descenso en el número de pernoctaciones se dio debido al cierre de fronteras y a la prohibición por parte de las autoridades de realizar cualquier movilidad dentro del territorio español.

Gráfico 8: Pernoctaciones hoteleras en España (2019-2020)



Fuente: (INE, 2020), Elaboración propia.

Tabla 7: Variación Pernoctaciones Hoteleras 2019-2020

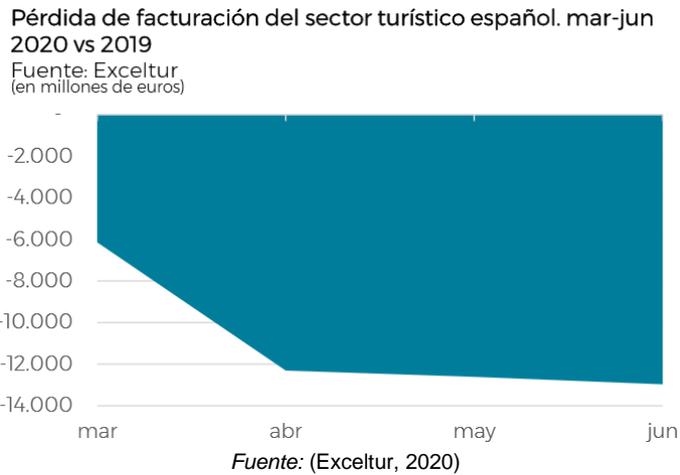
Pernoctaciones	ene-20	feb-20	mar-20	abr-20	may-20	jun-20	jul-20
Residentes en España	5.692.536	7.025.969	3.005.027	0	212.565	1.509.785	7.433.836
Var. 19-20	4%	10%	-65%	-100%	-98%	-87%	-50%
Residentes en el Extranjero	10.266.681	10.684.253	5.364.438	0	46.651	310.669	4.063.025
Var. 19-20	3%	5%	-59%	-100%	-100%	-99%	-86%
Total	15.959.217	17.710.222	8.369.465	0	259.217	1.820.455	11.496.862
Var. 19-20	3%	7%	-61%	-100%	-99%	-95%	-73%

Fuente: (INE, 2020), Elaboración propia.

Junto a la variación interanual del número de pernoctaciones hoteleras, el gasto turístico no residente experimentó una abrupta caída en el mes de marzo, y desapareció por completo a partir del mes de abril. Ello supuso la ruptura de la dinámica positiva que venían siguiendo estas variables en los meses precedentes. El impacto de la crisis sanitaria que atravesaba España también afectó al sector turístico hotelero en términos de empleo, donde el 55% de los empleados del sector estaban sujetos a ERTE. (Banco de España)

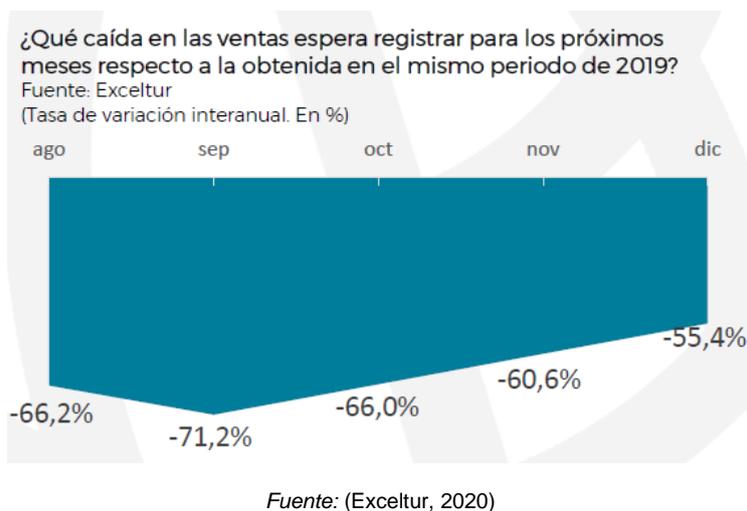
El efecto agregado de la paralización de la actividad turística se eleva a 43.460 millones de euros perdidos entre marzo y junio, lo que representa un 88% de caída de facturación acumulada respecto al PIB turístico en 2019. En julio el efecto del COVID se traduce en un 71,8% de caída en la facturación respecto al 2019. Y, en términos de trabajo, el desempleo se eleva a 823 mil empleados menos que en 2019. (Exceltur, 2020).

Gráfico 9: Facturación sector turístico español 2020 vs 2019



Conforme se acerque el final de año, la caída respecto al año 2019 será inferior debido a la apertura de las fronteras, relajación de las medidas y mejora en la opinión pública. Es así que en diciembre se espera una caída del 55% mientras que en septiembre se espera una disminución en las ventas del 71%. Según Exceltur, el gasto turístico de extranjeros en España se reduciría en un 74% comparado con 2019, mientras que el gasto de los propios españoles se reduciría un 43% (contabilizando los meses de marzo-junio donde la actividad estaba prácticamente paralizada debido al confinamiento). Es primordial destacar que estas caídas están sometidas a diferentes restricciones: limitación en aforo, en los viajes internacionales o en horarios. Por lo que habría que comprobar cómo se desarrollaría el nivel de demanda si estas restricciones se eliminasen. (Exceltur, 2020)

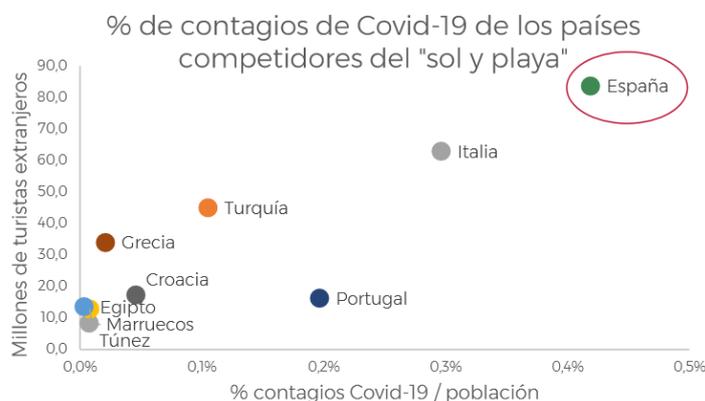
Gráfico 10: Tasa de variación interanual (%)



En cuanto a las medidas del gobierno de apoyo al sector turístico, España se presenta como el país-destino turístico con mayor impacto en número de personas afectadas por el COVID-19 respecto a los principales países turísticos; tanto del segmento “sol y playa”

como del turismo urbano. Además, los recursos destinados para programas de ayuda empresarial aplicados por el gobierno español son inferiores a los de los principales destinos turísticos también afectados por la pandemia. (Exceltur, 2020)

Gráfico 11: % de contagios de COVID-19 en los países competidores de turismo "sol y playa"

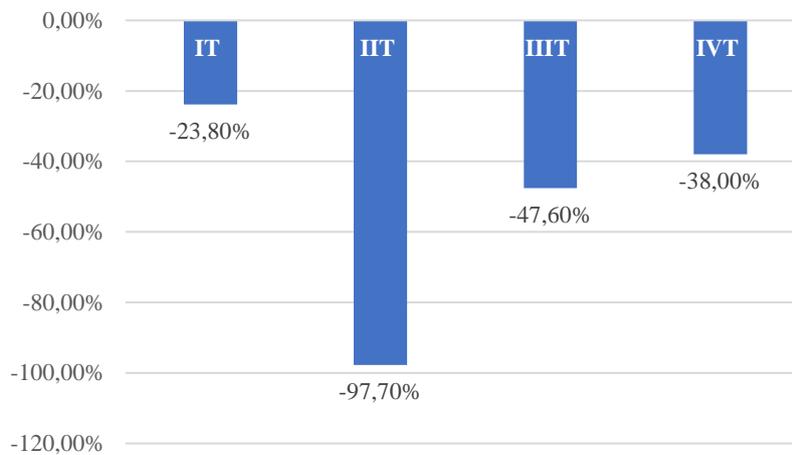


Fuente: (Exceltur, 2020)

Tras el periodo de confinamiento se lleva a cabo una etapa de desescalada y con ella una reactivación muy lenta y gradual del sector turístico. La actividad comienza a activarse principalmente con la demanda doméstica en un contexto de reapertura tardía de las fronteras en España. Se recupera más rápidamente en viajes de proximidad, en vehículos propios y en establecimientos turísticos de reducido tamaño (segundas viviendas, viviendas de familiares y/o amigos...). La mayor parte del gasto turístico durante la reactivación del sector se realiza en destinos nacionales, donde se trata de incentivar el turismo dentro del territorio español; tanto por la baja capacidad de gasto y la cautela sanitaria, como por el llamamiento a reactivar paulatinamente la economía española. Por otro lado, la reactivación de la demanda extranjera presenta un arranque muy gradual y disminuye significativamente con respecto al ejercicio 2019 debido principalmente a las restricciones impuestas por los países de procedencia (expectativa de caída del 74,2% respecto al 2019) (Exceltur, 2020).

En base a esta cohibida recuperación junto a la amenaza de rebrotes provoca que las estimaciones sobre la facturación total de 2020 sean de 64,7% (98.753 millones de euros) inferiores respecto a 2019, reduciéndose, por tanto, el PIB Turístico. El 84% de esta bajada se debería a la falta de demanda externa, principal demandante del turismo en España (Exceltur, 2020).

Gráfico 12: Evolución Interanual PIB Turístico 2019-2020



Fuente: (Exceltur, 2020), Elaboración propia.

Del mismo modo, se espera que el impacto sea irregular según la localización, sufriendo los mayores efectos Baleares y Cataluña; un menor efecto en Andalucía y Comunidad Valenciana y, debido a que tiene un gran peso la temporada de invierno, Canarias tendrá un efecto que dependerá de la evolución de la pandemia (Exceltur, 2020).

3.2.2. Expectativas y posibles escenarios

De cara a sentar las bases para las diferentes hipótesis del modelo financiero, es de especial relevancia analizar diferentes informes y opiniones de expertos acerca de la evolución en los principales indicadores turísticos. Ante la volatilidad en las opiniones, es necesario recalcar que las expectativas varían según la fuente y evolucionan conforme avanza el tiempo. Las hipótesis del modelo financiero estarán basadas principalmente en el estudio de McKinsey & Company⁴ además de entrevistas con expertos del sector.

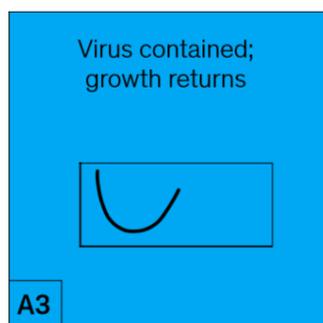
Recientemente, McKinsey & Company ha publicado un informe en el que explica su visión sobre las consecuencias de la pandemia del coronavirus. En éste, se sugiere que alcanzar un estado similar al que existía antes del COVID-19 llegaría en 2023 o posteriormente. Esto supone una recuperación completa en un periodo de 3 años, aunque lo importante es conocer de qué modo se llegará a ese estado, es decir, de manera rápida o escalonada. Una recuperación rápida provocará que el gasto en turismo se recupere rápidamente y se pueda alcanzar antes el punto de equilibrio, mientras que una recuperación gradual provocará unas pérdidas no sostenibles para muchos establecimientos que necesitan un mínimo de ocupación para poder alcanzar una rentabilidad mínima. Como se ha comentado anteriormente, esta evolución puede llegar antes o después dependiendo de acontecimientos clave relativos a nuevos rebrotes, la fiabilidad, eficacia y tardanza de las vacunas o nuevos datos sobre la pandemia.

En este estudio, se encuestó a 2.000 ejecutivos de negocios globales y los escenarios más probables según las expectativas serían los siguientes:

⁴ Hospitality and COVID-19: How long until 'no vacancy' for US hotels? (McKinsey & Company)

1. A3: Virus contenido y recuperación del crecimiento. En este escenario, el punto más bajo corresponde con el tiempo relativo al confinamiento, seguido de una recuperación económica temprana.

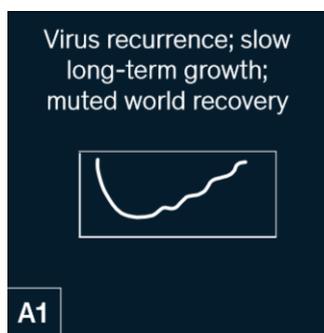
Gráfico 13: Escenario A3



Fuente: (McKinsey & Company)

2. A1: Recurrencia en el virus; crecimiento lento a largo plazo; recuperación mundial paulatina. Esto es, el virus no consigue eliminarse y surgen nuevos rebrotes. Como consecuencia, se prolonga la recuperación y tiene lugar una restauración escalonada.

Gráfico 14: Escenario A1



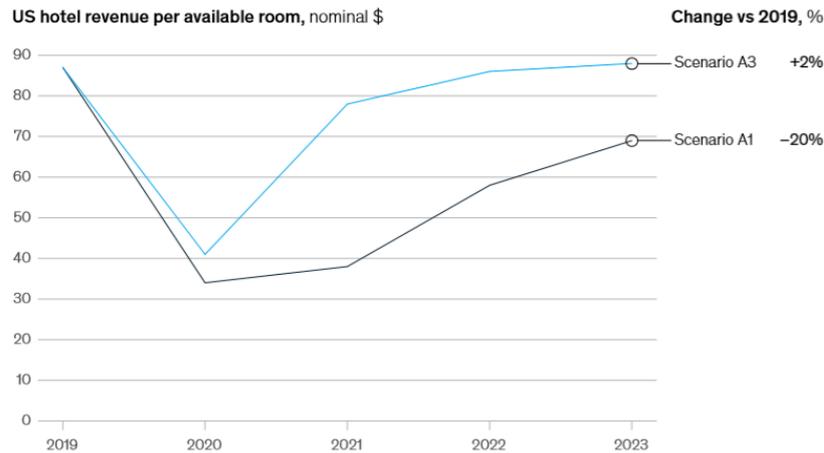
Fuente: (McKinsey & Company)

Según estos resultados, la recuperación existiría a pesar de ser a largo plazo. Siguiendo estas expectativas, se eliminaría la posibilidad de que se alcance un nivel económico muy inferior al existente antes del COVID. A pesar de ello, el grueso de la economía está formado por empresas con escasa liquidez que les permita detener su actividad durante largos periodos de tiempo. Esto podría provocar el cierre de numerosas empresas que no puedan adaptarse a los cambios que supone no poder abrir sus establecimientos o adaptar el trabajo a una modalidad a distancia. Puede observarse que esto afecta directamente al sector hotelero en su conjunto.

A día de hoy, se puede observar una evolución más cercana al escenario A1, con diferentes casos de nuevos contagios posteriores a la primera oleada.

Como se comentará en el apartado posterior que tendrá un mayor énfasis en el modelo financiero, la hipótesis de ocupación se basará en el siguiente gráfico (construido a partir de la encuesta de McKinsey & Company a 2.000 ejecutivos). De este modo, se realizará una media entre ambos escenarios A1 y A3 con el objetivo de que ambos extremos no condicionen en exceso el modelo financiero.

Gráfico 15: Evolución estimada de los ingresos hoteleros



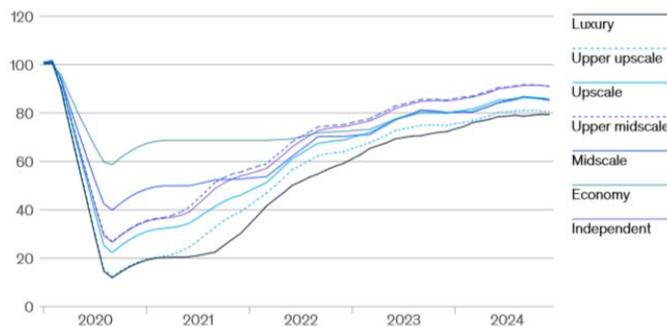
Fuente: (McKinsey & Company)

Los hoteles más económicos (los de un precio más reducido) tendrían una recuperación más rápida que los hoteles de un segmento superior. Según el análisis de McKinsey & Company, los hoteles de lujo requieren una ocupación un 150% superior a los hoteles de segmentos más económicos. Además, los hoteles de este tipo suelen ser operados por familias, por lo que los costes variables o semifijos pueden reducirse de una manera más eficaz.

Gráfico 16: Escenario A1

In scenario A1, the RevPAR of luxury hotels is slowest to return.

Scenario A1 US hotel revenue per available room, by chain scale, index, Jan 2019 = 100



Fuente: (McKinsey & Company)

A pesar de que existen turistas extranjeros que ya acuden a España, se espera que el número de vuelos incremente en el futuro, llegando una fase más tardía en la que se normalice un número elevado de vuelos procedentes del extranjero.

Como se ha comentado en el apartado anterior, los viajes nacionales han cobrado especial relevancia, resultando en mejores cifras para las CCAA que históricamente atraen a población nacional en mayor proporción. Los turistas extranjeros dependerán de las restricciones tanto de su país como de España, estas restricciones pueden ser desde la prohibición o recomendación de no viajar a España hasta la necesidad de guardar un periodo de cuarentena antes y/o después de viajar a España. Se espera que esta normalización de vuelos desde el extranjero provenga de los países europeos y, posteriormente, del resto de países.

3.3. JUSTIFICACIÓN DE LA ELECCIÓN SECTOR HOTELERO

3.3.1. Introducción

A lo largo de este apartado, se justifican las razones que han motivado la orientación de la actividad de inversión del fondo hacia el sector hotelero. Para ello, se valora la situación actual, así como la tendencia y evolución que ha tenido el sector turístico y hotelero en los últimos años.

A raíz del coronavirus, se espera que el sector turístico se vea afectado en gran medida debido, principalmente, a las limitaciones de los viajes entre países y a que la situación económica hará reducir los ingresos del sector. La reducción transitoria de la actividad podría producir fuertes recortes en las valoraciones de hoteles, provocando que se genere una oportunidad de negocio para aquellos inversores con liquidez y apetito de riesgo suficiente.

Según Miguel Vázquez, director de Hoteles de Colliers International esta crisis *“probablemente genere una corrección en los precios de los activos, porque los precios hoteleros estaban disparándose por la presión compradora”*, además *“si bien las transacciones que iban a iniciarse de momento se han paralizado, algunos inversores pueden ver un escenario de oportunidad porque el entorno competitivo se reduce para hacerse con la operación al haber menos competidores, por lo que pueden presionar para un mayor ajuste en el precio y conseguir así incrementar su margen”*. Por otro lado, *“hay mucha liquidez en el mercado y los inversores perciben la crisis como algo coyuntural, por lo que el inversor puede comprar perfectamente y aprovechar estos meses de parón para planificar una reforma, dado que la construcción también está parada, y arrancarla en cuanto pase la incertidumbre para poder aprovecharse así de unos costes de edificación más moderados porque estos negocios también van a sufrir mucho”* (Hosteltur, El sector hotelero afronta la crisis en mejores condiciones que la de 2008, 2020)

El sector hotelero no es considerado un sector con un componente especulativo fuerte debido a que está basado en un negocio perfectamente funcional, además de que el proceso de inversión suele llevar consigo un incremento en el valor añadido. Como se

verá a continuación, la tendencia del sector turístico es creciente y si bien han aparecido nuevas alternativas frente al alojamiento hotelero, como pueden ser los apartamentos turísticos, la mayor parte del turismo proviene del extranjero y consideramos que se producirá un incremento notable en el número de turistas de clase media proveniente de China y otros países que pueden preferir hospedarse en hoteles antes que en apartamentos turísticos debido a la seguridad y facilidad lingüística que le puede ofrecer un establecimiento hotelero.

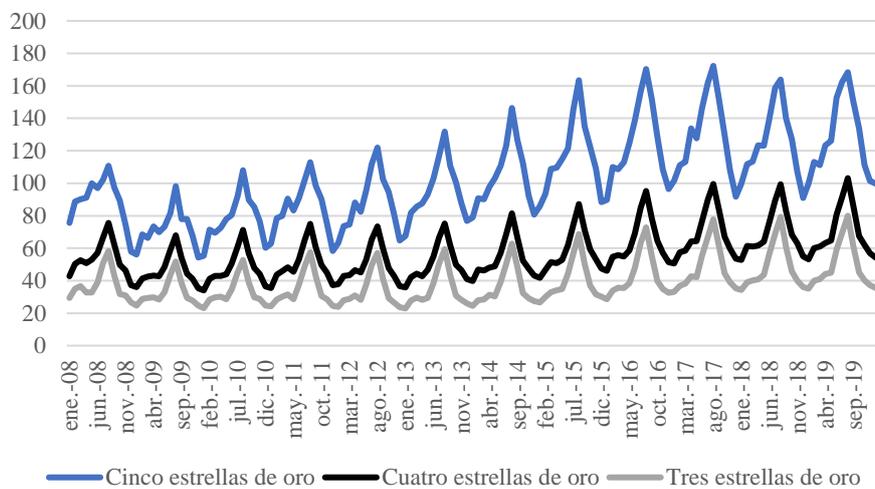
Por otro lado, los apartamentos turísticos están sufriendo limitaciones relativas a la cantidad ofertada de éstos que puede haber en las grandes ciudades⁵, lo que beneficia al sector hotelero. Limitar la cantidad de huéspedes en apartamentos hoteleros, permite a los hoteles capturar el aumento anual de turistas.

3.3.2. Resistencia a las crisis

Dos indicadores clave para analizar el estado del sector hotelero son el índice RevPAR y el índice de Ocupación.

Tomando como referencia la crisis de septiembre de 2008, se observa que ambos índices han sufrido levemente el efecto de la crisis, reduciendo los niveles de ingresos en 2009, pero incrementándose hasta 2017 y estancándose hasta la actualidad.

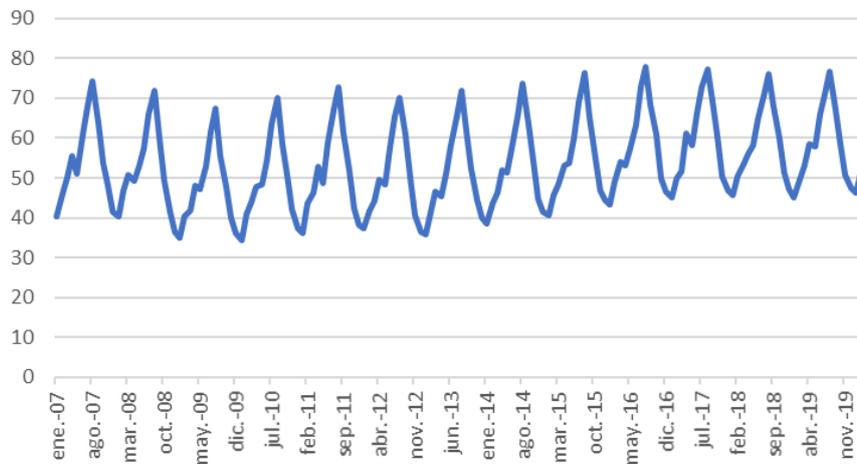
Gráfico 17: RevPAR 2008-2019.



Fuente: (INE, Instituto Nacional de Estadística, 2020), *Elaboración propia*.

⁵ “Resolución JUS/1784/2018, de 20 de julio, dictada en el recurso gubernativo interpuesto por la Comunidad de Propietarios de la calle Aragón, 95, de Barcelona contra la calificación que suspende la inscripción de una acta de protocolización de los estatutos de la comunidad de propietarios, de la registradora de la propiedad titular del Registro de la Propiedad núm. 16 de Barcelona”. Fuente: (Registradores de propiedad Madrid, s.f.)

Gráfico 18: Ocupación (%) 2007-2019.

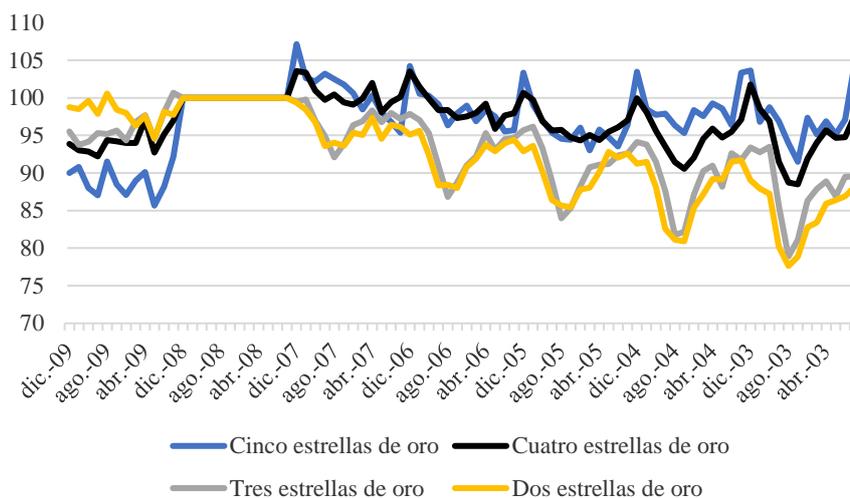


Fuente: (INE, Instituto Nacional de Estadística, 2020), *Elaboración propia*.

Podemos observar que el sector tiene una alta estacionalidad, lo que provoca una disminución en gran medida los ingresos ante una caída de la demanda debido al cierre de fronteras en periodos vacacionales, como ha sucedido a raíz del COVID-19.

En el siguiente gráfico, se observa que en los hoteles de 2-3 estrellas hubo una tendencia creciente a principios de siglo y durante la crisis se vieron levemente afectados. En cambio, los hoteles de alta categoría, 4-5 estrellas, tuvieron mayores ingresos en el periodo previo a la crisis de 2008 y posteriormente se vieron más afectadas por la situación económica. Esto puede deberse a que los turistas que se hospedaban en hoteles de 4-5 estrellas, pasaron a hacerlo en hoteles de una categoría inferior.

Gráfico 19: Índice de ingresos hoteleros (Base 2008).



Fuente: (INE, Instituto Nacional de Estadística, 2020), *Elaboración propia*.

Otra razón para escoger la inversión en hoteles es que la normalización del teletrabajo en las empresas podría provocar una disminución de los alquileres de oficinas y, por lo tanto, un descenso en los ingresos de las SOCIMI y otras sociedades con una cartera importante de oficinas, debido a la reducción en necesidades de espacio por parte de las empresas (JLL, 2020). En contraposición, la existencia de teletrabajo no debería afectar al nivel de turismo y sector hotelero en general. Si bien es cierto que hay empleados que se hospedan en hoteles durante viajes de negocios, el porcentaje de estos sobre el total es aproximadamente del 9%, frente al 48% que lo hace por “ocio, recreo y vacaciones” o el 37% que viaja por “visitas a familiares o amigos” según el INE desde febrero de 2015 a diciembre de 2019. A pesar de ello, para este tipo de viajeros de negocios suele ser indispensable la presencia física, como puede ocurrir con los auditores, transportistas, asistentes a ferias y congresos o comerciales, por lo que el impacto del teletrabajo no sería demasiado drástico.

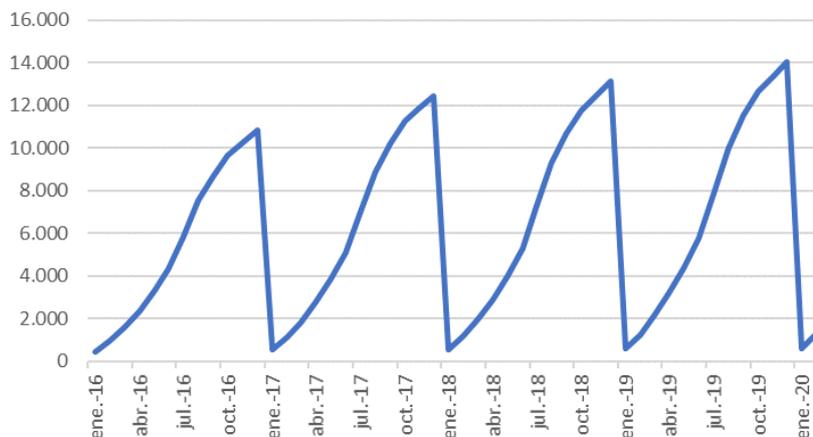
Esto puede provocar que el modelo de negocio de las SOCIMI que tienen una cartera compuesta principalmente por oficinas, pivote hacia una cartera con una mayor presencia de hoteles. El posicionamiento temprano en el sector hotelero proporcionará al fondo una posición que permita aprovechar las oportunidades del mercado antes de que estos actores entren en el sector. Actualmente, se están creando diferentes fondos como el de Azora, que espera tener una capacidad de inversión de hasta 1.500 millones de euros (Hosteltur, 2020), pudiendo observarse el atractivo que posee este tipo de inversiones.

3.3.3. *Tendencia creciente en turismo y gasto en alojamiento*

España es el segundo país del mundo con mayor afluencia de turistas internacionales (83 millones) detrás de Francia (89 millones). Siendo en 2019 los principales turistas extranjeros los procedentes de Reino Unido (18 millones), Alemania (11 millones) y Francia (11 millones) (INE, Instituto Nacional de Estadística, 2020). Estos países se caracterizan por ser los 3 países con mayor PIB de Europa y ser bastante estables económicamente. Como se ha comentado anteriormente, el sector va a depender de la evolución y la recuperación de los países emisores de turistas con respecto a la crisis del coronavirus, además de la imagen de seguridad que el sector y el Estado sean capaces de reflejar a los demás países.

Analizando el siguiente gráfico, se observa una tendencia creciente en el gasto en alojamiento realizado por turistas extranjeros, indicador de que el gasto en alojamiento está aumentando y que cada año las empresas de alojamiento turístico reciben mayores ingresos por parte de estos turistas.

Gráfico 20: Gasto acumulado en alojamiento.



Fuente: (INE, Instituto Nacional de Estadística, 2020), *Elaboración propia.*

3.3.4. Turistas españoles

Es necesario destacar que el turismo español no depende exclusivamente de los turistas extranjeros. El 90% de los desplazamientos realizados por los españoles son dentro del territorio español. Según el INE, de los 193,9 millones de desplazamientos realizados por españoles en 2019, solo 20 millones se realizan para salir del país, la parte restante se realiza dentro del territorio español. Esto permite ver que no solo es necesario focalizarse en los turistas extranjeros si no también en los propios residentes españoles.

Tabla 8: Número de viajes del turismo español.

	Valor Absoluto					Distribución Porcentual
	2019	2018	2017	2016	2015	2019
Total	193.874.716	196.079.470	193.689.289	181.950.842	175.470.741	100
Extranjero	20.119.745	19.307.118	17.289.487	15.732.052	15.139.656	10
01 Andalucía	32.717.537	32.647.910	32.589.227	31.761.512	30.398.144	17
02 Aragón	7.425.910	8.051.753	8.087.891	8.011.707	6.751.698	4
03 Asturias, Principado de	4.844.535	4.859.144	4.813.351	4.165.072	4.748.507	3
04 Balears, Illes	3.275.923	3.347.957	3.352.137	3.237.272	3.450.855	2
05 Canarias	6.510.876	6.427.100	6.267.175	5.712.319	5.515.629	3
06 Cantabria	4.037.654	4.433.418	4.627.295	4.168.632	3.701.665	2
07 Castilla y León	17.555.243	17.705.899	17.518.646	17.173.532	16.061.036	9
08 Castilla - La Mancha	10.998.239	12.070.578	12.872.481	12.175.378	12.147.725	6
09 Cataluña	25.259.744	25.167.278	25.227.941	22.390.518	21.639.956	13
10 Comunitat Valenciana	19.779.616	19.456.621	18.540.291	17.184.707	16.264.138	10
11 Extremadura	4.469.918	4.985.865	5.169.183	4.758.527	4.803.518	2
12 Galicia	10.001.037	10.063.772	10.287.583	9.715.136	9.871.610	5
13 Madrid, Comunidad de	13.684.541	14.168.447	13.478.592	13.041.046	13.320.626	7
14 Murcia, Región de	3.543.695	4.096.576	4.177.476	3.763.658	3.257.328	2
15 Navarra, Comunidad Foral de	2.913.496	2.693.553	2.927.216	2.586.215	2.489.414	2
16 País Vasco	4.927.379	4.766.051	4.651.131	4.855.953	4.164.750	3
17 Rioja, La	1.633.103	1.644.944	1.701.644	1.433.118	1.657.418	1
18 Ceuta	-	117.150	-	-	-	-
19 Melilla	-	-	-	-	-	-

Fuente: (INE, Instituto Nacional de Estadística, 2020), *Elaboración propia.*

Como contraparte, se observa que a pesar de que los viajes al extranjero son solo del 10% sobre el total, el gasto en desplazamientos al exterior alcanza el 34% del total. Esto permite observar que el turista español realiza una mayor inversión cuando viaja al extranjero que cuando lo hace dentro de su propio país. El gasto hotelero supone el 40% del gasto total en alojamiento en España, mientras que en el extranjero alcanza el 59% con datos de 2019, según el INE.

Tabla 9: Gasto turista nacional en España y en el extranjero (miles de euros).

	Valor absoluto					Distribución porcentual
	2019	2018	2017	2016	2015	2019
Total	48.065.844	46.942.958	44.232.732	41.388.181	37.953.241	100
Extranjero	16.051.838	16.081.753	14.275.285	13.233.736	11.931.423	33
Andalucía	6.524.677	6.065.520	5.887.753	5.626.533	5.375.134	14
Aragón	1.235.366	1.198.406	1.103.043	1.102.144	890.125	3
Asturias, Principado de	922.729	857.407	918.376	744.335	810.482	2
Baleares, Illes	1.031.563	1.071.234	1.038.465	1.123.784	1.013.400	2
Canarias	1.873.035	1.802.489	1.796.772	1.606.192	1.427.744	4
Cantabria	743.689	763.669	770.804	704.433	570.864	2
Castilla y León	2.476.531	2.403.968	2.290.251	2.136.665	1.951.826	5
Castilla - La Mancha	1.322.594	1.306.892	1.285.188	1.195.703	1.132.937	3
Cataluña	4.262.166	4.015.319	4.000.021	3.708.876	3.367.752	9
Comunitat Valenciana	3.788.560	3.617.508	3.372.375	3.307.662	3.105.277	8
Extremadura	723.075	724.711	755.937	633.908	669.193	2
Galicia	1.854.957	1.774.311	1.831.734	1.647.596	1.567.258	4
Madrid, Comunidad de	2.973.558	2.980.180	2.749.513	2.599.916	2.312.392	6
Murcia, Región de	637.011	662.426	653.174	551.314	525.972	1
Navarra, Comunidad Foral de	405.222	418.760	416.484	364.457	335.076	1
País Vasco	954.005	922.082	837.471	899.250	750.950	2
Rioja, La	236.570	220.440	214.559	177.115	185.340	1
Ceuta	-	30.720	-	-	-	-
Melilla	-	-	-	-	-	-

Fuente: (INE, Instituto Nacional de Estadística, 2020), *Elaboración propia*.

3.3.5. Turistas procedentes de Asia⁶

Como se ha citado anteriormente, España es el segundo país con más turismo del mundo. A medida que crezca el turismo (especialmente en los llamados BRICS, Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica) y sea capaz de atraer a turistas procedentes de países diferentes a sus actuales clientes, el crecimiento de la cifra de turistas en España puede sufrir un incremento exponencial. A continuación, se muestra una tabla con los principales países emisores y sus destinos principales según el Índice Global de Ciudades de Destino (GDIC) de MasterCard:

⁶ Información obtenida a través de entrevistas con expertos en el sector.

Tabla 10: Principales destinos por origen.

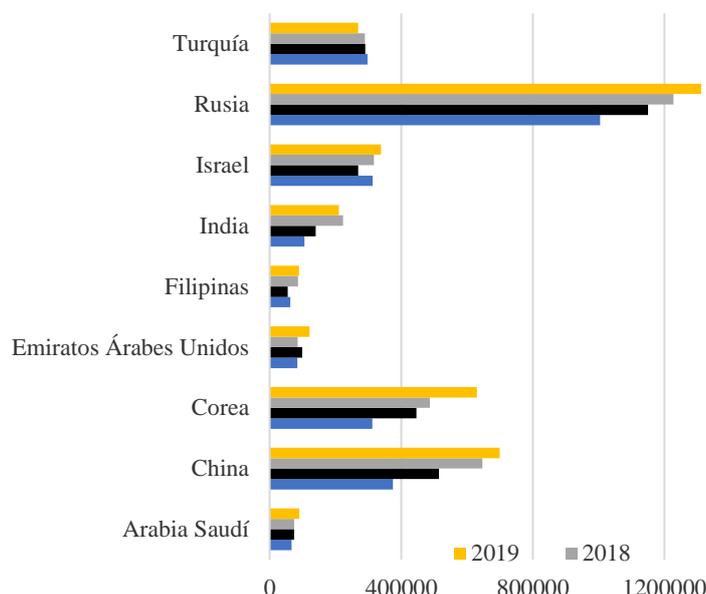
Rank	Origen	Destinación 1	Destinación 2	Destinación 3
1	EEUU	México	Canadá	Italia
2	China	Tailandia	Japón	EEUU
3	Alemania	Italia	España	Austria
4	UK	España	EEUU	India
5	Francia	España	EEUU	UK
6	Corea	Japón	China	Vietnam
7	Japón	EEUU	China	Taiwán
8	Canadá	EEUU	México	India
9	Rusia	Turquía	Tailandia	Túnez
10	Taiwán	Japón	Corea	Tailandia

Fuente: Hosteltur/MasterCard, Elaboración propia.

Se puede observar que, de este ranking, solo los países europeos emiten turistas a España entre sus principales destinos. España debe ser capaz de aumentar su atractivo turístico a los ciudadanos de Estados Unidos y China (y demás BRICS) ya que la mayor parte de turistas proceden de estos países. El número de turistas que provienen de estos países ha aumentado considerablemente en los últimos años, pero a pesar de ello, España no se posiciona entre sus principales alternativas a la hora de realizar un viaje.

Se espera que esta tendencia al alza tenga un mayor crecimiento conforme la clase media de China comience a realizar viajes. De los 1.400 millones de habitantes chinos, solo cerca de 160 millones viajaron al extranjero en 2018 (Hosteltur, El nuevo turista chino apuesta por las experiencias locales, 2018). De éstos, solo el 8,7% viajó a España, frente al 24,6% que viajó a Francia. En noviembre de 2018, Hosteltur publicaba lo siguiente referente al turista chino “se trata de uno de los mercados con mayor capacidad de gasto y con mayor potencial de crecimiento”. Se puede concluir que la proporción de turistas chinos en España es muy inferior a lo que cabría esperar siendo el segundo país más turístico. El crecimiento entre 2016 y 2019 de turistas chinos es de 87%, pasando de 374.755 a 699.108.

