SOCIMIs. Estabilidad e inversión en el sector inmobiliario

Informe de mercado 2019





Contenidos

Prólogo

1. Evolución del sector inmobiliario en España 2012-2019

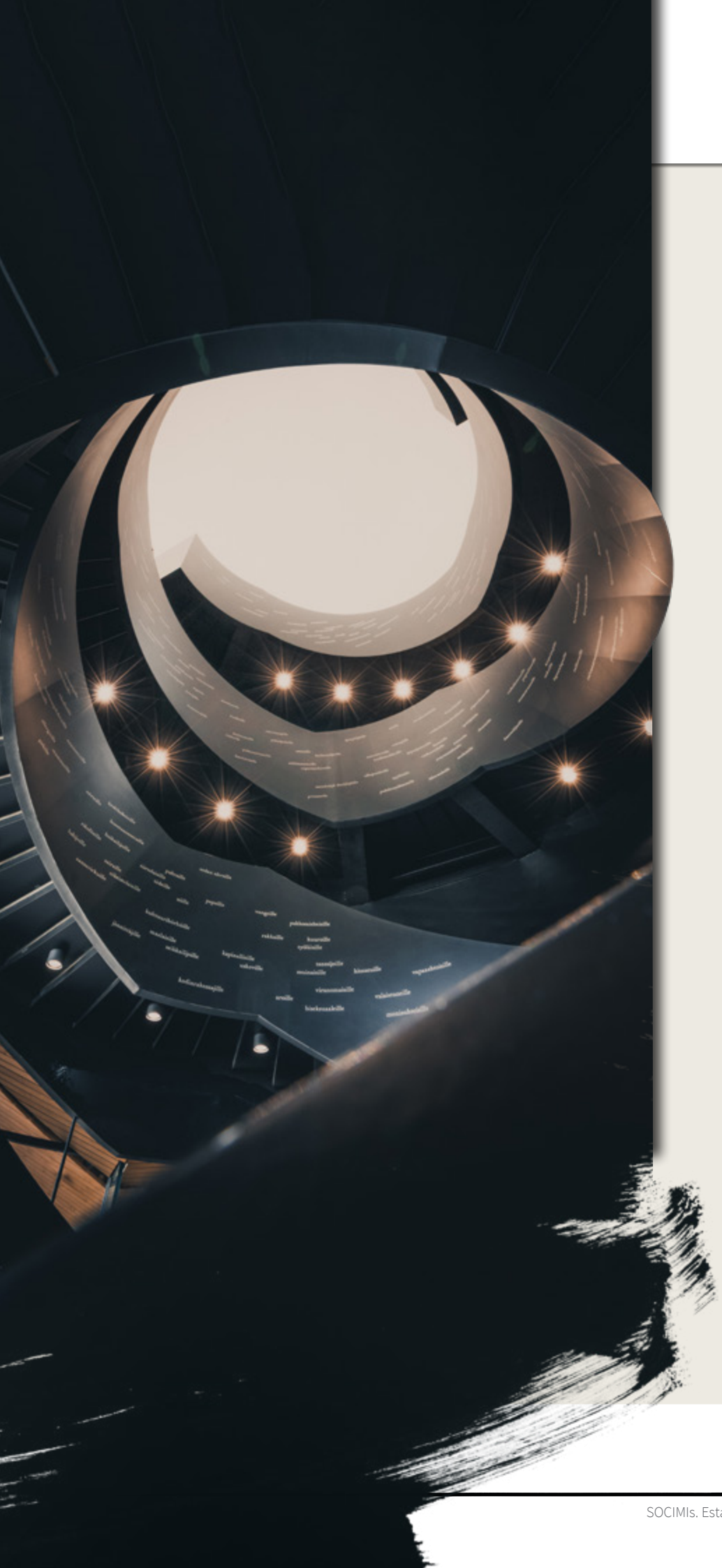
2. Panorama mundial de REITs cotizados. Especial referencia al mercado norteamericano y europeo

3. Anatomía global del mercado de SOCIMIs en España

4. El mercado de SOCIMIs por segmentos

5. Estructura de financiación y gestión de las SOCIMIs

6. SOCIMIs, las empresas más activas del mercado en 2018. Radiografía de actividad bursátil



La crisis económica e inmobiliaria surgida a partir de 2008 supuso uno de los periodos más turbulentos a los que se ha enfrentado el sector inmobiliario español en su historia reciente, pero también -como no podía ser de otra manera- una gran oportunidad para la reconfiguración de un sector que necesitaba transformarse.

El legislador español demostró en 2009, y posteriormente en 2012, una lúcida visión adaptando al entorno español la legislación de los vehículos REITs (Real Estate Investment Trust), ya existentes en gran parte de los países de nuestro entorno, configurando a su semejanza las Sociedades Cotizadas de Inversión en Mercados Inmobiliarios (SOCIMIs) como una herramienta transformadora primero y estabilizadora después, de un mercado de alquiler inmobiliario deprimido, lejos en aquel entonces del apetito de los inversores institucionales y de los propietarios de los inmuebles.

Años más tarde, ese concepto novedoso para nuestro de mercado, consistente en un vehículo de tenencia de activos para el arrendamiento, cotizado en un mercado bursátil, con obligación de reparto de dividendos anuales provenientes del beneficio derivado de la obtención de rentas y acompañado de un esquema fiscal diferenciado pero similar a los existentes en el contexto europeo

y americano, ha resultado un éxito a la vista de sus cifras anuales y su evolución.

En poco más de 6 años, figuran admitidas a negociación en los mercados españoles más de 70 SOCIMIs, con un volumen de inversión inmobiliaria total actual cercano a los 50.000 millones de euros y un valor de capitalización superior a los 22.300 millones de euros. Las SOCIMIs españolas han repartido en este tiempo 1.394 millones de euros en dividendos entre sus accionistas, ampliado capital en 48 ocasiones consiguiendo 8.395 millones de euros y sus títulos se han intercambiado en las plataformas bursátiles españolas por un importe total de 34.662 millones de euros hasta el cierre de 2018.

Un mercado creciente, participado por diferentes y amplias tipologías de inversores, sólido, poco apalancado pero a la vez heterogéneo, donde conviven grandes vehículos muy líquidos con otros de menor tamaño pero también rentables. Un ecosistema que posiblemente en los próximos años, protagonice un proceso de concentración que le otorgue una morfología diferente a la actual.

Las SOCIMIs han supuesto una vía de financiación recurrente para abordar nuevos proyectos, a la vez que han mejorado la transparencia y visibilidad del sector. Cotizar en los mercados les ha permitido también disponer de una valoración reconocible en cada momento.

Pero el éxito no debe medirse solo en términos cuantitativos. Las SOCIMIs, son vehículos societarios que otorgan una mayor liquidez a unos activos, que, por su propia naturaleza, no lo son tanto. La irrupción de las SOCIMIs ha permitido alinear los intereses de inversores – institucionales y privados, nacionales y extranjeros- junto a los intereses de los propietarios. Se ha configurado, así, un sector patrimonialista mucho más profesionalizado, transparente, eficiente y generador de economías de escala, aspecto clave, producto de su cada vez mayor especialización.

Gracias a las SOCIMIs, España compite hoy en igualdad de condiciones con otros mercados europeos incluso más maduros que el nuestro. Con su presencia en los mercados de valores, la participación en SOCIMIs españolas se ha abierto a fondos institucionales y soberanos de regiones y países para los cuales, hasta este ciclo inmobiliario, España no era un destino ni liquido ni, por tanto, atractivo.

No obstante, el éxito acaecido en los últimos años no debe alejarnos de la realidad ni hacernos caer en la complacencia. Si algo necesita el sector inmobiliario español para alejarse de sus fantasmas del pasado y sus violentos ciclos económicos es una estabilidad a la que las SOCIMIs pueden contribuir notablemente. Y esta estabilidad depende fundamentalmente de una seguridad jurídica y fiscal que les permita crecer y generar valor para sus accionistas, sobre bases transparentes como las que promueve la cotización en mercados de valores organizados. En definitiva, un conjunto de reglas firmes y bien argumentadas que queden poco expuestas a los vaivenes políticos y económicos.

Dada la importante contribución que tienen y presumiblemente tendrán las SOCIMIs en la estabilidad del sector inmobiliario español en el futuro, un equipo conjunto de profesionales de BME y de JLL, especialistas en mercados financieros e inmobiliarios, respectivamente, han aunado esfuerzos para elaborar el informe “SOCIMIs, estabilidad e inversión en el sector inmobiliario” que se presenta a continuación. Un informe de mercado 2019 analítico y descriptivo que ofrece al lector una amplia cantidad de datos y detalles rigurosos de la actividad de las SOCIMI en España que le van a permitir sacar sus propias conclusiones.

Esperamos que les sea de utilidad.

Muchas gracias.

BME
Javier Hemani
CEO

JLL
Enrique Losantos
CEO

01. Evolución del sector inmobiliario en España 2012-2019

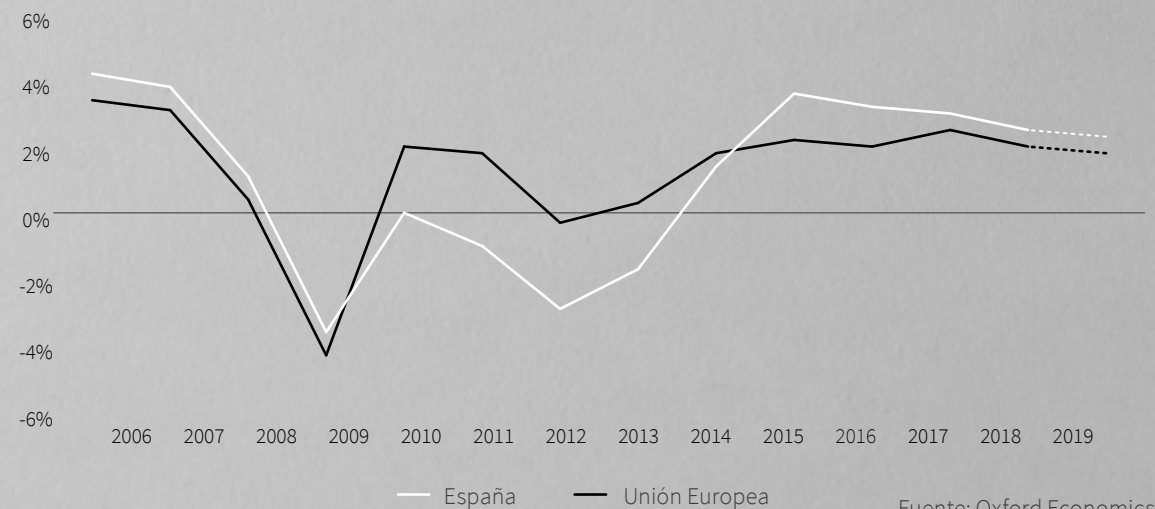


La evolución de la economía española ha estado muy vinculada históricamente a la propia evolución del sector inmobiliario, dependiendo excesivamente de este en algunos de los ciclos económicos. De hecho, puede constatarse fácilmente cómo el peso del sector inmobiliario – constructor llegó a representar en términos del PIB un 10,4% en el año 2006, y hasta del 21% en términos de inversión total (FBCF) de la economía en ese mismo año. Es en esos años de excesos inmobiliarios cuando la correlación entre la evolución del sector y de la propia economía alcanza su máxima representación y se refleja en casi la totalidad de los segmentos inmobiliarios pero con especial incidencia en el segmento de la vivienda residencial - con una producción anual de viviendas superior a las 865.000 unidades (año 2006, Ministerio de Fomento) – así como el crecimiento extraordinario de compañías inmobiliarias presentes en los mercados de capitales que se apalancaron no solo en la recepción de inversión en forma de capital y bonos sino también de una financiación bancaria muy elevada y en condiciones muy favorables, llegando a una capitalización bursátil en el año 2007 de más de 51.000 millones de euros, o lo que es lo mismo, un 6,6% del mercado bursátil.