Gráfico 21: Evolución turistas asiáticos en España.



Fuente: (INE, Instituto Nacional de Estadística, 2020), *Elaboración propia*.

Cabe destacar el crecimiento entre 2016 y 2019 de turistas procedentes de países como Chile (135%, de 91.177 a 214.603), Corea del Sur (101%, de 312.432 a 629.482), EEUU (66%, de 2.001.813 a 3.332.654) e India (99%, de 105.646 a 210.433). Se puede observar un crecimiento mayúsculo en la cuantía de turistas del continente asiático. Al tratarse del continente con cerca del 60% de la población mundial, se hace patente la necesidad de una adaptación de los servicios que atraigan su interés con el objetivo de aprovechar las nuevas oportunidades en cuanto a transporte internacional directo desde gran parte de Asia.

3.3.6. Conclusiones

A continuación, se tratará de mostrar las ventajas que motivan la elección de inversión en el sector hotelero por parte del fondo (Los Hoteles como Inversión Inmobiliaria, 2004). Estos puntos sentarán las bases para todo el proceso, al mismo tiempo que se resaltarán los principales inconvenientes de esta elección.

El sector hotelero constituye una fuente de ingresos estables, debido principalmente a la larga duración de los contratos con los operadores, además de estar soportados por avales. Es un negocio que, a pesar de ser estacional, con un considerable aumento en verano, es operativo durante todo el año siempre que la ubicación no limite la afluencia de clientes al periodo vacacional de verano.

El ciclo económico es diferente al de otros activos inmobiliarios. Como se ha mencionado previamente, tiene menos riesgos ante la digitalización y el teletrabajo, al contrario que otros activos inmobiliarios como las oficinas o locales, al reducirse las necesidades de

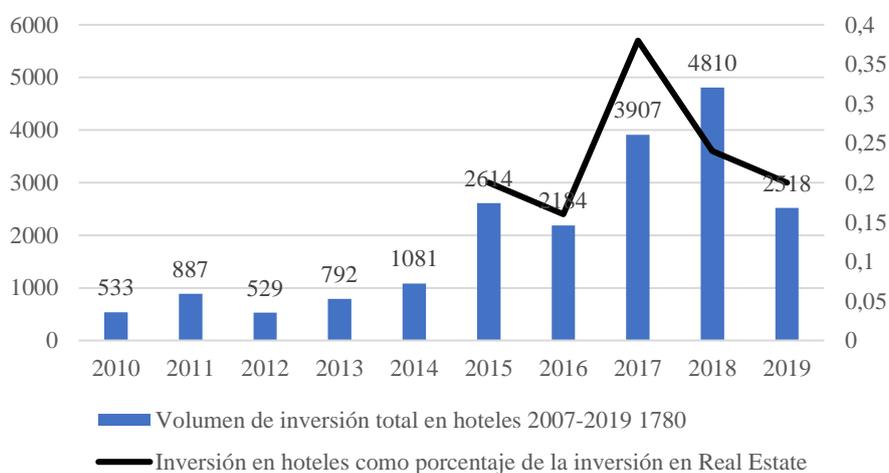
espacio por parte de las empresas. Del mismo modo, permite a cada inversor invertir en zonas concretas y diversificar, por ejemplo, invirtiendo en hoteles en grandes ciudades y, por otro lado, en ciudades turísticas con playa.

Permite el cambio de uso del hotel con el fin de no desinvertir en momentos adversos en la economía y el sector. Siempre que la empresa no tenga una presión financiera que le obligue a tomar decisiones de venta del negocio en momentos adversos, puede pivotar su actividad o uso del propio hotel con el fin de permanecer activo hasta el final del periodo de crisis. De este modo, al estar separada la inversión de la operación pura del hotel, es posible seleccionar a otro operador que se ajuste a las necesidades del hotel siempre que el actual no tenga alineados sus objetivos con los del fondo o su desempeño no sea el esperado.

La reducción del precio de adquisición y, por tanto, las valoraciones, vendrá dado en mayor medida por la disminución de flujos de caja esperados y no tanto por un aumento de la rentabilidad exigida por los inversores. Esto está motivado por el parón en el turismo que provoca el coronavirus, además del periodo de recuperación.

La inversión y desinversión hotelera es estable y existen numerosas operaciones anualmente. Según el Informe de Inversión Hotelera 2019 de Colliers International, en 2019 se transaccionaron 99 hoteles y 16.314 habitaciones por un valor de 2.518 millones de euros.

Gráfico 22: Volumen de inversión total en hoteles 2007-2019 (€ en millones).



Fuente: (Colliers International, 2020), Elaboración propia.

Entre las desventajas, existen dos de especial interés. Por un lado, la dependencia que supone un sector cuyos ingresos provienen del gasto vacacional y al cual le afectan especialmente las crisis económicas. Por otro lado, debido a que el inversor no es el operador de los hoteles, depende de que un tercero gestione su hotel con el mejor desempeño. Por ello, es necesario encontrar un operador que se ajuste a las necesidades

del inversor y que tenga un recorrido que le avale. En caso de que el operador contratado no sea el idóneo, la relación entre ambos estará unida por el contrato.

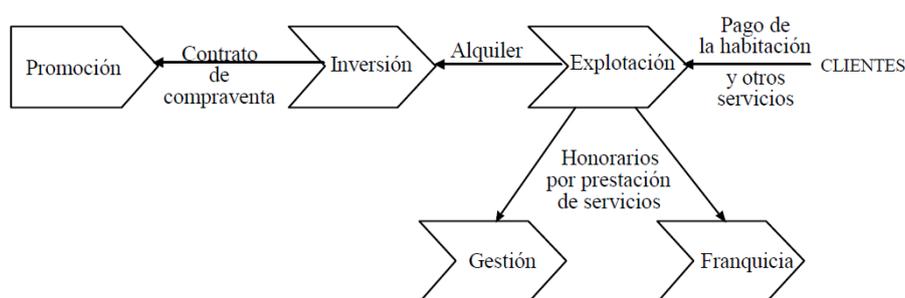
3.4. ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO DE LA INVERSIÓN HOTELERA

En el sector hotelero, como en otros sectores relacionados con el uso de inmuebles, surge la oportunidad de invertir a través de su gestión (relación gestor-inversor), sin necesidad de tener en propiedad el activo.

3.4.1. Modelos de negocio en el sector hotelero.

Existen cinco grandes modelos de negocio a desarrollar en este sector:

Ilustración 1: Modelo de negocio sector hotelero.



Fuente: Documento investigación IESE DI nº 536.

El primero de los diferentes modelos de negocio es la promoción. Este modelo de negocio incluye la compra de un terreno para la construcción de un hotel y la reforma de un inmueble para convertirlo en un hotel.

El segundo modelo de negocio es la inversión. Se basa en obtener la propiedad del inmueble para que otra empresa se encargue de la gestión del inmueble.

El tercer modelo de negocio engloba la explotación. El explotador del hotel es el encargado de soportar los estados financieros del hotel, además de ocuparse de la propia actividad del hotel. El explotador es quien paga al gestor unos honorarios al propietario o arrendatario del inmueble en cuestión.

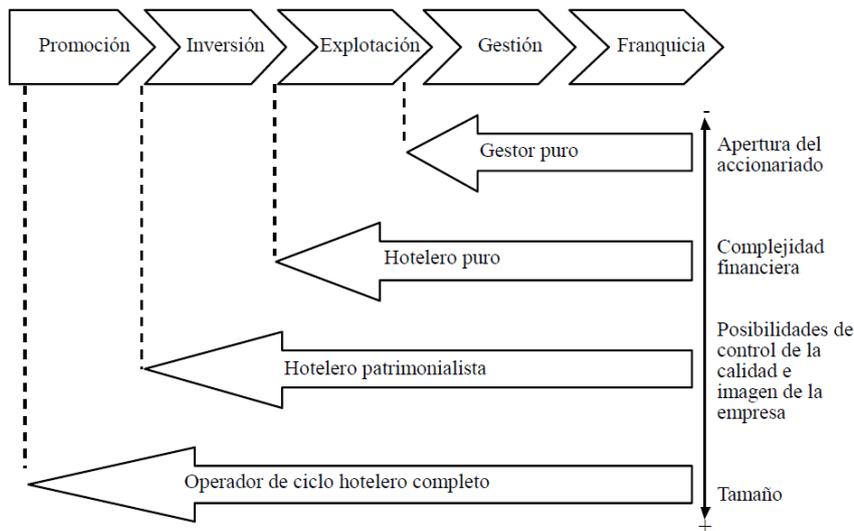
Dentro del modelo de explotación, encontramos dos alternativas para explotar el inmueble: la figura del gestor y el modelo de franquicias. Por un lado, el gestor es quien se ocupa de dirigir el hotel en el día a día. Esta empresa se encarga de proporcionar el gerente del hotel, el comité ejecutivo, la dirección del hotel, etc. El gestor cobrará unos honorarios, como una empresa de servicios.

Por último, tenemos la opción de la franquicia, donde el franquiciador cede el uso de su marca a cambio de unos honorarios, y dependiendo de que sean fijos o variables, correrá riesgo de negocio o no. (Jose Luis Suárez IESE DI nº 536).

3.4.2. *Relación entre los distintos tipos de negocio*

A continuación, vamos a ver la relación entre los diferentes modelos de negocio que hemos explicado en el apartado anterior.

Ilustración 2: Figuras dentro del modelo de negocio.



Fuente: Documento investigación IESE DI nº 536.

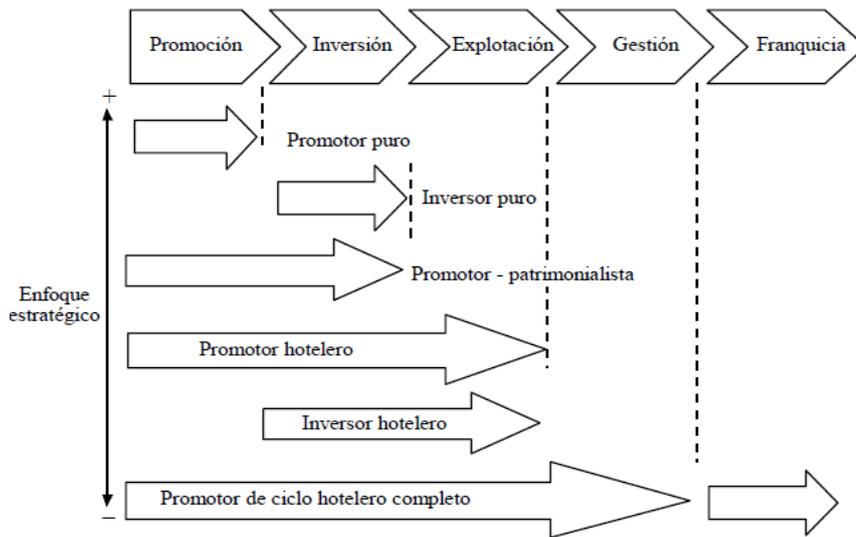
Según el gráfico anterior, existen diferentes figuras dependiendo del tipo de relación entre las partes que coexistan.

Se considera “hotelero puro” a la empresa que además de explotar el hotel, lo gestiona, asumiendo el riesgo del mismo, pero no del negocio inmobiliario. Por el contrario, el hotelero patrimonialista es aquel que, a diferencia del hotelero puro, también contrae el riesgo del negocio inmobiliario. Por último, el operador de ciclo hotelero completo es el que se encarga del todo el proceso, desde la inversión en el suelo hasta la gestión completa del hotel y asume todo el riesgo dado que no se incluye más figuras en este ciclo. (Jose Luis Suárez IESE DI nº 536).

3.4.3. *Relación entre los modelos de negocio.*

A continuación, podemos ver en el siguiente gráfico la relación entre los distintos negocios.

Ilustración 3: Relación entre los distintos modelos de negocio.

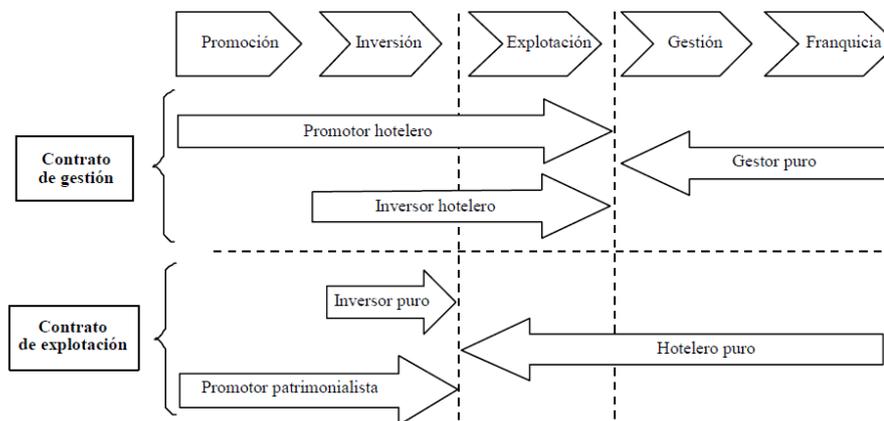


Fuente: Documento investigación IESE DI nº 536.

En este gráfico podemos observar la posición que puede tomar un inversor, promotor o empresario que asume todas las áreas y según las áreas que abarque se le asigna un nombre y un riesgo en función de su perímetro de actuación.

Por último, vamos a analizar las relaciones entre todos estos agentes con el gráfico que vemos a continuación. (Jose Luis Suárez IESE DI nº 536).

Ilustración 4: Relación entre los distintos agentes.



Fuente: Documento investigación IESE DI nº 536.

El contrato de gestión hotelera es un contrato a largo plazo de al menos diez años, donde el propietario acuerda con una cadena hotelera el alquiler del hotel en cuestión a cambio de una contraprestación para que la cadena ponga su nombre al hotel y se encargue de la

gestión del mismo. La marca hotelera es quien se encarga de la gestión diaria, el propietario del hotel no entra en dicha gestión, pero sí se le tiene en consideración.

La empresa gestora del hotel recibe una remuneración por la gestión, pudiendo ser esta una contraprestación fija, una remuneración por su gestión basada en ingresos y pudiendo obtener más beneficios extras por otras ventas que realice el hotel y un bonus por porcentaje de beneficios.

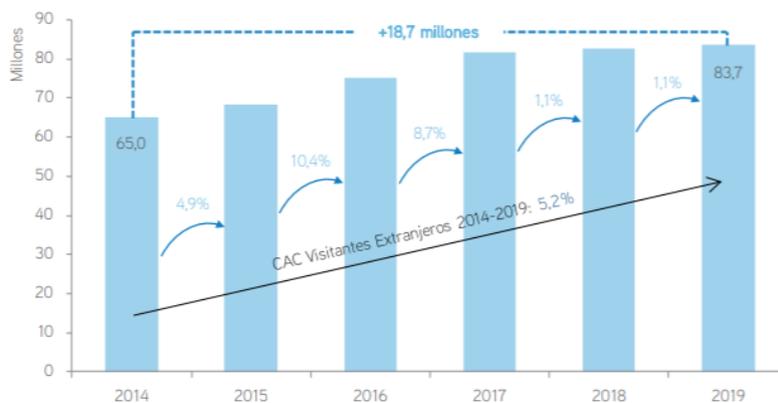
El contrato de explotación hotelera no es un contrato legal propiamente dicho, los negocios que abarca son atípicos legalmente pero muy reconocidos en el sector. Los modelos de negocio que abarca son el arrendamiento a una empresa hotelera, la franquicia y la gestión hotelera. (Jose Luis Suárez IESE DI nº 536).

3.5. ENTORNO INVERSOR DEL SECTOR HOTELERO EN ESPAÑA

3.5.1. Contexto de mercado.

En el año 2019 llegaron a España un total de 83,7 millones de turistas extranjeros, batiendo un récord por séptimo año consecutivo. Además, en los último siete años, España ha recibido 18,7 millones de nuevos turistas lo que supone un crecimiento anual compuesto del 5,2%.

Gráfico 23: Evolución visitantes extranjeros 2014-2019.

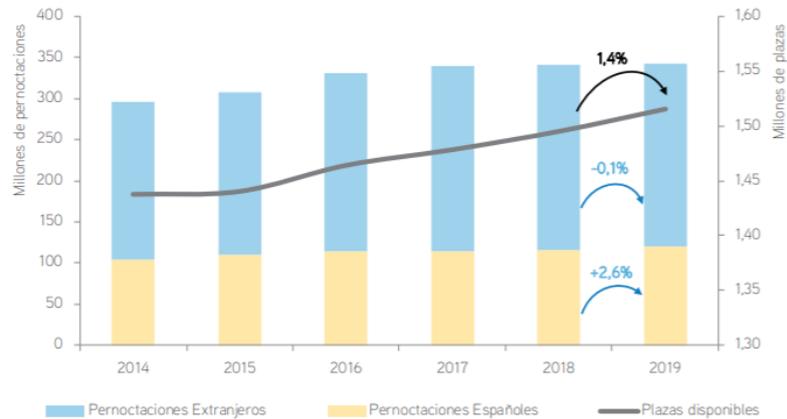


Fuente: Colliers International.

La oferta y la demanda del sector hotelero en España han seguido un distinto ritmo de evolución. Por un lado, la oferta ha seguido un ritmo de crecimiento inferior al ritmo de evolución de las pernoctaciones. Hubo un cambio de tendencia en 2015 puesto que se elevó la actividad inversora en este sector por la compra de terrenos e inmuebles que permitían una transformación para el sector hotelero.

Por otro lado, la demanda tuvo un crecimiento en las pernoctaciones que registraron un récord de 343,2 millones. La evolución del turismo internacional sigue siendo positiva y el ritmo de crecimiento del turismo no deja de subir y Europa sigue siendo el principal receptor con 1 de cada 2 turistas internacionales. En concreto España es el según país con más turismo. (International, 2019).

Gráfico 24: Evolución oferta-demanda 2014-2019.



Fuente: INE.

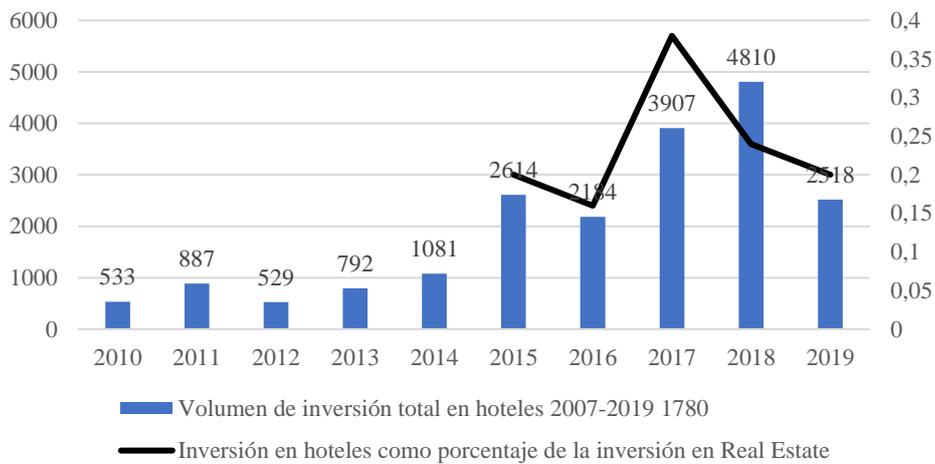
3.5.2. La inversión hotelera en España.

La inversión en el sector hotelero en España acabó el 2019 con 2.518 millones de euros en 128 transacciones en las que se incluyen las adquisiciones de hoteles existentes, inmuebles adquiridos para su transformación en un hotel y las adquisiciones de terrenos para convertirlos en hoteles.

Con esta cifra alcanzada, se estabiliza el cambio de tendencia en la inversión hotelera en el país superando por quinto año consecutivo los 2.000 millones de euros de inversión. Las principales causas de este aumento se deben a la mejora en la tasa de ocupación además de un aumento en el precio, lo que hace que la rentabilidad del sector haya mejorado y por lo tanto hace que aumente el apetito inversor en este sector.

Además, en los últimos años el atractivo en la inversión hotelera ha aumentado y un buen reflejo es el aumento de los activos hoteleros en las carteras de inversión respecto a otros activos inmobiliarios comerciales. Un 23% de la inversión que se ha realizado en España entre 2015-2019 en activos inmobiliarios comerciales corresponden al sector hotelero, cuando históricamente se situaba entre el 8% y el 12%. (International, 2019).

Gráfico 25: Evolución volumen total Inversión Hotelera 2006-2019 (M€).

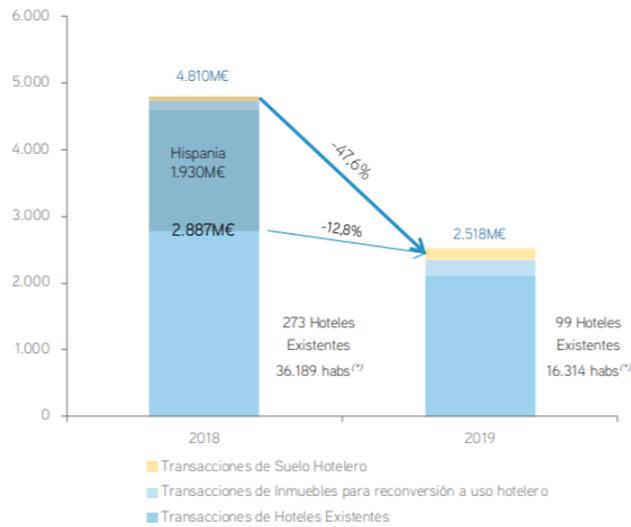


Fuente: Colliers International, Elaboración propia.

El año 2019 acabó con un 47,2% menos de inversión que en el año 2018, que fue un año récord de inversión en el sector hotelero con 4.810 millones de euros en 273 transacciones.

La diferencia de inversión en este sector del año 2019 frente al 2018 reside en que la tipología del activo fue desigual. Las compraventas de hoteles ya existentes fueron 2.112 millones de euros en el año 2019 frente a los 4.590 millones de euros del año 2018. Las transacciones de inmuebles adquiridos para su transformación hotelera incrementaron en un 52% en el 2019, pasaron de los 152 millones de euros de 2018 a 242 millones de euros en 2019. Por último, las compras de terrenos para uso hotelero también aumentaron en 2019 pasando de 68 millones de euros en 2018 a 164 millones de euros en 2019. (International, 2019).

Gráfico 26: Evolución del volumen de Inversión 2018-2019 (M€).



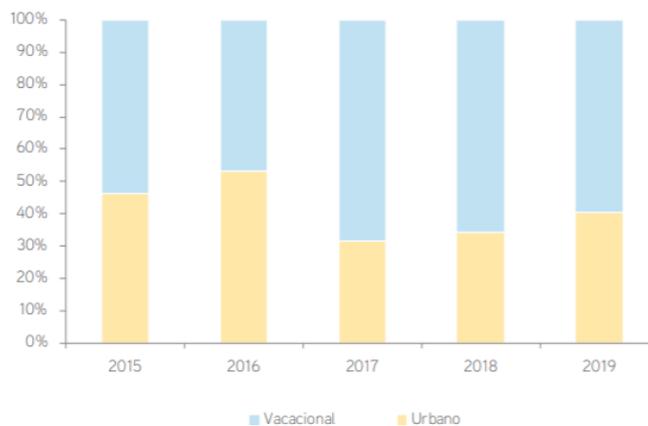
Fuente: Colliers International.

3.5.3. Sector hotelero urbano vs Sector hotelero vacacional

Cogiendo como referencia el periodo de 2015 a 2019 la inversión en el sector hotelero vacacional ha sido superior a la inversión en el sector hotelero urbano pero siguiendo unos niveles bastante equitativos.

En el año 2019 la inversión en el sector hotelero vacacional fue del 59% frente al 41% correspondiente al sector hotelero urbano. Aunque si también se tienen en cuenta las inversiones en inmuebles para reconvertirlos en hoteles y los terrenos para un uso hotelero urbano, la cifra se hace aún más equitativa. (International, 2019).

Gráfico 27: Evolución por tipología de activos (%) 2015-2019.



Fuente: Colliers International.

3.5.4. Distribución geográfica de la inversión

En el año 2019 el 50% la concentración de la inversión por zona geográfica en España se concentró en las Islas Baleares, Islas Canarias y Madrid con 350 millones de euros de inversión cada uno de los destinos con la excepción de Madrid que fueron 454 millones de euros, también fue la zona en la que se produjeron más transacciones hoteleras con un total de 19.

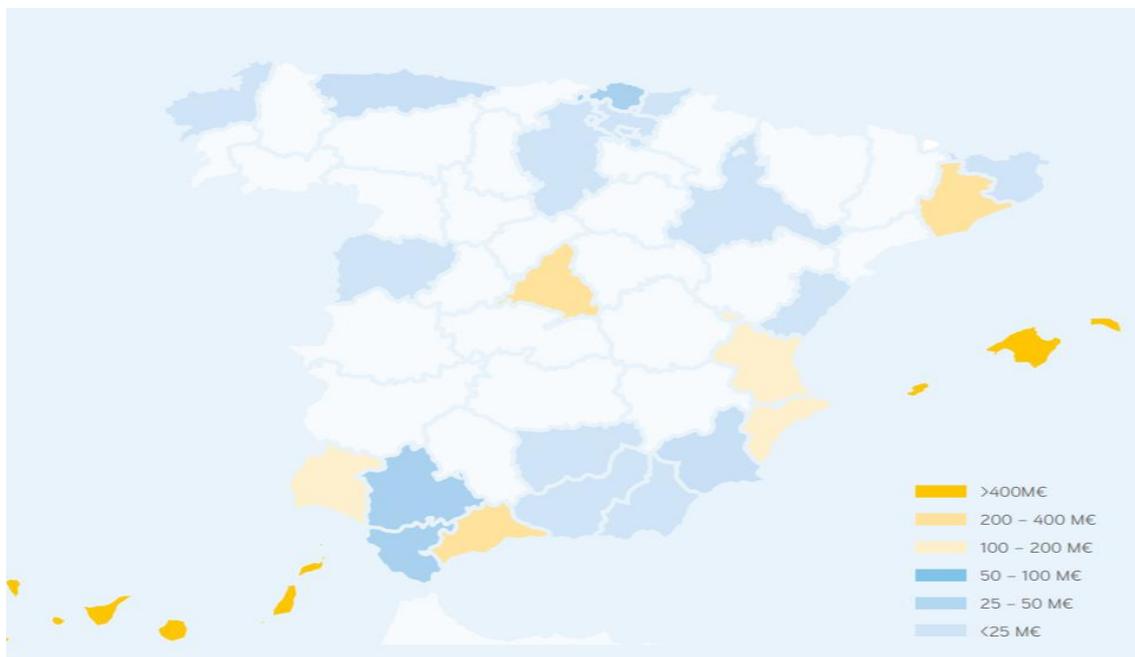
Destacamos la situación en Barcelona ya que, a pesar de ser la otra gran ciudad española, Madrid le superó en un 85%. Esta situación se debe a la situación sociopolítica en la que se encuentra Cataluña que ha supuesto un freno en la inversión en ese territorio. Por último, hay que destacar las provincias de Huelva, Valencia, Málaga y Alicante que tuvieron inversiones de 150 millones de euros aproximadamente. (International, 2019)

Tabla 11: Volumen de inversión hotelera en los principales destinos nacionales (M€).

	Hoteles Existentes	Inmuebles Para su reconversión	Suelos Hoteleros	# Operaciones	Total	% Total
Madrid	337	100	17	19	454	18,0%
Islas Baleares	389	-	-	16	389	15,5%
Canarias	380	4	-	13	383	15,2%
Barcelona	187	-	59	8	246	9,8%
Málaga	149	21	43	12	213	8,5%
Valencia	152	29	-	12	181	7,2%
Huelva	170	-	-	5	170	6,8%
Alicante	116	-	-	5	116	4,6%
Otros	232	88	45	38	366	14,5%
TOTAL	2112	242	164	128	2518	100,0%

Fuente: Colliers International, Elaboración propia.

Gráfico 28: Distribución geográfica de la inversión hotelera.



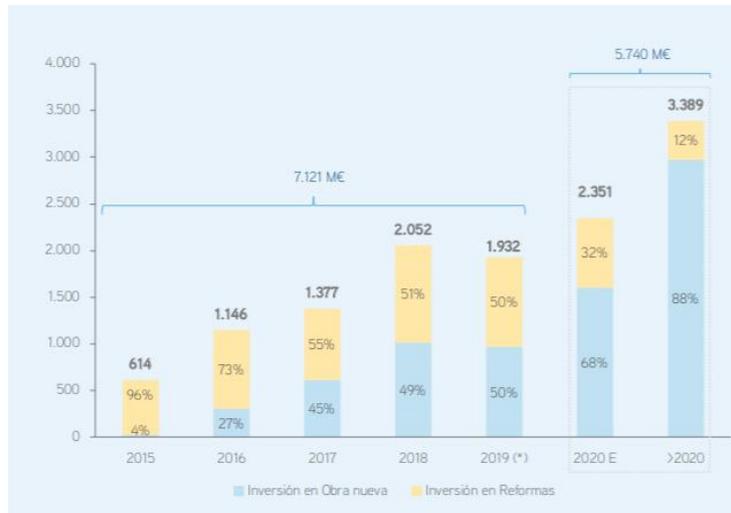
Fuente: Colliers International.

3.5.5. Inversión en reformas

Con una clara tendencia positiva en la inversión hotelera durante los últimos cinco años, el año 2019 tuvo 1.932 millones de euros en inversión en reformas hoteleras y en construcción, siendo ligeramente superior la inversión en reformas hoteleras que en construcción de nuevos hoteles durante los últimos cinco años. Durante los últimos cinco años el sector acumula 7.121 millones de euros de inversión, lo que significa que el 26% de las habitaciones hoteleras españolas son nuevas o reformadas, lo que implica que 1 de cada 4 habitaciones hoteleras en España son nuevas o se han mejorado.

Estos datos reflejan que la forma de inversión en este sector consiste en adquirir un hotel, introducirle CAPEX para hacer reformas y mejorar la calidad del hotel y la reposición de activos hoteleros para mejorar el retorno de la inversión. (International, 2019).

Gráfico 29: Evolución volumen total inversión (M€).



Fuente: Colliers International.

3.5.6. Operaciones de cartera vs Activos individuales

De 2015 a 2019 podemos ver como la evolución de operaciones en cartera frente a los activos individuales tenía una tendencia positiva que en el año 2019 se redujo en un 30%.

Gráfico 30: Evolución de las operaciones de cartera VS Activo Individual M€ (2015-2019)



Fuente: Colliers International

El inversor más activo en el año 2019 respecto al número de operaciones fue Azora que realizó dos operaciones destacadas. La primera operación fue la adquisición de una cartera con 7 hoteles, lo que suponía 1.669 habitaciones, ubicados en Benidorm, Torremolinos y Benalmádena, todos ellos pertenecían a Medplaya. En esta operación Medplaya mantenía la gestión y se invertían 30 millones de euros en CAPEX.

La segunda gran operación fue la creación de una Joint Venture junto con el Grupo Palladium que tendría un 25%, con un objetivo de inversión conjunta de 500 millones de

euros. En su arranque la Joint Venture añadió a su balance el hotel Bless en Ibiza, y el hotel Fiesta Tanit de San Antoni de Portmany.

También destacó la SOCIMI Atom con el hotel Isla Bonita y el hotel Riviera Marina ubicados en las Islas Canarias. (International, 2019).

A continuación, podemos ver el total de las operaciones realizadas en el año 2019.

Tabla 12: Nº total de operaciones de inversión hotelera (2019).

2019	Hoteles	Compradores
Portfolio Med Playa Hoteles	7	Azora
Portfolio Lopesán	2	Inversor Internacional
Barceló Punta Umbría	2	Barceló Hotel Group
JV Azora & Palladium Hotel Group	2	Azora
Portfolio Labranda	2	Atom Hoteles
50% de Servatur Hotels	3	Fredensborg
Portfolio Sercotel	2	Hotusa
Portfolio Islantilla - Isla Cristina	2	Cadena Nacional
Portfolio Europeo Credit Agricole	1	AccorInvest
JV Excem & KKR (Cat Hostels)	3	KKR
Balneario Las Caldas Villa Termal	2	Blau Hotels
Portfolio B&B	2	Goldman Sachs
JV Amistat & Blackrock	2	Blackrock
Total		33 hoteles y 6.699 habs.

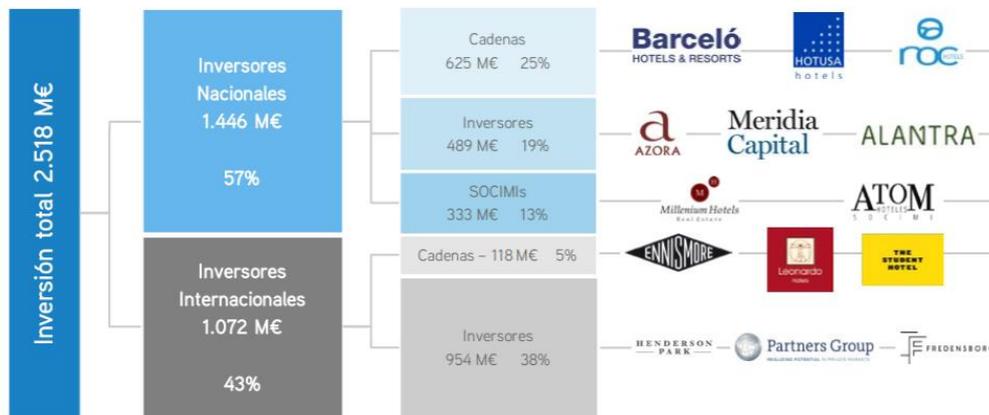
Fuente: Colliers International.

3.5.7. Principales inversores y el perfil de los inversores

Los inversores nacionales en el año 2019 supusieron un 57% de las inversiones con un total 1.446 millones de euros frente a al 43% de los inversores internacionales con un total de 1.072 millones de euros que se distribuyen en cadenas hoteleras, inversores y en España también las SOCIMI.

Los inversores internacionales son principalmente inversores que supusieron un 38% del total frente al 5% de las cadenas. Los inversores nacionales tienen una distribución diferente donde las cadenas hoteleras y los inversores tienen un porcentaje más equitativo.

Gráfico 31: Origen y perfil del capital



Fuente: Colliers International

En los inversores nacionales destacaron las cadenas hoteleras Grupo Hotusa y Grupo Barceló, las SOCIMI Atom y Millenium y el inversor Azora.

Respecto a los inversores internacionales predominaron las cadenas hoteleras Leonardo Hotels y Ennismore, y los inversores Henderson Park, Partners Group y Fredensborg. (International, 2019).

3.5.8. Perspectivas para 2020 y en adelante

El crecimiento en los últimos años en el sector hotelero causado por un aumento del sector del turismo y las previsiones internacionales de un aumento en el turismo, hacen de España un país interesante para la inversión en el sector hotelero que está claramente ligado al turismo.

También hay que destacar que la inversión que se está realizando en este sector a través de reformas y de obras nuevas, suponen una mejora de la calidad hotelera en España que junto con el aumento de la tasa de ocupación y el precio, suponen una mejora de la rentabilidad y por tanto, del retorno que recibirá el inversor.

Aunque no podemos predecir con exactitud la situación de la inversión en este sector, estamos viendo actualmente que una crisis impredecible como la crisis del coronavirus que está afectando y seguirá afectado a este sector por la enorme reducción del turismo, nos sitúa en un contexto de tipos de interés bajos, permitiendo una elevada liquidez disponible, y con unas perspectivas de crecimiento de los resultados operativos de los hoteles se puede prever que la inversión en este sector resultará atractiva para los inversores durante los próximos años.

Es cierto que los hoteles españoles siempre han sido una opción atractiva para los fondos de inversión. Sin embargo, el panorama en el que se encuentra sumergido el sector turístico-hotelero español es de cierre masivo de establecimientos tanto temporales como

permanentes, lo que nos permite predecir que muchos hoteles acabarán en concurso de acreedores o poniéndose desesperadamente en venta en los meses restantes del periodo 2020. El sector hotelero se encuentra actualmente en el periodo más traumático de los últimos tiempos y no todos los propietarios y directores han sabido reorganizar sus establecimientos para tener alguna posibilidad de sobrevivir, dada la inestabilidad del mercado.

Los especialistas en gestión hotelera están de acuerdo en que las noticias de compras hoteleras serán abundantes una vez el mercado se haya adaptado a la nueva realidad. Es más, durante los últimos meses ya se ha presenciado un aumento constante de propietarios de hoteles que deciden poner sus activos a la venta. También se espera que una vez el virus haya pasado, que lo hará, el deseo de los turistas de volver a visitar España continuará siendo fuerte.

Además, el turismo es un sector que sabemos que no va a desaparecer y que, tarde o temprano, la afluencia de turistas se recuperará del todo. Diferente es que el turismo tal y como lo conocíamos sea ya algo del pasado, y que tenemos por delante un nuevo concepto. Y es que, uno de los factores que caracteriza a los hoteleros es la capacidad de adaptación al cliente y, por ello, el único atributo que garantizará su supervivencia y crecimiento es evolucionar en función de las necesidades de los huéspedes, una vez que el coronavirus se retire.

(Más transacciones hoteleras cuando el mercado se adapte a la nueva realidad, Hosteltur, 26 de agosto 2020)

4. INVESTMENT CRITERIA

4.1. MODELO DE NEGOCIO

Las operaciones del negocio están orientadas a identificar oportunidades de inversión atractivas y que permitan añadir valor. El modelo de negocio persigue fundamentalmente adquirir propiedades hoteleras con deficiencias operativas y un fuerte potencial de renovación, es decir, se centra en lo que se conoce como “*yielding properties*”. Esto es, comprar establecimientos hoteleros con deficiencias y necesidad de CAPEX⁷ a un bajo precio; llevar a cabo un proceso de reestructuración y reposicionamiento del activo hotelero para su posterior venta; y conseguir a raíz de ello un elevado rendimiento.

Consiste en un reposicionamiento de hoteles bien ubicados, pero desactualizados, mediante la inversión necesaria en CAPEX y la selección más conveniente de la cadena explotadora. Esta completa transformación del activo persigue un incremento en la ocupación y, lo que es más relevante, del precio medio (ADR), permitiendo conseguir importantes beneficios en la explotación del hotel, y, en consecuencia, un mayor valor del inmueble que permitirá obtener un rendimiento más elevado tras la enajenación de este.

⁷ CAPEX: Capital Expenditure

La situación del mercado actual refleja la clara oportunidad de adquirir y reposicionar hoteles, sobre todo, en aquellas localizaciones estratégicas con un alto potencial de explotación que se encuentra totalmente desaprovechado.

Con este modelo de negocio se persigue crear y mantener una cartera de hoteles de alta calidad con un elevado potencial incorporado y un valor intrínseco de activos ubicados en localizaciones privilegiadas y estratégicas de los destinos turísticos seleccionados. La construcción de la cartera ha venido precedida de un plan de estudio para la correcta selección de los activos de la misma, donde se han tenido en cuenta factores como la ubicación y la futura creación de valor de la propiedad.

La búsqueda de activos que formarán la cartera se centra en alojamientos hoteleros propiedad de pequeños inversores y operadores independientes, considerándose por ello activos con margen de mejora y creación de valor. Existe una oportunidad derivada de la estructura de propiedad de los activos hoteleros que consiste en buscar operadores nacionales e internacionales para la explotación del activo. La estrategia de arrendamiento con estos operadores consiste en contratos de arrendamiento que tengan tanto una renta anual fija como un componente variable de renta vinculada al ingreso bruto del hotel.

Esto permite captar el crecimiento de los beneficios y el incremento de rentabilidad de la industria, mientras existe un grado de protección ante los riesgos e inconvenientes posibles.

La gestión proactiva de nuestros activos es un elemento diferenciador frente a los competidores. En este sentido, se busca conseguir unos buenos beneficios operativos a través de una gestión innovadora del activo inmobiliario permitiendo incrementar el valor del accionista.

4.2. TIPOLOGÍA DE ACTIVOS

En cuanto a la tipología de los hoteles seleccionados, el fondo escogerá activos principalmente con las características:

- Deben ser hoteles de 3 estrellas.
- Deben tener 150 habitaciones o más.
- Deben estar localizados en primera línea de playa.
- Deben ser operados por operadores independientes.
- Deben tener comunicaciones y vías de acceso de calidad, a ser posible a corta distancia de aeropuertos/puertos marítimos. Además de zonas de interés turístico cercano.
- Deben estar en buenas condiciones (mantenimiento de las instalaciones, mobiliario, estética, etc.).

Entre las características buscadas en los activos, puede resaltar sobre el resto el punto 4. Al buscar operadores independientes, buscamos:

- Tener el control tanto del edificio como del negocio, pudiendo escoger libremente un operador diferente. En este caso, un operador internacional y de reconocido prestigio.
- Aprovechar que no tienen un apoyo de una gran marca que les permita soportar meses con ingresos nulos o por debajo de su punto de equilibrio. Un gran operador podría optar por realizar una reforma durante los próximos meses y de este modo sortear la baja ocupación de los meses más afectados por el COVID.

Gracias a cumplir estos requisitos, se podrá optar a un mayor aumento de la ocupación, una inversión en CAPEX más económica y mayor atractivo para el inversor comprador en el momento del Exit. Esta reducción en la inversión en CAPEX tiene un impacto directo en el capital necesario para que el fondo lleve a cabo la inversión, obteniendo, de este modo, un considerable aumento en la rentabilidad para el inversor.

En un escenario normal hay una menor oferta de hoteles con estas características y que estén dispuestos a vender. Sin embargo, la obligación de detener la actividad debido a la crisis del coronavirus y la amenaza de caer en bancarrota han aumentado y aumentarán el número de ofertas con estas características. Este es uno de los motivos por el que pensamos que es el momento idóneo para invertir en este sector.

4.3. ADR Y ESTRATEGIA DE VALOR AÑADIDO DE LA MARCA

El mercado de la hostelería español se ha basado históricamente en marcas y operadores orientados al volumen dentro de un régimen de competencia de bajos precios y una estrategia de obtención de alta ocupación. Aunque históricamente el mercado hotelero español se haya centrado en hoteles de gran volumen, propiedad o gestionados por operadores locales, es cierto que posee todos los ingredientes necesarios para convertirse en el mercado internacional de referencia en el segmento de la hostelería de lujo y de alta gama.

Con el paso de los años muchos operadores internacionales han podido captar activamente oportunidades en el mercado hotelero español y han trasladado su enfoque en el incremento de la ocupación para enfatizar la optimización de la tarifa media diaria o ADR. Si bien, los aumentos en el nivel de ocupación traen consigo un aumento de la mayoría de los gastos de explotación variables, sin embargo, el incremento del ADR viene acompañado de aumentos en determinadas categorías de gastos (gestión de hoteles, comisiones de agencias de viajes, gastos tramitación de tarjetas). Por tanto, los cambios en el ADR suelen tener un efecto más relevante en el resultado de explotación que los cambios en el índice de ocupación.

La estrategia de Value Added se centra en hoteles mal gestionados y con poca inversión, así como con presencia de deficiencias operativas y con un fuerte potencial de renovación y perspectivas de reposicionamiento. Como resultado de esta estrategia los hoteles de la cartera tendrán un buen comportamiento del ADR, lo que se traduce en un mayor

beneficio de explotación. Esto, además, se refleja en un incremento del componente variable de la renta acordada en el contrato de arrendamiento.

La inversión inmobiliaria Value Added permite la generación de ingresos una vez finalice el periodo de reposicionamiento o reconversión del hotel, que durará unos 6 meses. Esta estrategia se compara con la estrategia de inversión en hoteles Core, que busca rendimientos continuos y largas permanencias antes que mayores TIRes. (Millenium Hotels Real Estate SOCIMI , 2019)

Una vez finalizado el proceso de reestructuración y renovación del hotel, el objetivo es arrendar los hoteles a operadores nacionales e internacionales con una buena reputación en el mercado hotelero, permitiendo mejorar la imagen del hotel. Estos reconocidos operadores tienen una probada trayectoria y un gran conocimiento de la gestión de ingresos y la optimización del ADR. En este sentido, tratando de minimizar la dependencia nos centramos en diversificar el grupo de operadores. La creación de valor de los hoteles exige una excelente gestión del activo, respaldada por unos conocimientos sólidos y experiencia, que nos permitan asegurar el éxito. (Millenium Hotels Real Estate SOCIMI , 2019)

4.4.LOCALIZACIÓN DE LAS PROPIEDADES

Uno de los objetivos de la SOCIMI es asegurarse de que los hoteles seleccionados estén en localizaciones de primer nivel en destinos turísticos estratégicos ya establecidos. De este modo, será una inversión atractiva para operadores de prestigio nacionales e internacionales.

Las localizaciones de primer nivel son referidas así debido a que están emplazadas en una zona limitada, provocando que se precise un desembolso superior. Estas son zonas de primera línea de mar, cercana a restaurantes, centros comerciales, atracciones turísticas, monumentos y museos, zonas en las que se pueda caminar a estos lugares en un corto periodo de tiempo. Una mayor cantidad de emplazamientos atractivos cercanos permite que el precio por habitación sea superior al de otro activo localizado en zonas con un menor número de estas características.

Los destinos turísticos estratégicos son las localizaciones que atraen turistas de manera orgánica, sin necesidad de grandes costes de promoción. Son zonas como la Costa del Sol, las Islas Canarias, las Islas Baleares o la Costa Blanca.

Un portfolio compuesto por activos con estas características permite al propietario tener una posición negociadora más fuerte, debido a que existe una escasez de estos activos y sus características atraen a turistas de todas las tipologías. Por otro lado, el terreno en este tipo de localizaciones suele revalorizarse continuamente debido a la escasez de éstos y la creciente demanda de zonas “premium”. Dado un momento de inestabilidad económica, su actividad puede modificarse (transformarlos en oficinas o residencias) o incluso realizar una inversión para remodelarlos y mejorar las instalaciones para alcanzar una categoría superior.

4.5. ESTRATEGIAS DE ARRENDAMIENTO

Los hoteles seleccionados serán aquellos que, en la medida de lo posible, sean operados por operadores independientes. Ello con el objetivo de poder escoger el operador que más convenga y negociar siendo dueño tanto del hotel como del negocio. Debido a la posición privilegiada y el resto de las características de los hoteles seleccionados, el poder de negociación con los diferentes operadores será superior, permitiendo mejorar los márgenes y, por tanto, la rentabilidad de los inversores.

Entre los posibles operadores, se escogerán los que tengan prestigio internacional y más se ajusten a las necesidades y características de cada hotel. Para ello, una vez analizada la competencia de las zonas en las que se localicen los hoteles, se establecerá contacto con los operadores que no se encuentren en la zona y que quieran entrar en el negocio.

El contrato de arrendamiento estará basado en un componente fijo (por número de habitaciones) y otro variable (respecto a la facturación total). La suma de la parte fija y variable debe alcanzar un 55%-65% del EBITDA. El objetivo es poder asegurar cierta cantidad de ingresos con cada ejercicio que sea viable para los operadores.

En cuanto a la extensión del contrato se refiere, estos se realizarán por períodos de un mínimo de 20 años y múltiplos de 5, esto mejorará la relación con los operadores, que podrán asegurar una actividad a largo plazo. Cada 5 años se realizarán revisiones sobre la rentabilidad obtenida, con el objetivo de asegurar que se están cumpliendo con los estándares y proyecciones prefijadas. Si estos estándares no se cumplieren, la SOCIMI tendría la posibilidad de rescindir el contrato anticipadamente.

El operador contratado será responsable de realizar todas las tareas propias de la gestión y operación de un hotel. Estas incluyen la contratación de empleados, la negociación con proveedores, realizar pequeñas reparaciones o comunicar al fondo cualquier necesidad que esté fuera de su alcance y que deba conocer.

El objetivo de esta estrategia es reducir los riesgos que puedan aparecer y alinearse con las necesidades de futuros compradores en una operación de salida. Un importante “*player*” en la compra de hoteles son las compañías aseguradoras⁸. Éstas buscan adquirir hoteles y demás negocios que les aporten valor desde el momento inicial, por lo que no desean tener que realizar inversión en CAPEX que motive el cierre temporal del negocio.

Esto es mutuamente beneficioso para los operadores, ya que su permanencia en estos hoteles es más probable con este perfil de comprador debido a que no desean hacer grandes cambios ni en los activos ni en su gestión.

4.6. ESTRATEGIA DE POSICIONAMIENTO

Con el objetivo de aumentar la categoría de 3 a 4 estrellas, es necesario realizar una importante inversión en CAPEX para remodelar los hoteles. La cuantía de esta inversión

⁸ Información obtenida gracias a una entrevista con el director general de una SOCIMI española

dependerá de las condiciones previas del activo, pudiendo existir un amplio rango de precios (Anexo II). Debido a que nuestra elección de los hoteles incluye la condición necesaria “estar en buenas condiciones”, tomaremos un valor medio por habitación de 25.000 € como cantidad necesaria para alcanzar la categoría de 4 estrellas. Esta cantidad debería ser mayor a la necesaria debido a la condición previa de los activos y las rebajas en los precios que sufrirán las empresas dedicadas a hacer este tipo de remodelaciones, debido a que actualmente tienen una carga muy baja de trabajo, siendo relativamente fácil negociar el presupuesto.

En cuanto al destino del presupuesto, este irá destinado principalmente a mejorar los siguientes aspectos:

- Accesos
- Ascensores
- Zonas comunes
- Infraestructura
- Piscina
- Restaurante
- Habitaciones

Los requisitos para ser un hotel de 4 estrellas varían en función de la CCAA en la que se encuentre el establecimiento, no obstante, las características no suelen variar sustancialmente entre éstas. En los requisitos podemos observar un listado de obligaciones tanto en los puntos anteriormente descritos como en otros servicios, horarios o personal, siendo más exigentes cuanto mayor es la categoría.

La higiene y la distancia social se han vuelto prioridades indispensables en todos los ámbitos a día de hoy. Es por ello por lo que, a pesar de terminar las labores de remodelación en el segundo semestre de 2021, se considera crucial incluir en esta inversión ciertas medidas relativas a reducir los efectos de la pandemia del coronavirus y transmitir una imagen de seguridad a los clientes. Estas medidas no solo crearán buena presencia para los turistas, si no que podrá evitar (o al menos mitigar) el riesgo de contagio y, por lo tanto, de cierre de los hoteles, paralizando su actividad durante periodos indefinidos. Es por ello por lo que se cree que dedicar una parte del presupuesto a este ámbito, tendrá efectos positivos de manera inmediata.

5. PORTAFOLIO DE HOTELES

5.1.MARCO TEÓRICO VALORACIÓN

La valoración de empresas es el proceso por medio del cual se busca la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de la empresa, su actividad, su potencialidad, o cualquier otra característica susceptible de ser valorada. (Profesor Samuel Brugger Jakob)

5.1.1. Valoración por DCF

Cabe destacar que el método de valoración por DCF se utiliza para estimar el valor que tienen los flujos futuros en un momento concreto en el tiempo (normalmente presente) cuyo resultado se actualiza con una tasa de descuento con la que se muestra el coste de capital de la financiación que se haya aportado para realizar la inversión y refleja el riesgo percibido por el inversor.

El modelo de valoración por descuento de flujos de caja (DCF) es, actualmente, el considerado más completo, el más admitido y el más extendido. Para realizar este método de valoración hay que tener en cuenta varios puntos clave:

1. Realizar un análisis del sector y de la empresa.
2. Establecer las políticas de las necesidades operativas de financiación. Entre estas políticas se encuentran las políticas de circulante, existencias, cuentas de clientes y las cuentas con proveedores.
3. Elegir los métodos de amortización.
4. Establecer la estrategia de las nuevas inversiones y de CAPEX.
5. Analizar las políticas de crecimiento o de decrecimiento de la actividad de la empresa.
6. Seleccionar el tipo impositivo a aplicar en la empresa seleccionada.
7. Analizar y determinar la beta del negocio que es la variable que mide la volatilidad de la empresa frente al mercado.
8. Determinar el K_e y el K_d junto con la estructura deuda – *equity* para calcular el WACC.

Con el análisis y cálculo de los puntos anteriormente mencionados, se podrá obtener el cash-flow libre y la tasa de descuento, y con ello el valor de la empresa (EV). Tras ajustar el EV disminuyendo el importe de Deuda neta en el momento de la valoración y ajustando minoritarios y asociados, se obtiene el valor de los fondos propios. (Jimenez).

Ventajas e Inconvenientes del DCF

En primer lugar, se hablará de las ventajas de este método de valoración y posteriormente de los inconvenientes.

La primera ventaja es que se tiene en consideración el valor que tiene el dinero a lo largo del tiempo y el factor riesgo. También tiene en cuenta la capacidad de generar caja en cualquier momento futuro. Por último, permite conocer el valor de la compañía incluso sin haber tenido operaciones previas que sean comparables con el mercado.

En cuanto a los inconvenientes, el principal problema de este método de valoración se encuentra en la tasa de descuento puesto que el modelo es demasiado sensible a esta variable que no es del todo tangible y con ello, no tan fácil de determinar. (Jimenez).

Aspectos clave en el DCF

Primero de todo, cabe destacar que se trata de un método de valoración en función de hipótesis basadas en el crecimiento y la inversión de la empresa.

Además hay que tener en cuenta el cálculo que se realiza sobre el valor residual, en el cual se le aplicará una tasa de descuento a perpetuidad, además de la tasa de descuento para actualizar al presente los flujos de caja generados a futuro.

Por último, se debe realizar una estimación correcta del coste de los fondos propios, bien sea a través del coste de oportunidad o a través del análisis de riesgo, y la estimación de coste de deuda en caso de que la compañía solicite financiación ajena. (Jimenez).

5.2. VALORACIÓN HOTEL LA BARRACUDA

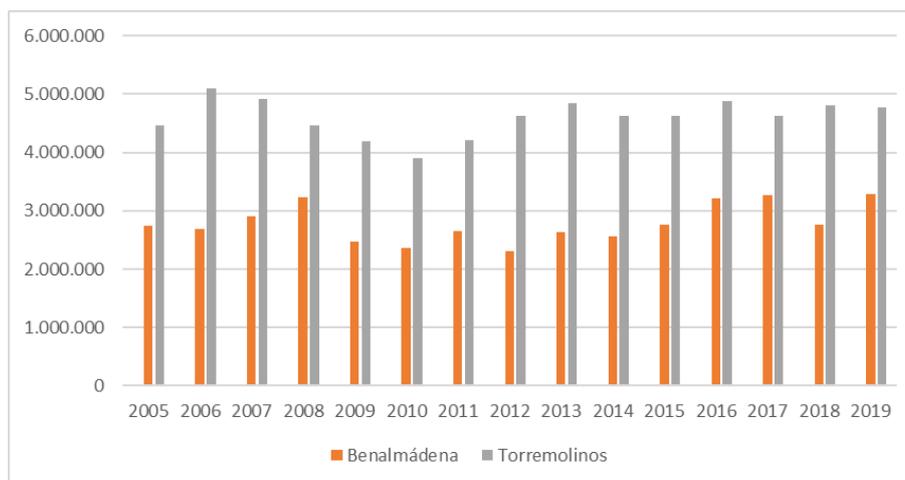
Descripción del hotel

El primer activo escogido es el Hotel La Barracuda, un hotel de 3 estrellas localizado en el municipio malagueño de Torremolinos. Este municipio hace frontera con Málaga al este y con Benalmádena al oeste. El hotel se localiza en el límite entre Benalmádena y Torremolinos.

Demanda turística

Málaga alcanzó en 2019 la cifra de 5,8 millones de viajeros alojados en sus hoteles, de los cuales 3,6 millones fueron extranjeros, y en total se acumularon más de 20,3 millones de pernoctaciones, de los cuales 14,6 millones fueron realizadas por extranjeros. (INE, 2020). Del mismo modo, atrae a gran cantidad de turistas nacionales. En concreto, el municipio de Torremolinos atrajo un millón de turistas en el año 2019 (0,6 millones de extranjeros), representando un total de 4,7 millones de pernoctaciones (3,4 millones realizadas por extranjeros). Como podemos observar en el siguiente gráfico, existe un número de pernoctaciones relativamente estable en el municipio en el que se encuentra el hotel.

Gráfico 32: Pernoctaciones totales (2005-2019)



Fuente: (INE, 2020)

En cuanto a las características del hotel⁹, éste cuenta con 240 habitaciones. Uno de los motivos de la alta ocupación en la zona es debido a la cercanía respecto al aeropuerto de Málaga, el hotel La Barracuda está localizado a solo 11 kilómetros de éste. Además, está localizado en primera línea de mar. Principalmente, se ofrecen los siguientes tipos de habitaciones:

- Habitaciones dobles (22 m2).
- Habitaciones grandes (35 m2).

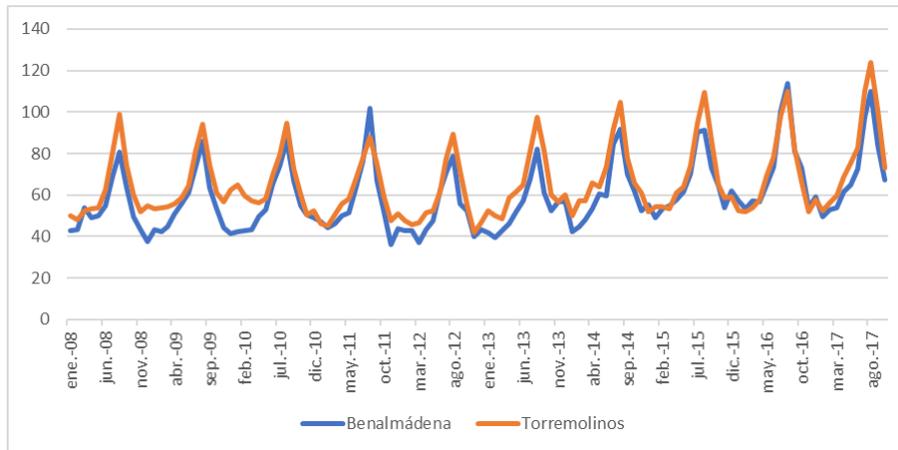
Estas habitaciones cuentan con TV, aire acondicionado, teléfono, calefacción central, baño completo y Wifi. Además, el hotel cuenta con piscina, solárium, parking, cafetería, bar y pista de tenis. En las proximidades hay instalaciones para realizar todo tipo de deportes acuáticos, golf, parques acuáticos, parques temáticos e incluso un zoológico de animales marinos.

Oferta turística

Actualmente no existe un operador internacional que lleve el negocio del hotel, sino que lo hace un operador independiente. Como podremos observar en el apartado de análisis de competencia, la mayor parte de los hoteles analizados tienen un operador no independiente. Tras su adquisición, se realizarán las negociaciones necesarias con los posibles operadores interesados en el hotel, con el fin de poder decidir cuál es el más conveniente y que se corresponda con las características y categoría del propio activo. El ADR se encuentra en una tendencia creciente desde el año 2012 con niveles medios de 80, aunque se espera una severa caída debido a la situación económica provocada por el coronavirus.

⁹ Información obtenida de la web propia del hotel.

Gráfico 33: Evolución ADR Torremolinos y Benalmádena



Fuente: (Instituto de Estadística y Cartografía de Andalucía, 2020)

Análisis de la competencia

Se ha realizado un análisis de la competencia que afecta directamente al hotel, tomando ésta como los hoteles y aparthoteles cercanos (alrededor de 3km). Debido a su ubicación, en la frontera de Torremolinos con Benalmádena, es lógico compararlo con los cercanos en ambos municipios.

Podemos observar que, a pesar de estar presentes operadores como Meliá o Palladium Hotel, hay una escasez de otros grandes operadores, como podrían ser Barceló, Eurostar, Marriot o Accor.

A pesar de que existen un gran número de hoteles de 4 estrellas en las zonas analizadas, muchos de estos no están en primera línea de mar o están operados por operadores independientes o poco conocidos, lo que hace reducir el nivel de competencia con el Hotel La Barracuda una vez mejore su categoría de 3 a 4 estrellas y un operador de prestigio comience a operarlo.

Tabla 13: Competencia Hotel La Barracuda

Nombre	Categoría	Habitaciones	Ubicación	Operador	Competencia
Melia Costa del Sol	4	540	Primera línea	Melia	5
Sol Don Pablo	4	443	Primera línea	Melia	5
Palladium Hotel Costa del Sol	4	336	Primera línea	Palladium Hotel Group	5
Best Benalmádena	4	280	Primera línea	Best Hotels	5
Mac Puerto Marina Benalmádena	4	272	Primera línea	Mac hotels	5
TUI Sensimar Riviera by MedPlaya	4	189	Primera línea	TUI	5
SENTIDO Benalmadena Beach	4	143	Primera línea	Sentido	5
Medplaya Hotel Pez Espada	4	235	Primera línea	Medplaya	4
MS Hotel Tropicana	4	83	Primera línea	MS Hotels	4
Hotel Isabel	4	70	Primera línea	Operador independiente	4
Apartamentos Bajondillo	4	622	Primera línea	Operador independiente	3
Gran Cervantes by Blue Sea	4	398	600 metros	BlueSea	3
Sol Timor Apartamentos	3	353	Primera línea	Melia	3
Roc Hotel Flamingo	4	240	1000 metros	Roc Hotels	3
Hotel Apartamentos Vistamar	4	136	Segunda línea	Operador independiente	3
Fenix Torremolinos	4	125	Segunda línea	The Palm Experience Hotels	3
El Tiburón Hotel Boutique & Spa	4	48	Segunda línea	Operador independiente	3
First Flatotel International	3	108	Segunda línea	Operador independiente	2
Hotel Natursun	3	39	700 metros	Operador independiente	1
Apartamentos Roca Chica	2	9	Primera línea	Operador independiente	1

Fuente: Elaboración propia.

La valoración realizada para este activo arroja el siguiente DCF (Más información en el Anexo III):

Tabla 14: DCF Valoración Hotel La Barracuda

DCF - Valoración compra

Ra	7%
% growth (g)	0,1%

	1	2	3	4	5
EBIT	-43.721	164.754	375.327	486.488	476.456
Op. Taxes	13.116	(49.426)	(112.598)	(145.946)	(142.937)
NOPAT	-30.605	115.328	262.729	340.542	333.519
D&A	816.800	833.600	850.400	867.200	884.000
CAPEX	(168.000)	(168.000)	(168.000)	(168.000)	(168.000)
OPEX	-	16.458	16.612	9.349	494
FCF	618.195	797.386	961.741	1.049.090	1.050.014
FCF + TV					
FCF	618.195	797.386	961.741	1.049.090	1.050.014
TV					15.232.811
TOTAL	618.195	797.386	961.741	1.049.090	16.282.825
Factor de descuento	0,93	0,87	0,82	0,76	0,71
FCF + TV Actualizado	577.752	696.468	785.067	800.346	11.609.429

Enterprise Value	14.469.063
Net Debt	-
Equity Value	14.469.063

Fuente: Elaboración propia.

5.3. VALORACIÓN HOTEL SAN BAULO

El hotel¹⁰ se encuentra ubicado en la zona de Alcudia-Ca'n Picafort, al este de la isla de Mallorca. Es una de las principales zonas turísticas de la isla, su principal atracción es un largo arenal de 7 kilómetros y su gran planta hotelera, la cual ofrece todo tipo de servicios a los turistas que deciden escoger la zona como destino de vacaciones. El principal mercado de este destino es el alemán y el británico, aunque en los últimos años se ha ido diversificando la base de clientes.

A continuación, se muestran la evolución de los principales datos de mercado de los últimos años, así como su comparación con respecto a la media de la isla, lo que nos muestra la situación en relación con la demanda y la oferta turística con la que cuenta.

¹⁰ Información obtenida de la web propia del hotel.

El Hotel Son Baulo es un hotel 3 estrellas, situado en primera línea de mar, con un total de 251 habitaciones y compuesto por un solo edificio.

Descripción del hotel

Se encuentra ubicado en el municipio de Alcudia, al este de la isla de Mallorca y a 55 kilómetros del aeropuerto de Palma de Mallorca.

Dispone de distintas tipologías de habitación, siendo las siguientes:

- Habitación individual
- Habitación estándar
- Habitación triple
- Habitación cuádruple estándar

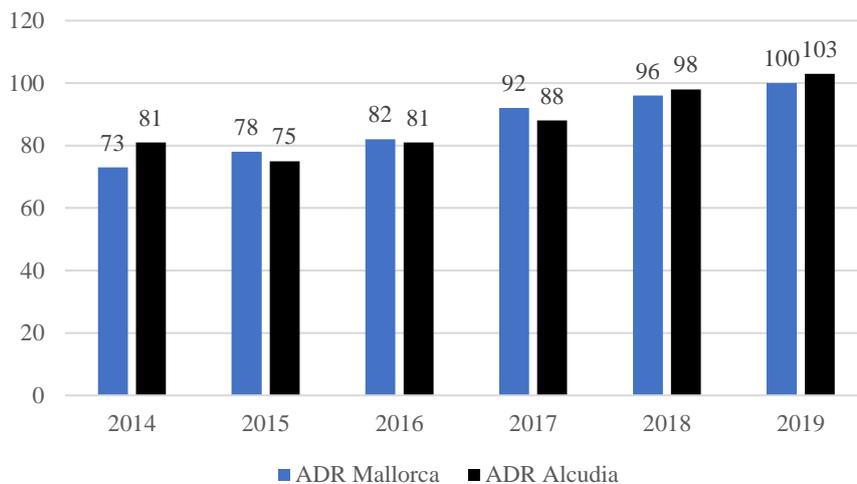
Algunas habitaciones cuentan con vistas al mar, mientras que el resto cuenta con vistas a la zona de la piscina y hacia el interior de la isla. Todas cuenta con televisión, baño privado, aire acondicionado y servicio de Wifi.

Cuenta con una zona de piscina con solárium, así como de restaurante buffet donde se sirven los servicios de desayuno, comida y cena. Adicionalmente dispone de un snack-bar cerca de la piscina

Demanda turística

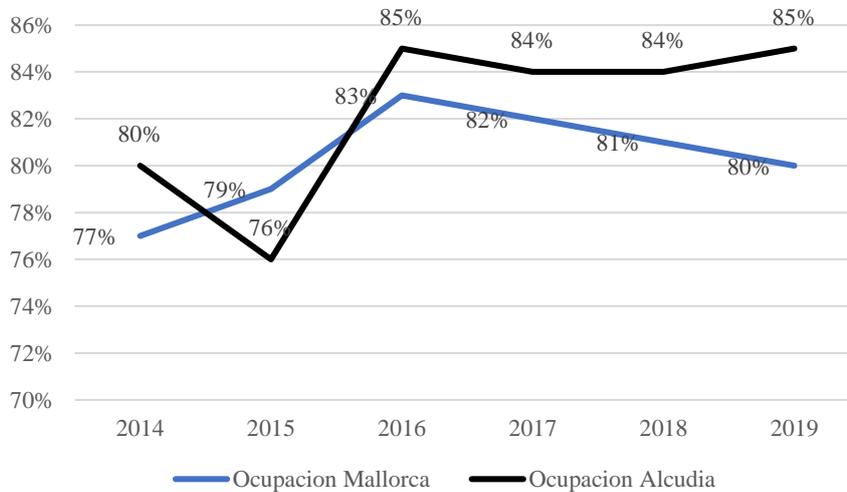
En relación con la demanda de la zona como destino turístico ha sufrido un aumento constante durante los últimos años. Como se puede observar en el grafico siguiente, tanto el ADR como el nivel de ocupación han crecido de forma continuada durante los últimos 5 años.

Gráfico 34: Ocupación de Mallorca vs. Alcudia



Fuente: (IBESTAT, 2020), Elaboración propia.

Gráfico 35: Evolución Ocupación Mallorca vs. Alcudia



Fuente: (IBESTAT, 2020), Elaboración propia.

Se puede observar, como durante los últimos años el ADR de la zona turística de Alcudia es superior a la media de Mallorca. Esto nos puede indicar la tipología de turista que elige Alcudia como destino turístico. Los datos muestran como Alcudia es un destino mejor valorado con respecto a la media de la isla, ya que los turistas están dispuestos a pagar un precio mayor por el alojamiento de la zona. Podemos considerar entonces, que el turista que acude Alcudia es un turista que de media tiene un poder adquisitivo superior a la media de los turistas que acuden a la isla.

Oferta turística

Por lo que respecta a la oferta, la planta turística ha aumentado ligeramente durante los últimos 5 años. A cierre de 2018, en la zona turística de Alcudia, existían un total de 46 establecimientos hoteleros, siendo un total de 41 en el año 2013. Por lo que respecta a las plazas han pasado de 18.026 en 2013 a un total de 19.977 a cierre de 2018. (IBESTAT, 2020)

Si miramos los datos de oferta turística por categoría de establecimiento, podemos observar como en los últimos años se ha producido una notable mejora de la calidad de los establecimientos, tanto en Mallorca en su conjunto como en Alcudia concretamente.

Tabla 15: Oferta hotelera Mallorca y l'Alcudia 2013-2018

	Número de establecimientos		Número de plazas	
	2013	2018	2013	2018
Mallorca				
Hotel 3	268	209	80.365	55306
% crecimiento	-	-22,0%	-	-31,0%
Hotel 4	185	321	55.327	96869
% crecimiento	-	74,0%	-	75,0%
Apartahotel 3	88	68	37.693	25379
% crecimiento	-	-23,0%	-	-33,0%
Apartahotel 4	86	122	38.312	52594
% crecimiento	-	0,42	-	37,0%
Alcudia				
Hotel 3	17	9	7.983	4644
% crecimiento	-	-47,0%	-	-42,0%
Hotel 4	4	15	2.429	6159
% crecimiento	-	275,0%	-	154,0%
Apartahotel 3	9	6	3.698	2654
% crecimiento	-	-33,0%	-	-28,0%
Apartahotel 4	11	14	3.916	5708
% crecimiento	-	27,0%	-	46,0%

Fuente: (IBESTAT, 2020), Elaboración propia.

El número de hoteles 3 estrellas en Mallorca es un 22% inferior al dato de 2013. Mientras que los hoteles 4 estrellas han crecido un 74%. En Alcudia, dicha reconversión de la planta hotelera es aún más significativa, el número de hoteles 4 estrellas es un 275% superior a cierre de 2018 con respecto al mismo dato de 2013, mientras que los hoteles 3 estrellas han caído un 47%.

Lo que podemos concluir del análisis de la zona de Alcudia es, que el proceso de reconversión que ha tenido lugar desde 2013, mediante la creación de nuevos establecimientos y sobre todo mediante la reconversión de existentes, se ha visto acompañada por la demanda que se esperaba cuando se planificaron estas reconversiones.

El aumento de esta demanda, reflejando en un aumento tanto de la ocupación como del ADR, ha recompensado a los propietarios que decidieron apostar por un aumento de la calidad de sus activos con el objetivo de atraer una demanda de mayor poder adquisitivo.

Análisis de la competencia

Se ha realizado un estudio de la competencia de la zona. La tabla siguiente muestra la planta hotelera de la zona que se considera que será la competencia del hotel adquirido en la zona

Tabla 16: Competencia Hotel Son Baulo

Nombre	Categoría	Habitaciones	Ubicación	Operador	Competencia
Hotel Ferrer Concord	4	142	Primera línea	Ferrer Hotels	5
Hotel & Spa Ferrer	4	211	Segunda línea	Ferrer Hotels	3
Hotel Exagon Park	4	285	Quinta línea	Operador independiente	3
BQ Sarah Hotel	3	133	Tercera línea	BQ Hotels	2
Eix Platja Daurada	4	310	Primera línea	Operador independiente	4
Iberostar Albufera Playa	4	360	Primera línea	Iberostar Hotels & Resorts	5
Zafiro Bahía	4	289	Primera línea	Zafiro Hotels	5
Playa Garden Selection	4	225	Primera línea	Garden Hotels	4
Allsun Hotel Eden Playa	4	298	Primera línea	Allsun Hotels	5
Be Live Colletion Palace de Muro	5	184	Primera línea	Be Live	4
Grupotel Natura Playa	4	117	Primera línea	Grupotel	4
Playa Esperanza Resort	4	-	Primera línea	Operador independiente	4
Iberostar Playa de Muro	4	446	Primera línea	Iberostar Hotels & Resorts	5
Iberostar Alcudia Park	4	366	Primera línea	Iberostar Hotels & Resorts	5
Prinsotel La Dorada	4	256	Segunda línea	Prinsotel	3
Grupotel Los Principes & Spa	4	307	Primera línea	Grupotel	5
Viva Eden Lago	4	202	Tercera línea	Viva Hotels	3
Grupotel Alcudia Suite	4	122	Tercera línea	Grupotel	3
Mar Hotels Playa de Muro Suites	4	120	Tercera línea	Mar Hotels	3
Valentín Playa de Muro	3	130	Segunda línea	Operador independiente	2

Fuente: Elaboración propia.

Como puede observarse, y como se ha comentado anteriormente, la planta hotelera de la zona ha sufrido una gran renovación, por lo que el número de hoteles de calidad (4 estrellas o superior es elevada en la zona).

Si bien es cierto, 4 de los hoteles contemplados como potencial competencia están explotados por operadores independientes, mientras que solo 4 operadores internacionales tienen presencia en la zona. Lo que muestra como gran parte de la planta hotelera de la zona está explotada por cadenas / operadores locales.

Esto puede generar un gran interés a operadores internacionales que no estén presentes en la zona, y que puedan ver como una buena oportunidad de mercado y de promoción de marca, posicionarse en una zona con reducida competencia internacional.

Consideramos a 7 establecimientos como los competidores más directos, calificados con un 5 en la tabla superior. Esto es debido a su categoría de 4 estrellas, tamaño similar al de nuestro activo o superior, localización en primera línea de mar y explotado por un operador de prestigio.

La valoración realizada para este activo arroja el siguiente DCF (Más información en el Anexo III):

Tabla 17: DCF Valoración Hotel Son Baulo

DCF - Valoración compra					
Ra	7,0%				
% growth (g)	0,5%				
	1	2	3	4	5
EBIT	330.132	649.093	971.166	1.145.724	1.140.694
Op. Taxes	(99.040)	(194.728)	(291.350)	(343.717)	(342.208)
NOPAT	231.093	454.365	679.816	802.007	798.486
D&A	815.060	830.120	845.180	860.240	875.300
CAPEX	(150.600)	(150.600)	(150.600)	(150.600)	(150.600)
OPEX	-	24.403	24.631	13.853	733
FCF	895.553	1.158.288	1.399.027	1.525.500	1.523.919
FCF + TV					
FCF	895.553	1.158.288	1.399.027	1.525.500	1.523.919
TV					23.562.126
TOTAL	895.553	1.158.288	1.399.027	1.525.500	25.086.045
Factor de descuento	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7
FCF + TV Actualizado	836.965	1.011.694	1.142.023	1.163.797	17.886.003
Enterprise Value	22.040.482				
Net Debt	-				
Equity Value	22.040.482				

Fuente: Elaboración propia.

5.4. VALORACIÓN HOTEL ANNAPURNA

El Annapurna Hotel Tenerife¹¹ se encuentra ubicado en Costa del Silencio, en el municipio de Arona al sur de la isla de Tenerife. El Sur de Tenerife es una de las zonas más turísticas de la isla, y por ello, concentra la mayor parte de turistas que visitan el territorio. El municipio de Arona ha sabido aprovechar las características de su clima cálido y suave, con sol permanente durante todo el año, llegando a convertirse en uno de los grandes enclaves turísticos de la isla tinerfeña. La zona costera del municipio cuenta con núcleos turísticos como la Playa de las Américas, Playa de los Cristianos y Playa de las Galletas, que constituyen la base de la riqueza del municipio de Arona.

Descripción del hotel

Annapurna Hotel Tenerife es un complejo hotelero de 3 estrellas ubicado en primera línea del mar. Con 286 habitaciones ofrece una piscina de agua salada de 3.792 m², su principal atractivo, y acceso directo a la playa.

Está situado en Costa del Silencio, en el municipio de Arona, a pocos kilómetros de la Playa de las Américas y tan solo a 20 minutos del aeropuerto de Tenerife Sur. Se encuentra junto al pueblo pesquero de las Galletas, donde se organizan excursiones en motos acuáticas y en catamarán para ver delfines y ballenas.