La crisis económica financiera mundial surgida a partir del bienio 2007-2008, junto con el estallido posterior de la denominada burbuja inmobiliaria, la reconfiguración del sector bancario y la imposibilidad de acceso al crédito, afectó duramente a la economía española en todas sus métricas, con una importante disminución del Producto Interior Bruto y un extraordinario incremento de la tasa de desempleo que pasó del 8,6% a finales de 2007 hasta un máximo del 26% en 2013. Fueron años (2008 – 2014) donde se constató el desplome – y posterior casi desaparición - de la industria inmobiliaria española y el valor de los activos inmobiliarios, así como la incapacidad de repago de las deudas acumuladas tanto por las empresas como por las familias excesivamente apalancados.

Es a partir de finales de 2013 y principalmente 2014, cuando se inicia un periodo de recuperación económica a partir de importantes esfuerzos de reestructuración realizados en los años anteriores, no sólo derivados de una política monetaria expansiva sino también de importantes cambios de carácter estructural tanto en las finanzas públicas (políticas de ajustes, reformas laborales, reformas financieras, memorándum firmado con Europa con implicaciones en la financiación…) como en las privadas (creación de SAREB y services bancarios especializados en activos inmobiliarios adjudicados, proceso de concentración bancaria, Ley de SOCIMIs, etc). Es en esos momentos cuando el sector inmobiliario, tras su largo paseo por los infiernos, inicia también una tímida recuperación – focalizada en determinadas localizaciones – y empieza a mostrar una actividad transaccional de la mano principalmente de los grandes fondos de capital internacionales que advierten con antelación el cambio de ciclo y se posicionan, atendiendo a su apetito por el riesgo, en el sector inmobiliario español adquiriendo tanto plataformas de gestión de activos improductivos a las entidades financieras, como carteras de activos adjudicados y de préstamos "non performing" o mediante la inversión directa en promotoras inmobiliarias.

Crecimiento anual del PIB real en España y la UE

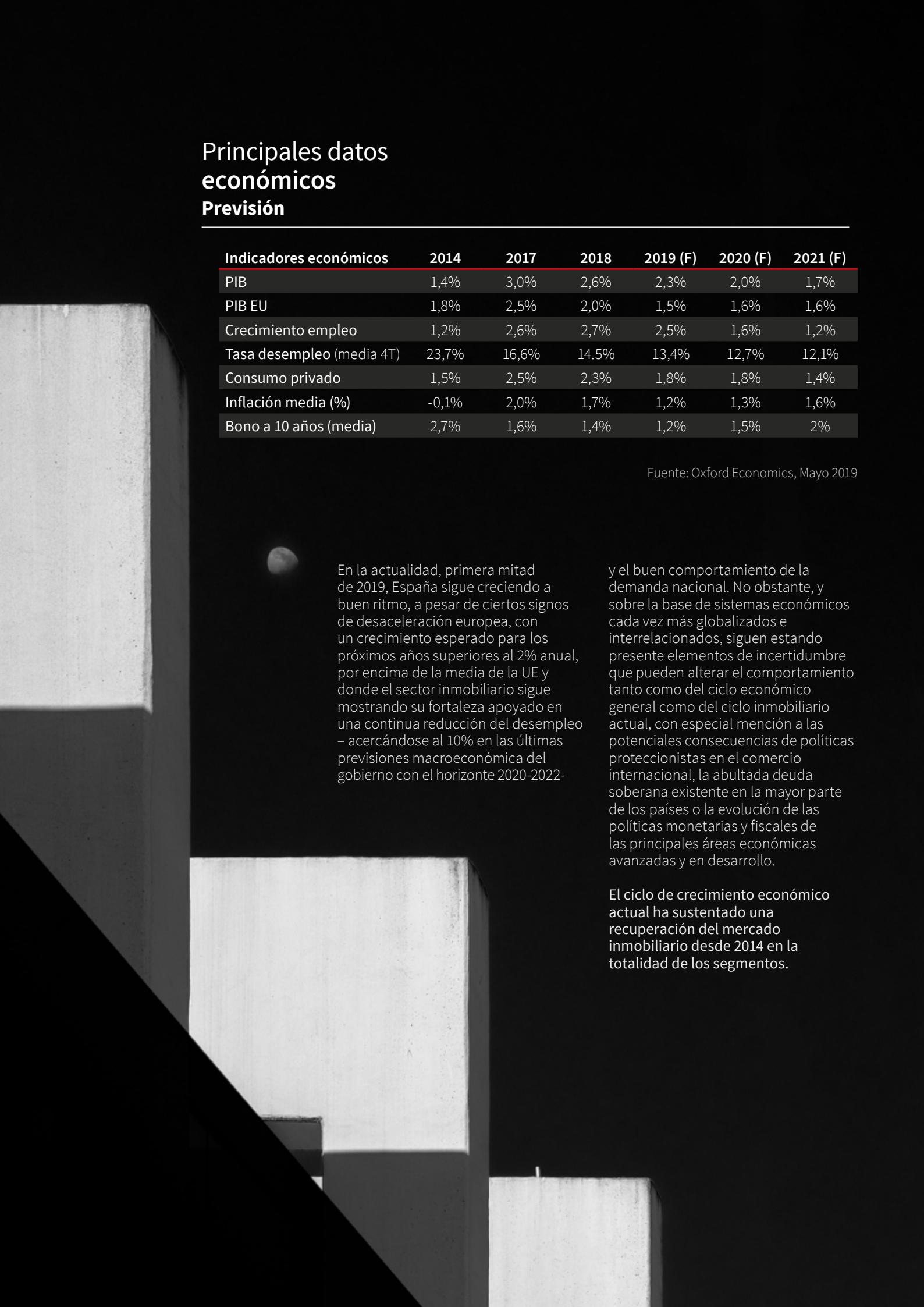


Fuente: Oxford Economics Mayo 2019

Principales datos **económicos**
Previsión

Indicadores económicos	2014	2017	2018	2019 (F)	2020 (F)	2021 (F)
PIB	1,4%	3,0%	2,6%	2,3%	2,0%	1,7%
PIB EU	1,8%	2,5%	2,0%	1,5%	1,6%	1,6%
Crecimiento empleo	1,2%	2,6%	2,7%	2,5%	1,6%	1,2%
Tasa desempleo (media 4T)	23,7%	16,6%	14.5%	13,4%	12,7%	12,1%
Consumo privado	1,5%	2,5%	2,3%	1,8%	1,8%	1,4%
Inflación media (%)	-0,1%	2,0%	1,7%	1,2%	1,3%	1,6%
Bono a 10 años (media)	2,7%	1,6%	1,4%	1,2%	1,5%	2%

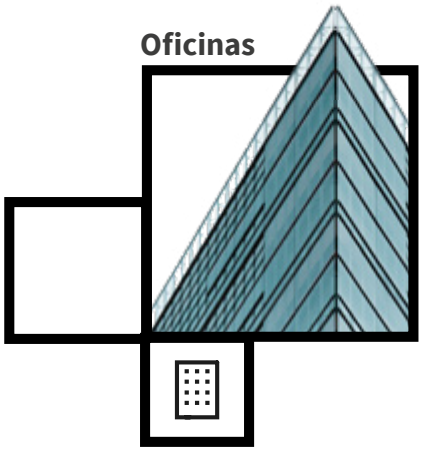
Fuente: Oxford Economics, Mayo 2019



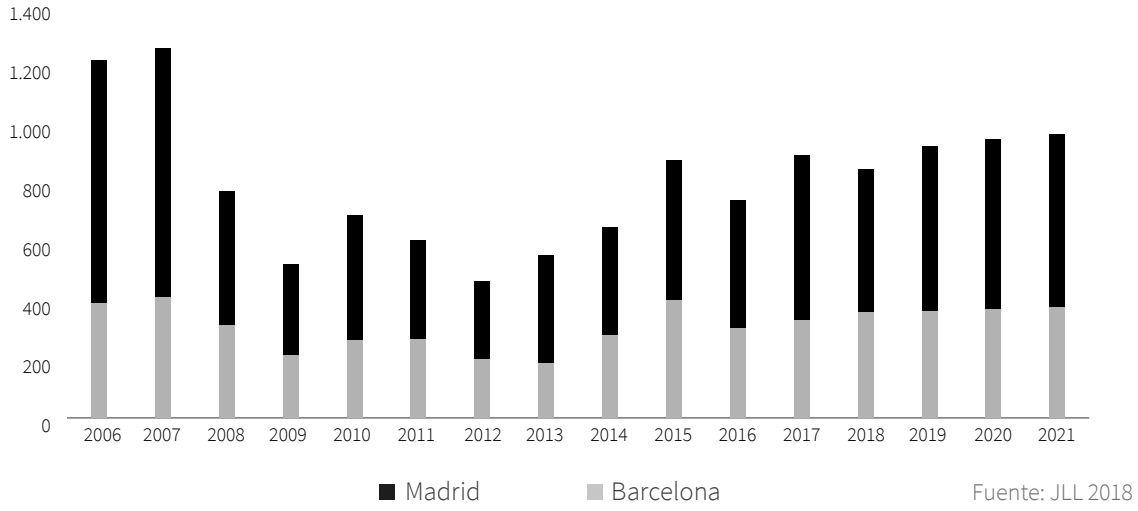
En la actualidad, primera mitad de 2019, España sigue creciendo a buen ritmo, a pesar de ciertos signos de desaceleración europea, con un crecimiento esperado para los próximos años superiores al 2% anual, por encima de la media de la UE y donde el sector inmobiliario sigue mostrando su fortaleza apoyado en una continua reducción del desempleo – acercándose al 10% en las últimas previsiones macroeconómica del gobierno con el horizonte 2020-2022- y el buen comportamiento de la demanda nacional. No obstante, y sobre la base de sistemas económicos cada vez más globalizados e interrelacionados, siguen estando presente elementos de incertidumbre que pueden alterar el comportamiento tanto como del ciclo económico general como del ciclo inmobiliario actual, con especial mención a las potenciales consecuencias de políticas proteccionistas en el comercio internacional, la abultada deuda soberana existente en la mayor parte de los países o la evolución de las políticas monetarias y fiscales de las principales áreas económicas avanzadas y en desarrollo.