¹¹ Información obtenida de la web propia del hotel.

Se compone de 286 apartamentos con vistas a los jardines, a la piscina o al Océano Atlántico. Los apartamentos son amplios y disponen de balcón privado, zona de estar, TV y cocina. Encontramos las siguientes tipologías:

- Apartamento 1 habitación
- Apartamento de 2 habitaciones
- Suite superior
- Suite
- Apartamento 2 dormitorios vistas al mar

Junto a la inmensa piscina de agua salada se encuentra una zona chill-out, un snack bar y restaurante con un variado buffet y un miniclub para los más pequeños.

Demanda turística

La zona Sur de la isla, que incluye Adeje, Arona y otras zonas turísticas de esta vertiente, durante el periodo de 2019, experimentó un crecimiento en las pernoctaciones del 4,9% y un incremento del número de plazas alojativas turísticas del 6,1%. Y, concretamente, el alojamiento hotelero en toda la zona Sur percibió un crecimiento del 3,6%. (El municipio de Adeje lidera el crecimiento turístico del Sur, 2019)

Como podemos observar, del total de turistas alojados en la isla de Tenerife, en 2019 un 75,9% se ubicaba en la Zona Sur de la isla, y un 25,8% en el municipio de Arona. Adicionalmente, el índice de ocupación de los establecimientos hoteleros de Arona se encontraba en un 76,6% en el año 2019. El municipio de Arona cerró el 2019 con un ADR medio para hoteles de 3 estrellas de 74€.

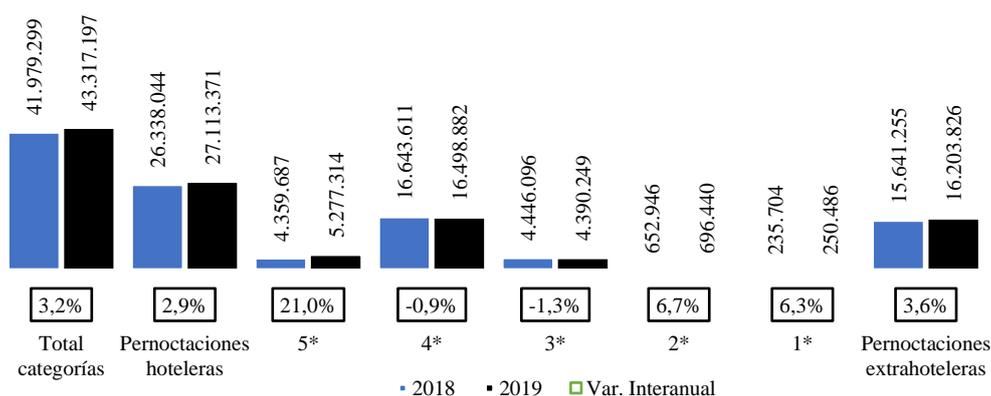
Tabla 18: Turismo alojado en Tenerife por zona turística y tipología de alojamiento

	2019	%/s total	Var. Interanual
Total zonas			
Alojados total	6.110.838	100,0%	5,3%
Alojados hoteleros	4.071.188	66,6%	5,7%
Alojados extrahoteleros	2.039.650	33,4%	4,6%
Zona Sur*			
Alojados total	4.638.891	75,9%	5,7%
Alojados hoteleros	2.957.299	48,4%	7,0%
Alojados extrahoteleros	1.681.592	27,5%	3,5%
Arona			
Alojados total	1.579.057	25,8%	0,8%
Alojados hoteleros	804.365	13,2%	2,3%
Alojados extrahoteleros	774.692	12,7%	-0,8%

Fuente: (ISTAC), Elaboración propia

Además, el perfil de turista que visita Arona durante el año 2019 prefiere alojamientos hoteleros, y, más concretamente de categoría 4 estrellas. La categoría hotelera de 3 estrellas en 2019 experimenta un descenso de demanda con respecto al periodo anterior, frente al incremento de demanda de los alojamientos hoteleros de 4 y 5 estrellas.

Tabla 19: Pernoctaciones de turistas alojados en Tenerife por tipología y categoría de alojamiento 2018-2019

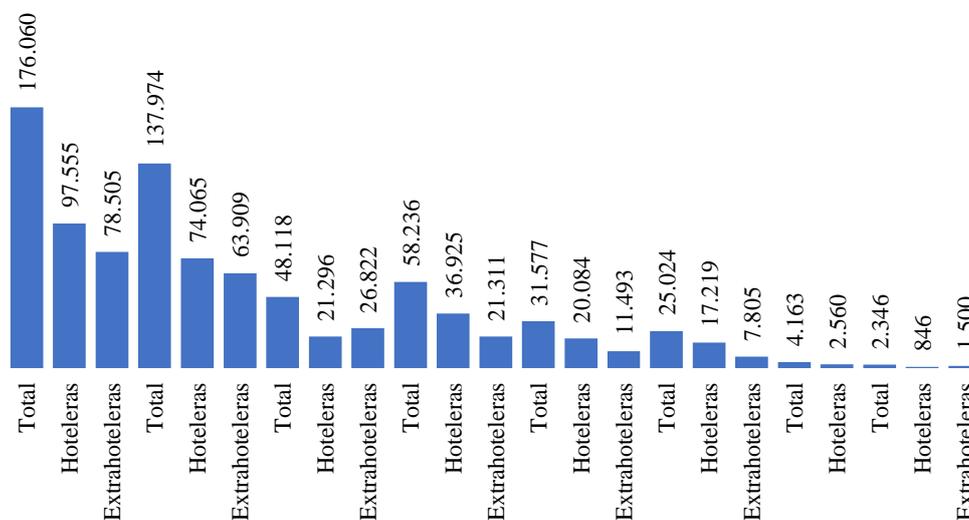


Fuente: (ISTAC), *Elaboración propia*

Oferta turística

El 78,4% de las plazas hoteleras de la isla de Tenerife se localizan en la Zona sur de la isla. En este sentido, la planta turística de Arona cierra el ejercicio 2019 con un total de 21.872 plazas hoteleras, un 7,2% de incremento con respecto al año 2018.

Tabla 20: Plazas turísticas estimadas por zona y tipología alojativa 2019



Fuente: (ISTAC), Elaboración propia

Análisis de la competencia

Asimismo, se ha realizado un análisis de la competencia de la zona donde se ubica el Annapurna Hotel Tenerife. Dentro del municipio de Arona, Costa del Silencio ofrece una planta hotelera en su mayoría de 2 y 3 estrellas, a pesar de ser una zona con una gran posibilidad de explotación. Asimismo, se consideran competidores directos los complejos hoteleros ubicados en Arona pero en dirección a la zona de Playa de las Américas, pues cerca de esta playa se concentran la mayoría de los hoteles de calidad del municipio.

Tabla 21: Competencia Hotel Annapurna

Nombre	Categoría	Habitaciones	Ubicación	Operador	Competencia
Spring Arona Gran Hotel	4	391	Primera línea	Spring Hotels Group	5
Aguamarina Golf Hotel	4	208	Primera línea	Gema playa Hoteles	3
Marino Tenerife	4	136	Segunda línea	Operador independiente	3
Santa Barbara Golf & Ocean Club	4	279	Primera línea	Diamond Resorts	4
H10 Big Sur	4	167	Segunda línea	H10 Hotels	5
Sol Arona Tenerife	3	364	Quinta línea	Meliá	5
Green Garden Resort & Suites	4	121	Tercera línea	Operador independiente	4
Vinci Tenerife Golf	4	125	Primera línea	Vincci Hotels	3
HG Cristian Sur	3	105	Tercera línea	Hg Hoteles	2
Spring Hotel Vulcano	4	371	Segunda línea	Spring Hotels Group	5
Ten Bel Primavera	3	300	Primera línea	Operador Independiente	3
Mediterranean Palace Hotel	5	535	Tercera línea	Marenostrum Resort	4
Gran Oasis Resort	4	206	Tercera línea	Operador independiente	4
Europe Villa Cortés	5	151	Primera línea	EuropeHotels	5
Sol Tenerife	4	522	Primera línea	Meliá	5
H10 Conquistador	4	485	Primera línea	H10 Hotels	5
Iberostar Selection Anthelia	5	365	Primera línea	Iberostar	5
Meliá Jardines del Teide	5	299	Primera línea	Meliá	5
Gara Suites Golf & Spa	3	437	Quinta línea	Operador independiente	4

Fuente: Elaboración propia.

La valoración realizada para este activo arroja el siguiente DCF (Más información en el Anexo III):

Tabla 22: DCF Valoración Hotel Annapurna

DCF - Valoración compra

Ra	7%
% growth (g)	0,1%

	1	2	3	4	5
EBIT	916.470	1.387.124	1.862.641	2.126.860	2.121.874
Op. Taxes	(274.941)	(416.137)	(558.792)	(638.058)	(636.562)
NOPAT	641.529	970.987	1.303.849	1.488.802	1.485.312
D&A	820.020	840.040	860.060	880.080	900.100
CAPEX	(200.200)	(200.200)	(200.200)	(200.200)	(200.200)
OPEX	-	35.848	36.204	20.766	1.098
FCF	1.261.349	1.646.675	1.999.913	2.189.448	2.186.310
FCF + TV					
FCF	1.261.349	1.646.675	1.999.913	2.189.448	2.186.310
TV					31.717.343
TOTAL	1.261.349	1.646.675	1.999.913	2.189.448	33.903.654
Factor de descuento	0,93	0,87	0,82	0,76	0,71
FCF + TV Actualizado	1.178.831	1.438.270	1.632.524	1.670.319	24.172.837

Enterprise Value	30.092.781
Net Debt	-
Equity Value	30.092.781

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

5.5. VALORACIÓN HOTEL PARAÍSO MAR

El siguiente hotel escogido para formar parte de la cartera de inversiones es el Hotel Paraíso Mar, ubicado en la localidad alicantina de Calpe, una de las principales zonas la costa mediterránea. Esta zona forma parte de la conocida Costa Blanca la cual se extiende

desde Dénia hasta Pilar de la Horadada, recibiendo en 2019 un total de 4,3 millones de turistas, de los cuales 3,6 millones fueron extranjeros generando y generaron unos ingresos de € 7,8 millones en dicha zona. (Benito, 2020)

La procedencia de los turistas en Calpe se encuentra repartida de manera bastante equilibrada entre nacionales y extranjeros. Un 55% de los turistas que acuden cada año a Calpe son españoles mientras que el 45% restante provienen del extranjero. De entre los que no son españoles hay una clara predominancia de los turistas de origen francés (suponen un 30% de los turistas extranjeros y un 13,8% del total de turistas), seguidos por los de origen británico (un 17% de la afluencia extranjera y un 8% del total). (Mercader, Récord de la década: la ocupación de la Costa Blanca crece casi dos puntos sin Benidorm., 2020)

Descripción del hotel

El Paraíso Mar¹² es un hotel 3 estrellas, situado en primera línea de mar, con un total de 155 habitaciones y compuesto por un solo edificio. Se encuentra ubicado en el municipio de Calpe, al este de la isla de Mallorca y a 77 kilómetros del aeropuerto de Alicante-Elche y a 130 kilómetros del aeropuerto de Valencia-Manises.

Dispone de distintas tipologías de habitación, siendo las siguientes:

- Habitación Doble
- Habitación Cuádruple
- Habitación Séxtuple

Algunas habitaciones cuentan con vistas al mar, mientras que el resto cuenta con vistas a la zona de las piscinas y jardines. Cuenta con una piscina exterior abierta y una piscina climatizada, así como con zona de Bar y bolera.

Las habitaciones están equipadas con una cocina, televisión vía satélite con canales internacionales y minibar. Cuenta también con aparcamiento para los huéspedes que deseen dejar sus automóviles.

Demanda turística

Si bien es cierto que podemos observar un ligero descenso en la ocupación hotelera acontecida en Calpe en los meses de abril a septiembre de los últimos 3 años, podemos señalar que dicha ocupación sigue permanece en todo momento por encima de la media registrada para el mismo periodo en la Costa Blanca.

¹² Información obtenida de la web propia del hotel.

Tabla 23: Ocupación hotelera Calpe (2017-2019)

Ocupación Hotelera Calpe	2017	2018	2019
Abril	72,5%	71,3%	70,6%
Mayo	68,7%	73,4%	71,2%
Junio	84,4%	88,5%	84,5%
Julio	90,2%	87,3%	90,7%
Agosto	95,1%	94,3%	96,0%
Septiembre	94,0%	89,7%	84,1%
Promedio	84,2%	84,1%	82,9%

Fuente: (INE, 2020), Elaboración propia

Tabla 24: Ocupación hotelera Costa Blanca (2017-2019)

Ocupación Hotelera Costa Blanca	2017	2018	2019
Abril	71,5%	66,9%	69,2%
Mayo	67,9%	67,4%	67,6%
Junio	77,7%	77,3%	75,4%
Julio	86,3%	83,1%	80,8%
Agosto	89,6%	88,9%	87,3%
Septiembre	83,8%	80,1%	74,2%
Promedio	79,5%	77,3%	75,8%

Fuente: (INE, 2020) Elaboración propia

Calpe es uno de los más notorios destinos vacacionales de la costa Alicantina. Cuenta con un total de 14 playas que se extienden a lo largo de 13km de distancia. Uno de sus grandes atractivos, sin duda, es el Parque Natural del Peñón de Ifach, el cual se adentra aproximadamente un 1,5 km en el mar y supone un accidente geográfico digno de gran belleza.

Oferta turística

El tipo de alojamiento vacacional predominante en Calpe es el apartamento. Con un total de 2.749 apartamentos se impone como la segunda mayor localidad alicantina en cuanto a número de apartamentos, por detrás de Alicante. Sin embargo, cuenta con un total de 10 hoteles y diversos hostales y pensiones que forman parte también de la oferta turística de alojamiento de este emplazamiento. Podemos afirmar pues, que la oferta hotelera de nivel medio-alto se encuentra relativamente concentrada. (Mercader, Calp y Altea, las ciudades más rentables para los apartamentos turísticos en Alicante., 2020)

En la tabla siguiente se muestran algunos datos referentes a la distribución del tamaño y categoría de la oferta hotelera en Calpe:

Tabla 25: Oferta de Alojamiento en Calpe (2019)

Tipo de alojamiento	Dotación		Plazas		Tamaño Medio
	Número	%	Número	%	
Hoteles de 4 estrellas	5	26,32%	2.222	61,28%	444
Hoteles de 3 estrellas	4	21,05%	1.173	32,35%	293
Hoteles de 2 estrellas	1	5,26%	62	1,71%	62
Hostal	4	21,05%	88	2,43%	22
Pensión	5	26,32%	81	2,23%	16

Fuente: (INE, 2020), Elaboración propia

Análisis de la competencia

Se ha elaborado la siguiente tabla, la cual contiene una valoración de la competencia establecida en la misma zona que el hotel que se ha evaluado.

Tabla 26: Competencia Hotel Paraíso Mar

Nombre	Categoría	Habitaciones	Ubicación	Operador	Competencia
Suitopia	4	232	Segunda Línea	Solymar	4
Hotel Baía de Calpe	4	284	Primera Línea	Pierre & Vacances	5
The Cookbook	4	17	+ Quinta Línea	AR Hoteles & Resorts	3
Hotel Port Europa	3	144	Segunda Línea	Port Hotels	3
Hotel Porto Calpe	2	67	Segunda Línea	-	2
Hotel Solymar Gran Hotel	4	330	Primera Línea	Solymar	5
Hotel RH Ifach	4	194	Segunda Línea	Hoteles RH	4
Hotel AR Diamante Beach Spa	4	285	Tercera Línea	AR Hoteles	4

Fuente: Elaboración propia.

La valoración realizada para este activo arroja el siguiente DCF (Más información en el Anexo III):

Tabla 27: DCF Valoración Hotel Paraíso Mar

DCF - Valoración compra					
Ra	7%				
% growth (g)	0,5%				
	1	2	3	4	5
EBIT	198.188	469.645	743.845	889.150	874.958
Op. Taxes	(59.456)	(140.893)	(223.153)	(266.745)	(262.487)
NOPAT	138.732	328.751	520.691	622.405	612.470
D&A	823.100	846.200	869.300	892.400	915.500
CAPEX	(231.000)	(231.000)	(231.000)	(231.000)	(231.000)
OPEX	-	21.520	21.721	12.304	651
FCF	730.832	965.472	1.180.712	1.296.109	1.297.621
FCF + TV					
FCF	730.832	965.472	1.180.712	1.296.109	1.297.621
TV					20.063.221
TOTAL	730.832	965.472	1.180.712	1.296.109	21.360.842
Factor de descuento	1	1	1	1	1
FCF + TV Actualizado	683.020	843.280	963.813	988.795	15.229.985
Enterprise Value	18.708.893				
Net Debt	-				
Equity Value	18.708.893				

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

5.6. VALORACIÓN HOTEL PALLADIUM CALA LLONGA

Descripción del hotel

Se trata de un hotel¹³ de tres estrellas con 150 habitaciones situado en primera línea de playa de Cala Llonga. Es una zona ubicada en Santa Eulalia del Rio en Ibiza, a 10 minutos en coche del puerto de Ibiza. Está considerada como una zona familiar, tranquila y con acceso mediante autobús al resto de la isla, además de ser unas de las mejores calas de la isla.

Se trata de una zona ubicada en Santa Eulalia del Rio en Ibiza, a 10 minutos en coche del puerto de Ibiza. Está considerada como una zona familiar, tranquila y con acceso mediante autobús al resto de la isla, además de ser unas de las mejores calas de la isla.

¹³ Información obtenida de la web propia del hotel.

Oferta y demanda turística

En la siguiente tabla podemos analizar la oferta hotelera en la isla de Ibiza y ver la comparación entre las diferentes categorías de Santa Eulalia del Rio y del resto de la isla para valorar la oferta hotelera de la zona frente al total de la isla.

Tabla 28: Oferta hotelera Ibiza y Santa Eulàlia

Santa Eulària del Riu	Nº de establecimientos	Nº de plazas
(H) HOTEL	30	10802
H 1 estrella	-	-
H 2 estrellas	3,00	495
H 3 estrellas	11	4832
H 3 estrellas superior	0,00	0
H 4 estrellas	12	4017
H 4 estrellas superior	1,00	488
H 5 estrellas	3	970
H 5 G.L.	-	-
Ibiza		
(H) HOTEL	120	39775
H 1 estrella	6	553
H 2 estrellas	15	3264
H 3 estrellas	50	17751
H 3 estrellas superior	0	0
H 4 estrellas	30	10378
H 4 estrellas superior	4	1540
H 5 estrellas	12	5586
H 5 G.L.	3,00	703

Fuente: Elaboración propia

Para analizar la demanda hotelera de hoteles de tres estrellas en la isla de Ibiza mediante los datos del INE de la ocupación hotelera.

Como podemos ver en la tabla anterior, la ocupación media en la isla durante el 2019 fue del 82,32, además podemos ver como el número de meses en los que los hoteles permanecen abiertos son 6 meses.

Análisis de la competencia

Para valorar la competencia hemos seleccionado hoteles en un radio de 5km desde Cala Llonga por hoteles similares situación en primera línea de playa.

Hemos considerado como hoteles con mayor grado de competencia los hoteles de 4 estrellas en las zonas cercanas con grado 5, los hoteles de la misma cala con un 4 de

competencia puesto que serán de una categoría menos, con un 3 de competencia los hoteles de 3 estrellas situados en otra cala cercana y con grado 2 los aparta hoteles.

Tabla 29: Competencia Hotel Cala Llonga

Nombre	Habitaciones	Categoría	Ubicación	Grado Competencia
Palladium hotel Cala Llonga	150	3	Cala Llonga	4
Sirenis Cala Llonga Resort	677	3	Cala Llonga	4
El pinal Aparta hotel	91	Apartahotel	Cala Llonga	2
Hotel Ibiza Playa	157	3	Playa Figueretas	3
Sirenis 3 carabelas & Spa	245	4	Playa d'en Bossa	5
Hotel Playasol The New Algarb	406	4	Playa d'en Bossa	5
Sirenis Hotel Club Siesta	113	4	Santa Eulalia del Río	5
Palladium Hotel Don Carlos	168	4	Santa Eulalia del Río	5

Fuente: Elaboración propia

La valoración realizada para este activo arroja el siguiente DCF (Más información en el Anexo III):

Tabla 30: DCF Valoración Hotel Cala Llonga

DCF - Valoración compra

Ra	7%
% growth (g)	0,1%

	1	2	3	4	5
EBIT	-226.948	-67.242	94.049	180.173	174.783
Op. Taxes	68.084	20.173	(28.215)	(54.052)	(52.435)
NOPAT	-158.864	-47.070	65.834	126.121	122.348
D&A	810.500	821.000	831.500	842.000	852.500
CAPEX	(105.000)	(105.000)	(105.000)	(105.000)	(105.000)
OPEX	-	12.435	12.551	7.059	373
FCF	546.636	681.366	804.885	870.180	870.222

FCF + TV

FCF	546.636	681.366	804.885	870.180	870.222
TV					12.624.522
TOTAL	546.636	681.366	804.885	870.180	13.494.743
Factor de descuento	1	1	1	1	1
FCF + TV Actualizado	510.875	595.131	657.026	663.856	9.621.566

Enterprise Value	12.048.454
Net Debt	-
Equity Value	12.048.454

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

6. ESTRATEGIA Y ESTRUCTURA DEL VEHÍCULO

6.1. ESTRUCTURA DEL VEHÍCULO

Como se ha mencionado al inicio del trabajo, la forma jurídica elegida para estructurar el vehículo es el régimen SOCIMI, lo que por legislación supone tener una sociedad anónima. Dentro de esta sociedad es donde a través de su constitución y potenciales ampliaciones de capital, serán depositados los fondos de los inversores. Dicha sociedad también será la tenedora de los activos, pudiendo definirse como una sociedad “patrimonialista”, ya que además según el régimen SOCIMI, la sociedad no puede soportar ningún riesgo operacional derivado de la actividad hotelera.

6.1.1. Generación de ingresos

Los ingresos del vehículo vendrán generados exclusivamente por el cobro de las rentas procedentes de los contratos de arrendamiento. Las mismas, se dividen en dos tipologías, rentas mínimas garantizadas (RMG) y rentas variables (RV). La RMG establece una renta fija a cobrar independientemente de los resultados operativos del hotel, ofreciendo un flujo de caja recurrente con bajo riesgo para el accionista. La RV se calcula como un % sobre ingresos. Existen diversas modalidades sobre la metodología de cálculo de los ingresos variables, pudiendo establecerse sobre los resultados operativos del hotel (GOP).

Sin embargo, se ha decidido realizar dicho cálculo sobre los ingresos, lo cual limita el riesgo de cálculo a potenciales diferencias contables.

Un aspecto relevante, es que las RMG están ligadas a la inflación, lo que permite que el vehículo este cubierto ante la potencial pérdida de valor por el efecto de la inflación.

Es importante analizar el potencial riesgo de impago de la RMG por parte del operador/arrendatario. Es por ello por lo que se debe realizar un análisis de la *tasa de esfuerzo* que supone para el arrendatario el pago de las RMG sobre los resultados de explotación obtenidos por el mismo. A continuación, se muestra una tabla, con las rentas a pagar por los arrendatarios y su “*tasa de esfuerzo*”.

Tabla 31: Tasa de esfuerzo (EBITDA)

Tasa de esfuerzo (EBITDA)					
	1	2	3	4	5
Son Baulo	78%	65%	65%	65%	65%
Paraiso del Mar	105%	82%	68%	64%	64%
Palladium	71%	65%	65%	65%	65%
La Barracuda	80%	63%	63%	63%	63%
Annapurna	76%	63%	63%	63%	63%
Average	82%	67%	64%	64%	64%

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

Tabla 32: Rentas mínimas garantizadas

Rentas mínimas garantizadas					
	1	2	3	4	5
Son Baulo	1.430.700	1.445.007	1.459.457	1.474.052	1.488.792
Paraiso del Mar	1.584.000	1.599.840	1.615.838	1.631.997	1.648.317
Palladium	735.000	742.350	749.774	757.271	764.844
La Barracuda	960.000	969.600	979.296	989.089	998.980
Annapurna	2.030.600	2.050.906	2.071.415	2.092.129	2.113.051

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

Tabla 33: Rentas efectivas

Rentas efectivas					
	1	2	3	4	5
Son Baulo	1.430.700	1.533.828	1.883.408	2.080.027	2.090.427
Paraiso del Mar	1.584.000	1.599.840	1.615.838	1.675.189	1.683.565
Palladium	735.000	858.482	1.054.141	1.164.189	1.170.010
La Barracuda	960.000	972.376	1.193.833	1.318.464	1.325.057
Annapurna	2.030.600	2.137.409	2.612.976	2.885.760	2.900.188

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

Unos parámetros razonables, sobre los que se considera que un contrato de arrendamiento en el sector hotelero no está estresado está entre un 55%-65% (en base a entrevistas con expertos del sector) de renta sobre EBITDA. Tener contrato de arrendamiento con operadores en esos parámetros es una medida para contener potenciales riesgos de impago de rentas. Eso es así, debido principalmente a que, ante situaciones de estrés financiero u operativo, un operador que cuente con diversos contratos de arrendamiento siempre preferirá perder e impagar en aquellos donde la tasa de esfuerzo es mayor y por lo tanto menos rentables para él. Contratos no estresados son muy atractivos para los operadores, ya que le permiten obtener una mayor parte de los beneficios de la explotación y tienden a ser los últimos contratos que están dispuestos a perder.

6.1.2. Gastos operativos

Por lo que respecta a los gastos operativos, se ha realizado una labor de búsqueda de sociedades comparables con el objetivo de establecer ratios de costes. La búsqueda de comparables se ha centrado en SOCIMI existentes, las cuales al estar cotizadas permiten tener acceso a un volumen considerable de información. La fuente de más información sobre este aspecto ha sido el DIM (Documento de Incorporación al Mercado), donde las compañías explican en detalle los costes operativos de gestionar dicho negocio patrimonialista. Se han seleccionado las compañías Merlin Properties SOCIMI SA y ATOM Hoteles SOCIMI, para dicho análisis, al ser la primera la SOCIMI más grande del mercado español y la segunda por ser la SOCIMI 100% hotelera más grande del mercado español.

Tabla 34: Fees SOCIMI

	ATOM	Merlin Properties	Average
Management fee	1,15%	0,70%	0,93%
Otros costes operativos	0,45%	0,75%	0,60%
Running cost	1,20%	1,45%	1,33%

Fuente: (DIM Merlin Properties) y (DIM Atom Hoteles SOCIMI)

Según este análisis comparativo encontramos 4 líneas de costes operativos comunes en todas las SOCIMI y su ratio sobre ingresos. En la siguiente tabla se muestra la estructura de costes operativos asumidos, según el análisis anterior:

Tabla 35: Costes operativos

(-) Comisión gestión	
Asset management fees	0,80%
(-) Gastos de Estructura	
Other operating expenses	0,60%
Vehicle Running cost	1,33%
Gastos de constitución financiación	2,50%

Fuente: Elaboración propia.

A continuación, se detalla brevemente la naturaleza de los costes previstos en la cuenta de resultados del vehículo:

- **Asset Management fees:** hace referencia a la comisión de gestión del gestor. La misma se calcula como el porcentaje establecido (0,80%) sobre el valor neto de los activos en cartera (NAV – Net Asset Value). Las observaciones realizadas sobre otras SOCIMI existentes, arrojan un *management fee* del 0,93% de media, en cambio se ha decidido reducir dicha comisión con el objetivo de que sea más atractivo para el inversor.

- **Other operating expenses:** hace referencia a principales gastos que puedan surgir derivados de por ejemplo servicio jurídicos contratados en caso de litigios.
- **Vehicle Running cost:** hace referencia principalmente a los gastos derivados del proceso de auditoria, valoraciones de activo, las cuales son obligatorias cada 6 meses, y los asesores fiscales y gestoras para la tramitación de impuestos.
- **Gastos de constitución de la financiación:** hacen referencia principalmente a dos gastos en los que se incurre al acceder a la financiación. Por un lado, de asume un AJD (actos jurídicos documentados), provenientes de la escritura pública de las hipotecas, del 1,5%. Por otro lado, se asume una comisión media del banco por la concesión de los préstamos del 1%.

6.1.3. Amortización

Respecto a la amortización, se seguirá las normas estipuladas por la agencia tributaria referente al coeficiente de amortización anual fiscalmente deducible. Según la modificación de 2019 de la Ley 35/2006, los inmuebles se podrán amortizar un 3% sobre su valor. Como proporción del valor del inmueble sobre el valor total del activo, se asume un 60%, ya que valor del terreno no es amortizable.

En este aspecto hay que tener en cuenta el impacto que tiene la amortización respecto a las tensiones de tesorería por el reparto del dividendo que pueden surgir en el vehículo.

Esto es así, debido a que si viene la amortización no supone una salida de caja, si que repercute sobre el beneficio neto. El régimen SOCIMI obliga a repartir el 80% del beneficio neto, por lo que este potencial dividendo es sensible a la tipología de amortización escogida. Como parte de la estrategia prudente elegida respecto a la caja, se ha decidido amortizar anualmente por el mayor coeficiente posible, en orden de limitar al máximo posible la salida de caja anual.

Una vez explicado la estructuración interna del vehículo, generación de ingresos, estructura de costes operativos y amortización, y como todo ello toma en consideración el régimen SOCIMI bajo el que opera, pasamos a explicar la estrategia que seguirá el vehículo en materia de horizonte temporal, política de apalancamiento y estrategia de exit. En siguiente apartado se abordan todas estas cuestiones en detalle.

6.2. ESTRATEGIA DEL VEHÍCULO

La estrategia del vehículo consiste en la adquisición de activo hotelero que, por sus condiciones en el momento de la adquisición, permitan mediante una gestión activa por parte del gestor, crear valor en el activo y repercutir dicha generación de valor hacia el accionista. El valor generado se recogerá a través de las rentas de la cesión de la operación del hotel a cadenas hoteleras de reconocido prestigio, así como de potenciales ventas y rotaciones de cartera, una vez los activos hayan sido reposicionados.

A modo de precisar y resumir la estrategia general del vehículo, podría definirse como “La búsqueda, localización y adquisición de activos de 3 estrellas y su reposicionamiento

como activo de 4 estrellas”, se trata de una estrategia Value Added, que busca reposicionar activos a través de una gestión activa de los mismos para su posterior venta a potenciales inversores core con un perfil de riesgo más reducido.

La situación coyuntural también permite que un factor, como son las potenciales tensiones financieras, haga más atractiva la adquisición de activos a reposicionar. Esto se debe principalmente a que se prevé que los activos de 3 estrellas operados bajo marcas independientes sean los activos que más sufran las consecuencias de la pandemia COVID-19, al no contar con una marca internacional, un canal de ventas relevante ni el “músculo financiero” de una gran cadena hotelera.

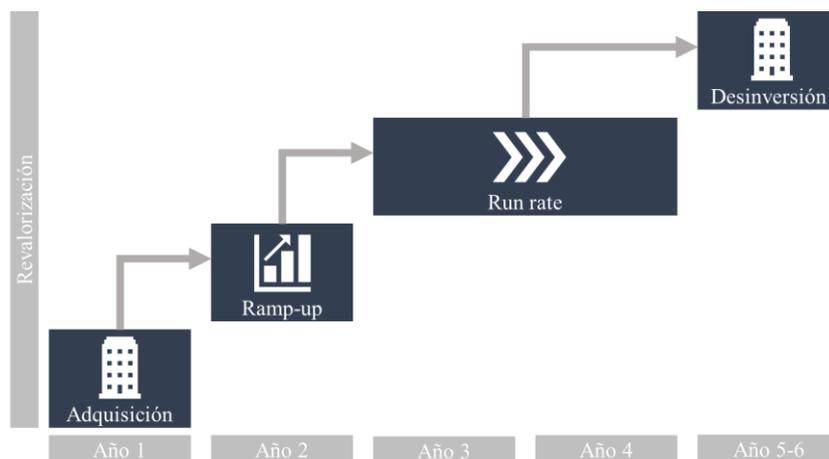
6.2.1. Horizonte temporal

Por definición de la estructura de vehículo seleccionada, se trata de un fondo abierto sin fecha de liquidación. Por lo que no existe un horizonte temporal definido para el vehículo, mostrándose así la visión a largo plazo del fondo.

En términos de rotación de cartera, se estima un periodo medio de tenencia de los activos en el portfolio de 5 años. Todo ello sujeto a la situación de mercado en el momento de salida de los activos, pudiendo alargarse el periodo de tenencia de los mismos, si el contexto de mercado no es favorable y la potencial venta no recoge el valor añadido durante los años anteriores de gestión activa sobre el hotel.

Se considera que un periodo medio de 5-7 años es la duración requerida para que a través de una gestión activa se consiga añadir valor al activo mediante inversiones en CAPEX. Consiguiendo un activo totalmente reposicionado y que puede ser colocado en el mercado a inversores con un perfil de riesgo inferior.

Ilustración 5: Horizonte temporal de la estrategia



Fuente: Elaboración propia.

En aras de definir un proyecto estándar y sus fases, se esquematiza a continuación los pasos a seguir para cumplir los objetivos marcados por el gestor, quedando dividido en 4 fases el proyecto:

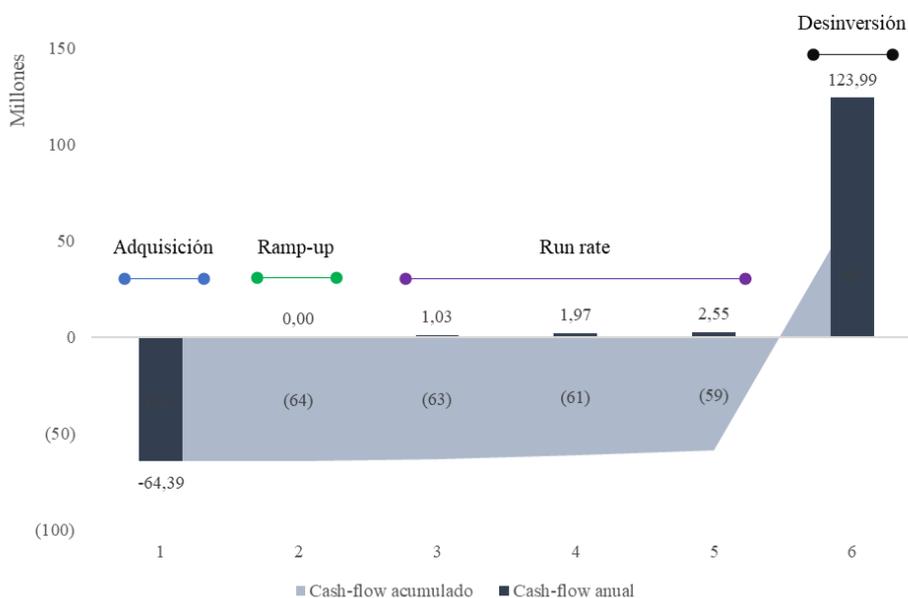
1. **Fase adquisición:** comprende la fase de búsqueda y ejecución de compra de hoteles, que cumplan con las características mencionadas anteriormente en la sección de “*investment criteria*”. En esta primera fase también se realizará la selección del operador encargado de la explotación del activo, fijándose de antemano las condiciones de la relación contractual entre explotador y propietario. Se realiza en esta fase con el objetivo de poder estimar más adecuadamente la inversión necesaria para el reposicionamiento, las rentas a percibir y, por ende, una estimación del precio que se debe desembolsar, con la intención de que cumpla los objetivos de rentabilidad establecidos.
2. **Fase “Ramp-up”:** durante la fase de “*ramp-up*” se acometerán varias actuaciones de distinto alcance: tanto de inversión en el activo, como en la gestión. Durante esta fase se realizarán los proyectos de reforma con el objetivo de cumplir los estándares necesarios para al “*upgrade*” de categoría 4 estrellas. Durante esta fase también se espera que se produzca la recuperación del sector a nivel macro, lo cual permite que las reformas se acometan en la parte baja del ciclo, consiguiendo un activo totalmente reposicionado y lanzado en el momento final de la recuperación. Del mismo modo, la baja actividad en esta primera fase permitirá realizar una reforma de manera más cómoda y extendida para el proyecto.
3. **“Run-rate”:** a partir del tercer año, la recuperación del sector y el reposicionamiento del activo permitirán la generación de flujos de caja libre para el accionista, concediendo una retribución estable mientras se prepara la fase de salida de la inversión. Esta fase ayuda a reducir la urgencia por vender el activo, evitando casos de ventas urgentes donde no se recoja el valor añadido durante los años de reposicionamiento.
4. **Desinversión:** a partir del quinto año, se empezará un proceso de venta ordenado del activo. Las características del activo una vez reposicionado y lanzado, lo hace muy atractivo para una serie de inversores en búsqueda de activos con dichas características. En este sentido, inversores institucionales como las aseguradoras, fondos de pensiones e inversores privados como family offices, suelen estar interesados en activos de bajo riesgo y alta recurrencia de rentas. Los activos que se generan en el fondo cumple perfectamente estas características, ya que son activos con alta recurrencia en la generación de caja y limitado riesgo. La limitación del riesgo que hace que los inversores de perfil de riesgo reducido puedan estar interesados son:

- Riesgo operacional: totalmente desvinculado con la cesión de la explotación del activo a un tercero.
- Riesgo técnico: cobertura de posibles incidencias en el activo a través de compañías aseguradoras.
- Riesgo de contrapartida: cesión de los activos a operadores de reconocido prestigio, con solvencia demostrada. Adicionalmente se solicitarán seguros de caución a dichos operadores.

Se espera que gran parte de la rentabilidad generada proceda del “exit” de la operación, lo que vendrá condicionado por la habilidad del equipo gestor mediante la optimización de costes de reforma y reposicionamiento, negociación de los contratos de alquiler, y ordenamiento y selección de potenciales compradores.

El esquema de fases descrito puede ser visto desde el punto de vista del cash-flow del accionista. Se puede observar un primer año donde se realiza el desembolso inicial requerido para la adquisición, así como los proyectos de reforma. A partir del año 3 el activo empieza a generar flujo de caja libre para el accionista de forma recurrente, proporcionándole una rentabilidad estable hasta el momento de la venta del activo. En la fase de desinversión el accionista recibirá la mayor parte del retorno, y es donde se recogerá el valor añadido por el gestor tras las diversas actuaciones realizadas en materia de reforma y adjudicación del contrato de explotación entre otras.

Gráfico 36: Cash flow del accionista en las fases de la estrategia



Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

6.2.2. Política de financiación

El objetivo final del vehículo es conseguir la máxima rentabilidad para el accionista. Para ello se utilizará el apalancamiento como una herramienta para lograr dicho objetivo. El

apalancamiento también dará una mayor capacidad de compra al vehículo, permitiendo la adquisición de un mayor volumen de activos.

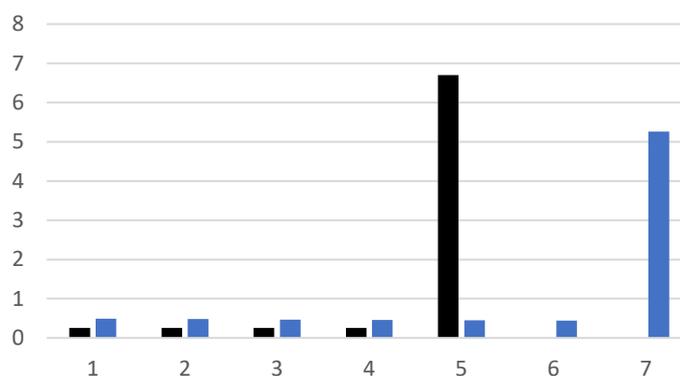
No se determina ningún límite al apalancamiento preestablecido y genérico para las operaciones que realice el vehículo. Dicho límite será establecido de forma individual para cada activo y operación de acuerdo con las ratios y test de sensibilidades que se estipulan más adelante.

Cabe destacar que, no estipulándose el apalancamiento máximo permitido en el vehículo, sí existe de forma implícita en la regulación a la que están sujetos dichos vehículos, una limitación a dicho apalancamiento. Esto consiste en la obligación, por parte del régimen SOCIMI, de repartir en forma de dividendos, un 80% del beneficio neto obtenido. Esto obliga a que la caja disponible para el servicio de la deuda debe tener en cuenta dicho flujo de salida de caja establecida por la regulación. Por lo que el nivel de deuda y por tanto el repago anual de la misma, se ve limitado finalmente por esta norma.

La estructura de deuda objetivo consta de una duración de entre 5-7 años, con la máxima cantidad de capital en “ballon”, es decir una única amortización del préstamo al vencimiento de éste. Esto permitirá no estresar el flujo de caja y no generar tensiones de tesorería, que pueden hacer perder el régimen SOCIMI, al no cumplirse con los potenciales repartos del 80% del beneficio como dividendos.

A continuación, se muestran las dos estructuras objetivo de financiación, las cuales permiten maximizar la rentabilidad del accionista:

Gráfico 37: Servicio de la deuda a 5 y 7 años (en millones de €)



Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

Por lo que respecta al LTV (*Loan to “value”*) de la financiación, el nivel de éste dependerá en gran medida de la estructura lograda. En este sentido, a continuación, se muestra el LTV óptimo para cada estructura, considerando las limitaciones intrínsecas de un régimen SOCIMI y los potenciales covenants demandados por las entidades financiadoras.

Con el objetivo de calcular el apalancamiento óptimo del vehículo, se deben analizar y controlar dos aspectos fundamentales: la ratio de cobertura del servicio de la deuda y la capacidad del vehículo de cumplir con el régimen SOCIMI en relación al reparto mínimo de dividendos.

Para el análisis de la cobertura de la deuda se utilizan distintos niveles de flujos de caja. Los flujos de caja más importantes para realizar este análisis de forma correcta son la renta neta total recibida, la renta fija total recibida y el cash Flow del vehículo pre servicio de la deuda.

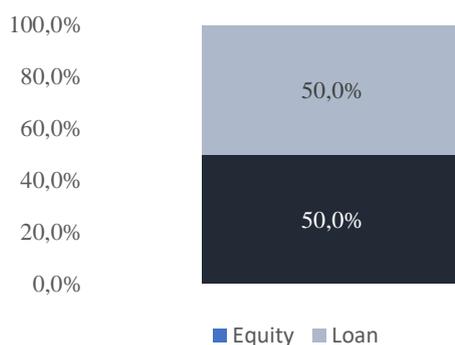
El segundo análisis que debe realizarse para contrastar que un nivel de apalancamiento del 50% no genera tensiones de tesorería, es la comprobación de que dicho nivel de apalancamiento permite cumplir con el régimen SOCIMI en relación con el reparto obligatorio de dividendos del 80% del beneficio neto. En este sentido, estructuras con un alto nivel de repago de capital podrían generar importantes problemas de caja, debido a que el importe de dicho repago de capital no aparece en la cuenta de resultados (no minora beneficio neto, por lo tanto, se mantiene el nivel de reparto de dividendos), pero sí supone salida de caja.

A continuación, se realiza el análisis mencionado para las dos estructuras de deuda objetivo planteadas:

- a) Escenario 1: periodo 5 años – “ballon” 100%

En el caso de la estructura 5 años – “ballon” 100%, tras realizar la estimación de flujos de caja, el nivel de apalancamiento óptimo es un LTV del 50%.

Gráfico 38: Proporción Equity – Deuda 1



Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

La tabla 36, muestra los ratios de cobertura de la deuda tomando distintos niveles de flujos de caja para el denominador, concretamente se ha realizado este análisis con Renta total neta, Renta fija Neta y Cash Flow pre-debt service. Analizando un escenario adverso, en el que solo se recibiera la renta mínima garantizada (Renta fija neta), se puede observar

cómo dicha renta cubre como mínimo 2 veces las necesidades de caja para el servicio de la deuda, mostrándose como una política de apalancamiento conservadora.

Tabla 36: Ratio de Cobertura al Servicio de la Deuda (Escenario 1)

5 años	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
DSCR - net total rent	2,5x	2,6x	3,1x	3,4x	3,4x
DSCR - net fixed rent	2,5x	2,5x	2,5x	2,5x	2,5x
DSCR - cash flow pre-debt service	1,7x	2,4x	2,9x	3,1x	3,2x

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

El segundo análisis que se debe realizar para contrastar que un nivel de apalancamiento del 50% no genera tensiones de tesorería, es la comprobación de que dicho nivel de apalancamiento permite cumplir con el régimen SOCIMI en relación con el reparto obligatorio de dividendos del 80% del beneficio neto. En la tabla 37, a continuación, se puede observar el exceso de tesorería tras el repago de deuda y el reparto obligatorio de dividendos. Se contempla que con la estructura propuesta de LTV 50% y “ballon” 100% existe un exceso de caja todos los años. Siguiendo la política financiera conservadora del vehículo, no se considera la posibilidad de aumentar el LTV del mismo, ya que generaría tensiones de tesorería en un escenario adverso donde el vehículo solo fuera capaz de generar ingresos por valor de la renta mínima garantizada.

El año 1 se muestra como el año de mayor tensión de tesorería, principalmente provocado por los gastos de las operaciones de compra, que incluyen entre otros, comisión bancaria de la financiación, gastos servicios profesionales para la ejecución de las compras, etc.

Tabla 37: Generación de caja (Escenario 1)

	1	2	3	4	5	Caja final
RV 5 años	261.232	2.574.986	2.811.323	2.956.775	2.969.012	11.573.328
RV 5 - Son Baulo	47.377	560.711	626.995	664.633	667.396	2.567.111
RV 5 - Paraiso del Mar	89.408	562.162	563.140	573.927	576.263	2.364.900
RV 5 - Paladium	13.966	313.349	350.447	371.511	373.057	1.422.331
RV 5 - La Barracuda	20.403	379.477	421.471	445.361	447.183	1.713.895
RV 5 - Annapurna	90.078	759.286	849.271	901.343	905.113	3.505.090
RMG 5 años	261.232	2.517.081	2.519.190	2.527.930	2.544.856	10.370.289
RMG 5 - Son Baulo	47.377	543.231	543.561	545.377	548.994	2.228.540
RMG 5 - Paraiso del Ma	89.408	562.162	563.140	565.427	569.327	2.349.463
RMG 5 - Paladium	13.966	290.495	290.547	291.430	293.320	1.179.758
RMG 5 - La Barracuda	20.403	378.931	379.250	380.540	383.011	1.542.135
RMG 5 - Annapurna	90.078	742.262	742.691	745.156	750.204	3.070.392

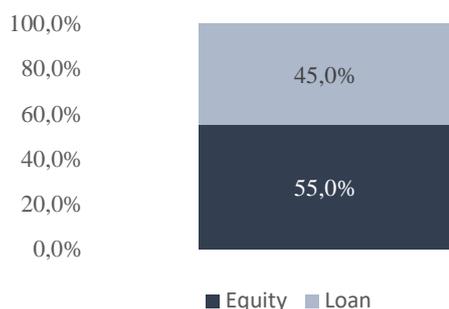
Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

b) Escenario 2: periodo 7 años – ballon 75%

En el caso de un escenario donde la financiación que se lograra fuera un préstamo a 7 años, con ballon 75%, el nivel óptimo de apalancamiento sería del 45%.

En este escenario los compromisos de devolución del 30% de la deuda durante los 7 años, provocan una reducción de la capacidad del fondo para endeudarse, al estar la caja comprometida con el repago de capital a diferencia del escenario anterior, donde se planteaba un préstamo “ballon” 100%.

Gráfico 39: Proporción Deuda - Equity 2



Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

En la Tabla 38 se muestran los datos de cobertura del servicio de la deuda para distintos niveles de cash-flow considerados. En este escenario, el repago anual de capital reduce notablemente las ratios de cobertura con respecto a la estructura comentada anteriormente, donde no existía un repago de capital durante la vida del préstamo. El peor escenario, en el que solo se pudieran cobrar las rentas mínimas garantizadas, la ratio de cobertura oscilaría entre 1,6x y 1,9x, manteniéndose en los valores estándar solicitados por las entidades financiadoras.

Tabla 38: Ratio de Cobertura al Servicio de la Deuda (Escenario 2)

7 años	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7
DSCR - net total rent	1,3x	1,4x	1,7x	1,9x	1,9x	2,0x	2,0x
DSCR - net fixed rent	1,3x	1,4x	1,4x	1,4x	1,5x	1,5x	1,5x
DSCR - cash flow pre-debt service	0,9x	1,3x	1,6x	1,7x	1,8x	1,8x	1,9x

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

Respecto a la segunda comprobación, que se debe realizar con el objetivo de comprobar que el nivel de apalancamiento sea óptimo y no genera tensiones de tesorería, es comprobar que se puede cumplir con el régimen SOCIMI en relación al reparto obligatorio del 80% del beneficio neto. En este sentido, se puede observar que para esta estructura de deuda (7 años – 75% “ballon”), en el primer año existe un déficit de tesorería para cumplir con el régimen SOCIMI. Ello se podría convertir en un problema que haría descartar esta estructura de financiación. Sin embargo, debe considerarse el

exceso de caja acumulado (caja final), para comprobar que realmente en el conjunto del periodo de inversión se genera caja suficiente para cumplir con el régimen SOCIMI. Por lo tanto, no es un problema de generación de caja global, más bien una cuestión puntual (debido, principalmente, a los gastos de adquisición y de financiación). Por ello, se intentaría negociar con la entidad financiera un plazo de carencia durante el primer año o, en su defecto, una línea de crédito que permitiera dotar al fondo de los recursos necesarios a corto plazo para cumplir con su obligación de régimen SOCIMI respecto al reparto de dividendos.

Tabla 39: Generación de caja (Escenario 2)

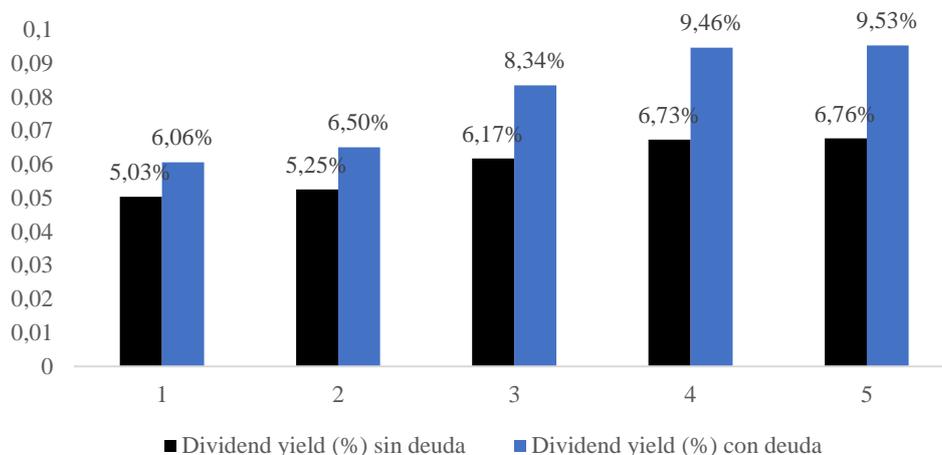
	1	2	3	4	5	6	7	Caja final
RV 7 años	(2.038.494)	289.978	541.033	701.203	728.159	755.157	782.197	1.759.232
RV 7 - Son Baulo	(458.256)	58.313	127.833	168.707	174.706	180.715	186.734	438.754
RV 7 - Paraiso del Mar	(392.001)	83.834	87.893	101.761	107.179	112.604	118.037	219.307
RV 7 - Paladium	(268.149)	33.040	71.943	94.813	98.163	101.520	104.881	236.210
RV 7 - La Barracuda	(345.116)	16.298	60.630	86.860	91.021	95.189	99.363	104.245
RV 7 - Annapurna	(574.971)	98.493	192.734	249.062	257.089	265.129	273.182	760.716
RMG 7 años	(2.038.494)	232.073	248.900	272.358	304.003	335.782	367.696	(277.683)
RMG - Son Baulo	(458.256)	40.833	44.400	49.451	56.305	63.187	70.097	(133.983)
RMG - Paraiso del Mar	(392.001)	83.834	87.893	93.261	100.242	107.254	114.299	194.783
RMG - Paladium	(268.149)	10.185	12.043	14.731	18.427	22.137	25.862	(164.764)
RMG - La Barracuda	(345.116)	15.751	18.409	22.039	26.850	31.679	36.528	(193.860)
RMG - Annapurna	(574.971)	81.469	86.154	92.876	102.180	111.524	120.910	20.141

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

Otro tipo de financiación que no se ha contemplado en este estudio, pero que podría resultar interesante, son aquellas financiaciones a mayor plazo con repago de capital constante. Este tipo de financiación limita el nivel de apalancamiento, debido a la necesidad de conservar caja para el reparto de dividendos. Sin embargo, cuentan con una característica positiva que puede ayudar en el momento de la desinversión. Y es que contar con un activo ya apalancado puede ser muy favorable para el potencial comprador, ya que así se podría evitar pagar las comisiones de apertura y estudio de cualquier financiación, perjudicando la rentabilidad esperada de la inversión.

Con el objetivo de mostrar el impacto de la financiación en la rentabilidad obtenida por el accionista, en el siguiente gráfico se muestra una comparativa entre la rentabilidad del activo (sin considerar deuda) y la rentabilidad del accionista considerando el pago de interés y devolución de capital.

Gráfico 40: Dividend Yield con y sin Deuda.



Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

Tabla 40: TIR con y sin Deuda

	Con deuda	Sin deuda
TIR	19,61%	11,49%
Average dividend yield	7,98%	5,99%
MM	2,3x	1,7x

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

6.2.3. Plan de desinversión

La estrategia de Value Added que se presenta, culmina con la desinversión de la cartera de hoteles que se han gestionado para su reposicionamiento. En la fase de desinversión de este tipo de estrategia, se busca la generación de TIR altas a través de la venta de los activos reposicionados por un valor superior al de su adquisición.

La desinversión de los activos podrá ser tanto individual como conjunta, y en ella se presentan diversos perfiles de inversores potenciales. En este sentido, los activos del fondo tendrán una liquidez elevada dentro de la limitada liquidez de esta tipología de activos. Tras el proceso de reposicionamiento y subida de categoría de 3 a 4 estrellas, la cartera estará formada por activos con una generación de caja recurrente y un riesgo limitado. Es por ello por lo que son activos atractivos para los inversores potenciales, ya que suelen ser inversores no especializados en el sector, sin la capacidad de realizar esta estrategia Value Added, pero sí interesados en poder tener en su cartera activos con rentabilidad recurrente y riesgos limitados y controlados. Así pues, se consideran 3 perfiles de compradores de la cartera de hoteles en esta fase de desinversión:

- **Aseguradoras:** las aseguradoras son inversores caracterizados por contar con un perfil de riesgo reducido. En este sentido, los activos hoteleros reposicionados y lanzados pueden ser una fuente de rentabilidad “elevada” respecto a los

tradicionales objetivos de inversión de las aseguradoras (deuda soberana, etc.). Son inversores que no cuentan con la especialización, ni pueden soportar el riesgo de llevar a cabo un proceso de reposicionamiento, pero sí les interesa el producto una vez terminado¹⁴.

- **Fondos de inversión (Private Equity y otros):** son inversores potenciales para esta cartera de hoteles pues se trata de sociedades de inversión con distintas líneas de negocio y que disponen, habitualmente, de una rama de negocio específicamente inmobiliaria, y en muchos casos, hotelera. El mismo caso que las aseguradoras, muchas veces no cuenta con el equipo necesario para realizar el trabajo de añadir valor y capturarlo, pero dentro de sus políticas de inversión este tipo de activos ayudan a diversificar su riesgo.
- **SOCIMI y/o REIT:** podría decirse que son los inversores con mayor potencial de compra de esta cartera pues son “*players*” inversores que han estado muy activos en los últimos ejercicios dentro de este negocio. Se trata de vehículos de inversión altamente especializados en la adquisición de activos inmobiliarios y/o hoteleros, que consiguen acceso al mercado inmobiliario a inversores minoristas. Este tipo de inversor que busca TIR entre el 6% y 7% ha protagonizado la mayor parte de las transacciones en el sector inmobiliario y/o hotelero durante los últimos años.
 - Algunos ejemplos en el mercado son: Merlin Properties, que gestiona activos por valor 12.3 MM de euros¹⁵, Hispania y Hotel Investment Partners de la mano de Blackstone como accionista principal, Atom Hotels dedicado exclusivamente a la inversión hotelera, Azora, Benson Elliot, Meridia Capital, entre otros. Gran parte de estas SOCIMI y/o REIT, no tienen una especialización en el sector hotelero, pero en momentos puntuales pueden buscar una diversificación de su cartera o un mayor peso del sector hotelero. Sin embargo, al igual que las aseguradoras, pueden tener un conocimiento limitado del sector que les permita realizar un buen proceso de reposicionamiento. Un importante aspecto a considerar es la divergencia en la evolución a largo plazo entre el sector turístico y el sector de las oficinas. Si bien la pandemia actual está teniendo un enorme efecto en el sector hotelero, en el largo plazo no se vislumbran motivos para no creer en una recuperación y una vuelta a niveles pre-pandemia. Sin embargo, sí puede estar gestándose una tendencia bajista a largo plazo en el mercado inmobiliario de oficina, ya que se considera que esta situación generada por la pandemia puede haber acelerado la modalidad de trabajo a distancia. Muchas de las SOCIMI que tienen una ponderación muy elevada del sector oficinas en sus carteras, pueden estar interesados en ajustarlas asignando más peso al sector hotelero.

¹⁴ Un ejemplo es la compra de cuatro hoteles de Elaia por Swiss Life (Expansión, 2020)

¹⁵ Fuente: Página web corporativa Merlin Properties

- Family offices:** se trata de sociedades de inversión pertenecientes a los principales patrimonios a nivel nacional con un *track record* de gran capital invertido en el sector inmobiliario y habitual interés en la adquisición de este tipo de activos. Su interés viene determinado por ser un perfil inversor en búsqueda de rentas. Tienen una reducida capacidad de gestión, por lo que sus adquisiciones suelen caracterizarse por ser de valor añadido reducido, y siempre en búsqueda de esa recurrencia de caja y necesidad de gestión reducida.

Tabla 41: Tipología de inversor por volumen de inversión

Tipología de inversor	
Firma de inversión	37%
Grupo hotelero	32%
SOCIMI	19%
Family office	8%
Otros	4%

Fuente: (Christie & Co, 2020)

Por lo que respecta a las valoraciones de salida, debe considerarse la liquidez de estos activos y las características de los potenciales inversores. En ese sentido, considerando las valoraciones de compra, la rentabilidad media de entrada es del 6%.

Estos activos, una vez reposicionados y con contratos de arrendamiento con cadenas y marcas internacionales de reconocido prestigio podrán ser vendidos a rentabilidades inferiores a la compra, debido a que el riesgo de los mismo ha disminuido considerablemente. Como caso base de salida, se asume que los activos serán colocados en el mercado a una rentabilidad neta del 5%. A continuación, se presentan ejemplos de operaciones con estas características, en las que inversores institucionales buscan este tipo de activos que les proporcionen recurrencia de rentabilidad y limitado riesgo.

Como se ha comentado anteriormente, en una estrategia Value Added, gran parte de la rentabilidad para el accionista se recoge en la desinversión. Se puede considerar la desinversión como el momento en el que el accionista cristaliza todo el valor añadido durante los años anteriores, con su riesgo asociado, y lo recoge el beneficio de dicha estrategia. A modo de mostrar la sensibilidad que tiene en la rentabilidad la capacidad de generar un producto líquido, rentable y de limitado riesgo, se muestra la siguiente tabla de sensibilidades, donde distintos niveles de “*yield*” de salida modifican considerablemente la rentabilidad del proyecto.

Tabla 42: TIR de salida en relación con el Yield a 5 y 7 años

Yield Salida	TIR 5 años	TIR 7 años
6,00%	9,52%	8,95%
5,50%	12,29%	10,72%
5,00%	15,28%	12,64%
4,50%	18,56%	14,74%
4,00%	22,20%	17,06%

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

Se puede observar que en el supuesto de un proyecto de una duración de 5 años la sensibilidad a la “yield” de salida es mucho mayor, debido principalmente al factor temporal de dinero: siendo la salida del activo con anterioridad, tendrá un impacto mayor sobre la TIR. Según lo mencionado anteriormente, se espera al momento adecuado del mercado para realizar la salida. Mientras se espera a la oportunidad idónea, los activos se habrán dotado de una recurrencia de rentabilidad gracias al contrato de arrendamiento firmados, por lo que no serán activos improductivos mientras estén en manos de los inversores, generando rentabilidad constante, y mitigando a medida que avancen los periodos, posibles deterioros en las rentabilidades de salida logradas finalmente.

7. ANÁLISIS DE RENTABILIDAD RIESGO

7.1. TIR

La tasa interna de retorno, TIR en adelante, es la tasa de interés que genera una inversión. Esta medida financiera es la más utilizada para la valoración de proyectos y está relacionado con el VAN, ya que se trata de la tasa de descuento necesaria para que el VAN sea igual a cero.

La inversión inicial requerida en “equity” aportado por los inversores para la compra de los hoteles es de 64.392.337 millones de euros. Los flujos de caja generados hasta la operación de desinversión son iguales tanto para 5 como 7 años. La diferencia reside en el valor de liquidación y el impacto del factor descuento en el tiempo.

En el apartado 6.2 de este documento, hemos explicado las diferentes fases del proyecto y la estrategia del vehículo, y por lo tanto, para obtener la TIR del proyecto para el accionista tenemos en cuenta las fases de “ramp up”, “run rate” y el “exit”.

La secuencia de la operación consiste, en primer lugar, en la adquisición de los hoteles mediante un 50-50% deuda – equity, donde se realiza una búsqueda y ejecución de compra sobre los activos elegidos. A continuación, se entra en la fase de “ramp up” donde se realizará la reforma de los hoteles para convertirlos en hoteles de 4 estrellas. Este escenario servirá para aprovechar el tiempo de espera hasta la recuperación del sector.

La siguiente fase será la de “run rate”, en la que se generarán los flujos de caja libre para el accionista y esto permitirá esperar a llevar a cabo la siguiente fase en el momento adecuado. Por último, la última fase será la fase del “exit”, donde se obtendrán los principales beneficios ya que es la fase en la cual se cosecha la mayor parte del valor añadido al proyecto y la que explicará la mayor parte de la TIR.

En primer lugar, se ha obtenido la TIR del proyecto a 5 y 7 años respectivamente. Como se puede observar, la TIR a 5 años es mayor que la TIR a 7 años debido a que es en el “exit” donde se obtiene la mayoría del yield y, cuanto más tiempo se demore la desinversión, mayor incidencia tendrá el peso del factor de descuento en la valoración.

Cabe destacar que, se espera una mejora en la situación del mercado a 5 o, en su defecto, 7 años años vista, por lo que, mientras no se dé una situación favorable de mercado para el exit del proyecto, se mantendrá el “run rate” activo.

Tabla 42: FC inversor (proyecto 5 años)

FC Inversor	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Desembolsos	(64.392.337)					
Dividendos		0	1.027.447	1.972.795	2.554.603	2.603.551
Dividend yield (%)		0,0%	1,6%	3,1%	4,0%	4,0%
Valor liquidación						121.381.606
FC	(64.392.337)	0	1.027.447	1.972.795	2.554.603	123.985.157

TIR	15,28%
Average dividend yield	2,5%
MM	2,0x

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

Tabla 43: Equity salida (proyecto 5 años)

Salida	
Renta Neta Año 5	8.710.031
Yield salida	5,0%
Liquidación de activos	174.200.615
Deuda Viva	(64.392.337)
Caja disponible	11.573.328
Valor de Liquidación	121.381.606

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

Tabla 44: FC inversor (proyecto 7 años)

FC Inversor	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7
Desembolsos	-64.392.337							
Dividendos		0	1.086.320	2.090.541	2.731.222	2.839.043	2.947.035	3.055.198
Dividend yield (%)		0,0%	1,7%	3,2%	4,2%	4,4%	4,6%	4,7%
Valor liquidación								128.911.468
FC	-64.392.337	0	1.086.320	2.090.541	2.731.222	2.839.043	2.947.035	131.966.666

TIR	12,64%
Average dividend yield	2,7%

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

Tabla 45: Equity salida (proyecto 7 años)

Salida	
Renta Neta Año 7	8.797.349
Yield salida	5,0%
Liquidación de activos	175.946.976
Deuda Viva	(48.294.252)
Caja disponible	1.258.745
Valor de Liquidación	128.911.468

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

7.2. SENSIBILIDADES

La tabla de sensibilidad es una herramienta utilizada para valorar el impacto que tiene en la TIR estimada de la inversión, la variación de diferentes parámetros que inciden en ella tales como, en la primera tabla (Tabla n°46) el LTV y el tipo de interés de la deuda.

A continuación, se han calculado las tablas de sensibilidades de las diferentes TIR para que permiten estimar las TIR esperadas en caso de que no se conceda tanta deuda para el proyecto de inversión o, por el contrario, el apalancamiento utilizado sea mayor, o que el coste de los intereses sea mayor, que la reforma para mejorar la categoría de los hoteles sea más cara de lo previsto o que el ADR y/o la ocupación no se cumplan como se espera.

En siguiente lugar, se ha diseñado la tabla de Sensibilidad LTV – Tipo de interés, en la que observa el impacto en la TIR de las posibles variaciones de LTV y tipo de interés. A mayor apalancamiento (mayor LTV) la TIR será mayor y a menor tipo de interés ocurrirá lo mismo.

Tabla 46: Sensibilidad TIR 5 años (LTV)

Sensibilidad - TIR 5 años							
Tipo interés							
		15,3%	3,5%	3,8%	4,0%	4,3%	4,5%
LTV	60,0%	18,1%	17,9%	17,7%	17,5%	17,3%	
	55,0%	16,7%	16,6%	16,4%	16,2%	16,0%	
	50,0%	15,6%	15,4%	15,3%	15,1%	15,0%	
	45,0%	14,6%	14,5%	14,4%	14,2%	14,1%	
	40,0%	13,8%	13,7%	13,6%	13,5%	13,4%	

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

Tabla 47: Sensibilidad TIR 7 años (LTV)

Sensibilidad - TIR 7 años							
Tipo interés							
		12,6%	1,5%	1,8%	2,0%	2,3%	2,5%
LTV	55,0%	15,2%	15,1%	14,9%	14,7%	14,5%	
	50,0%	14,2%	14,0%	13,9%	13,7%	13,5%	
	45,0%	13,3%	13,1%	13,0%	12,9%	12,7%	
	40,0%	12,5%	12,3%	12,2%	12,1%	12,0%	
	35,0%	11,8%	11,7%	11,6%	11,5%	11,4%	

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

La siguiente tabla de sensibilidades refleja la incidencia de los cambios entre Coste Reforma – Cambio Ocupación: se puede ver la relación de la posible variación de la TIR en función de un eventual incremento o descenso en el coste de la reforma y una variación de la ocupación esperada. Cuanto más negativa sea la variación en el coste de la reforma respecto a la previsión y mayor sea la ocupación, mayor será la TIR del proyecto.

Tabla 48: Sensibilidad TIR 5 años (Coste Reforma-Cambio ocupación)

Sensibilidad - TIR 5 años							
Incremento / reducción ocupación							
		15,3%	(2,0%)	(1,0%)	-	1,0%	2,0%
Incremento / reducción coste reforma	5,0%	14,0%	14,4%	14,8%	15,3%	15,7%	
	2,5%	14,2%	14,6%	15,1%	15,5%	15,9%	
	-	14,4%	14,8%	15,3%	15,7%	16,2%	
	(2,5%)	14,7%	15,1%	15,5%	16,0%	16,4%	
	(5,0%)	14,9%	15,3%	15,8%	16,2%	16,6%	

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

Tabla 49: Sensibilidad TIR 7 años (Coste Reforma-Cambio ocupación)

Sensibilidad - TIR 7 años						
Incremento / reducción ocupación						
	12,6%	(2,0%)	(1,0%)	-	1,0%	2,0%
Incremento / reducción coste reforma	5,0%	11,7%	12,0%	12,3%	12,6%	12,9%
	2,5%	11,9%	12,2%	12,5%	12,8%	13,1%
	-	12,1%	12,3%	12,6%	12,9%	13,3%
	(2,5%)	12,2%	12,5%	12,8%	13,1%	13,4%
	(5,0%)	12,4%	12,7%	13,0%	13,3%	13,6%

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

Acto seguido se ha pasado a observar la Tabla de Sensibilidad Coste Reforma – Cambio ADR. En la siguiente tabla de sensibilidad se pueden ver los valores que adoptaría la TIR en función del coste de la reforma y de la variación del ADR. Un mayor coste de la reforma y un menor ADR darán lugar a una menor TIR.

Tabla 50: Sensibilidad TIR 5 años (Coste Reforma-Cambio ADR)

Sensibilidad - TIR 5 años						
Incremento / reducción ADR						
	15,3%	(2,0%)	(1,0%)	-	1,0%	2,0%
Incremento / reducción coste reforma:	5,0%	14,3%	14,6%	14,8%	15,1%	15,3%
	2,5%	14,5%	14,8%	15,1%	15,3%	15,6%
	-	14,8%	15,0%	15,3%	15,5%	15,8%
	(2,5%)	15,0%	15,3%	15,5%	15,8%	16,0%
	(5,0%)	15,2%	15,5%	15,8%	16,0%	16,3%

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

Tabla 51: Sensibilidad TIR 7 años (Coste Reforma-Cambio ADR)

Sensibilidad - TIR 7 años						
Incremento / reducción ADR						
	12,6%	(2,0%)	(1,0%)	-	1,0%	2,0%
Incremento / reducción coste reforma	5,0%	12,0%	12,1%	12,3%	12,5%	12,7%
	2,5%	12,1%	12,3%	12,5%	12,6%	12,8%
	-	12,3%	12,5%	12,6%	12,8%	13,0%
	(2,5%)	12,5%	12,6%	12,8%	13,0%	13,2%
	(5,0%)	12,7%	12,8%	13,0%	13,2%	13,3%

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

Por último, se han estudiado la relación entre Yield Entrada – Yield Salida y la TIR. En la siguiente tabla de sensibilidad se puede ver el riesgo de variación de la TIR en función del Yield de entrada y de salida. Un mayor Yield de entrada y un menor Yield de salida, darán como resultado una TIR mayor.

Tabla 52: Sensibilidad TIR 5 años (Yield Entrada- Yield Salida)

Sensibilidad - TIR 5 años							
		Yield salida					
		15,3%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%
Yield entrada	8,0%	23,8%	20,1%	16,8%	13,8%	11,1%	
	7,5%	23,0%	19,4%	16,1%	13,1%	10,3%	
	7,0%	22,2%	18,6%	15,3%	12,3%	9,5%	
	6,5%	21,4%	17,8%	14,5%	11,5%	8,7%	
	6,0%	20,7%	17,0%	13,7%	10,7%	8,0%	

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

Tabla 53: Tabla 54: Sensibilidad TIR 7 años (Yield Entrada- Yield Salida)

Sensibilidad - TIR 7 años							
		Yield salida					
		12,6%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%
Yield entrada	8,0%	18,5%	16,2%	14,1%	12,2%	10,5%	
	7,5%	17,8%	15,5%	13,4%	11,5%	9,7%	
	7,0%	17,0%	14,7%	12,6%	10,7%	8,9%	
	6,5%	16,2%	13,9%	11,8%	9,9%	8,1%	
	6,0%	15,4%	13,1%	11,0%	9,1%	7,4%	

Fuente: Elaboración propia basado en el modelo financiero.

8. CONCLUSIONES

Tras el detallado estudio y análisis realizado, se ha podido comprobar que existe una oportunidad de negocio en el sector hotelero. La idea planteada ya ha sido realizada por otras personas en el pasado, sin embargo, aún queda un largo camino por recorrer. La profesionalización y concentración del sector turístico en España tiene todavía un largo recorrido por delante, además, puede rentabilizarse si se hace con las estrategias y estructura correcta.

La idea planteada consiste en la constitución de un vehículo de inversión, destinado a realizar inversiones en el sector turístico, concretamente, la adquisición de activos hoteleros. Siendo más específico, el objetivo del fondo es realizar compras oportunistas de hoteles independientes, a los cuales, a través de una gestión activa por parte del gestor, se les pueda añadir valor acometiendo distintas acciones de diverso alcance.

Se ha identificado el mercado hotelero español como un mercado muy segmentado respecto a la propiedad de los activos, y poco profesionalizado, quedando aún una gran cantidad de activos en el mercado con capacidad incorporar valor añadido. Si bien es cierto, durante los últimos años se ha observado un aumento del interés por parte de grandes inversores institucionales en el sector, lo que demuestra que es un sector que ofrece una rentabilidad atractiva.

Los activos de 3 estrellas ubicados en la costa son el tipo de activos que mejor han reunido las características descritas anteriormente: segmentación de mercado y falta de profesionalización. Es por ello por lo que se consideran estos activos como los activos con mayor potencial para adquirir valor.

Todo ello, ya por sí mismo, genera una oportunidad de negocio, pero adicionalmente las circunstancias sobrevenidas actuales provocan que la oportunidad sea aún más interesante. La oportunidad de invertir viene dada por un desajuste estructural del sector, el cual se va a ver incrementado debido a la situación coyuntural sobrevenida de la pandemia mundial COVID-19.

Esta segmentación y falta de profesionalización del sector, provocará unas mayores situaciones de estrés financiero a aquellas compañías de reducido tamaño que no tengan la tesorería y liquidez necesarias para aguantar este periodo. Es por ello que, se podrá observar una mayor concentración en el sector, y es esta tendencia la que, como vehículo inversor, se quiere rentabilizar.

Una vez planteada la idea y su justificación, estructural y coyuntural, se ha realizado un estudio detallado con el objetivo de estimar la rentabilidad y el riesgo para el inversor que decida invertir en el vehículo.

La estrategia básica del vehículo consiste en la adquisición de activos de 3 estrellas, ubicados en primera línea de playa, en las principales zonas turísticas del país, y

propiedad de hoteleros independientes. Una vez adquirido cada hotel se realizarán reformas de distinto alcance con el objetivo de conseguir un aumento de categoría. A su vez, se localizarán operadores interesados en desarrollar la explotación del hotel bajo un contrato de arrendamiento, desvinculándose así parte del riesgo operacional del sector para la propiedad.

El primer paso que se ha realizado ha sido la construcción de un “*pipeline*” de operaciones, que se ajustan a los criterios de inversión mencionados. Partiendo de ese “*pipeline*” de activos, se ha realizado una valoración de los mismos para conocer su potencial precio de adquisición. Para realizar dicha valoración de compra, se ha tenido en cuenta en todo momento la situación coyuntural que vivimos, demostrándose como una oportunidad única para la adquisición de activos hoteleros, debido a la disminución del resultado de los mismos, pero sobre todo a la urgencia de venta por la falta de liquidez.

Una vez obtenido el importe necesario para la adquisición de los activos seleccionados, se han valorado otros aspectos como el apalancamiento óptimo del vehículo, la estimación de ingresos procedentes del arrendamiento de los activos, los costes operativos del vehículo y la potencial desinversión una vez se pueda recoger por parte del accionista todo el valor añadido.

Con todas esas proyecciones realizadas, dentro siempre de la estructura de régimen SOCIMI seleccionada, se ha demostrado cómo se pueden obtener rentabilidades atractivas con un riesgo limitado. Como se ha mencionado anteriormente, la estrategia consiste en realizar adquisiciones oportunistas y añadirles valor a través de reformas y arrendarlos a compañías con la capacidad de explotarlos bajo marcas internacionales. El éxito de esta estrategia reside principalmente en que los gestores sean capaces de cosechar todo el valor generado en el momento de la desinversión. Uno de los riesgos por tanto del vehículo viene dado por la falta de sincronización entre el momento de la desinversión y el momento de mercado. Ahora bien, gracias a las características de los activos, no existe una urgencia excesiva respecto a la desinversión, ya que desde el punto de vista del accionista seguirá recibiendo un Cash Flow constante gracias a los contratos de arrendamiento firmados con los operadores. Por lo que, se puede esperar a una hipotética mejora del mercado para realizar la venta y recoger todo el valor añadido los años anteriores.