El ciclo de crecimiento económico actual ha sustentado una recuperación del mercado inmobiliario desde 2014 en la totalidad de los segmentos.

El crecimiento del empleo ha impulsado la contratación de espacios de oficinas que alcanzó casi 850.000 metros cuadrados en 2018 entre Madrid y Barcelona. Esta cifra es la más alta de los diez últimos años (exceptuando el año 2017 en Madrid y 2015 en Barcelona, cuando la contratación por parte de la Administración Pública tuvo gran protagonismo). La fuerte demanda ha impulsado las rentas al alza con un crecimiento medio anual superior al 7% tanto en Madrid como Barcelona durante el periodo 2014-2018. Concretamente las rentas aumentaron un 10,4% en Madrid y un 8,6% en Barcelona en 2018, si bien éstas se sitúan todavía por debajo de los niveles máximos alcanzados durante el pico del último ciclo. Se espera que las rentas sigan creciendo durante el periodo 2019-2021, situándose Madrid y Barcelona entre las cinco ciudades europeas con mayores perspectivas de crecimiento de rentas (5% p.a. en Barcelona y 4,2% p.a. en Madrid).

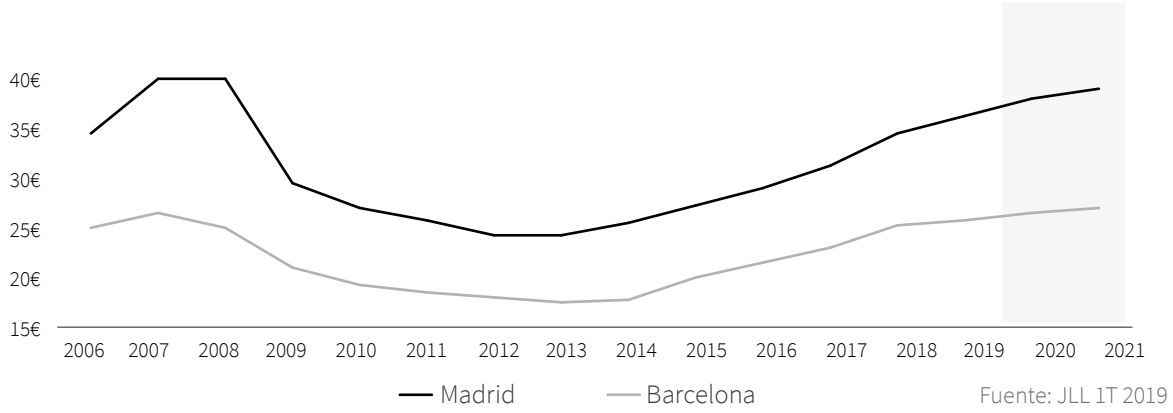


Evolución anual de la contratación de oficinas ('000 m²)



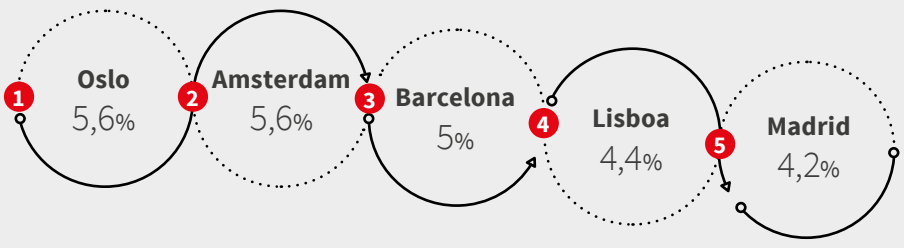
Fuente: JLL 2018

Rentas prime (€/m²/mes)

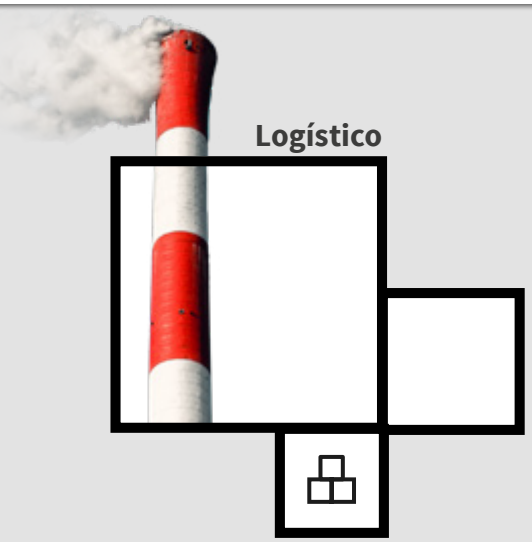


Fuente: JLL 1T 2019

Ranking
Crecimiento
Rentas 2019-2021
%p.a.



Fuente: JLL 1T 2019

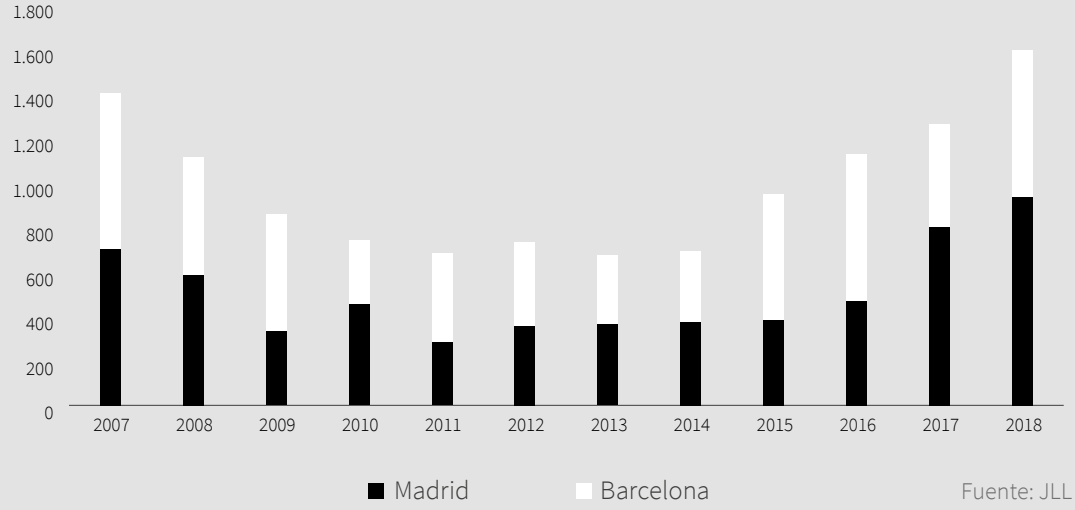


Logístico

Los sólidos fundamentos económicos y el desarrollo del comercio electrónico han impulsado igualmente la contratación de espacios logísticos que registró un máximo histórico de 1,6 millones de metros cuadrados en 2018 entre Madrid y Barcelona, más del doble que el volumen contratado en 2014 y un 27% más que en 2017.

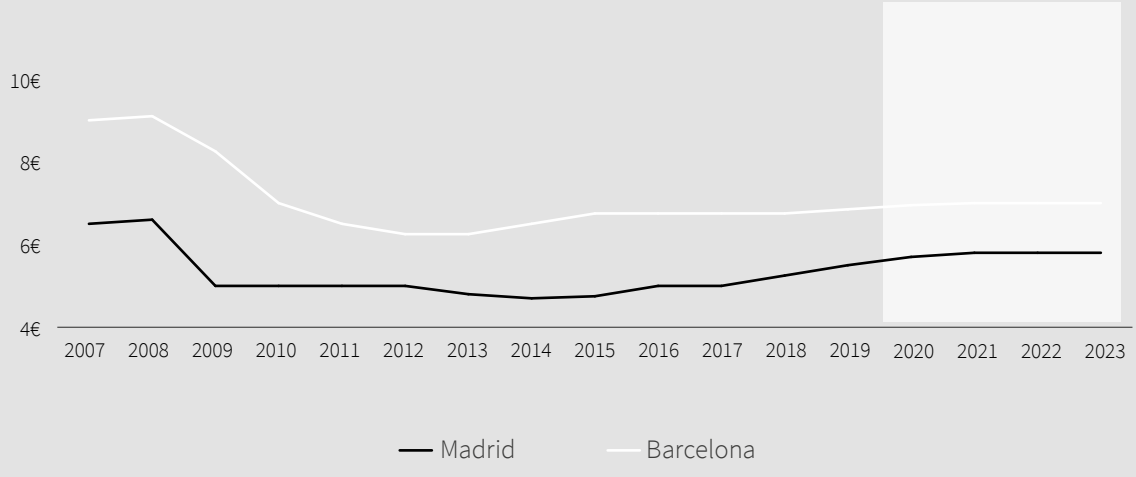
La creciente demanda de espacios logísticos se ha traducido en un progresivo crecimiento de las rentas que se esperan sigan su evolución al alza en los próximos años. Con unas perspectivas de crecimiento de rentas del 3,4% p.a. Madrid se posiciona como la segunda ciudad europea con mayores previsiones de crecimiento de rentas. Las perspectivas también son positivas para Barcelona, pero a una tasa menor del 1,2% p.a. debido a los altos niveles de rentas prime ya alcanzados.