A nivel de riesgos, vemos como el mismo se va a ir distribuyendo entre los diversos participantes del sector. Si tomamos el negocio hotelero tradicional, vemos que el mismo tiene un alto riesgo operativo, asociado al mercado. Con la estructura planteada, este riesgo se transfiere al operador a través del contrato de arrendamiento, quedando el vehículo solo expuesto al riesgo de no cobrar las rentas variables esperadas, pero con un flujo de caja seguro proveniente de las rentas mínimas garantizadas.

Para hacer frente a la inversión relativa a la compra de los 5 activos los fondos necesarios son de 97.359.673 €. Sumando esta cantidad al CAPEX necesario para realizar el reposicionamiento (31.425.000 €) hace un total de 128.784.673 €. Se estima que el valor

post-reforma sea de 159.375.755 €, generando de este modo un Valor Añadido de 30.591.082 €. De los 128.784.673 €, el 50% será financiado externamente.

	Precio de compra	Val. Post-reforma	Inversión upgrade	Value added
Son Baulo	22.040.482	36.491.420	6.275.000	8.175.938
Paraiso del Mar	18.708.893	30.075.535	8.250.000	3.116.642
Paladium	12.048.454	19.369.215	3.750.000	3.570.761
La Barracuda	14.469.063	24.072.219	6.000.000	3.603.157
Annapurna	30.092.781	49.367.366	7.150.000	12.124.585
Total / average	97.359.673	159.375.755	31.425.000	30.591.082

Dependiendo de los niveles de financiación, la sensibilidad del modelo en 5 años para la TIR es de:

Sensibilidad - TIR 5 años							
Tipo interés							
		15,3%	3,5%	3,8%	4,0%	4,3%	4,5%
LTV	60,0%	18,1%	17,9%	17,7%	17,5%	17,3%	
	55,0%	16,7%	16,6%	16,4%	16,2%	16,0%	
	50,0%	15,6%	15,4%	15,3%	15,1%	15,0%	
	45,0%	14,6%	14,5%	14,4%	14,2%	14,1%	
	40,0%	13,8%	13,7%	13,6%	13,5%	13,4%	

Mientras que para 7 años es de:

Sensibilidad - TIR 7 años							
Tipo interés							
		12,6%	1,5%	1,8%	2,0%	2,3%	2,5%
LTV	55,0%	15,2%	15,1%	14,9%	14,7%	14,5%	
	50,0%	14,2%	14,0%	13,9%	13,7%	13,5%	
	45,0%	13,3%	13,1%	13,0%	12,9%	12,7%	
	40,0%	12,5%	12,3%	12,2%	12,1%	12,0%	
	35,0%	11,8%	11,7%	11,6%	11,5%	11,4%	

En caso de que los activos no se lograsen vender en el periodo estimado, las rentas mínimas garantizadas seguirán generando Cash Flows para los inversores. Esto permitirá esperar a un mejor momento para vender el activo con mayor rentabilidad para el inversor.

Rentas mínimas garantizadas					
	1	2	3	4	5
Son Baulo	1.430.700	1.445.007	1.459.457	1.474.052	1.488.792
Paraiso del Mar	1.584.000	1.599.840	1.615.838	1.631.997	1.648.317
Palladium	735.000	742.350	749.774	757.271	764.844
La Barracuda	960.000	969.600	979.296	989.089	998.980
Annapurna	2.030.600	2.050.906	2.071.415	2.092.129	2.113.051

Podemos concluir entonces, que, la oportunidad existe, y que con una estructura y estrategia adecuada se puede aprovechar la concentración del sector para obtener rentabilidad. Esta rentabilidad vendrá generada principalmente por las potenciales plusvalías de venta, pero no por ello es menos importante la recurrencia de un Cash Flow anual que permite esperar al momento óptimo de mercado para desinvertir. Por lo que, se puede afirmar que, la rentabilidad lograda se alcanzará con un riesgo bien acotado. Como se ha podido comprobar en el análisis de sensibilidad, incluso en escenarios desfavorables, la inversión seguirá generando rentabilidad, haciéndolo un potencial producto de inversión muy atractivo.

9. BIBLIOGRAFÍA

- DIM Merlin Properties. (s.f.).
- Alimarket. (2020). *Informe de Reformas hoteleras en 2019* .
- Antonio Grandío Dopico, P. A. (2008). *Mercados financieros e inversión colectiva*.
- Ballesteros, P. (2007). *La nueva realidad del sector hotelero español*. Madrid.
- Banco de España. (s.f.). *El impacto de la pandemia en España y la respuesta de la política económica*.
- Barcelona School of Tourism, H. a. (s.f.). *COVID-19: Algunas respuestas de la industria hotelera española a la pandemia*.
- Benito, F. (03 de 02 de 2020). La Costa Blanca ingresó un total de 7.800 millones por el turismo extranjero en 2019. *Información*.
- BME, J. y. (s.f.). *SOCIMIs. Estabilidad e inversión en el sector inmobiliario. Informe mercado 2019*.
- Caballero, D. (19 de julio de 2019). El "boom" incompleto de las socimis en España: mucho más número que valor. . *ABC* .
- Canarias, I.-G. d. (s.f.).
- Christie & Co. (2020). *Análisis Inversión Hotelera España 2019*.
- Colliers International. (2020). *Hotel Investment 2019*.
- DIM Atom Hoteles SOCIMI. (s.f.).
- El municipio de Adeje lidera el crecimiento turístico del Sur. (2019). *El Día*.
- España, B. d. (s.f.). *El impacto de la pandemia en España y la respuesta de la política económica*.
- (2012). *Evolución y retos del sector hotelero en España*. Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid , Departamento de Economía Aplicada.
- Exceltur. (s.f.).
- Exceltur. (2020). *Plan "RENACER DEL TURISMO ESPAÑOL" 2020-2023*.
- Exceltur. (2020). *Revisión del impacto del Covid 19 sobre el sector turístico español*.
- Exceltur. (Enero 2019). *Valoración turística empresarial de 2018 y perspectivas para 2019*.
- Exceltur. (Enero 2020). *Valoración turística empresarial de 2019 y perspectivas para 2020*.
- Exceltur. (s.f.). *Valoración turística empresarial de 2017 y perspectivas para 2018*.
- Expansión. (2020). *Swiss Life compra cuatro hoteles a Elaia en España*.
- EY. (2014). *Indicadores económicos de la industria hotelera española* .
- EY. (Abril 2020). *Impacto de COVID-19 en hostelería en España*.
- Fernández, P. (1999). *Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables*. Obtenido de <https://web.iese.edu/PabloFernandez/docs/FN-0462.pdf>
- Fernández, P. (s.f.). *Introducción a la valoración por múltiplos comparables* .
- García Pita y Lastres, J. L. (octubre de 2019). SOCIMIs: ¿un nuevo tipo societario o el sujeto pasivo de una política fiscal de fomento? *E-DICTUM*(92).
- García Pita y Lastres, J. L. (2019). SOCIMIS: ¿Un nuevo tipo societario o el sujeto pasivo de una política fiscal de fomento? *E-DICTUM*, 8-9.
- Heraldo*. (Julio de 2020). Obtenido de <https://www.heraldo.es/noticias/internacional/2020/07/21/claves-acuerdo-reconstruccion-ue-cifras-espana-1387204.html>

- Hosteltur. (23 de Enero de 2009). *Los ingresos hoteleros se verán afectados por la crisis económica.*
- Hosteltur. (2013). *¿La Primavera Árabe beneficia realmente a España?*
- Hosteltur. (2013). *Turismo, primavera árabe y un Mediterráneo convulso.*
- Hosteltur. (16 de Septiembre de 2014). *¿Qué ha aprendido el sector hotelero de la crisis?*
- Hosteltur. (2016). *Glosario de términos hoteleros, turísticos y relacionados.*
- Hosteltur. (27 de Noviembre de 2018). *El nuevo turista chino apuesta por las experiencias locales.* Madrid, Madrid, España.
- Hosteltur. (2018). *El turismo en Barcelona un año después del atentado.*
- Hosteltur. (26 de Marzo de 2020). *El sector hotelero afronta la crisis en mejores condiciones que la de 2008.* España.
- Hosteltur. (27 de Julio de 2020). *Hosteltur.* Obtenido de Hosteltur: https://www.hosteltur.com/138256_azora-capta-680-millones-en-el-lanzamiento-de-su-nuevo-fondo-hoteler.html
- Hosteltur. (Septiembre de 2020). *Hosteltur.* Obtenido de https://www.hosteltur.com/138953_las-transacciones-hoteleras-en-europa-sumaron-5700m-en-el-primer-semester.html
- Hosteltur. (28 de agosto, 2017). *Barcelona: la demanda turística reacciona mejor de lo esperado.*
- Hotelera, M. H. (2019). *Presentación SOCIMI.*
- IBESTAT. (2020).
- INE. (2004-2010).
- INE. (2020).
- INE. (Septiembre de 2020). *Instituto Nacional de Estadística.*
- INE. (2020). *Instituto Nacional de Estadística.* Obtenido de Instituto Nacional de Estadística.
- Insider, B. (2018). *Las cifras de la pelea de Airbnb contra el sector hotelero en España.*
- Instituto de Estadística y Cartografía de Andalucía. (2020). *Instituto de Estadística y Cartografía de Andalucía.*
- International, C. (2019). *Inversión Hotelera en España.*
- ISTAC. (s.f.). *Instituto Canario de Estadística.*
- jajaE, P. (2020). *kkk.*
- Jimenez, P. G. (s.f.). *El método de descuentos de flujo de caja libre y su aplicación práctica.*
- JLL. (2016). *Inversión Hotelera en España.*
- JLL. (2020). *COVID-19: Global Real Estate Implications.*
- Jose Luis Suárez IESE DI nº 536. (s.f.). *Los hoteles como inversión inmobiliaria.*
- La Vanguardia.* (Julio de 2020). Obtenido de <https://www.lavanguardia.com/economia/20200721/482455477096/union-europea-gran-pacto-recuperacion-coronavirus-estimular-economia.html>
- Ley 11/2009.* (26 de octubre de 2009).
- Ley 11/2009.* (26 de octubre de 2009.).
- Ley 35/2006.* (28 de noviembre de 2006).
- Ley 6/2012.* (28 de diciembre de 2012).
- Ley 6/2012.* (28 diciembre de 2012).

- (2004). *Los Hoteles como Inversión Inmobiliaria*.
(26 de agosto 2020). *Más transacciones hoteleras cuando el mercado se adapte a la nueva realidad*, *Hosteltur*.
- McKinsey & Company. (s.f.). *Hospitality and COVID-19: How long until 'no vacancy' for US hotes?*
- Mercader, A. (07 de 02 de 2020). Calp y Altea, las ciudades más rentables para los apartamentos turísticos en Alicante. *Alicante Plaza* .
- Mercader, A. (21 de 02 de 2020). Récord de la década: la ocupación de la Costa Blanca crece casi dos puntos sin Benidorm. *Alicante Plaza* .
- Merlin-Prospectus.pdf. (2014). <https://www.merlinproperties.com/>. Obtenido de <https://www.merlinproperties.com/inversores/folletos-de-emision/>
- (2019). *Millenium Hotels Real Estate SOCIMI* .
- Millenium Hotels Real Estate SOCIMI, S. (2019). *Informational Document on admission to MAB of Millenium Hotels Real Estate I SOCIMI, S.A.* .
- Registadores de propiedad Madrid. (s.f.). *Registadores de propiedad Madrid*. Obtenido de www.registadoresdemadrid.org
- Rodríguez Mateo, P. á. (20 de marzo de 2010). *Blog Bankia*. Obtenido de ¿Cómo tributan los dividendos de acciones?: <https://www.blogbankia.es/es/blog/tributacion-dividendos-acciones.html>)
- Sánchez, C. (7 de Mayo de 2018). Las SOCIMIs convierten la ley en papel mojado: logran ventajas fiscales sin liquidez. *El Confidencial*.
- Sentieri, M. (4 de abril de 2019). La gran pesadilla de las socimis: el riesgo de un elevado endeudamiento. . *Idealista News*.
- Simón Ruiz, A. (3 de julio de 2019). Una máquina de repartir dividendos: las socimis reparten 1.400 millones. *Cinco Días, El País*.
- Simón, A. y. (2 de septiembre de 2019). hacienda recauda 265 millones del dividendo "obligatorio" de las socimis desde su creación. . *Cinco Días, El País* .
- SOCIMI, M. H. (2019).
- Tinsa. (2020). *Mercado hotelero 2019*.
- Vargas, Q. (21 de diciembre de 2018). La Bolsa espera otra avalancha de SOCIMIs en 2019, pero persiste la falta de liquidez. . *Capital Madrid* .

10. GLOSARIO

Término	Descripción
ADR	Average Daily Rate
AJD	Actos Jurídicos Documentados
BME	Bolsas y Mercados Españoles, Sistemas de Negociación S.A
BRICS	Brasil, Rusia, India, China, Sudáfrica
CAPEX	Capital Expenditure
CCAA	Comunidad Autónoma
DCF	Discounted Cash Flow
DSCR	Debt Service Coverage Ratio
EV	Enterprise Value
FII	Fondos de Inversión Inmobiliaria
GDCI	Índice Global de Ciudades de Destino de MasterCard
IET	Instituto de Estudios Turísticos
IIC	Institución de Inversión Colectiva
IICi	Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliarias
INE	Instituto Nacional de Estadística
IRPF	Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas
IS	Impuesto de Sociedades
ITP	Impuesto de Transmisiones Patrimoniales
Kd	Coste de deuda
Ke	Coste del equity
LTV	Loan To Value
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MICE	Meetings, Incentives, Conferencing, Exhibitions
p.p.	puntos porcentuales
PIB	Producto Interior Bruto
RevPar	Revenue per Available Room
RMG	Renta Mínima Garantizada
RV	Renta Variable
SCTE	Sistema de Calidad Turística Española
SII	Sociedades de Inversión Inmobiliaria
SOCIMI	Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria
TIR	Tasa Interna de Retorno
UE	Unión Europea
WACC	Weighted Average Cost of Capital

11. ANEXOS

11.1. ANEXO I: TRANSACCIONES HISTÓRICAS Y VALORES MEDIOS DE MERCADO

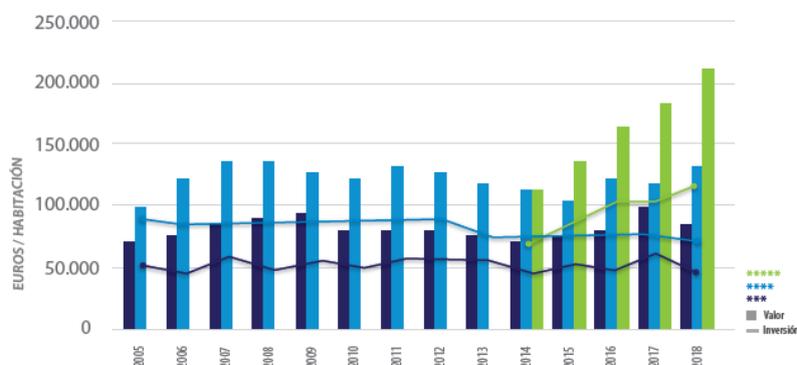
Para realizar el presente trabajo, se ha realizado una búsqueda de información masiva acerca de precios de transacción a lo largo de los últimos años con el objetivo de mostrar que las cifras obtenidas en el modelo financiero se ajustan a la realidad del mercado. Como en todos los mercados, existen valores extremos (compras de hoteles por 4-5 veces el valor de habitación medio del mercado). Eliminando estos valores, algunos de los más representativos a la hora de apoyar las cifras de este TFM serían los siguientes:

Tabla 55: Transacciones hoteleras más representativas

Hotel	Categoría	#Habs	Importe	€/Hab	Comprador
Hotel Riu Buena Vista	4*	509	71.000.000	139.489	Riu Hotels & Resorts
Hotel Costa del Sol Princess (*)	4*	529	70.000.000	132.325	Ikos Resorts
Hotel Sandos San Blas	5*	331	36.800.000	111.178	Hispania
Hotel Club San Miguel – Ibiza	3*	106			
Hotel Cartago – Ibiza	3*	196			
Hotel Galeón – Ibiza	3*	182			
Total		484	32.000.000	66.116	Hispania Activos Inmobiliarios
Ilunion Aqua 3 – Valencia	3*	135			
Ilunion Aqua 4 – Valencia	3*	184			
Total		319	28.000.000	87.774	N/A
Sumba	4*	280	36.400.000	130.000	Allsun
Borneo	4*	200	26.000.000	130.000	Allsun
Hotel Catarina	4*	402	32.000.000	79.602	IFA Hotel
Hotel Altamanera	4*	238	15.800.000	66.387	IFA Hotel
Gran Hotel Atlantis Bahía Real Suite y Hotel Atlantis Fuerteventura Resort	4*	625	105.000.000	168.000	Hispania Activos Inmobiliarios
Total		1.745	215.200.000	573.989	

Desde Tinsa, realizaron el siguiente estudio del valor medio de mercado por habitación de 3, 4 y 5 estrellas.

Gráfico 41: Valor medio de mercado por habitación



Fuente: (Tinsa, 2020).

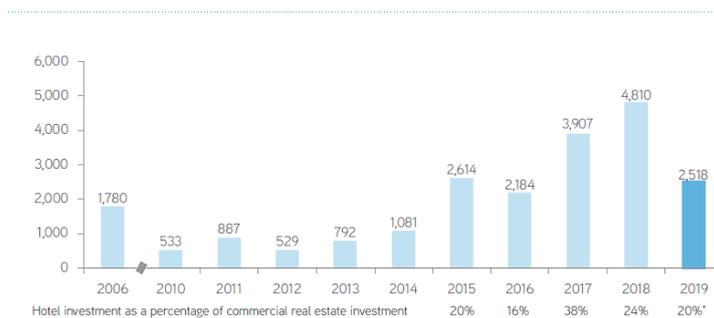
Tabla 56: Valor/inversión por habitación

	 MEDIA NACIONAL	 CAPITALES, GRANDES CIUDADES Y ÁREAS URBANAS	 COSTA MEDITERRÁNEA*	 TERRITORIOS INSULARES*	 RESTO PENINSULAR	
VALOR/ HABITACIÓN	*****	171.625	164.001	184.574	190.232	N.D.
	****	128.604	129.284	127.571	127.612	108.418
	***	83.217	85.622	83.133	84.149	77.133
INVERSIÓN/ HABITACIÓN	*****	93.252	81.737	103.399	109.716	N.D.
	****	76.847	75.330	78.297	77.847	96.862
	***	58.575	55.526	58.353	54.191	67.960

Fuente: (Tinsa, 2020).

El volumen nacional de inversión (valor de las transacciones) tiene una evolución creciente. (Hosteltur, 2020). Se espera que los precios bajen debido a que actualmente los operadores están viéndose reforzados por los préstamos ICO y otras ayudas, disminuyendo conforme se acaben este tipo de apoyos económicos.

Gráfico 42: Volumen nacional de inversión



Fuente: (Colliers International, 2020)

11.1. ANEXO II: REFORMAS HISTÓRICAS

De cara a establecer un valor para el coste que acarrea el reposicionamiento de 3 a 4 estrellas, se han analizado diversas reformas hoteleras. Este dato proporcionará el valor del CAPEX necesario por habitación en cada hotel y que, tras un periodo de reforma, permitirá un incremento en la categoría del hotel y, por tanto, en su valor. Esta cifra no puede ser tomado como referencia para todos los hoteles, si no que requiere un estado previo adecuado. No solo incluye reformas dentro de la habitación, si no que este presupuesto también va destinado a mejorar las zonas comunes, parking, entrada, piscina, etc.

Tabla 57: Reformas hoteleras

Grupo	Establecimiento	Ubicación	# habitaciones	Coste reforma	Coste/hab
Gargallo Hotels	Pedro I De Aragon	Huesca	129	8.220.000	63.721
Lopensa Hotel Group	Abora Buenaventura By Lopesan Hotels	San Bartolomé de Tirajana (Las Palmas)	724	20.000.000	27.624
Familia Frigola	Hotel Delamar	Lloret del Mar	213	5.500.000	25.822
Meliá Hotels International	Sol Don Marco, Sol Don Pablo, Sol Don Pedro	Torremolinos (Málaga)	904	21.000.000	23.230
Apple Leisure Group	Alua Miami Ibiza	Santa Eulalia del Río (I. Balears)	365	8.000.000	21.918
ZT Hotels	Acuasol (Aparthotel)	Peñíscola (Castellón)	161	1.200.000	7.453

Fuentes: (Hosteltur, 2020) (Alimarket, 2020)

Aunque existen muchas otras reformas, es difícil definir qué cantidad de CAPEX es suficiente para avanzar en la categoría, pudiendo observar hoteles de 3 estrellas que para obtener la calificación de 4 estrellas invierten 60.000 € de media por habitación mientras que otros necesitan menos de 10.000 € para lograrlo. Es por este motivo que para el modelo se tomará un valor de CAPEX de 25.000 € como cantidad necesaria para alcanzar la categoría de 4 estrellas.

11.2. ANEXO III: DATOS OBTENIDOS DEL MODELO FINANCIERO

11.2.1. Resumen resultados modelo financiero

Output modelo consolidado

Inputs - assumptions modelo (fluye modelo)

General Assumptions

Assumptions Son Baulo		Assumptions Paraíso del Mar		Assumptions Paladium	
Inversión		Inversión		Inversión	
Precio adquisición	22.040.482	Precio adquisición	18.708.893	Precio adquisición	12.048.454
Valoración compra	22.040.482	Valoración compra	18.708.893	Valoración compra	12.048.454
Inversión upgrade	6.275.000	Inversión upgrade	8.250.000	Inversión upgrade	3.750.000
Inversión según modelo	6.275.000	Inversión según modelo	8.250.000	Inversión según modelo	3.750.000
Financiación		Financiación		Financiación	
LTV	50%	LTV	50%	LTV	50%
Ballon 5 años	100%	Ballon 5 años	100%	Ballon 5 años	100%
Ballon 7 años	75%	Ballon 7 años	75%	Ballon 7 años	75%
Tipo de interes	4,00%	Tipo de interes	4,00%	Tipo de interes	4,00%
Rentas		Rentas		Rentas	

RMG	5.700
RV	31%
Double net	Si
Escenario	2

RMG	4.800
RV	28%
Double net	Si
Escenario	2

RMG	4.900
RV	31%
Double net	Si
Escenario	2

Assumptions La Barracuda

Inversión	
Precio adquisición	14.469.063
Valoración compra	14.469.063
Inversión upgrade	6.000.000
Inversión según modelo	6.000.000

Financiación	
LTV	50%
Ballon 5 años	100%
Ballon 7 años	75%
Tipo de interes	4,00%

Rentas	
RMG	4.000
RV	30%
Double net	Si
Escenario	2

Assumptions Annapurna

Inversión	
Precio adquisición	30.092.781
Valoración compra	30.092.781
Inversión upgrade	7.150.000
Inversión según modelo	7.150.000

Financiación	
LTV	50%
Ballon 5 años	100%
Ballon 7 años	75%
Tipo de interes	4,00%

Rentas	
RMG	7.100
RV	30%
Double net	Si
Escenario	2

RMG - escenario	1
RV - escenario	2

Años - pre recuperación	1
Bajada ocupación	0%
Bajadas ADR	0%

IPC	0,5%
-----	------

Cuadro de mandos BP							
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Son Baulo	1	2	3	4	5	6	7
ADR - pre reform	75	75	76	76	77	77	77
Ocupación - pre reform	42%	54%	66%	72%	72%	72%	72%
ADR - post reform	102	103	103	104	104	105	105
Ocupación - post reform	49%	63%	77%	85%	85%	85%	85%
ADR - pre reform	75	75	76	76	77	77	77
growth (%)		0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Ocupación - pre reform	42%	54%	66%	72%	72%	72%	72%
growth (%)		11,9%	11,9%	6,5%	-	-	-
ADR - post reform	102	103	103	104	104	105	105
growth (%)		0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Ocupación - post reform	49%	63%	77%	85%	85%	85%	85%
growth (%)		14,1%	14,0%	7,7%	-	-	-

Situación COVID - ocupación	58,0%	74,5%	91,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
-----------------------------	-------	-------	-------	--------	--------	--------	--------

Paraiso del Mar	1	2	3	4	5	6	7
ADR - pre reform	67	67	68	68	68	69	69
Ocupación - pre reform	41%	52%	64%	70%	70%	70%	70%
ADR - post reform	105	106	106	107	107	108	108
Ocupación - post reform	49%	63%	76%	84%	84%	84%	84%
ADR - pre reform	67	67	68	68	68	69	69
growth (%)		0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Ocupación - pre reform	41%	52%	64%	70%	70%	70%	70%
growth (%)		11,5%	11,5%	6,3%	-	-	-
ADR - post reform	105	106	106	107	107	108	108
growth (%)		0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Ocupación - post reform	49%	63%	76%	84%	84%	84%	84%
growth (%)		13,8%	13,8%	7,6%	-	-	-

Situación COVID - ocupación	58,2%	74,6%	91,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
-----------------------------	-------	-------	-------	--------	--------	--------	--------

Paladium	1	2	3	4	5	6	7
ADR - pre reform	70	70	71	71	71	72	72
Ocupación - pre reform	43%	55%	67%	74%	74%	74%	74%
ADR - post reform	105	106	106	107	107	108	108
Ocupación - post reform	50%	65%	79%	87%	87%	87%	87%
ADR - pre reform	70	70	71	71	71	72	72
growth (%)		0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Ocupación - pre reform	43%	55%	67%	74%	74%	74%	74%
growth (%)		12,2%	12,2%	6,7%	-	-	-
ADR - post reform	105	106	106	107	107	108	108
growth (%)		0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Ocupación - post reform	50%	65%	79%	87%	87%	87%	87%
growth (%)		14,4%	14,4%	7,8%	-	-	-

Situación COVID - ocupación	58,0%	74,5%	91,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
-----------------------------	-------	-------	-------	--------	--------	--------	--------

La Barracuda	1	2	3	4	5	6	7
ADR - pre reform	70	70	71	71	71	72	72
Ocupación - pre reform	41%	52%	64%	70%	70%	70%	70%
ADR - post reform	92	92	93	93	94	94	95
Ocupación - post reform	48%	62%	76%	83%	83%	83%	83%
ADR - pre reform	70	70	71	71	71	72	72
growth (%)		0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Ocupación - pre reform	41%	52%	64%	70%	70%	70%	70%
growth (%)		11,6%	11,6%	6,3%	-	-	-
ADR - post reform	92	92	93	93	94	94	95
growth (%)		0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Ocupación - post reform	48%	62%	76%	83%	83%	83%	83%
growth (%)		13,7%	13,7%	7,5%	-	-	-

Situación COVID - ocupación	58,0%	74,5%	91,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
-----------------------------	-------	-------	-------	--------	--------	--------	--------

Annapurna	1	2	3	4	5	6	7
ADR - pre reform	74	74	75	75	75	76	76
Ocupación - pre reform	42%	54%	66%	72%	72%	72%	72%
ADR - post reform	105	106	106	107	107	108	108
Ocupación - post reform	50%	64%	77%	85%	85%	85%	85%
ADR - pre reform	74	74	75	75	75	76	76
growth (%)		0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Ocupación - pre reform	42%	54%	66%	72%	72%	72%	72%
growth (%)		11,7%	11,7%	6,5%	-	-	-
ADR - post reform	105	106	106	107	107	108	108
growth (%)		0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Ocupación - post reform	50%	64%	77%	85%	85%	85%	85%
growth (%)		13,8%	13,8%	7,7%	-	-	-

Situación COVID - ocupación	58,6%	74,8%	91,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
-----------------------------	-------	-------	-------	--------	--------	--------	--------

Output modelo

Average dividend yield	
Average Dividend yield 5 años	2,53%
Average Dividend yield 7 años	2,72%

TIR	
TIR 5 años	15,28%
TIR 7 años	12,64%

Exceso / deficits (según regimen SOCIMI)	1	2	3	4	5	6	7	Caja final
RV 5 años	261.232	2.574.986	2.811.323	2.956.775	2.969.012			11.573.328
RV 5 - Son Baulo	47.377	560.711	626.995	664.633	667.396			2.567.111
RV 5 - Paraiso del Mar	89.408	562.162	563.140	573.927	576.263			2.364.900
RV 5 - Paladium	13.966	313.349	350.447	371.511	373.057			1.422.331
RV 5 - La Barracuda	20.403	379.477	421.471	445.361	447.183			1.713.895
RV 5 - Annapurna	90.078	759.286	849.271	901.343	905.113			3.505.090
RMG 5 años	261.232	2.517.081	2.519.190	2.527.930	2.544.856			10.370.289
RMG 5 - Son Baulo	47.377	543.231	543.561	545.377	548.994			2.228.540
RMG 5 - Paraiso del Mar	89.408	562.162	563.140	565.427	569.327			2.349.463
RMG 5 - Paladium	13.966	290.495	290.547	291.430	293.320			1.179.758
RMG 5 - La Barracuda	20.403	378.931	379.250	380.540	383.011			1.542.135
RMG 5 - Annapurna	90.078	742.262	742.691	745.156	750.204			3.070.392
RV 7 años	(2.038.494)	289.978	541.033	701.203	728.159	755.157	782.197	1.759.232
RV 7 - Son Baulo	(458.256)	58.313	127.833	168.707	174.706	180.715	186.734	438.754
RV 7 - Paraiso del Mar	(392.001)	83.834	87.893	101.761	107.179	112.604	118.037	219.307
RV 7 - Paladium	(268.149)	33.040	71.943	94.813	98.163	101.520	104.881	236.210
RV 7 - La Barracuda	(345.116)	16.298	60.630	86.860	91.021	95.189	99.363	104.245
RV 7 - Annapurna	(574.971)	98.493	192.734	249.062	257.089	265.129	273.182	760.716

RMG 7 años	(2.038.494)	232.073	248.900	272.358	304.003	335.782	367.696	(277.683)
RMG - Son Baulo	(458.256)	40.833	44.400	49.451	56.305	63.187	70.097	(133.983)
RMG - Paraiso del Mar	(392.001)	83.834	87.893	93.261	100.242	107.254	114.299	194.783
RMG - Paladium	(268.149)	10.185	12.043	14.731	18.427	22.137	25.862	(164.764)
RMG - La Barracuda	(345.116)	15.751	18.409	22.039	26.850	31.679	36.528	(193.860)
RMG - Annapurna	(574.971)	81.469	86.154	92.876	102.180	111.524	120.910	20.141

Stress test - debt coverage

5 años	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Interests	(2.575.693)	(2.575.693)	(2.575.693)	(2.575.693)	(2.575.693)
Debt repayment	0	0	0	0	0
Debt service	(2.575.693)	(2.575.693)	(2.575.693)	(2.575.693)	(2.575.693)
DSCR - net total rent	2,5x	2,6x	3,1x	3,4x	3,4x
DSCR - net fixed rent	2,5x	2,5x	2,5x	2,5x	2,5x
DSCR - cash flow pre-debt service	1,7x	2,4x	2,9x	3,1x	3,2x

7 años	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7
Interests	(2.575.693)	(2.483.704)	(2.391.715)	(2.299.726)	(2.207.737)	(2.115.748)	(2.023.759)
Debt repayment	(2.299.726)	(2.299.726)	(2.299.726)	(2.299.726)	(2.299.726)	(2.299.726)	(2.299.726)
Debt service	(4.875.420)	(4.783.431)	(4.691.442)	(4.599.453)	(4.507.464)	(4.415.475)	(4.323.485)
DSCR - net total rent	1,3x	1,4x	1,7x	1,9x	1,9x	2,0x	2,0x
DSCR - net fixed rent	1,3x	1,4x	1,4x	1,4x	1,5x	1,5x	1,5x
DSCR - cash flow pre-debt service	0,9x	1,3x	1,6x	1,7x	1,8x	1,8x	1,9x

Precio medio habitación

	Precio de compra	Val. Post-reform	Inversión upgrade	Value added	n° rooms	€/hab. Compra	€/hab. Post-reform
Son Baulo	22.040.482	36.491.420	6.275.000	8.175.938	251	87.811	145.384
Paraiso del Mar	18.708.893	30.075.535	8.250.000	3.116.642	330	56.694	91.138
Paladium	12.048.454	19.369.215	3.750.000	3.570.761	150	80.323	129.128
La Barracuda	14.469.063	24.072.219	6.000.000	3.603.157	240	60.288	100.301
Annapurna	30.092.781	49.367.366	7.150.000	12.124.585	286	105.220	172.613
Total / average	97.359.673	159.375.755	31.425.000	30.591.082	1.257	77.454	126.791

Sensibilidades

Sensibilidad LTV / INTERES

Sensibilidad - TIR 5 años						
LTV	Tipo interés					
	15,3%	3,5%	3,8%	4,0%	4,3%	4,5%
	60,0%	18,1%	17,9%	17,7%	17,5%	17,3%
55,0%	16,7%	16,6%	16,4%	16,2%	16,0%	

	50,0%	15,6%	15,4%	15,3%	15,1%	15,0%
	45,0%	14,6%	14,5%	14,4%	14,2%	14,1%
	40,0%	13,8%	13,7%	13,6%	13,5%	13,4%

Sensibilidad - TIR 7 años						
LTV	Tipo interés					
		12,6%	1,5%	1,8%	2,0%	2,3%
	55,0%	15,2%	15,1%	14,9%	14,7%	14,5%
	50,0%	14,2%	14,0%	13,9%	13,7%	13,5%
	45,0%	13,3%	13,1%	13,0%	12,9%	12,7%
	40,0%	12,5%	12,3%	12,2%	12,1%	12,0%
	35,0%	11,8%	11,7%	11,6%	11,5%	11,4%

Sensibilidad reforma/ aumento ocupación

Incremento / reducción coste reforma	-
Incremento / reducción ocupación	-

Sensibilidad - TIR 5 años						
Incremento / reducción coste reforma	Incremento / reducción ocupación					
		15,3%	(2,0%)	(1,0%)	-	1,0%
	5,0%	14,0%	14,4%	14,8%	15,3%	15,7%
	2,5%	14,2%	14,6%	15,1%	15,5%	15,9%
	-	14,4%	14,8%	15,3%	15,7%	16,2%
	(2,5%)	14,7%	15,1%	15,5%	16,0%	16,4%
	(5,0%)	14,9%	15,3%	15,8%	16,2%	16,6%

Sensibilidad - TIR 7 años						
Incremento / reducción coste reforma	Incremento / reducción ocupación					
		12,6%	(2,0%)	(1,0%)	-	1,0%
	5,0%	11,7%	12,0%	12,3%	12,6%	12,9%
	2,5%	11,9%	12,2%	12,5%	12,8%	13,1%
	-	12,1%	12,3%	12,6%	12,9%	13,3%
	(2,5%)	12,2%	12,5%	12,8%	13,1%	13,4%
	(5,0%)	12,4%	12,7%	13,0%	13,3%	13,6%

Sensibilidad reforma / aumento ADR

Incremento / reducción ADR	-
----------------------------	---

Sensibilidad - TIR 5 años						
Incremento / reducción coste reforma	Incremento / reducción ADR					
		15,3%	(2,0%)	(1,0%)	-	1,0%
	5,0%	14,3%	14,6%	14,8%	15,1%	15,3%
	2,5%	14,5%	14,8%	15,1%	15,3%	15,6%

	-	14,8%	15,0%	15,3%	15,5%	15,8%
	(2,5%)	15,0%	15,3%	15,5%	15,8%	16,0%
	(5,0%)	15,2%	15,5%	15,8%	16,0%	16,3%

Sensibilidad - TIR 7 años						
Incremento / reducción ADR						
Incremento / reducción coste reforma	12,6%	(2,0%)	(1,0%)	-	1,0%	2,0%
	5,0%	12,0%	12,1%	12,3%	12,5%	12,7%
	2,5%	12,1%	12,3%	12,5%	12,6%	12,8%
	-	12,3%	12,5%	12,6%	12,8%	13,0%
	(2,5%)	12,5%	12,6%	12,8%	13,0%	13,2%
	(5,0%)	12,7%	12,8%	13,0%	13,2%	13,3%

Sensibilidad yield salida / yield entrada

Sensibilidad - TIR 5 años						
Yield salida						
Yield entrada	15,3%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%
	8,0%	23,8%	20,1%	16,8%	13,8%	11,1%
	7,5%	23,0%	19,4%	16,1%	13,1%	10,3%
	7,0%	22,2%	18,6%	15,3%	12,3%	9,5%
	6,5%	21,4%	17,8%	14,5%	11,5%	8,7%
	6,0%	20,7%	17,0%	13,7%	10,7%	8,0%

Sensibilidad - TIR 7 años						
Yield salida						
Yield entrada	12,6%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%
	8,0%	18,5%	16,2%	14,1%	12,2%	10,5%
	7,5%	17,8%	15,5%	13,4%	11,5%	9,7%
	7,0%	17,0%	14,7%	12,6%	10,7%	8,9%
	6,5%	16,2%	13,9%	11,8%	9,9%	8,1%
	6,0%	15,4%	13,1%	11,0%	9,1%	7,4%

Tasa de esfuerzo (EBITDA)					
	1	2	3	4	5
Son Baulo	78%	65%	65%	65%	65%
Paraiso del Mar	105%	82%	68%	64%	64%
Palladium	71%	65%	65%	65%	65%
La Barracuda	80%	63%	63%	63%	63%
Annapurna	76%	63%	63%	63%	63%
Average	82%	67%	64%	64%	64%

Rentas mínimas garantizadas					
	1	2	3	4	5
Son Baulo	1.430.700	1.445.007	1.459.457	1.474.052	1.488.792
Paraiso del Mar	1.584.000	1.599.840	1.615.838	1.631.997	1.648.317

Palladium	735.000	742.350	749.774	757.271	764.844
La Barracuda	960.000	969.600	979.296	989.089	998.980
Annapurna	2.030.600	2.050.906	2.071.415	2.092.129	2.113.051

Rentas efectivas					
	1	2	3	4	5
Son Baulo	1.430.700	1.533.828	1.883.408	2.080.027	2.090.427
Paraiso del Mar	1.584.000	1.599.840	1.615.838	1.675.189	1.683.565
Palladium	735.000	858.482	1.054.141	1.164.189	1.170.010
La Barracuda	960.000	972.376	1.193.833	1.318.464	1.325.057
Annapurna	2.030.600	2.137.409	2.612.976	2.885.760	2.900.188

11.2.2. Son Baulo

Valoración compra - Son Baulo

Business Plan - "business as usual"