Evolución anual de la contratación logística ('000 m²)



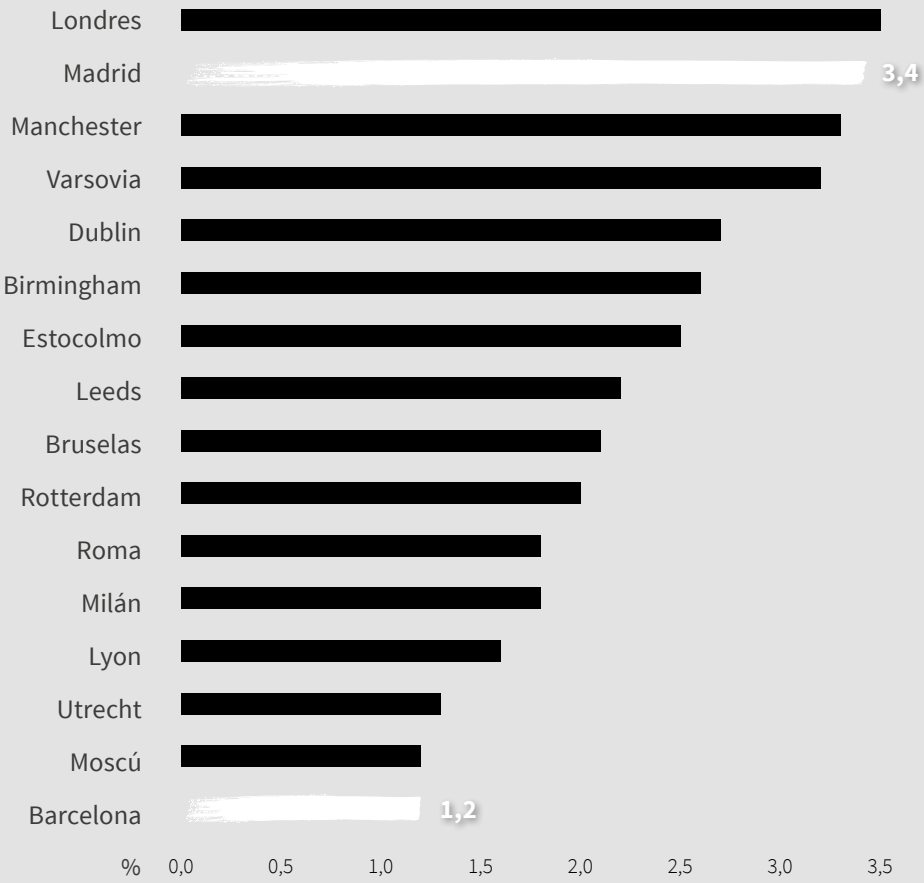
Fuente: JLL 2018

Rentas prime (€/m²/mes)



Fuente: JLL 1T 2019

Ranking
Crecimiento
Rentas 2019-2021. (%p.a.)



Fuente: JLL 1T 2019

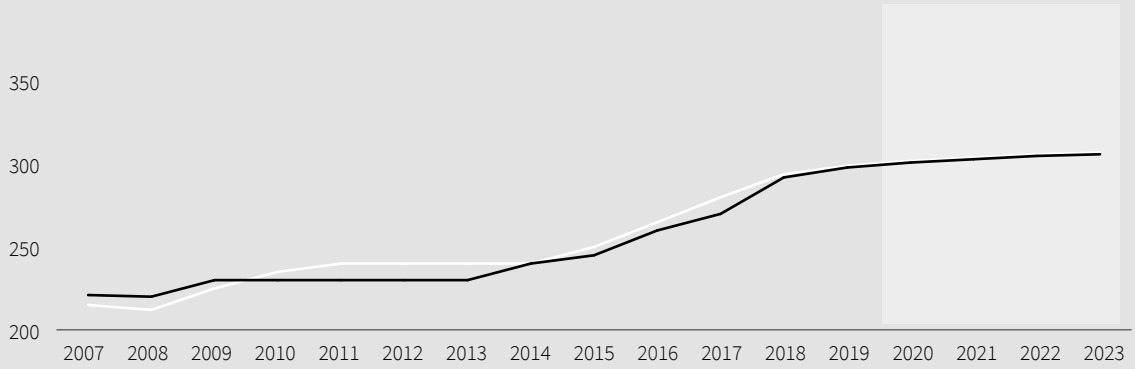




España figura como uno de los destinos más atractivos para los operadores internacionales especializados en retail debido a los sólidos fundamentales económicos y al atractivo turístico de nuestro país. En este sentido, España es el segundo país más visitado del mundo, detrás de Francia y por delante de Estados Unidos, con 82,8 millones de turistas internacionales que visitaron el país en 2018, batiendo récords en llegadas de turistas a España y en ingresos.

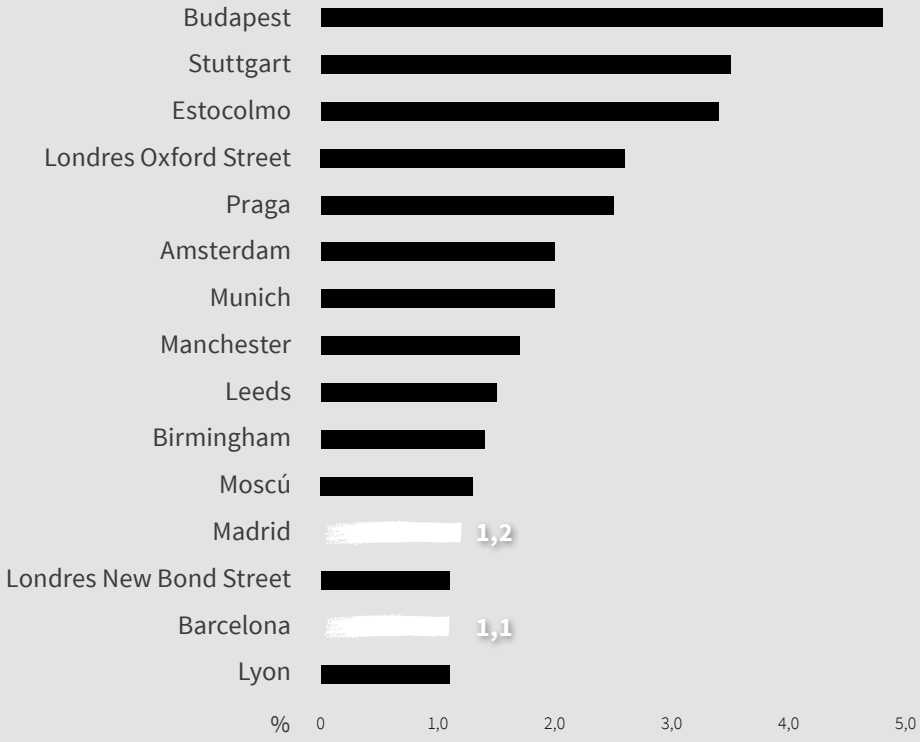
Tanto el buen ritmo de la economía, como el aumento del turismo y el creciente gasto en retail, han impulsado las rentas de este segmento al alza con crecimientos anuales superiores al 4% en high street y del 2,5% en centros comerciales durante el periodo 2014-2018. Así, las rentas de high street aumentaron un 5% en 2018, mientras que las rentas en centros comerciales aumentaron un 4,3%. Por su parte, los parques comerciales registraron el mayor incremento anual (5,4%).

Rentas prime (€/m²/mes)



Fuente: JLL 1T 2019

Ranking
Crecimiento
Rentas 2019-2021 (%p.a.)



Las previsiones para los próximos 3 años apuntan a que las rentas high street crezcan un 1,2% p.a. en Madrid y un 1,1% en Barcelona.

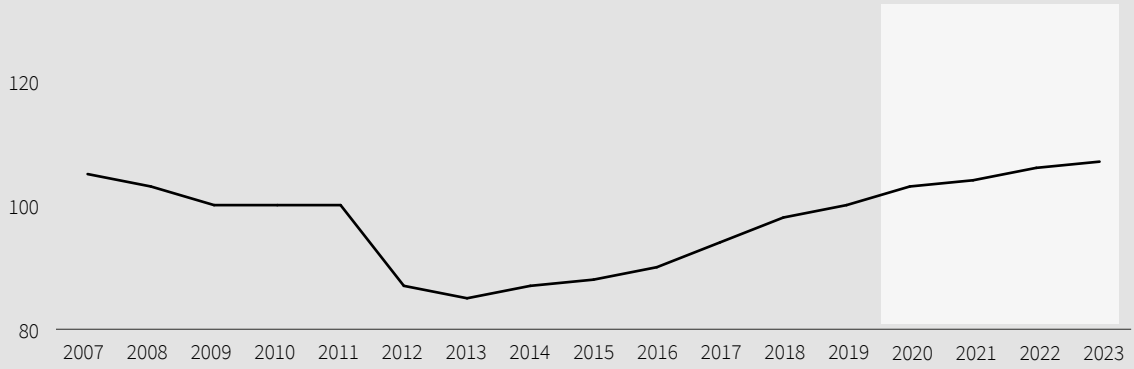
En cuanto a los centros comerciales, España se sitúa en el top 3 de países europeos con mayores perspectivas de crecimiento, un 2,3% p.a.

El impulso de la actividad promotora en estos años ha demostrado que la apuesta por la tenencia física de propiedades continúa. Los promotores e inversores buscan mejorar la oferta poniendo foco en la sostenibilidad, la tecnología y el ocio. España cuenta así con una densidad comercial en torno a los 340 m² de SBA por 100 habitantes al mismo nivel que los principales mercados maduros.

Fuente: JLL 1T 2019

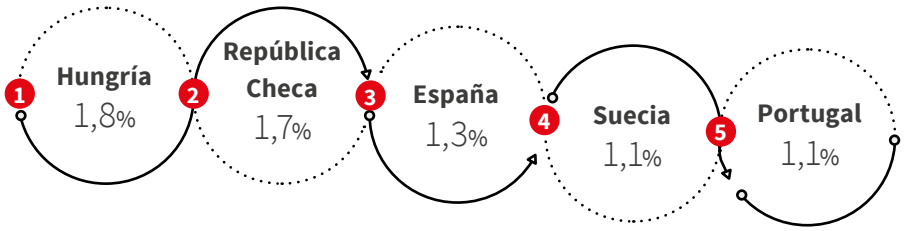
Centros **Comerciales**

Rentas prime (€/m²/mes)



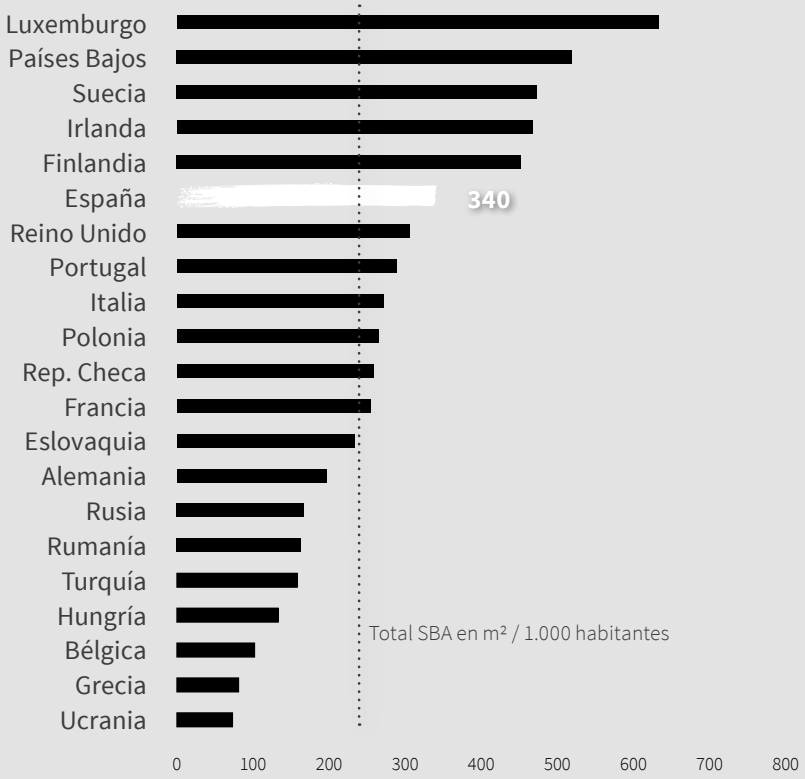
Fuente: JLL 1T 2019

Ranking
Crecimiento
Rentas 2019-2021
(%p.a.)



Fuente: JLL 1T 2019

Stock de centros comerciales por 1.000 habitantes



Fuente: JLL 2018; Nota: Incluye solo activos >5.000m² SBA; excluye Retail Warehousing y Factory Outlet Centre

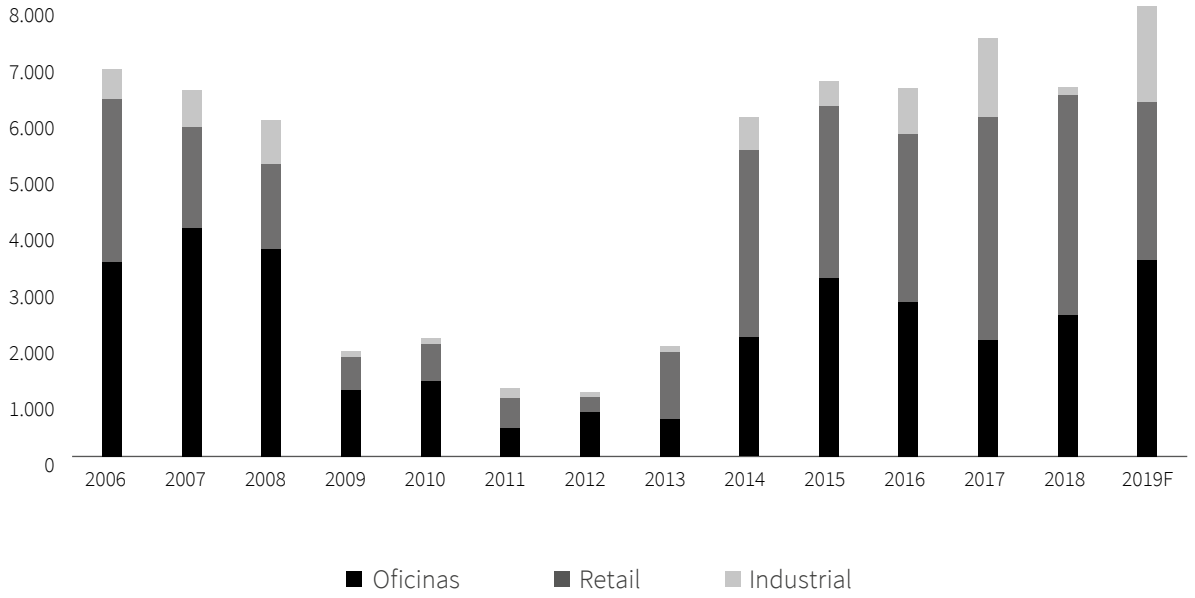
El mercado de inversión terciaria

Volúmenes de Inversión terciaria

Después de la llegada de inversores internacionales en busca de oportunidades a España a finales de 2013 con el objeto de hallar precios atractivos con fuertes descuentos, la recuperación de la economía y del mercado de ocupación y la perspectiva positiva de crecimiento de las rentas empezó a atraer también a inversores de perfil core caracterizados por buscar fundamentales sólidos y unos flujos de ingresos estables.

Así, España registró máximos históricos de volumen de inversión directa terciaria en 2017 y 2018 en todos los sectores, con más del 70% de la inversión proveniente de capital internacional.

Volumen de Inversión Directa (M€)



Fuente: JLL 1T 2019

La inversión en **oficinas** empezó a recuperarse en 2014 cuando el volumen transaccionado superó los 2.000 millones de euros, triplicando así la inversión registrada en 2013. El punto álgido llegaría en 2015 cuando el sector de oficinas acaparó hasta el 48% de la inversión terciaria superando los 3.000 millones de euros, debido principalmente a la actividad de las SOCIMIs. La inversión en oficinas fue perdiendo peso en los años posteriores en 2016 y 2017 por la falta de producto, recuperándose de nuevo en 2018 cuando aglutinó algo más del 32% de la inversión inmobiliaria terciaria, con un volumen de inversión de 2.520 millones de euros entre Madrid y Barcelona. La inversión en oficinas superó así las expectativas, tras incrementarse un 22% respecto al 2017 tras 2 años de caídas.

Los inversores internacionales protagonizaron alrededor del 70% del total de la inversión en oficinas en 2018. **Los fondos y los REITs españoles, las SOCIMIs, continúan demostrando un fuerte interés por el sector protagonizando casi el 75% de las compras del 2018, aprovechando el buen momento que vive el mercado de la inversión de oficinas en España.**



- Fondos **57%**
- REITs/SOCIMIs **17%**
- Institucional **15%**
- Otros **11%**

Fuente: JLL 2018

Nacionalidad
comprador

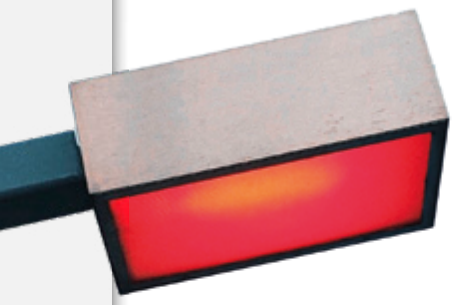


Fuente: JLL 2018



La inversión **logística** ha ido ganando peso desde el año 2014 cuando tan sólo representaba el 9,6% de la inversión terciaria hasta acaparar el 18% de la inversión en 2018. Tras unos niveles de inversión por debajo de los 500 millones de euros en los años 2014 y 2015, la inversión despegó a partir del año 2016 con crecimientos de más del 80% en 2016 y del 70% en 2017. En 2018, el sector logístico batió récords con un total de 35 operaciones y un volumen de inversión de 1.410 millones de euros, una cifra ligeramente superior a la del año anterior. El aumento de la demanda de ocupación de espacios logísticos derivados del crecimiento del e-commerce y la rentabilidad ofrecida superior a otros sectores como el de oficinas explica el interés creciente de los inversores por este producto.

Los inversores internacionales han estado muy activos en el sector logístico, y han representado el 85% del total de la inversión en 2018. Los fondos acapararon casi el 70% del volumen transaccionado del año. **Los REITs/SOCIMIs, por su parte aportaron el 25% del volumen invertido en el sector logístico.** Tritax Big Box, con la adquisición de la nave de Mango, se posicionó como el REIT que más dinero invirtió en el sector en 2018.







Tipología
del comprador



- Fondos **68%**
- REITs/SOCIMIs **25%**
- Otros **7%**

Fuente: JLL 2018

Nacionalidad
comprador



Fuente: JLL 2018

Logística



- Fondos **33%**
- REITs/SOCIMIs **31%**
- Promotor **25%**
- Institucional **10%**
- Otros **1%**

Fuente: JLL 2018

Nacionalidad
comprador



Fuente: JLL 2018

En lo que respecta a la inversión en parques de medianas sigue en máximos históricos, con siete operaciones cerradas por valor de 320 millones de euros durante 2018 que, no obstante, desciende un 29% respecto al año anterior.

La inversión en España tiene un marcado componente internacional. Tanto es así, que en 2018 el 80% del capital invertido en activos retail procedió del exterior. Los inversores más activos durante 2018 han sido fondos de inversión, que han provisto el 33% del capital invertido en activos retail en España. **Pero cabe destacar el marcado auge de los REITs/SOCIMIs, que han aportado el 31% del capital invertido.**

El sector **retail** se reactivó con fuerza en el año 2014 cuando el volumen de inversión superó los 3.300 millones de euros, prácticamente triplicando el volumen registrado en 2013. La inversión se mantuvo en niveles estables en torno a los 3.000 millones de euros en los años 2015 y 2016 para registrar otro repunte en 2017 hasta unos 3.900 millones de euros, unos niveles que se han mantenido en 2018. El sector retail es el sector inmobiliario líder en términos de inversión, que atrae entorno a la mitad del volumen total invertido en activos terciarios inmobiliarios. La inversión en activos retail sólo se vio puntualmente superada por la inversión en oficinas en el año 2015.

Sin embargo, el sector está generando incertidumbres y se espera que la inversión en retail no supere los 3.000 millones de euros en 2019 y pierda peso frente a otros sectores.

Dentro de este segmento, los centros comerciales continúan representando el principal activo de inversión, acumulando el 45% de la inversión, con unos 1.730 millones de euros invertidos en 11 operaciones.

La inversión en locales en calle pisa fuerte en 2018, con un volumen total que ronda los 1.400 millones de euros -lo que supone un aumento del 48% respecto a la cifra del año anterior- y 32 operaciones cerradas. Ya en 2017 la inversión de locales en calle se incrementó significativamente (64%) respecto a 2016, lo que arroja un crecimiento del 143% en dos años.



Retail

Rentabilidades (Yields) inmobiliarias

La alta presión inversora y unos niveles de tipos bajos han ido presionado a la baja las yields inmobiliarias desde el año 2013. En todos los sectores, las yields están en mínimos históricos si bien el spread respecto al bono español a 10 años se mantiene en niveles estables.

A pesar de la comprensión de yields, los inversores mantienen el foco en España debido a las mayores rentabilidades y mayor recorrido al alza que ofrece nuestro país respecto a otros mercados europeos.