Assumptions

Habitaciones	251	http://www.sonbaulo.com/
Categoría	3	
Días	365	
Inflación	1%	
IVA	10%	
IS	30%	

P&L

	1	2	3	4	5
Ingresos	2.385.817	3.081.694	3.784.054	4.179.092	4.199.988
% growth		29%	23%	10%	0%
Gastos explotación	(1.240.625)	(1.602.481)	(1.967.708)	(2.173.128)	(2.183.994)
Aprovisionamientos	(286.298)	(369.803)	(454.086)	(501.491)	(503.999)
Gastos de personal	(572.596)	(739.607)	(908.173)	(1.002.982)	(1.007.997)
Otros gastos de explotación	(381.731)	(493.071)	(605.449)	(668.655)	(671.998)
EBITDA	1.145.192	1.479.213	1.816.346	2.005.964	2.015.994
% crecimiento		29%	23%	10%	0%
% margen	48%	48%	48%	48%	48%
Amortización	(815.060)	(830.120)	(845.180)	(860.240)	(875.300)
EBIT	330.132	649.093	971.166	1.145.724	1.140.694

Calculo de ingresos

Meses apertura	9
Días mes	30
Días apertura	270

	1	2	3	4	5
ADR	75	75	76	76	77
% crecimiento ADR		0%	0%	0%	0%
Ocupación	42%	54%	66%	72%	72%
% crecimiento ocupación		12%	12%	6%	0%
RevPar	31	40	50	55	55
% crecimiento RevPar		29%	23%	10%	0%
Roomnights	67.770	67.770	67.770	67.770	67.770
Roomnights efectivas	28.276	36.342	44.403	48.794	48.794
Ingresos brutos	2.120.727	2.739.283	3.363.603	3.714.749	3.733.322
IVA (10%)	(212.073)	(273.928)	(336.360)	(371.475)	(373.332)
Ingresos netos	1.908.654	2.465.355	3.027.243	3.343.274	3.359.990
Ingreso / habitación	7.604	9.822	12.061	13.320	13.386
Ingresos F&B	477.163	616.339	756.811	835.818	839.998
Ingresos totales	2.385.817	3.081.694	3.784.054	4.179.092	4.199.988

Ingresos habitaciones	80%
Ingresos F&B	20%

Calculo de gastos operativos					
	1	2	3	4	5
Aprovisionamientos	(286.298)	(369.803)	(454.086)	(501.491)	(503.999)
Gastos de personal	(572.596)	(739.607)	(908.173)	(1.002.982)	(1.007.997)
Otros gastos de explotación	(381.731)	(493.071)	(605.449)	(668.655)	(671.998)
Total gastos operativos	(1.240.625)	(1.602.481)	(1.967.708)	(2.173.128)	(2.183.994)

	1	2	3	4	5
Aprovisionamientos	(286.298)	(369.803)	(454.086)	(501.491)	(503.999)
% gastos aprovisionamientos s/ ingresos	15%	15%	15%	15%	15%

	1	2	3	4	5
Gastos de personal	(572.596)	(739.607)	(908.173)	(1.002.982)	(1.007.997)
% gastos personal s/ ingresos	30%	30%	30%	30%	30%

	1	2	3	4	5
Otros gastos de explotación	(381.731)	(493.071)	(605.449)	(668.655)	(671.998)
% otros gastos de explotación s/ ingresos	20%	20%	20%	20%	20%

Amortización

D&A existente	
D&A capex mantenimiento (años)	10

	1	2	3	4	5
D&A	(815.060)	(830.120)	(845.180)	(860.240)	(875.300)
D&A existente	(800.000)	(800.000)	(800.000)	(800.000)	(800.000)
D&A nuevo capex	(15.060)	(30.120)	(45.180)	(60.240)	(75.300)

Cambios en WC

	1	2	3	4	5
Ventas	1.908.654	2.465.355	3.027.243	3.343.274	3.359.990
Ventas / 365	5.229	6.754	8.294	9.160	9.205
Días cobro	5	5	5	5	5
Cientes	26.146	33.772	41.469	45.798	46.027

	1	2	3	4	5
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación	668.029	862.874	1.059.535	1.170.146	1.175.997
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación / 365	1.830,22	2.364,04	2.902,84	3.205,88	3.221,91
Días pago	60	60	60	60	60
Proveedores	109.813	141.842	174.170	192.353	193.315

Cientes	26.146	33.772	41.469	45.798	46.027
Proveedores	109.813	141.842	174.170	192.353	193.315
Working capital	(83.667)	(108.070)	(132.701)	(146.554)	(147.287)
Inversión en circulante		24.403	24.631	13.853	733

Inversión en CAPEX

Número de habitaciones	251
Inversión en mantenimiento por habitación	600
Inversión en mejora por habitación	0

	1	2	3	4	5
CAPEX	150.600	150.600	150.600	150.600	150.600

DCF - Valoración compra

Ra	7,0%
% growth (g)	0,5%

	1	2	3	4	5
EBIT	330.132	649.093	971.166	1.145.724	1.140.694
Op. Taxes	(99.040)	(194.728)	(291.350)	(343.717)	(342.208)
NOPAT	231.093	454.365	679.816	802.007	798.486
D&A	815.060	830.120	845.180	860.240	875.300
CAPEX	(150.600)	(150.600)	(150.600)	(150.600)	(150.600)
OPEX	-	24.403	24.631	13.853	733
FCF	895.553	1.158.288	1.399.027	1.525.500	1.523.919

FCF + TV					
FCF	895.553	1.158.288	1.399.027	1.525.500	1.523.919
TV					23.562.126

TOTAL	895.553	1.158.288	1.399.027	1.525.500	25.086.045
Factor de descuento	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7
FCF + TV Actualizado	836.965	1.011.694	1.142.023	1.163.797	17.886.003

Enterprise Value	22.040.482	87.811
Net Debt	-	
Equity Value	22.040.482	

Valoración compra - Son Baulo

Business Plan - "post-reforma"

Assumptions

Habitaciones	251	http://www.sonbaulo.com/
Categoría	4	
Días	365	
Inflación	1%	
IVA	10%	
IS	30%	

P&L

	1	2	3	4	5	6	7
Ingresos	3.830.562	4.947.831	6.075.508	6.709.765	6.743.314	6.777.030	6.810.915
<i>% growth</i>		29%	23%	10%	0%	0%	0%
Gastos explotación	(1.991.892)	(2.572.872)	(3.159.264)	(3.489.078)	(3.506.523)	(3.524.056)	(3.541.676)
Aprovisionamientos	(459.667)	(593.740)	(729.061)	(805.172)	(809.198)	(813.244)	(817.310)
Gastos de personal	(919.335)	(1.187.479)	(1.458.122)	(1.610.344)	(1.618.395)	(1.626.487)	(1.634.620)
Otros gastos de explotación	(612.890)	(791.653)	(972.081)	(1.073.562)	(1.078.930)	(1.084.325)	(1.089.746)
EBITDA	1.838.670	2.374.959	2.916.244	3.220.687	3.236.790	3.252.974	3.269.239
<i>% crecimiento</i>		29%	23%	10%	0%	0%	0%
<i>% margen</i>	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%
D&A	(509.679)	(509.679)	(509.679)	(509.679)	(509.679)	(509.679)	(509.679)
EBIT	1.328.991	1.865.280	2.406.565	2.711.008	2.727.112	2.743.296	2.759.561

Calculo de ingresos

Meses apertura	9
Días mes	30
Días apertura	270

	1	2	3	4	5	6	7
ADR	102	103	103	104	104	105	105
<i>% crecimiento ADR</i>		0%	0%	0%	0%	0%	0%

Ocupación	49%	63%	77%	85%	85%	85%	85%
% crecimiento ocupación		28,5%	22,2%	9,9%	0,0%	0,0%	0,0%
RevPar	50	65	80	88	88	89	89
% crecimiento RevPar		29%	23%	10%	0%	0%	0%
Roomnights	67.770	67.770	67.770	67.770	67.770	67.770	67.770
Roomnights efectivas	33.382	42.904	52.420	57.605	57.605	57.605	57.605
Ingresos brutos	3.404.944	4.398.072	5.400.452	5.964.235	5.994.056	6.024.027	6.054.147
IVA (10%)	(340.494)	(439.807)	(540.045)	(596.424)	(599.406)	(602.403)	(605.415)
Ingresos netos	3.064.450	3.958.265	4.860.407	5.367.812	5.394.651	5.421.624	5.448.732
Ingreso / habitación	12.209	15.770	19.364	21.386	21.493	21.600	21.708
Ingresos F&B	766.112	989.566	1.215.102	1.341.953	1.348.663	1.355.406	1.362.183
Ingresos totales	3.830.562	4.947.831	6.075.508	6.709.765	6.743.314	6.777.030	6.810.915
Ingresos habitaciones	80%						
Ingresos F&B	20%						

Calculo de gastos operativos

	1	2	3	4	5	6	7
Aprovisionamientos	(459.667)	(593.740)	(729.061)	(805.172)	(809.198)	(813.244)	(817.310)
Gastos de personal	(919.335)	(1.187.479)	(1.458.122)	(1.610.344)	(1.618.395)	(1.626.487)	(1.634.620)
Otros gastos de explotación	(612.890)	(791.653)	(972.081)	(1.073.562)	(1.078.930)	(1.084.325)	(1.089.746)
Total gastos operativos	(1.991.892)	(2.572.872)	(3.159.264)	(3.489.078)	(3.506.523)	(3.524.056)	(3.541.676)

	1	2	3	4	5	6	7
Aprovisionamientos	(459.667)	(593.740)	(729.061)	(805.172)	(809.198)	(813.244)	(817.310)
% gastos aprovisionamientos s/ ingresos	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%

	1	2	3	4	5	6	7
Gastos de personal	(919.335)	(1.187.479)	(1.458.122)	(1.610.344)	(1.618.395)	(1.626.487)	(1.634.620)
% gastos personal s/ ingresos	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%

	1	2	3	4	5	6	7
Otros gastos de explotación	(612.890)	(791.653)	(972.081)	(1.073.562)	(1.078.930)	(1.084.325)	(1.089.746)
% otros gastos de explotación s/ ingresos	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%

Calculo amortización

Precio compra	22.040.482
Reforma	6.275.000
Compra + reforma upgrade	28.315.482
Coefficiente amortización	3%
Valor edificio	60%

D&A 509.679

Working capital

	1	2	3	4	5	6	7
Ventas	3.064.450	3.958.265	4.860.407	5.367.812	5.394.651	5.421.624	5.448.732
Ventas / 365	8.396	10.845	13.316	14.706	14.780	14.854	14.928
Días cobro	5	5	5	5	5	5	5
Cientes	41.979	54.223	66.581	73.532	73.899	74.269	74.640
<hr/>							
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación	1.072.557	1.385.393	1.701.142	1.878.734	1.888.128	1.897.568	1.907.056
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación / 365	2.939	3.796	4.661	5.147	5.173	5.199	5.225
Días pago	60	60	60	60	60	60	60
Proveedores	176.311	227.736	279.640	308.833	310.377	311.929	313.489
<hr/>							
Cientes	41.979	54.223	66.581	73.532	73.899	74.269	74.640
Proveedores	176.311	227.736	279.640	308.833	310.377	311.929	313.489
Working capital	(134.332)	(173.513)	(213.059)	(235.301)	(236.478)	(237.660)	(238.849)
Inversión en circulante	39.181	39.546	22.242	1.177	1.182	1.188	1.188

Análisis renta

RMG	5.700
RV (over total turnover)	31%
Double net	Si
Number of rooms	251
Inflation	1%

Rent	1	2	3	4	5	6	7
RMG	1.430.700	1.445.007	1.459.457	1.474.052	1.488.792	1.503.680	1.518.717
RV	1.187.474	1.533.828	1.883.408	2.080.027	2.090.427	2.100.879	2.111.384
Effective rent	1.430.700	1.533.828	1.883.408	2.080.027	2.090.427	2.100.879	2.111.384
Property taxes							
Insurance							
Reserva capex	(57.458)	(74.217)	(91.133)	(100.646)	(101.150)	(101.655)	(102.164)
Net fixed rent	1.373.242	1.370.790	1.368.324	1.373.405	1.387.642	1.402.025	1.416.553
Net effective rent	1.373.242	1.459.610	1.792.275	1.979.381	1.989.277	1.999.224	2.009.220

Rent stress test	1	2	3	4	5	6	7
RMG per room	5.700	5.757	5.815	5.873	5.931	5.991	6.051
Effective rent per room	5.700	6.111	7.504	8.287	8.328	8.370	8.412
RMG s/ turnover	37%	29%	24%	22%	22%	22%	22%
Effective rent s/ turnover	37%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
RMG s/ EBITDA	78%	61%	50%	46%	46%	46%	46%

Effective rent s/ EBITDA	78%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
--------------------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Reserva capex	1	2	3	4	5	6	7
Reserva capex	57.458	74.217	91.133	100.646	101.150	101.655	102.164

% s/ turnover	1,5%
---------------	------

Inversión en reforma

Inversión total	6.275.000
-----------------	-----------

Inversión por habitación	25.000
Number of rooms	251

DCF post- reforma

Ra	6,5%
% growth (g)	0,5%

	1	2	3	4	5	6	7
EBIT	1.328.991	1.865.280	2.406.565	2.711.008	2.727.112	2.743.296	2.759.561
Op. Taxes	(398.697)	(559.584)	(721.970)	(813.303)	(818.134)	(822.989)	(827.868)
NOPAT	930.294	1.305.696	1.684.596	1.897.706	1.908.978	1.920.307	1.931.692
D&A	509.679	509.679	509.679	509.679	509.679	509.679	509.679
CAPEX	(57.458)	(74.217)	(91.133)	(100.646)	(101.150)	(101.655)	(102.164)
OPEX		39.181	39.546	22.242	1.177	1.182	1.188
FCF	1.382.514	1.780.338	2.142.688	2.328.980	2.318.684	2.329.513	2.340.396

FCF + TV

FCF					2.318.684		
TV					38.837.953		
TOTAL	1.382.514	1.780.338	2.142.688	2.328.980	41.156.637		
Factor de descuento	0,94	0,88	0,83	0,78	0,73		
FCF + TV Actualizado	1.298.135	1.569.652	1.773.822	1.810.370	30.039.440		

Enterprise Value	36.491.420	145.384
Net Debt	-	
Equity Value	36.491.420	

Output modelo - Son Baulo

Assumptions (fluyen al modelo)

Adquisición

Inversión total	28.315.482
Precio adquisición	22.040.482
Inversión upgrade	6.275.000

Financiación

Ballon 5 años	100%
Ballon 7 años	75%
Tipo de interés	4,00%
LTV	50%

Output modelo

Comparativa cupón medio inversor

RV 5 años	2,51%
RMG 5 años	0,59%
RV 7 años	3,37%
RMG 7 años	1,06%

Exceso / deficits (según regimen SOCIMI)

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Caja final
RV 5 años	47.377	560.711	626.995	664.633	667.396			2.567.111
RMG 5 años	47.377	543.231	543.561	545.377	548.994			2.228.540
RV 7 años	(458.256)	58.313	127.833	168.707	174.706	180.715	186.734	438.754
RMG 7 años	(458.256)	40.833	44.400	49.451	56.305	63.187	70.097	(133.983)

Comparativa TIR inversor

RV 5 años	17,33%
RMG 5 años	3,86%
RV 7 años	13,58%
RMG 7 años	3,95%

11.2.3. Annapurna

Valoración compra - Annapurna

Business Plan - "business as usual"

Assumptions

Habitaciones	286
Categoría	3
Días	365
Inflación	1%
IVA	10%

IS 30%

P&L

	1	2	3	4	5
Ingresos	3.617.688	4.639.925	5.672.295	6.264.457	6.295.780
<i>% growth</i>		28%	22%	10%	1%
Gastos explotación	(1.881.198)	(2.412.761)	(2.949.593)	(3.257.518)	(3.273.805)
Aprovisionamientos	(434.123)	(556.791)	(680.675)	(751.735)	(755.494)
Gastos de personal	(868.245)	(1.113.582)	(1.361.351)	(1.503.470)	(1.510.987)
Otros gastos de explotación	(578.830)	(742.388)	(907.567)	(1.002.313)	(1.007.325)
EBITDA	1.736.490	2.227.164	2.722.701	3.006.940	3.021.974
<i>% crecimiento</i>		28%	22%	10%	1%
<i>% margen</i>	48%	48%	48%	48%	48%
Amortización	(820.020)	(840.040)	(860.060)	(880.080)	(900.100)
EBIT	916.470	1.387.124	1.862.641	2.126.860	2.121.874

Cálculo de ingresos

Meses apertura	12
Días mes	30
Días apertura	360

	1	2	3	4	5
ADR	74	74	75	75	75
<i>% crecimiento ADR</i>		0%	0%	0%	0%
Ocupación	42%	54%	66%	72%	72%
<i>% crecimiento ocupación</i>		12%	12%	6%	0%
RevPar	31	40	49	54	54
<i>% crecimiento RevPar</i>		28%	22%	10%	0%
Roomnights	102.960	102.960	102.960	102.960	102.960
Roomnights efectivas	43.456	55.458	67.459	74.131	74.131
Ingresos brutos	3.215.722	4.124.378	5.042.040	5.568.407	5.596.249

<i>IVA (10%)</i>	(321.572)	(412.438)	(504.204)	(556.841)	(559.625)
Ingresos netos	2.894.150	3.711.940	4.537.836	5.011.566	5.036.624
<i>Ingreso / habitación</i>	<i>10.119</i>	<i>12.979</i>	<i>15.867</i>	<i>17.523</i>	<i>17.611</i>
Ingresos F&B	723.538	927.985	1.134.459	1.252.891	1.259.156
Ingresos totales	3.617.688	4.639.925	5.672.295	6.264.457	6.295.780

Ingresos habitaciones	80%
Ingresos F&B	20%

Cálculo de gastos operativos

	1	2	3	4	5
Aprovisionamientos	(434.123)	(556.791)	(680.675)	(751.735)	(755.494)
Gastos de personal	(868.245)	(1.113.582)	(1.361.351)	(1.503.470)	(1.510.987)
Otros gastos de explotación	(578.830)	(742.388)	(907.567)	(1.002.313)	(1.007.325)
Total gastos operativos	(1.881.198)	(2.412.761)	(2.949.593)	(3.257.518)	(3.273.805)

	1	2	3	4	5
Aprovisionamientos	(434.123)	(556.791)	(680.675)	(751.735)	(755.494)
% gastos aprovisionamientos s/ ingresos	15%	15%	15%	15%	15%

	1	2	3	4	5
Gastos de personal	(868.245)	(1.113.582)	(1.361.351)	(1.503.470)	(1.510.987)
% gastos personal s/ ingresos	30%	30%	30%	30%	30%

	1	2	3	4	5
Otros gastos de explotación	(578.830)	(742.388)	(907.567)	(1.002.313)	(1.007.325)
% otros gastos de explotación s/ ingresos	20%	20%	20%	20%	20%

Amortización

D&A existente

D&A capex mantenimiento (años) 10

	1	2	3	4	5
--	---	---	---	---	---

D&A	(820.020)	(840.040)	(860.060)	(880.080)	(900.100)
D&A existente	(800.000)	(800.000)	(800.000)	(800.000)	(800.000)
D&A nuevo capex	(20.020)	(40.040)	(60.060)	(80.080)	(100.100)

Cambios en WC

	1	2	3	4	5
Ventas	2.894.150	3.711.940	4.537.836	5.011.566	5.036.624
Ventas / 365	7.929	10.170	12.432	13.730	13.799
Días cobro	5	5	5	5	5
Cientes	39.646	50.848	62.162	68.652	68.995

	1	2	3	4	5
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación	1.012.953	1.299.179	1.588.243	1.754.048	1.762.818
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación / 365	2.775,21	3.559,39	4.351,35	4.805,61	4.829,64
Días pago	60	60	60	60	60
Proveedores	166.513	213.564	261.081	288.337	289.778

Cientes	39.646	50.848	62.162	68.652	68.995
Proveedores	166.513	213.564	261.081	288.337	289.778
Working capital	(126.867)	(162.715)	(198.919)	(219.685)	(220.784)
Inversión en circulante		35.848	36.204	20.766	1.098

Inversión en CAPEX

Número de habitaciones	286
Inversión en mantenimiento por habitación	700
Inversión en mejora por habitación	0

	1	2	3	4	5
CAPEX	200.200	200.200	200.200	200.200	200.200

DCF - Valoración compra

Ra	7%
----	----

% growth (g)	0,1%
--------------	------

	1	2	3	4	5
EBIT	916.470	1.387.124	1.862.641	2.126.860	2.121.874
Op. Taxes	(274.941)	(416.137)	(558.792)	(638.058)	(636.562)
NOPAT	641.529	970.987	1.303.849	1.488.802	1.485.312
D&A	820.020	840.040	860.060	880.080	900.100
CAPEX	(200.200)	(200.200)	(200.200)	(200.200)	(200.200)
OPEX	-	35.848	36.204	20.766	1.098
FCF	1.261.349	1.646.675	1.999.913	2.189.448	2.186.310
FCF + TV					
FCF	1.261.349	1.646.675	1.999.913	2.189.448	2.186.310
TV					31.717.343
TOTAL	1.261.349	1.646.675	1.999.913	2.189.448	33.903.654
Factor de descuento	0,93	0,87	0,82	0,76	0,71
FCF + TV Actualizado	1.178.831	1.438.270	1.632.524	1.670.319	24.172.837

Enterprise Value	30.092.781
Net Debt	-
Equity Value	30.092.781

Análisis de renta - Annapurna

Business Plan - "post-reforma"

Assumptions

Habitaciones	286
Categoría	4
Días	365
Inflación	1%
IVA	10%
IS	30%

P&L

	1	2	3	4	5	6	7
Ingresos	5.555.032	7.124.698	8.709.921	9.619.199	9.667.295	9.715.631	9.764.210

<i>% growth</i>		28%	22%	10%	0%	0%	0%
Gastos explotación	(2.888.616)	(3.704.843)	(4.529.159)	(5.001.983)	(5.026.993)	(5.052.128)	(5.077.389)
Aprovisionamientos	(666.604)	(854.964)	(1.045.191)	(1.154.304)	(1.160.075)	(1.165.876)	(1.171.705)
Gastos de personal	(1.333.208)	(1.709.927)	(2.090.381)	(2.308.608)	(2.320.151)	(2.331.752)	(2.343.410)
Otros gastos de explotación	(888.805)	(1.139.952)	(1.393.587)	(1.539.072)	(1.546.767)	(1.554.501)	(1.562.274)
EBITDA	2.666.415	3.419.855	4.180.762	4.617.215	4.640.302	4.663.503	4.686.821
<i>% crecimiento</i>		28%	22%	10%	0%	0%	1%
<i>% margen</i>	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%
Amortización	(670.370)	(670.370)	(670.370)	(670.370)	(670.370)	(670.370)	(670.370)
EBIT	1.996.045	2.749.485	3.510.392	3.946.845	3.969.931	3.993.133	4.016.451

Cálculo de ingresos

Meses apertura	11
Días mes	30
Días apertura	330

	1	2	3	4	5	6	7
ADR	105	106	106	107	107	108	108
<i>% crecimiento ADR</i>		0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ocupación	50%	64%	77%	85%	85%	85%	85%
<i>% crecimiento ocupación</i>		13,8%	13,8%	7,7%	0,0%	0,0%	0,0%
RevPar	52	67	82	91	91	92	92
<i>% crecimiento RevPar</i>		28%	22%	10%	0%	0%	0%
Roomnights	94.380	94.380	94.380	94.380	94.380	94.380	94.380
Roomnights efectivas	47.027	60.015	73.003	80.223	80.223	80.223	80.223
Ingresos brutos	4.937.806	6.333.065	7.742.152	8.550.399	8.593.151	8.636.117	8.679.297
<i>IVA (10%)</i>	(493.781)	(633.306)	(774.215)	(855.040)	(859.315)	(863.612)	(867.930)
Ingresos netos	4.444.025	5.699.758	6.967.937	7.695.359	7.733.836	7.772.505	7.811.368
<i>Ingreso / habitación</i>	15.539	19.929	24.363	26.907	27.041	27.177	27.312
Ingresos F&B	1.111.006	1.424.940	1.741.984	1.923.840	1.933.459	1.943.126	1.952.842
Ingresos totales	5.555.032	7.124.698	8.709.921	9.619.199	9.667.295	9.715.631	9.764.210
Ingresos habitaciones	80%						
Ingresos F&B	20%						

Cálculo de gastos operativos

	1	2	3	4	5	6	7
Aprovisionamientos	(666.604)	(854.964)	(1.045.191)	(1.154.304)	(1.160.075)	(1.165.876)	(1.171.705)
Gastos de personal	(1.333.208)	(1.709.927)	(2.090.381)	(2.308.608)	(2.320.151)	(2.331.752)	(2.343.410)
Otros gastos de explotación	(888.805)	(1.139.952)	(1.393.587)	(1.539.072)	(1.546.767)	(1.554.501)	(1.562.274)
Total gastos operativos	(2.888.616)	(3.704.843)	(4.529.159)	(5.001.983)	(5.026.993)	(5.052.128)	(5.077.389)

	1	2	3	4	5	6	7
Aprovisionamientos	(666.604)	(854.964)	(1.045.191)	(1.154.304)	(1.160.075)	(1.165.876)	(1.171.705)
% gastos aprovisionamientos s/ ingresos	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%

	1	2	3	4	5	6	7
Gastos de personal	(1.333.208)	(1.709.927)	(2.090.381)	(2.308.608)	(2.320.151)	(2.331.752)	(2.343.410)
% gastos personal s/ ingresos	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%

	1	2	3	4	5	6	7
Otros gastos de explotación	(888.805)	(1.139.952)	(1.393.587)	(1.539.072)	(1.546.767)	(1.554.501)	(1.562.274)
% otros gastos de explotación s/ ingresos	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%

Cálculo amortización

Precio compra	30.092.781
Reforma	7.150.000
Compra + reforma upgrade	37.242.781
Coefficiente amortización	3%
Valor edificio	60%
D&A	670.370

Working capital

	1	2	3	4	5	6	7
Ventas	4.444.025	5.699.758	6.967.937	7.695.359	7.733.836	7.772.505	7.811.368
Ventas / 365	12.175	15.616	19.090	21.083	21.189	21.295	21.401
Días cobro	5	5	5	5	5	5	5
Cientes	60.877	78.079	95.451	105.416	105.943	106.473	107.005

	1	2	3	4	5	6	7
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación	1.555.409	1.994.915	2.438.778	2.693.376	2.706.843	2.720.377	2.733.979
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación / 365	4.261	5.466	6.682	7.379	7.416	7.453	7.490
Días pago	60	60	60	60	60	60	60
Proveedores	255.684	327.931	400.895	442.747	444.960	447.185	449.421

Cientes	60.877	78.079	95.451	105.416	105.943	106.473	107.005
Proveedores	255.684	327.931	400.895	442.747	444.960	447.185	449.421
Working capital	(194.807)	(249.852)	(305.444)	(337.331)	(339.017)	(340.713)	(342.416)
Inversión en circulante		55.046	55.591	31.887	1.687	1.695	1.704

Análisis renta

RMG	7.100
RV (over total turnover)	30%
Double net	Si

Number of rooms	286
Inflation	1%

Rent	1	2	3	4	5	6	7
RMG	2.030.600	2.050.906	2.071.415	2.092.129	2.113.051	2.134.181	2.155.523
RV	1.666.509	2.137.409	2.612.976	2.885.760	2.900.188	2.914.689	2.929.263
Effective rent	2.030.600	2.137.409	2.612.976	2.885.760	2.900.188	2.914.689	2.929.263
Property taxes							
Insurance							
Reserva capex	(83.325)	(106.870)	(130.649)	(144.288)	(145.009)	(145.734)	(146.463)
Net fixed rent	1.947.275	1.944.036	1.940.766	1.947.841	1.968.041	1.988.447	2.009.060
Net effective rent	1.947.275	2.030.539	2.482.328	2.741.472	2.755.179	2.768.955	2.782.800

Rent stress test	1	2	3	4	5	6	7
RMG per room	7.100	7.171	7.243	7.315	7.388	7.462	7.537
Effective rent per room	7.100	7.473	9.136	10.090	10.141	10.191	10.242
RMG s/ turnover	37%	29%	24%	22%	22%	22%	22%
Effective rent s/ turnover	37%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
RMG s/ EBITDA	76%	60%	50%	45%	46%	46%	46%
Effective rent s/ EBITDA	76%	63%	63%	63%	63%	63%	63%

Reserva capex	1	2	3	4	5	6	7
Reserva capex	83.325	106.870	130.649	144.288	145.009	145.734	146.463

% s/ turnover	1,5%
---------------	------

Inversión en reforma

Inversión total	7.150.000
-----------------	-----------

Inversión por habitación	25.000
Number of rooms	286

DCF post- reforma

Ra	6,5%
% growth (g)	0,1%

	1	2	3	4	5	6	7
EBIT	1.996.045	2.749.485	3.510.392	3.946.845	3.969.931	3.993.133	4.016.451
Op. Taxes	(598.814)	(824.845)	(1.053.118)	(1.184.054)	(1.190.979)	(1.197.940)	(1.204.935)
NOPAT	1.397.232	1.924.639	2.457.275	2.762.792	2.778.952	2.795.193	2.811.515
D&A	670.370	670.370	670.370	670.370	670.370	670.370	670.370
CAPEX	(83.325)	(106.870)	(130.649)	(144.288)	(145.009)	(145.734)	(146.463)

OPEX		55.046	55.591	31.887	1.687	1.695	1.704
FCF	1.984.276	2.543.185	3.052.587	3.320.761	3.305.999	3.321.524	3.337.126
FCF + TV							
FCF					3.305.999		
TV					51.707.896		
TOTAL	1.984.276	2.543.185	3.052.587	3.320.761	55.013.895		
Factor de descuento	0,94	0,88	0,83	0,78	0,73		
FCF + TV Actualizado	1.863.170	2.242.222	2.527.082	2.581.304	40.153.588		

Enterprise Value	49.367.366	172.613,17
Net Debt	-	
Equity Value	49.367.366	

Output modelo - Annapurna

Assumptions (fluyen al modelo)

Adquisición

Inversión total	37.242.781
Precio adquisición	30.092.781
Inversión upgrade	7.150.000

Financiación

Ballon 5 años	100%
Ballon 7 años	75%
Tipo de interés	4%
LTV	50%

Output modelo

Comparativa cupón medio inversor

RV 5 años	6,54%
RMG 5 años	1,11%
RV 7 años	7,04%
RMG 7 años	1,40%

Exceso / deficits (según régimen SOCIMI)

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Caja final
RV 5 años	90.078	759.286	849.271	901.343	905.113			3.505.090
RMG 5 años	90.078	742.262	742.691	745.156	750.204			3.070.392
RV 7 años	(574.971)	98.493	192.734	249.062	257.089	265.129	273.182	760.716
RMG 7 años	(574.971)	81.469	86.154	92.876	102.180	111.524	120.910	20.141

Comparativa TIR inversor

RV 5 años	12,76%
RMG 5 años	5,27%
RV 7 años	12,20%
RMG 7 años	4,81%

11.2.4. La Barracuda

Valoración compra – La Barracuda

Business Plan - "business as usual"

Assumptions

Habitaciones	240
Categoría	3
Días	365
Inflación	1%
IVA	10%
IS	30%

P&L

	1	2	3	4	5
Ingresos	1.610.581	2.079.903	2.553.599	2.820.183	2.834.284
<i>% growth</i>		29%	23%	10%	0%
Gastos explotación	(837.502)	(1.081.550)	(1.327.871)	(1.466.495)	(1.473.828)
Aprovisionamientos	(193.270)	(249.588)	(306.432)	(338.422)	(340.114)
Gastos de personal	(386.539)	(499.177)	(612.864)	(676.844)	(680.228)
Otros gastos de explotación	(257.693)	(332.785)	(408.576)	(451.229)	(453.485)
EBITDA	773.079	998.354	1.225.727	1.353.688	1.360.456
<i>% crecimiento</i>		29%	23%	10%	0%
<i>% margen</i>	48%	48%	48%	48%	48%
Amortización	(816.800)	(833.600)	(850.400)	(867.200)	(884.000)
EBIT	-43.721	164.754	375.327	486.488	476.456

Cálculo de ingresos

Meses apertura	7
Días mes	30
Días apertura	210

	1	2	3	4	5
ADR	70	70	71	71	71
<i>% crecimiento ADR</i>		0%	0%	0%	0%
Ocupación	41%	52%	64%	70%	70%

<i>% crecimiento ocupación</i>		12%	12%	6%	0%
RevPar	28	37	45	50	50
<i>% crecimiento RevPar</i>		29%	23%	10%	0%
Roomnights	50.400	50.400	50.400	50.400	50.400
Roomnights efectivas	20.452	26.280	32.105	35.280	35.280
Ingresos brutos	1.431.627	1.848.803	2.269.866	2.506.830	2.519.364
<i>IVA (10%)</i>	(143.163)	(184.880)	(226.987)	(250.683)	(251.936)
Ingresos netos	1.288.464	1.663.923	2.042.879	2.256.147	2.267.427
<i>Ingreso / habitación</i>	5.369	6.933	8.512	9.401	9.448
Ingresos F&B	322.116	415.981	510.720	564.037	566.857
Ingresos totales	1.610.581	2.079.903	2.553.599	2.820.183	2.834.284
Ingresos habitaciones	80%				
Ingresos F&B	20%				

Calculo de gastos operativos

	1	2	3	4	5
Aprovisionamientos	(193.270)	(249.588)	(306.432)	(338.422)	(340.114)
Gastos de personal	(386.539)	(499.177)	(612.864)	(676.844)	(680.228)
Otros gastos de explotación	(257.693)	(332.785)	(408.576)	(451.229)	(453.485)
Total gastos operativos	(837.502)	(1.081.550)	(1.327.871)	(1.466.495)	(1.473.828)

	1	2	3	4	5
Aprovisionamientos	(193.270)	(249.588)	(306.432)	(338.422)	(340.114)
% gastos aprovisionamientos s/ ingresos	15%	15%	15%	15%	15%

	1	2	3	4	5
Gastos de personal	(386.539)	(499.177)	(612.864)	(676.844)	(680.228)
% gastos personal s/ ingresos	30%	30%	30%	30%	30%

	1	2	3	4	5
Otros gastos de explotación	(257.693)	(332.785)	(408.576)	(451.229)	(453.485)
% otros gastos de explotación s/ ingresos	20%	20%	20%	20%	20%

Amortización

D&A existente

D&A capex mantenimiento (años) 10

	1	2	3	4	5
D&A	(816.800)	(833.600)	(850.400)	(867.200)	(884.000)
D&A existente	(800.000)	(800.000)	(800.000)	(800.000)	(800.000)

D&A nuevo capex	(16.800)	(33.600)	(50.400)	(67.200)	(84.000)
-----------------	----------	----------	----------	----------	----------

Cambios en WC

	1	2	3	4	5
Ventas	1.288.464	1.663.923	2.042.879	2.256.147	2.267.427
Ventas / 365	3.530	4.559	5.597	6.181	6.212
Días cobro	5	5	5	5	5
Cientes	17.650	22.793	27.985	30.906	31.061

	1	2	3	4	5
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación	450.963	582.373	715.008	789.651	793.600
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación / 365	1.235,51	1.595,54	1.958,93	2.163,43	2.174,25
Días pago	60	60	60	60	60
Proveedores	74.131	95.733	117.536	129.806	130.455

Cientes	17.650	22.793	27.985	30.906	31.061
Proveedores	74.131	95.733	117.536	129.806	130.455
Working capital	(56.481)	(72.939)	(89.551)	(98.900)	(99.394)
Inversión en circulante		16.458	16.612	9.349	494

Inversión en CAPEX

Número de habitaciones	240
Inversión en mantenimiento por habitación	700
Inversión en mejora por habitación	0

	1	2	3	4	5
CAPEX	168.000	168.000	168.000	168.000	168.000

DCF - Valoración compra

Ra	7%
% growth (g)	0.1%

	1	2	3	4	5
EBIT	-43.721	164.754	375.327	486.488	476.456
Op. Taxes	13.116	(49.426)	(112.598)	(145.946)	(142.937)
NOPAT	-30.605	115.328	262.729	340.542	333.519
D&A	816.800	833.600	850.400	867.200	884.000
CAPEX	(168.000)	(168.000)	(168.000)	(168.000)	(168.000)
OPEX	-	16.458	16.612	9.349	494
FCF	618.195	797.386	961.741	1.049.090	1.050.014

FCF + TV

FCF	618.195	797.386	961.741	1.049.090	1.050.014
TV					15.232.811
TOTAL	618.195	797.386	961.741	1.049.090	16.282.825
Factor de descuento	0,93	0,87	0,82	0,76	0,71
FCF + TV Actualizado	577.752	696.468	785.067	800.346	11.609.429

Enterprise Value	14.469.063
Net Debt	-
Equity Value	14.469.063

Valoración compra – La Barracuda

Business Plan - "post-reforma"

Assumptions

Habitaciones	240
Categoría	4
Días	365
Inflación	1%
IVA	10%
IS	30%

P&L

	1	2	3	4	5	6	7
Ingresos	2.509.876	3.241.254	3.979.445	4.394.881	4.416.856	4.438.940	4.461.135
% growth		29%	23%	10%	0%	0%	0%
Gastos explotación	(1.305.136)	(1.685.452)	(2.069.311)	(2.285.338)	(2.296.765)	(2.308.249)	(2.319.790)
Aprovisionamientos	(301.185)	(388.950)	(477.533)	(527.386)	(530.023)	(532.673)	(535.336)
Gastos de personal	(602.370)	(777.901)	(955.067)	(1.054.772)	(1.060.045)	(1.065.346)	(1.070.672)
Otros gastos de explotación	(401.580)	(518.601)	(636.711)	(703.181)	(706.697)	(710.230)	(713.782)
EBITDA	1.204.741	1.555.802	1.910.134	2.109.543	2.120.091	2.130.691	2.141.345
% crecimiento		29%	23%	10%	0%	0%	1%
% margen	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%
Amortización	(368.443)	(368.443)	(368.443)	(368.443)	(368.443)	(368.443)	(368.443)
EBIT	836.297	1.187.359	1.541.690	1.741.100	1.751.648	1.762.248	1.772.902