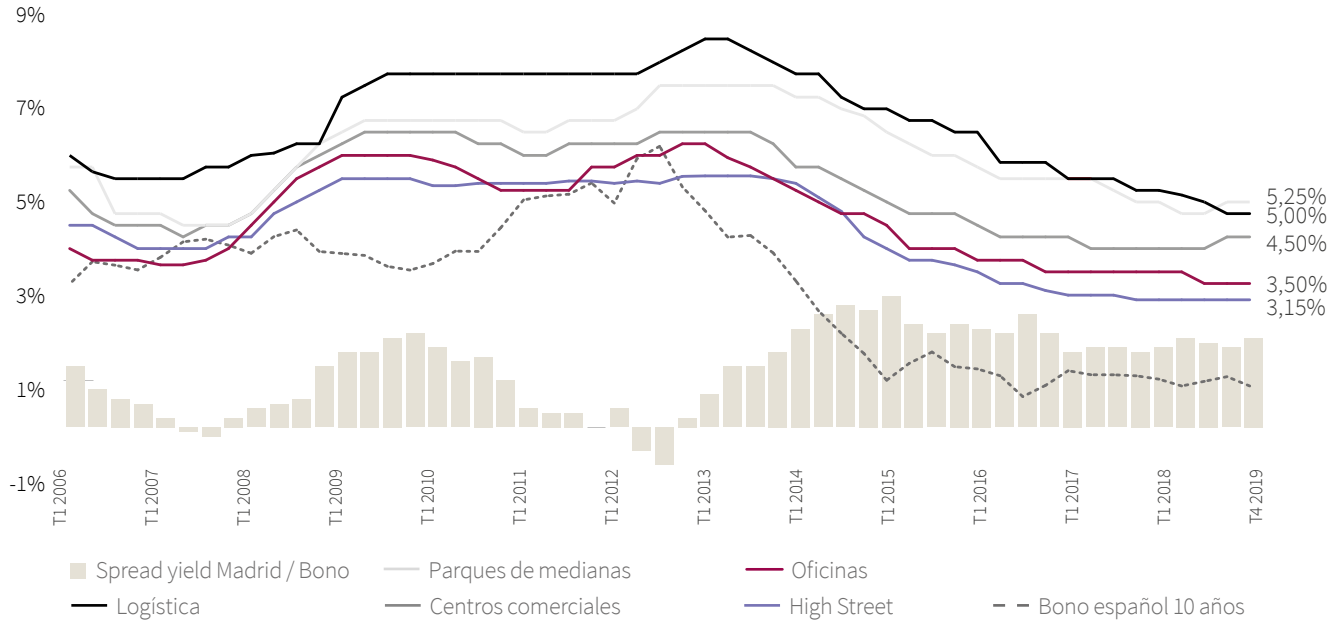
Oficinas

Durante la crisis, las yields prime en el sector de **oficinas**, alcanzaron máximos del 6,5% en 2013, año a partir del cual empieza un periodo de compresión. En los años 2014 y 2015 las rentabilidades registraron las mayores compresiones, unos 75 pbs, cada año, para moderarse en 2016 con -50 pbs y estabilizarse en 2017. Sin embargo, la reactivación de la inversión en 2018 volvió a impulsar las yields a la baja otros 25 bps hasta niveles del 3,5% en Madrid y 3,75% en Barcelona.

Asi en el periodo 2014-2018 (4T) las yields de oficinas se han comprimido 150 pbs llegando a los niveles de rentabilidad más bajos de la serie historia, si bien el spread con respecto al bono español sigue siendo positivo y se mantiene por encima de los 200 pbs.

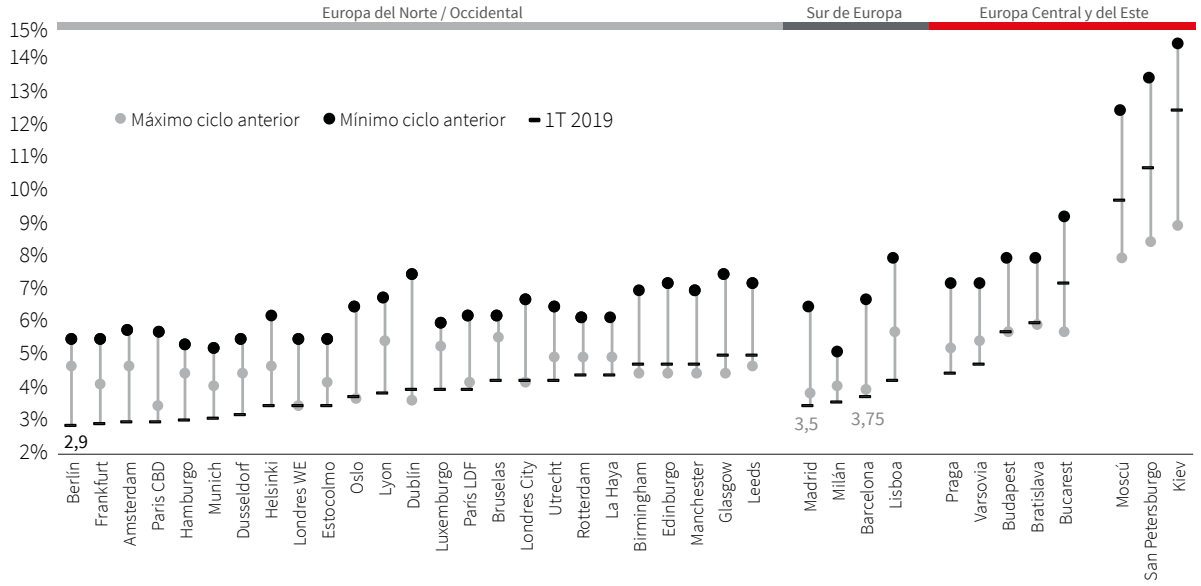
A pesar de este periodo de compresión de las rentabilidades *prime*, el sector de oficinas en España, sigue ofreciendo rentabilidades superiores a otros mercados europeos como París (3%) o Berlín (2,9%). Durante 2019 se espera que se mantengan estables y sin cambios con respecto a 2018.

Evolución de los Yields Prime (%)



Fuente: JLL 1T 2019

Comparativa europea yields prime de oficinas (%)



Fuente: JLL 1T 2019



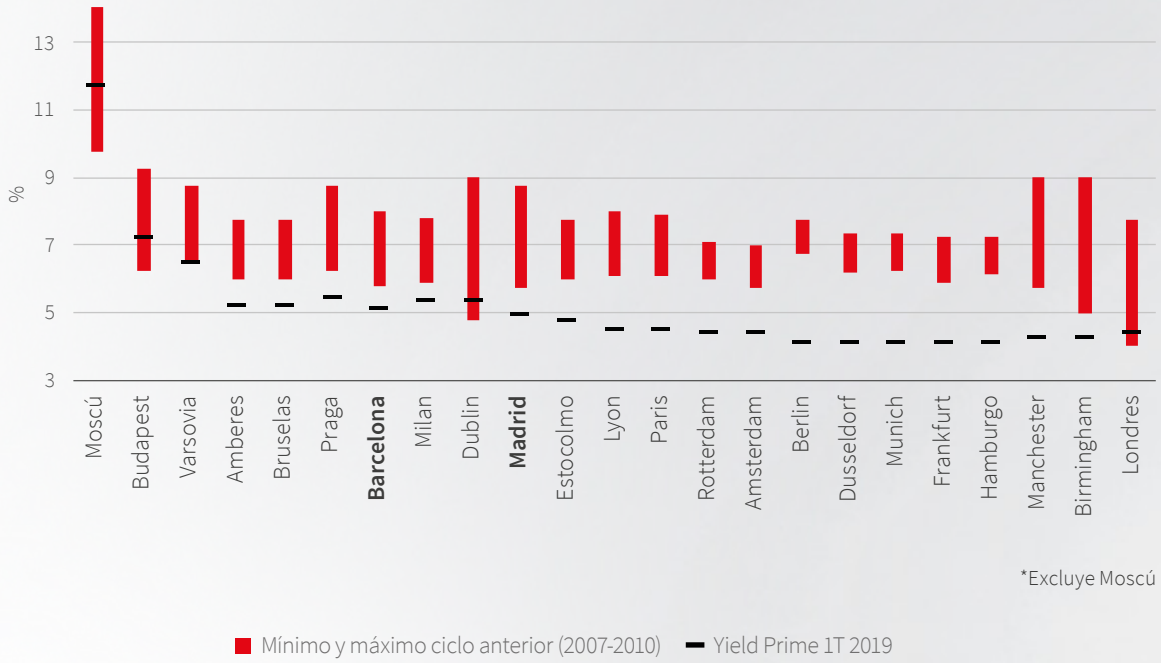
El crecimiento de las rentas y la compresión de las yields han impulsado los valores de mercado al alza, con crecimientos que sitúan a Madrid y Barcelona entre las 5 ciudades europeas con mayores revalorizaciones de activos en el periodo 2014-2018. De cara a 2019 las previsiones apuntan a que los valores seguirán creciendo (por encima del 5%) principalmente impulsados por el crecimiento de rentas.

Logística

En lo que respecta al segmento **logístico**, las yields de los activos prime llegaron durante la crisis a niveles del 8,75% en 2013. Desde entonces, no han dejado de bajar con compresiones por encima de los 50 pbs cada año. A lo largo de 2018 se han seguido comprimiendo hasta el 5,0% en Madrid y el 5,15% en Barcelona, lo que supone una compresión de 50 puntos básicos en Madrid y de 60 en Barcelona. En el periodo 2014-2018 (4T) las yields logísticas se han comprimido 225 pbs convirtiéndose en el sector que mayores compresiones ha registrado - situándose así por primera vez por debajo de las yields retail de parques de medianas – y dando lugar al punto más bajo de la serie histórica, si bien el diferencial con respecto al bono español a largo plazo sigue siendo positivo por encima de los 350 pb.

Al igual que en otros segmentos *las rentabilidades prime* de esta tipología de activos siguen siendo superiores a las de otros mercados europeos como París (4,50%), Berlín (4,10%)

Comparativa europea yields prime logísticas*



*Excluye Moscú

Mínimo y máximo ciclo anterior (2007-2010) — Yield Prime 1T 2019

Fuente: JLL 1T 2019

o Londres (3,50%), aumentando su atractivo para el inversor.

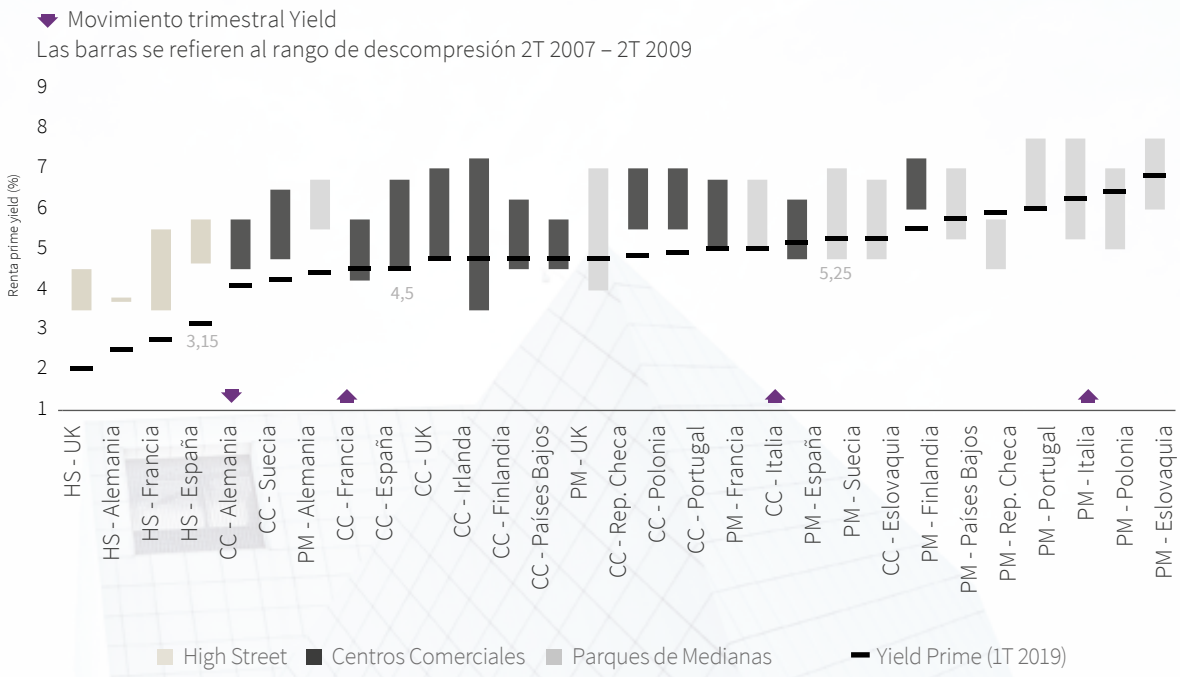
Como consecuencia de la reducción de las yields se han incrementado los valores de mercado de los activos situando a Madrid y Barcelona entre las 10 ciudades europeas con mayores crecimientos en el periodo 2014-2018. De cara a 2019 las previsiones apuntan a que los precios sigan incrementándose (más de un 4%), alzándose Madrid en el pódium de las 5 ciudades con mayores crecimientos esperados.

Retail

Las yields prime en el sector **retail**, alcanzaron en 2013 unos niveles del 7,75% en parques de medianas, 6,50% en centros comerciales y 5,80% en locales comerciales. Las yields retail empezaron a comprimirse a partir del año 2014 con compresiones por encima de los 50 pbs cada año si bien en el año 2017 la compresión en activos *retail* empezó a moderarse hasta estabilizarse en 2018. En este sentido, el resultado total del periodo 2014-2017 ha dado lugar a una disminución de 185 pbs en parques de medianas, 135 pbs en locales comerciales 125 pbs en centros comerciales, estabilizándose en el 3,15% en locales comerciales y 5,25% en parques de medianas.

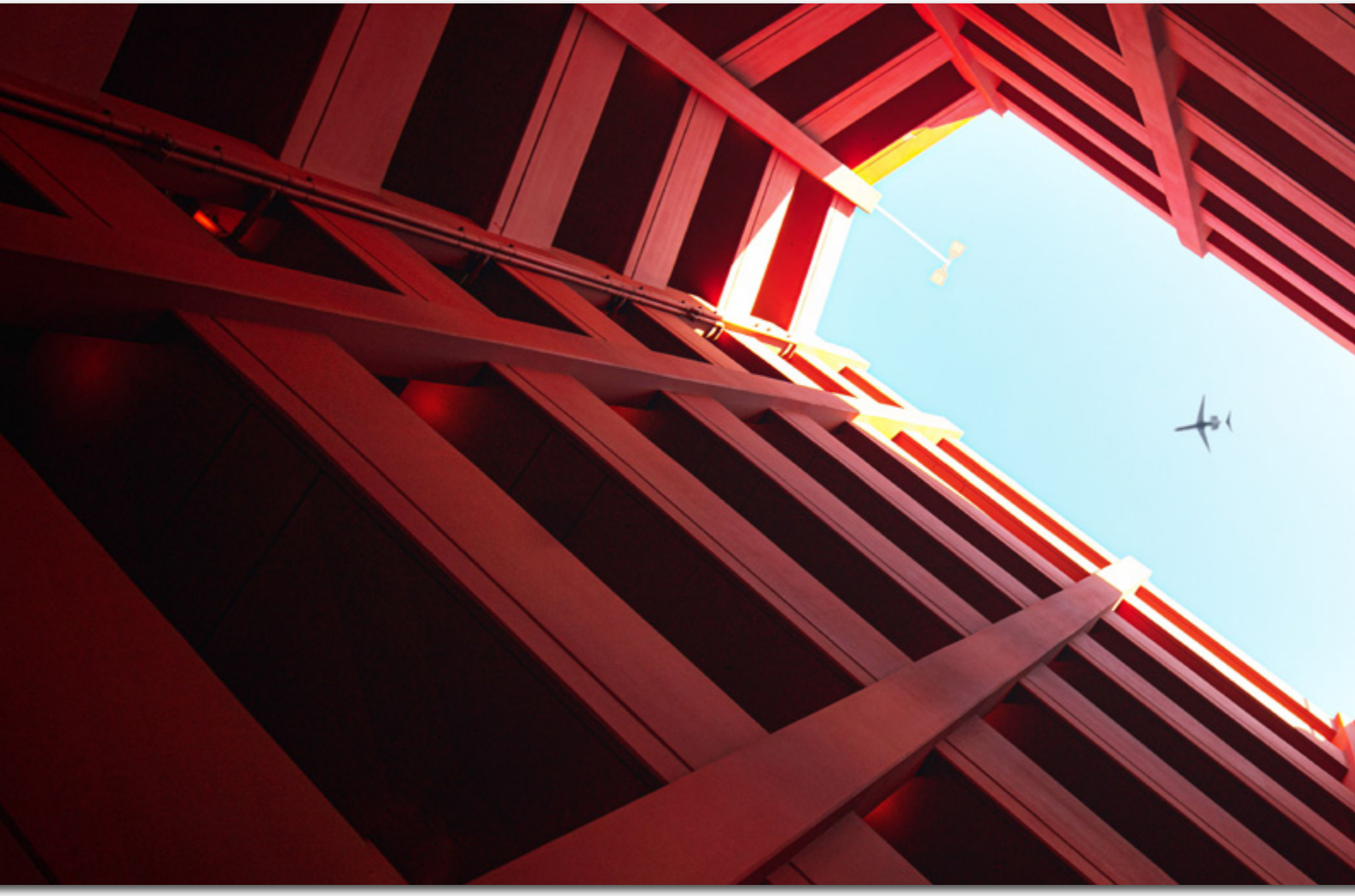
La incertidumbre que provoca una importante previsión de crecimiento del comercio electrónico frente al tradicional ha impactado de forma moderada en las rentabilidades de los centros comerciales, que han subido 25 puntos básicos a término del año 2018.

Comparativa europea Yields Prime Retail (%)



Fuente: JLL 1T 2019





Residencial

Los fundamentales económicos de la economía española han impulsado también la recuperación del sector **residencial**. La compraventa de vivienda y la actividad promotora han ido reactivándose desde el 2014, especialmente en los mayores núcleos urbanos (Madrid y Barcelona) y áreas turísticas de la costa española.

Si bien existe un fuerte arraigo por la propiedad, el mercado del alquiler ha ido ganando peso en los últimos años. El estallido de la burbuja inmobiliaria y la contracción del crédito fueron el punto de partida de este aumento del alquiler y han actuado como catalizador de su desarrollo actual.

Según datos 2017 de Eurostat, el 14,4% de los hogares españoles viven en régimen de alquiler a precios de mercado (un 22,9% si se considera todo tipo de alquileres) frente al 11,9% en 2009. A pesar de este incremento de los hogares que viven de alquiler, todavía estamos por debajo de la media europea (20% hogares en régimen de alquiler a precios de mercado) y lejos de los niveles de países como Alemania (40%). Las expectativas apuntan a que el mercado de alquiler continúe creciendo en España debido a cambios sociodemográficos, culturales y a la dificultad de acceso a la propiedad y a la financiación de jóvenes y otros colectivos con recursos más limitados.

La presión de la demanda de alquiler es cada vez mayor en un mercado donde la oferta ha estado tradicionalmente en mano de particulares siendo un mercado muy atomizado y poco profesionalizado y donde el papel de los grandes inversores ha sido hasta ahora testimonial. El aumento de la demanda, el crecimiento de las rentas y la rentabilidad ofrecida está despertando el interés de inversores y estimulando una mayor profesionalización del sector.



El mercado de inversión residencial en alquiler está experimentando una profunda transformación con el desarrollo de las SOCIMIs en los últimos años y la entrada de inversores institucionales, cambiando por completo el panorama de este mercado que está llamado a conocer un gran desarrollo en España. De hecho, puede afirmarse sin riesgo al equívoco que **estamos viviendo la creación de un mercado de alquiler profesionalizado de connotaciones similares al existente en otras ciudades europeas.** No obstante, es un mercado embrionario todavía, en la medida en que más del 95% del residencial en alquiler sigue en manos de particulares aunque este tipo de activos superó los 4.200 millones de euros de inversión en 2018 de la mano fundamentalmente de los inversores institucionales.