Cálculo de ingresos

Meses apertura	7
Días mes	30
Días apertura	210

	1	2	3	4	5	6	7
--	---	---	---	---	---	---	---

ADR	92	92	93	93	94	94	95
% crecimiento ADR		0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ocupación	48%	62%	76%	83%	83%	83%	83%
% crecimiento ocupación		13,7%	13,7%	7,5%	0,0%	0,0%	0,0%
RevPar	44	57	70	78	78	78	79
% crecimiento RevPar		29%	23%	10%	0%	1%	0%

Roomnights	50.400	50.400	50.400	50.400	50.400	50.400	50.400
Roomnights efectivas	24.250	31.161	38.067	41.832	41.832	41.832	41.832

Ingresos brutos	2.231.001	2.881.114	3.537.284	3.906.561	3.926.094	3.945.725	3.965.453
IVA (10%)	(223.100)	(288.111)	(353.728)	(390.656)	(392.609)	(394.572)	(396.545)
Ingresos netos	2.007.901	2.593.003	3.183.556	3.515.905	3.533.485	3.551.152	3.568.908
Ingreso / habitación	8,366	10,804	13,265	14,650	14,723	14,796	14,870
Ingresos F&B	501.975	648.251	795.889	878.976	883.371	887.788	892.227
Ingresos totales	2.509.876	3.241.254	3.979.445	4.394.881	4.416.856	4.438.940	4.461.135

Ingresos habitaciones	80%
Ingresos F&B	20%

Cálculo de gastos operativos

	1	2	3	4	5	6	7
Aprovisionamientos	(301.185)	(388.950)	(477.533)	(527.386)	(530.023)	(532.673)	(535.336)
Gastos de personal	(602.370)	(777.901)	(955.067)	(1.054.772)	(1.060.045)	(1.065.346)	(1.070.672)
Otros gastos de explotación	(401.580)	(518.601)	(636.711)	(703.181)	(706.697)	(710.230)	(713.782)
Total gastos operativos	(1.305.136)	(1.685.452)	(2.069.311)	(2.285.338)	(2.296.765)	(2.308.249)	(2.319.790)

	1	2	3	4	5	6	7
Aprovisionamientos	(301.185)	(388.950)	(477.533)	(527.386)	(530.023)	(532.673)	(535.336)
% gastos aprovisionamientos s/ ingresos	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%

	1	2	3	4	5	6	7
Gastos de personal	(602.370)	(777.901)	(955.067)	(1.054.772)	(1.060.045)	(1.065.346)	(1.070.672)
% gastos personal s/ ingresos	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%

	1	2	3	4	5	6	7
Otros gastos de explotación	(401.580)	(518.601)	(636.711)	(703.181)	(706.697)	(710.230)	(713.782)
% otros gastos de explotación s/ ingresos	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%

Cálculo amortización

Precio compra	14.469.063
Reforma	6.000.000
Compra + reforma upgrade	20.469.063

Coefficiente amortización	3%
Valor edificio	60%
D&A	368.443

Working capital							
	1	2	3	4	5	6	7
Ventas	2.007.901	2.593.003	3.183.556	3.515.905	3.533.485	3.551.152	3.568.908
Ventas / 365	5.501	7.104	8.722	9.633	9.681	9.729	9.778
Días cobro	5	5	5	5	5	5	5
Cientes	27.505	35.521	43.610	48.163	48.404	48.646	48.889
Working capital							
	1	2	3	4	5	6	7
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación	702.765	907.551	1.114.245	1.230.567	1.236.720	1.242.903	1.249.118
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación / 365	1.925	2.486	3.053	3.371	3.388	3.405	3.422
Días pago	60	60	60	60	60	60	60
Proveedores	115.523	149.186	183.163	202.285	203.296	204.313	205.334
Cientes	27.505	35.521	43.610	48.163	48.404	48.646	48.889
Proveedores	115.523	149.186	183.163	202.285	203.296	204.313	205.334
Working capital	(88.018)	(113.666)	(139.553)	(154.122)	(154.892)	(155.667)	(156.445)
Inversión en circulante	25.648	25.887	14.569	771	774	778	778

Análisis renta

RMG	4.000
RV (over total turnover)	30%
Double net	Si
Number of rooms	240
Inflation	1%

Rent	1	2	3	4	5	6	7
RMG	960.000	969.600	979.296	989.089	998.980	1.008.970	1.019.059
RV	752.963	972.376	1.193.833	1.318.464	1.325.057	1.331.682	1.338.340
Effective rent	960.000	972.376	1.193.833	1.318.464	1.325.057	1.331.682	1.338.340
Property taxes							
Insurance							
Reserva capex	(37.648)	(48.619)	(59.692)	(65.923)	(66.253)	(66.584)	(66.917)
Net fixed rent	922.352	920.981	919.604	923.166	932.727	942.386	952.142
Net effective rent	922.352	923.757	1.134.142	1.252.541	1.258.804	1.265.098	1.271.423

Rent stress test	1	2	3	4	5	6	7
RMG per room	4.000	4.040	4.080	4.121	4.162	4.204	4.246
Effective rent per room	4.000	4.052	4.974	5.494	5.521	5.549	5.576
RMG s/ turnover	38%	30%	25%	23%	23%	23%	23%

Effective rent s/ turnover	38%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
RMG s/ EBITDA	80%	62%	51%	47%	47%	47%	48%
Effective rent s/ EBITDA	80%	63%	63%	63%	63%	63%	63%

Reserva capex	1	2	3	4	5	6	7
Reserva capex	37.648	48.619	59.692	65.923	66.253	66.584	66.917

% s/ turnover	1,5%
---------------	------

Inversión en reforma

Inversión total	6.000.000
-----------------	-----------

Inversión por habitación	25.000
Number of rooms	240

DCF post- reforma

Ra	6,5%
% growth (g)	0,5%

	1	2	3	4	5	6	7
EBIT	836.297	1.187.359	1.541.690	1.741.100	1.751.648	1.762.248	1.772.902
Op. Taxes	(250.889)	(356.208)	(462.507)	(522.330)	(525.494)	(528.674)	(531.870)
NOPAT	585.408	831.151	1.079.183	1.218.770	1.226.153	1.233.574	1.241.031
D&A	368.443	368.443	368.443	368.443	368.443	368.443	368.443
CAPEX	(37.648)	(48.619)	(59.692)	(65.923)	(66.253)	(66.584)	(66.917)
OPEX		25.648	25.887	14.569	771	774	778
FCF	916.203	1.176.624	1.413.822	1.535.859	1.529.114	1.536.207	1.543.336

FCF + TV

FCF					1.529.114		
TV						25.612.664	
TOTAL	916.203	1.176.624	1.413.822	1.535.859	27.141.778		
Factor de descuento	0,94	0,88	0,83	0,78	0,73		
FCF + TV Actualizado	860.285	1.037.381	1.170.431	1.193.858	19.810.264		

Enterprise Value	24.072.219	100.300,91
Net Debt	-	
Equity Value	24.072.219	

Output modelo - La Barracuda

Assumptions (fluyen al modelo)

Adquisición

Inversión total	20.469.063
Precio adquisición	14.469.063
Inversión upgrade	6.000.000

Financiación

Ballon 5 años	100%
Ballon 7 años	75%
Tipo de interés	4%
LTV	50%

Output modelo

Comparativa cupón medio inversor

RV 5 años	2,45%
RMG 5 años	2,45%
RV 7 años	2,79%
RMG 7 años	2,77%

Exceso / déficits (según regimen SOCIMI)

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Caja final
RV 5 años	20.403	379.477	421.471	445.361	447.183			1.713.895
RMG 5 años	20.403	378.931	379.250	380.540	383.011			1.542.135
RV 7 años	(345.116)	16.298	60.630	86.860	91.021	95.189	99.363	104.245
RMG 7 años	(345.116)	15.751	18.409	22.039	26.850	31.679	36.528	(193.860)

Comparativa TIR inversor

RV 5 años	6,84%
RMG 5 años	6,84%
RV 7 años	6,75%
RMG 7 años	6,35%

11.2.5. *Paladium*

Valoración compra - Paladium

Business Plan - "business as usual"

Assumptions

Habitaciones	150	http://www.sonbaulo.com/
Categoría	3	
Días	365	
Inflación	1%	
IVA	10%	
IS	30%	

P&L

	1	2	3	4	5
Ingresos	1.215.733	1.570.328	1.928.228	2.129.526	2.140.174
<i>% growth</i>		29%	23%	10%	0%
Gastos explotación	(632.181)	(816.571)	(1.002.678)	(1.107.354)	(1.112.890)
Aprovisionamientos	(145.888)	(188.439)	(231.387)	(255.543)	(256.821)
Gastos de personal	(291.776)	(376.879)	(462.775)	(511.086)	(513.642)
Otros gastos de explotación	(194.517)	(251.253)	(308.516)	(340.724)	(342.428)
EBITDA	583.552	753.758	925.549	1.022.173	1.027.283
<i>% crecimiento</i>		29%	23%	10%	0%
<i>% margen</i>	48%	48%	48%	48%	48%
Amortización	(810.500)	(821.000)	(831.500)	(842.000)	(852.500)
EBIT	-226.948	-67.242	94.049	180.173	174.783

Calculo de ingresos

Meses apertura	8
Días mes	30
Días apertura	240

	1	2	3	4	5
ADR	70	70	71	71	71
<i>% crecimiento ADR</i>		0%	0%	0%	0%
Ocupación	43%	55%	67%	74%	74%
<i>% crecimiento ocupación</i>		12%	12%	7%	0%
RevPar	30	39	48	53	53
<i>% crecimiento RevPar</i>		29%	23%	10%	0%
Roomnights	36.000	36.000	36.000	36.000	36.000
Roomnights efectivas	15.438	19.841	24.242	26.640	26.640
Ingresos brutos	1.080.652	1.395.848	1.713.980	1.892.912	1.902.377
IVA (10%)	(108.065)	(139.585)	(171.398)	(189.291)	(190.238)
Ingresos netos	972.586	1.256.263	1.542.582	1.703.621	1.712.139
<i>Ingreso / habitación</i>	<i>6.484</i>	<i>8.375</i>	<i>10.284</i>	<i>11.357</i>	<i>11.414</i>
Ingresos F&B	243.147	314.066	385.646	425.905	428.035
Ingresos totales	1.215.733	1.570.328	1.928.228	2.129.526	2.140.174

Ingresos habitaciones	80%
Ingresos F&B	20%

Cálculo de gastos operativos

	1	2	3	4	5
Aprovisionamientos	(145.888)	(188.439)	(231.387)	(255.543)	(256.821)
Gastos de personal	(291.776)	(376.879)	(462.775)	(511.086)	(513.642)
Otros gastos de explotación	(194.517)	(251.253)	(308.516)	(340.724)	(342.428)
Total gastos operativos	(632.181)	(816.571)	(1.002.678)	(1.107.354)	(1.112.890)

	1	2	3	4	5
Aprovisionamientos	(145.888)	(188.439)	(231.387)	(255.543)	(256.821)
<i>% gastos aprovisionamientos s/ ingresos</i>	15%	15%	15%	15%	15%

	1	2	3	4	5
Gastos de personal	(291.776)	(376.879)	(462.775)	(511.086)	(513.642)

% gastos personal s/ ingresos	30%	30%	30%	30%	30%
-------------------------------	-----	-----	-----	-----	-----

	1	2	3	4	5
Otros gastos de explotación	(194.517)	(251.253)	(308.516)	(340.724)	(342.428)
% otros gastos de explotación s/ ingresos	20%	20%	20%	20%	20%

Amortización

D&A existente	
D&A capex mantenimiento (años)	10

	1	2	3	4	5
D&A	(810.500)	(821.000)	(831.500)	(842.000)	(852.500)
D&A existente	(800.000)	(800.000)	(800.000)	(800.000)	(800.000)
D&A nuevo capex	(10.500)	(21.000)	(31.500)	(42.000)	(52.500)

Cambios en WC

	1	2	3	4	5
Ventas	972.586	1.256.263	1.542.582	1.703.621	1.712.139
Ventas / 365	2.665	3.442	4.226	4.667	4.691
Días cobro	5	5	5	5	5
Cientes	13.323	17.209	21.131	23.337	23.454

	1	2	3	4	5
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación	340.405	439.692	539.904	596.267	599.249
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación / 365	932,62	1.204,64	1.479,19	1.633,61	1.641,78
Días pago	60	60	60	60	60
Proveedores	55.957	72.278	88.751	98.017	98.507
Cientes	13.323	17.209	21.131	23.337	23.454
Proveedores	55.957	72.278	88.751	98.017	98.507
Working capital	(42.634)	(55.069)	(67.620)	(74.679)	(75.053)
Inversión en circulante		12.435	12.551	7.059	373

Inversión en CAPEX

Número de habitaciones	150
Inversión en mantenimiento por habitación	700
Inversión en mejora por habitación	0

	1	2	3	4	5
CAPEX	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000

DCF - Valoración compra

Ra	7%
% growth (g)	0,1%

	1	2	3	4	5
EBIT	-226.948	-67.242	94.049	180.173	174.783
Op. Taxes	68.084	20.173	(28.215)	(54.052)	(52.435)
NOPAT	-158.864	-47.070	65.834	126.121	122.348
D&A	810.500	821.000	831.500	842.000	852.500
CAPEX	(105.000)	(105.000)	(105.000)	(105.000)	(105.000)
OPEX	-	12.435	12.551	7.059	373

FCF	546.636	681.366	804.885	870.180	870.222
FCF + TV					
FCF	546.636	681.366	804.885	870.180	870.222
TV					12.624.522
TOTAL	546.636	681.366	804.885	870.180	13.494.743
Factor de descuento	1	1	1	1	1
FCF + TV Actualizado	510.875	595.131	657.026	663.856	9.621.566

Enterprise Value	12.048.454
Net Debt	-
Equity Value	12.048.454

Análisis de renta - Paladium

Business Plan - "post-reforma"

Assumptions

Habitaciones	150	http://www.sonbaulo.com/
Categoría	4	
Días	365	
Inflación	1%	
IVA	10%	
IS	30%	

P&L

	1	2	3	4	5	6	7
Ingresos	2.143.962	2.769.296	3.400.455	3.755.448	3.774.225	3.793.096	3.812.062
% growth		29%	23%	10%	1%	0%	0%
Gastos explotación	(1.114.860)	(1.440.034)	(1.768.237)	(1.952.833)	(1.962.597)	(1.972.410)	(1.982.272)
Aprovisionamientos	(257.275)	(332.315)	(408.055)	(450.654)	(452.907)	(455.172)	(457.447)
Gastos de personal	(514.551)	(664.631)	(816.109)	(901.308)	(905.814)	(910.343)	(914.895)
Otros gastos de explotación	(343.034)	(443.087)	(544.073)	(600.872)	(603.876)	(606.895)	(609.930)
EBITDA	1.029.102	1.329.262	1.632.219	1.802.615	1.811.628	1.820.686	1.829.790
% crecimiento		29%	23%	10%	0%	0%	0%
% margen	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%
D&A	(284.372)	(284.372)	(284.372)	(284.372)	(284.372)	(284.372)	(284.372)
EBIT	744.729	1.044.890	1.347.846	1.518.243	1.527.256	1.536.314	1.545.418

Cálculo de ingresos

Meses apertura	8
Días mes	30
Días apertura	240

	1	2	3	4	5	6	7
ADR	105	106	106	107	107	108	108
% crecimiento ADR		0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ocupación	50%	65%	79%	87%	87%	87%	87%
% crecimiento ocupación		14,4%	14,4%	7,8%	0,0%	0,0%	0,0%
RevPar	53	68	84	93	93	94	94
% crecimiento RevPar		29%	23%	10%	0%	0%	0%
Roomnights	36.000	36.000	36.000	36.000	36.000	36.000	36.000
Roomnights efectivas	18.150	23.327	28.501	31.320	31.320	31.320	31.320
Ingresos brutos	1.905.744	2.461.596	3.022.627	3.338.176	3.354.867	3.371.641	3.388.499
IVA (10%)	(190.574)	(246.160)	(302.263)	(333.818)	(335.487)	(337.164)	(338.850)
Ingresos netos	1.715.169	2.215.436	2.720.364	3.004.358	3.019.380	3.034.477	3.049.650
Ingreso / habitación	11.434	14.770	18.136	20.029	20.129	20.230	20.331
Ingresos F&B	428.792	553.859	680.091	751.090	754.845	758.619	762.412
Ingresos totales	2.143.962	2.769.296	3.400.455	3.755.448	3.774.225	3.793.096	3.812.062
Ingresos habitaciones	80%						
Ingresos F&B	20%						

Cálculo de gastos operativos

	1	2	3	4	5	6	7
Aprovisionamientos	(257.275)	(332.315)	(408.055)	(450.654)	(452.907)	(455.172)	(457.447)
Gastos de personal	(514.551)	(664.631)	(816.109)	(901.308)	(905.814)	(910.343)	(914.895)
Otros gastos de explotación	(343.034)	(443.087)	(544.073)	(600.872)	(603.876)	(606.895)	(609.930)
Total gastos operativos	(1.114.860)	(1.440.034)	(1.768.237)	(1.952.833)	(1.962.597)	(1.972.410)	(1.982.272)

Aprovisionamientos	(257.275)	(332.315)	(408.055)	(450.654)	(452.907)	(455.172)	(457.447)
% gastos aprovisionamientos s/ ingresos	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%

	1	2	3	4	5	6	7
Gastos de personal	(514.551)	(664.631)	(816.109)	(901.308)	(905.814)	(910.343)	(914.895)
% gastos personal s/ ingresos	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%

	1	2	3	4	5	6	7
Otros gastos de explotación	(343.034)	(443.087)	(544.073)	(600.872)	(603.876)	(606.895)	(609.930)
% otros gastos de explotación s/ ingresos	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%

Cálculo amortización

Precio compra	12.048.454
Reforma	3.750.000
Compra + reforma upgrade	15.798.454
Coefficiente amortización	3%
Valor edificio	60%
D&A	284.372

Working capital

	1	2	3	4	5	6	7
Ventas	1.715.169	2.215.436	2.720.364	3.004.358	3.019.380	3.034.477	3.049.650
Ventas / 365	4.699	6.070	7.453	8.231	8.272	8.314	8.355
Días cobro	5	5	5	5	5	5	5
Cientes	23.495	30.348	37.265	41.156	41.361	41.568	41.776

	1	2	3	4	5	6	7
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación	600.309	775.403	952.128	1.051.525	1.056.783	1.062.067	1.067.377
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación / 365	1.645	2.124	2.609	2.881	2.895	2.910	2.924
Días pago	60	60	60	60	60	60	60
Proveedores	98.681	127.463	156.514	172.853	173.718	174.586	175.459

Cientes	23.495	30.348	37.265	41.156	41.361	41.568	41.776
Proveedores	98.681	127.463	156.514	172.853	173.718	174.586	175.459
Working capital	(75.186)	(97.115)	(119.249)	(131.698)	(132.356)	(133.018)	(133.683)

Inversión en circulante	21.930	22.134	12.449	658	662	665
-------------------------	--------	--------	--------	-----	-----	-----

Análisis renta

RMG	4.900
RV (over total turnover)	31%
Double net	Si
Number of rooms	150
Inflation	1%

Rent	1	2	3	4	5	6	7
RMG	735.000	742.350	749.774	757.271	764.844	772.492	780.217
RV	664.628	858.482	1.054.141	1.164.189	1.170.010	1.175.860	1.181.739
Effective rent	735.000	858.482	1.054.141	1.164.189	1.170.010	1.175.860	1.181.739
Property taxes							
Insurance							
Reserva capex	(32.159)	(41.539)	(51.007)	(56.332)	(56.613)	(56.896)	(57.181)
Net fixed rent	702.841	700.811	698.767	700.940	708.231	715.596	723.036
Net effective rent	702.841	816.942	1.003.134	1.107.857	1.113.396	1.118.963	1.124.558

Rent stress test	1	2	3	4	5	6	7
RMG per room	4.900	4.949	4.998	5.048	5.099	5.150	5.201
Effective rent per room	4.900	5.723	7.028	7.761	7.800	7.839	7.878
RMG s/ turnover	34%	27%	22%	20%	20%	20%	20%
Effective rent s/ turnover	34%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
RMG s/ EBITDA	71%	56%	46%	42%	42%	42%	43%
Effective rent s/ EBITDA	71%	65%	65%	65%	65%	65%	65%

Reserva capex	1	2	3	4	5	6	7
Reserva capex	32.159	41.539	51.007	56.332	56.613	56.896	57.181

% s/ turnover	1,5%
---------------	------

Inversión en reforma

Inversión total	3.750.000
-----------------	-----------

Inversión por habitación	25.000
Number of rooms	150

DCF post- reforma

Ra	6,5%
% growth (g)	0,1%

	1	2	3	4	5	6	7
EBIT	744.729	1.044.890	1.347.846	1.518.243	1.527.256	1.536.314	1.545.418
Op. Taxes	(223.419)	(313.467)	(404.354)	(455.473)	(458.177)	(460.894)	(463.625)
NOPAT	521.311	731.423	943.493	1.062.770	1.069.079	1.075.420	1.081.792
D&A	284.372	284.372	284.372	284.372	284.372	284.372	284.372
CAPEX	(32.159)	(41.539)	(51.007)	(56.332)	(56.613)	(56.896)	(57.181)
OPEX		21.930	22.134	12.449	658	662	665
FCF	773.523	996.185	1.198.992	1.303.260	1.297.496	1.303.557	1.309.649

FCF + TV

FCF					1.297.496		
TV					20.293.656		
TOTAL	773.523	996.185	1.198.992	1.303.260	21.591.152		
Factor de descuento	0,94	0,88	0,83	0,78	0,73		
FCF + TV Actualizado	726.313	878.296	992.584	1.013.054	15.758.968		

Enterprise Value	19.369.215
Net Debt	-
Equity Value	19.369.215

Output modelo - Paladium Hotel

Assumptions (fluyen al modelo)

Adquisición

Inversión total	15.798.454
Precio adquisición	12.048.454
Inversión upgrade	3.750.000

Financiación

Ballon 5 años	100%
Ballon 7 años	75%
Tipo de interés	4%
LTV	50%

Output modelo

Comparativa cupón medio inversor

RV 5 años	2,14%
RMG 5 años	0,64%
RV 7 años	2,55%
RMG 7 años	0,93%

Exceso / déficits (según regimen SOCIMI)

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Caja final
RV 5 años	13.966	313.349	350.447	371.511	373.057			1.422.331
RMG 5 años	13.966	290.495	290.547	291.430	293.320			1.179.758
RV 7 años	(268.149)	33.040	71.943	94.813	98.163	101.520	104.881	236.210
RMG 7 años	(268.149)	10.185	12.043	14.731	18.427	22.137	25.862	(164.764)

Comparativa TIR inversor

RV 5 años	8,12%
RMG 5 años	4,78%
RV 7 años	7,73%
RMG 7 años	4,34%

11.2.6. Paraiso del Mar

Valoración compra - Paraiso Mar

Business Plan - "business as usual"

Assumptions

Habitaciones	330	http://www.sonbaulo.com/
Categoría	3	
Días	365	
Inflación	1%	
IVA	10%	
IS	30%	

P&L

	1	2	3	4	5
Ingresos	2.127.683	2.741.344	3.360.718	3.711.563	3.730.120
% growth		29%	23%	10%	0%
Gastos explotación	(1.106.395)	(1.425.499)	(1.747.574)	(1.930.013)	(1.939.663)
Aprovisionamientos	(255.322)	(328.961)	(403.286)	(445.388)	(447.614)
Gastos de personal	(510.644)	(657.922)	(806.572)	(890.775)	(895.229)
Otros gastos de explotación	(340.429)	(438.615)	(537.715)	(593.850)	(596.819)
EBITDA	1.021.288	1.315.845	1.613.145	1.781.550	1.790.458
% crecimiento		29%	23%	10%	0%
% margen	48%	48%	48%	48%	48%
Amortización	(823.100)	(846.200)	(869.300)	(892.400)	(915.500)
EBIT	198.188	469.645	743.845	889.150	874.958

Calculo de ingresos

Meses apertura	7
Días mes	30
Días apertura	210

	1	2	3	4	5
ADR	67	67	68	68	68
% crecimiento ADR		0%	0%	0%	0%
Ocupación	41%	52%	64%	70%	70%
% crecimiento ocupación		11%	11%	6%	0%
RevPar	27	35	43	48	48
% crecimiento RevPar		29%	23%	10%	0%

Roomnights	69.300	69.300	69.300	69.300	69.300
Roomnights efectivas	28.228	36.188	44.144	48.510	48.510

Ingresos brutos	1.891.274	2.436.750	2.987.305	3.299.167	3.315.663
IVA (10%)	(189.127)	(243.675)	(298.731)	(329.917)	(331.566)
Ingresos netos	1.702.147	2.193.075	2.688.575	2.969.250	2.984.096
Ingreso / habitación	5.158	6.646	8.147	8.998	9.043
Ingresos F&B	425.537	548.269	672.144	742.313	746.024
Ingresos totales	2.127.683	2.741.344	3.360.718	3.711.563	3.730.120

Ingresos habitaciones	80%
Ingresos F&B	20%

Calculo de gastos operativos

	1	2	3	4	5
Aprovisionamientos	(255.322)	(328.961)	(403.286)	(445.388)	(447.614)
Gastos de personal	(510.644)	(657.922)	(806.572)	(890.775)	(895.229)
Otros gastos de explotación	(340.429)	(438.615)	(537.715)	(593.850)	(596.819)
Total gastos operativos	(1.106.395)	(1.425.499)	(1.747.574)	(1.930.013)	(1.939.663)

	1	2	3	4	5
Aprovisionamientos	(255.322)	(328.961)	(403.286)	(445.388)	(447.614)
% gastos aprovisionamientos s/ ingresos	15%	15%	15%	15%	15%

	1	2	3	4	5
Gastos de personal	(510.644)	(657.922)	(806.572)	(890.775)	(895.229)
% gastos personal s/ ingresos	30%	30%	30%	30%	30%

	1	2	3	4	5
Otros gastos de explotación	(340.429)	(438.615)	(537.715)	(593.850)	(596.819)
% otros gastos de explotación s/ ingresos	20%	20%	20%	20%	20%

Amortización

D&A existente	
D&A capex mantenimiento (años)	10

	1	2	3	4	5
D&A	(823.100)	(846.200)	(869.300)	(892.400)	(915.500)
D&A existente	(800.000)	(800.000)	(800.000)	(800.000)	(800.000)
D&A nuevo capex	(23.100)	(46.200)	(69.300)	(92.400)	(115.500)

Cambios en WC

	1	2	3	4	5
Ventas	1.702.147	2.193.075	2.688.575	2.969.250	2.984.096
Ventas / 365	4.663	6.008	7.366	8.135	8.176
Días cobro	5	5	5	5	5
Clientes	23.317	30.042	36.830	40.675	40.878

	1	2	3	4	5
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación	595.751	767.576	941.001	1.039.238	1.044.434
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación / 365	1.632,20	2.102,95	2.578,09	2.847,23	2.861,46
Días pago	60	60	60	60	60
Proveedores	97.932	126.177	154.685	170.834	171.688

Clientes	23.317	30.042	36.830	40.675	40.878
Proveedores	97.932	126.177	154.685	170.834	171.688
Working capital	(74.615)	(96.135)	(117.855)	(130.159)	(130.810)
Inversión en circulante		21.520	21.721	12.304	651

Inversión en CAPEX

Número de habitaciones	330
Inversión en mantenimiento por habitación	700
Inversión en mejora por habitación	0

	1	2	3	4	5
CAPEX	231.000	231.000	231.000	231.000	231.000

DCF - Valoración compra

Ra	7%
% growth (g)	0.5%

	1	2	3	4	5
EBIT	198.188	469.645	743.845	889.150	874.958
Op. Taxes	(59.456)	(140.893)	(223.153)	(266.745)	(262.487)
NOPAT	138.732	328.751	520.691	622.405	612.470
D&A	823.100	846.200	869.300	892.400	915.500
CAPEX	(231.000)	(231.000)	(231.000)	(231.000)	(231.000)
OPEX	-	21.520	21.721	12.304	651
FCF	730.832	965.472	1.180.712	1.296.109	1.297.621

FCF + TV

FCF	730.832	965.472	1.180.712	1.296.109	1.297.621
TV					20.063.221
TOTAL	730.832	965.472	1.180.712	1.296.109	21.360.842
Factor de descuento	1	1	1	1	1
FCF + TV Actualizado	683.020	843.280	963.813	988.795	15.229.985

Enterprise Value	18.708.893
Net Debt	-
Equity Value	18.708.893

Análisis de renta - Paraiso Mar

Business Plan - "post-reforma"

Assumptions

Habitaciones	330
Categoría	4
Días	365
Inflación	1%
IVA	10%
IS	30%

P&L

	1	2	3	4	5	6	7
Ingresos	3.429.698	4.418.882	5.417.277	5.982.817	6.012.731	6.042.795	6.073.009
% growth		29%	23%	10%	0%	0%	0%
Gastos explotación	(1.920.631)	(2.474.574)	(3.033.675)	(3.350.378)	(3.367.130)	(3.383.965)	(3.400.885)
Aprovisionamientos	(411.564)	(530.266)	(650.073)	(717.938)	(721.528)	(725.135)	(728.761)
Gastos de personal	(823.128)	(1.060.532)	(1.300.147)	(1.435.876)	(1.443.056)	(1.450.271)	(1.457.522)
Otros gastos de explotación	(685.940)	(883.776)	(1.083.455)	(1.196.563)	(1.202.546)	(1.208.559)	(1.214.602)
EBITDA	1.509.067	1.944.308	2.383.602	2.632.440	2.645.602	2.658.830	2.672.124
% crecimiento		29%	23%	10%	0%	0%	0%

<i>% margen</i>	44%	44%	44%	44%	44%	44%	44%
D&A	(485.260)	(485.260)	(485.260)	(485.260)	(485.260)	(485.260)	(485.260)
EBIT	1.023.807	1.459.048	1.898.342	2.147.180	2.160.342	2.173.570	2.186.864

Cálculo de ingresos

Meses apertura	6
Días mes	30
Días apertura	180

	1	2	3	4	5	6	7
ADR	105	106	106	107	107	108	108
<i>% crecimiento ADR</i>		0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ocupación	49%	63%	76%	84%	84%	84%	84%
<i>% crecimiento ocupación</i>		13,8%	13,8%	7,6%	0,0%	0,0%	0,0%
RevPar	51	66	81	90	90	90	91
<i>% crecimiento RevPar</i>		29%	23%	10%	0%	0%	0%

Roomnights	59.400	59.400	59.400	59.400	59.400	59.400	59.400
Roomnights efectivas	29.034	37.222	45.405	49.896	49.896	49.896	49.896

Ingresos brutos	3.048.621	3.927.895	4.815.358	5.318.060	5.344.650	5.371.373	5.398.230
<i>IVA (10%)</i>	(304.862)	(392.790)	(481.536)	(531.806)	(534.465)	(537.137)	(539.823)
Ingresos netos	2.743.759	3.535.106	4.333.822	4.786.254	4.810.185	4.834.236	4.858.407
<i>Ingreso / habitación</i>	8.314	10.712	13.133	14.504	14.576	14.649	14.722
Ingresos F&B	685.940	883.776	1.083.455	1.196.563	1.202.546	1.208.559	1.214.602
Ingresos totales	3.429.698	4.418.882	5.417.277	5.982.817	6.012.731	6.042.795	6.073.009

Ingresos habitaciones	80%
Ingresos F&B	20%

Cálculo de gastos operativo

	1	2	3	4	5	6	7
Aprovisionamientos	(411.564)	(530.266)	(650.073)	(717.938)	(721.528)	(725.135)	(728.761)
Gastos de personal	(823.128)	(1.060.532)	(1.300.147)	(1.435.876)	(1.443.056)	(1.450.271)	(1.457.522)
Otros gastos de explotación	(685.940)	(883.776)	(1.083.455)	(1.196.563)	(1.202.546)	(1.208.559)	(1.214.602)
Total gastos operativos	(1.920.631)	(2.474.574)	(3.033.675)	(3.350.378)	(3.367.130)	(3.383.965)	(3.400.885)

	1	2	3	4	5	6	7
Aprovisionamientos	(411.564)	(530.266)	(650.073)	(717.938)	(721.528)	(725.135)	(728.761)
<i>% gastos aprovisionamientos s/ ingresos</i>	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%

	1	2	3	4	5	6	7
Gastos de personal	(823.128)	(1.060.532)	(1.300.147)	(1.435.876)	(1.443.056)	(1.450.271)	(1.457.522)

% gastos personal s/ ingresos	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
-------------------------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

	1	2	3	4	5	6	7
Otros gastos de explotación	(685.940)	(883.776)	(1.083.455)	(1.196.563)	(1.202.546)	(1.208.559)	(1.214.602)
% otros gastos de explotación s/ ingresos	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%

Calculo amortización

Precio compra	18.708.893
Reforma	8.250.000
Compra + reforma upgrade	26.958.893
Coefficiente amortización	3%
Valor edificio	60%
D&A	485.260

Working capital

	1	2	3	4	5	6	7
Ventas	2.743.759	3.535.106	4.333.822	4.786.254	4.810.185	4.834.236	4.858.407
Ventas / 365	7.517	9.685	11.873	13.113	13.179	13.244	13.311
Dias cobro	5	5	5	5	5	5	5
Cientes	37.586	48.426	59.367	65.565	65.893	66.222	66.554

	1	2	3	4	5	6	7
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación	1.097.503	1.414.042	1.733.529	1.914.502	1.924.074	1.933.694	1.943.363
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación / 365	3.007	3.874	4.749	5.245	5.271	5.298	5.324
Dias pago	60	60	60	60	60	60	60
Proveedores	180.412	232.445	284.964	314.713	316.286	317.868	319.457

Cientes	37.586	48.426	59.367	65.565	65.893	66.222	66.554
Proveedores	180.412	232.445	284.964	314.713	316.286	317.868	319.457
Working capital	(142.826)	(184.019)	(225.596)	(249.147)	(250.393)	(251.645)	(252.903)
Inversión en circulante	41.193	41.577	23.551	1.246	1.252	1.258	1.258

Análisis renta

RMG	4.800
RV (over total turnover)	28%
Double net	Si
Number of rooms	330
Inflation	1%

Rent	1	2	3	4	5	6	7
RMG	1.584.000	1.599.840	1.615.838	1.631.997	1.648.317	1.664.800	1.681.448
RV	960.316	1.237.287	1.516.838	1.675.189	1.683.565	1.691.983	1.700.443
Effective rent	1.584.000	1.599.840	1.615.838	1.675.189	1.683.565	1.691.983	1.700.443

Property taxes							
Insurance							
Reserva capex	(51.445)	(66.283)	(81.259)	(89.742)	(90.191)	(90.642)	(91.095)
Net fixed rent	1.532.555	1.533.557	1.534.579	1.542.255	1.558.126	1.574.158	1.590.353
Net effective rent	1.532.555	1.533.557	1.534.579	1.585.447	1.593.374	1.601.341	1.609.347

Rent stress test	1	2	3	4	5	6	7
RMG per room	4.800	4.848	4.896	4.945	4.995	5.045	5.095
Effective rent per room	4.800	4.848	4.896	5.076	5.102	5.127	5.153
RMG s/ turnover	46%	36%	30%	27%	27%	28%	28%
Effective rent s/ turnover	46%	36%	30%	28%	28%	28%	28%
RMG s/ EBITDA	105%	82%	68%	62%	62%	63%	63%
Effective rent s/ EBITDA	105%	82%	68%	64%	64%	64%	64%

Reserva capex	1	2	3	4	5	6	7
Reserva capex	51.445	66.283	81.259	89.742	90.191	90.642	91.095

% s/ turnover	1,5%
---------------	------

Inversión en reforma

Inversión total	8.250.000
-----------------	-----------

Inversión por habitación	25.000
Number of rooms	330

DCF post- reforma

Ra	6,5%
% growth (g)	0,5%

	1	2	3	4	5	6	7
EBIT	1.023.807	1.459.048	1.898.342	2.147.180	2.160.342	2.173.570	2.186.864
Op. Taxes	(307.142)	(437.714)	(569.503)	(644.154)	(648.103)	(652.071)	(656.059)
NOPAT	716.665	1.021.334	1.328.839	1.503.026	1.512.239	1.521.499	1.530.805
D&A	485.260	485.260	485.260	485.260	485.260	485.260	485.260
CAPEX	(51.445)	(66.283)	(81.259)	(89.742)	(90.191)	(90.642)	(91.095)
OPEX		41.193	41.577	23.551	1.246	1.252	1.258
FCF	1.150.480	1.481.504	1.774.417	1.922.095	1.908.554	1.917.369	1.926.228

FCF + TV

FCF	1.908.554
TV	31.968.280

TOTAL	1.150.480	1.481.504	1.774.417	1.922.095	33.876.834
Factor de descuento	0,94	0,88	0,83	0,78	0,73
FCF + TV Actualizado	1.080.263	1.306.182	1.468.950	1.494.089	24.726.052

Enterprise Value	30.075.535
Net Debt	-
Equity Value	30.075.535

Output modelo - Paraiso Mar

Assumptions (fluyen al modelo)

Adquisición

Inversión total	26.958.893
Precio adquisición	18.708.893
Inversión upgrade	8.250.000

Financiación

Ballon 5 años	100%
Ballon 7 años	75%
Tipo de interés	4%
LTV	50%

Output modelo

Comparativa cupón medio inversor

RV 5 años	2,04%
RMG 5 años	1,94%
RV 7 años	2,53%
RMG 7 años	2,43%

Exceso / déficits (según regimen SOCIMI)

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Caja final
RV 5 años	89.408	562.162	563.140	573.927	576.263			2.364.900
RMG 5 años	89.408	562.162	563.140	565.427	569.327			2.349.463
RV 7 años	(392.001)	83.834	87.893	101.761	107.179	112.604	118.037	219.307
RMG 7 años	(392.001)	83.834	87.893	93.261	100.242	107.254	114.299	194.783

Comparativa TIR inversor

RV 5 años	6,45%
RMG 5 años	5,61%
RV 7 años	5,95%
RMG 7 años	5,58%