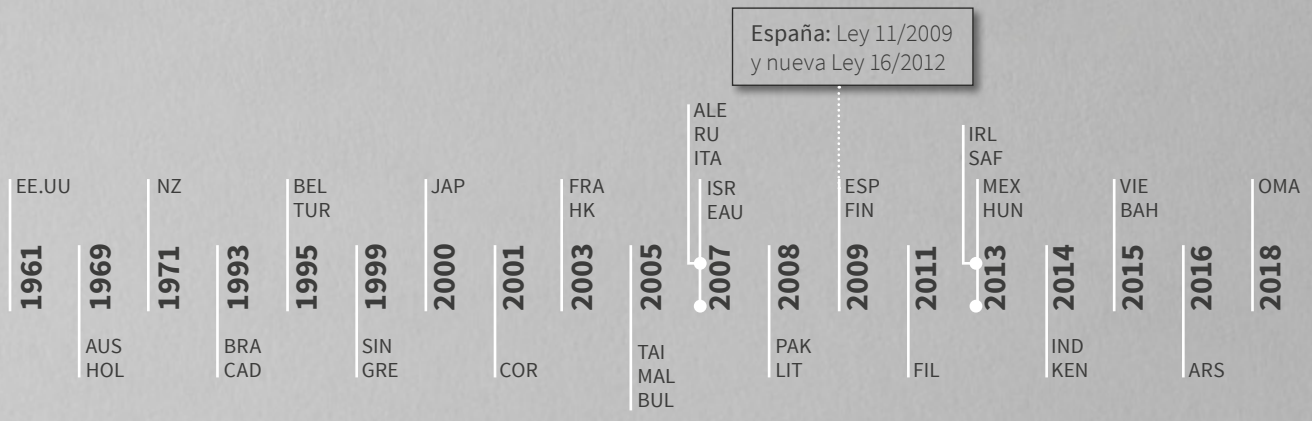
Si bien es cierto que en los últimos años la recuperación del sector inmobiliario ha venido de la mano de un ciclo macroeconómico positivo tal y como ha quedado patente en las páginas anteriores, no hay que olvidar además la importancia que para ello ha tenido la creación de los vehículos SOCIMIs, en un momento del mercado, 2009 y 2012, totalmente deprimido y donde los capitales tanto nacionales como extranjeros acudían a otros mercados para sus inversiones. La creación de la legislación de las estructuras de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria o SOCIMIs (las REITs españolas) a imagen y semejanza de las ya existentes en otros países, han ejercido un papel inicial de motor de arranque de la recuperación del sector inmobiliario para convertirse, posteriormente, en una herramienta de estabilización del sector, apostando por una inversión continua, profesional, transparente y ligada a la recepción de dividendos y rentabilidades anuales.

02. Panorama mundial de REITs cotizados. Especial referencia al mercado norteamericano y europeo



Al cierre del primer trimestre de 2019 y utilizando como fuente Nareit -Asociación Americana de REITs- son más de 35 países a lo largo de los cinco continentes los que cuentan con vehículos o estructuras de inversión específicos para el mercado inmobiliario asimilables a los Real Estate Investment Trust y cuyas características básicas se reproducen con pequeñas diferencias. En casi todos los casos son sociedades anónimas de capital especializadas en la inversión de activos inmobiliarios destinados a su arrendamiento y por lo tanto generadores de renta, con una obligación de distribución a sus inversores de gran parte los beneficios generados a través de dividendos contando como contrapartida un conjunto de bonificaciones tributarias. Gran parte de las legislaciones nacionales obligan adicionalmente a estos vehículos a cotizar en un mercado bursátil, si bien, en algunos casos como el estadounidense, se permiten estructuras de carácter privado – en contraposición al concepto de "publico" o "listado"- o incluso públicas sin necesidad de cotizar.

Nacidos en 1960 en los Estados Unidos con el objetivo de que las grandes inversiones inmobiliarias fueran también accesibles a los inversores minoristas a través de la adquisición de acciones, su desarrollo se centró con mayor intensidad en Norteamérica y posteriormente en Asia más que en Europa, donde esta figura se ha incorporado de manera más tardía y paulatina dependiendo de los países. En la actualidad todos los países miembros del G-7 (Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Reino Unido, Italia y Canadá) cuentan con esta figura de inversión especializada, así como otros muchos países de la talla de Brasil, Australia, Hong Kong, India, México, Holanda, Turquía, etc, siendo en el caso de Europa, Holanda, Bélgica y Turquía los primeros países de nuestro entorno en adoptar esta configuración.



Fuente: Nareit (National Association of Real Estate Trust)

Países y regiones
que han adoptado vehículos
asimilables a los REITs de EE.UU.

Australia - 1971
Bahrain - 2015
Bélgica - 1995
Brasil - 1993
Bulgaria - 2005
Costa Rica - 2009
Dubai - 2006
Finlandia - 2009
Grecia - 1999
Hong Kong - 2003
Hungría - 2011
India - 2014
Irlanda - 2013
Israel - 2006
Kenia - 2014
Malasia - 2005
Méjico - 2010
Países Bajos - 1969
Nueva Zelanda - 1969
Omán - 2018
Pakistán - 2008
Filipinas - 2010
Arabia Saudí - 2016
Singapur - 1999
Sudáfrica - 2013
Corea del Sur - 2001
España - 2009
Taiwán - 1969
Tailandia - 2005
Turquía - 1995
Vietnam - 2015
Portugal - 2019

Países del G7

Canadá - 1993
Francia - 2003
Alemania - 2007
Italia - 2007
Japón - 2000
Reino Unido - 2007
Estados Unidos - 1960

Países que están considerando la adopción de REITs

Argentina
Camboya
China
Ghana
Indonesia
Malta
Nigeria
Polonia
Suecia
Tanzania

Fuente: Nareit (National Association of Real Estate Trust)



Estados Unidos cuenta en la actualidad con la legislación más completa y flexible en cuanto a las características de estos vehículos en la medida en que permite tipologías muy diferenciadas, desde los Equity REITs; Mortgage REITs – vehículos que proporcionan liquidez para el mercado inmobiliario invirtiendo directamente en hipotecas residenciales y comerciales o en valores respaldados por este tipo de hipotecas como RMBS y CMBS-; PNLRs (Public non-listed REITS) vehículos sujetos a las mismas obligaciones y derechos que los REITs pero sin necesidad de cotizar en el mercado aunque si con las obligaciones de transparencia propias de éste al estar registrados en la SEC; hasta los Private REITs, no cotizados ni registrados a disposición de inversores acreditados. En cualquiera de los casos y con independencia de las diferentes legislaciones nacionales que los soportan, son fundamentalmente cuatro las características buscadas en este tipo de vehículos: liquidez, transparencia, diversificación y obtención de dividendos regulares.

El contexto tributario de los REITs es similar en todos los países basándose en la obligación de reparto de un porcentaje elevado de los beneficios anuales de las rentas obtenidas en formato de dividendo que oscila entre el 75% y el 90%. En el caso de los países desarrollados de nuestro entorno sólo las estructuras domiciliadas en Luxemburgo -SIF, Spezialized Investment Found- no tienen una obligación de distribución de los beneficios ni de cotización. Asimismo, de forma generalizada hay una exención en la tributación de los beneficios o, en algunos casos, de las rentas procedentes de alquileres. En algún caso particular (Sudáfrica) tributan las rentas no distribuidas.

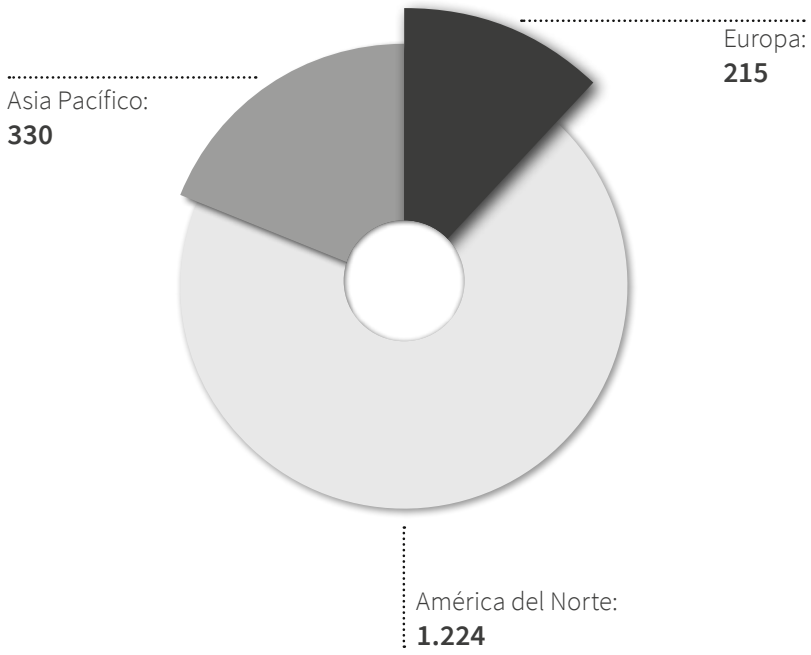
En cuanto a los inversores, de forma generalizada, los beneficios distribuidos tributan de acuerdo con las características del inversor, sea persona física o jurídica, una vez que los ha recibido de acuerdo con la legislación fiscal de cada país.

El valor total o capitalización bursátil de los REITs cotizados en todo el mundo ascendía a 1.851 miles de millones de dólares al cierre del primer trimestre de 2019, según datos de la EPRA. Los REITs de mercados desarrollados de América, Asia y Europa tenían un valor bursátil de 1.769 miles de millones de dólares, y 90 miles de millones de dólares era el valor de los REITs cotizados en mercados emergentes.

Dentro del conjunto de mercados desarrollados, destaca el peso de los REITs en países de América del Norte con un 70% del valor bursátil total, seguido de Asia Pacífico con el 19%. Europa representa un 12%.

Capitalización Bursátil de los REITs cotizados en países desarrollados

Datos en miles de millones de dólares al cierre de Marzo 2019



Fuente: EPRA

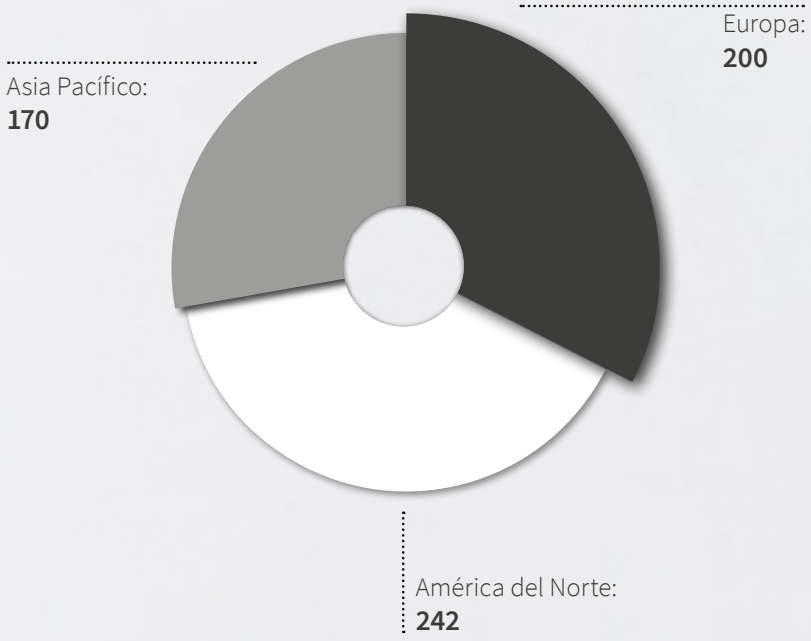


En número de compañías cotizadas en el mismo ámbito de los mercados desarrollados se contabilizan 612 compañías, 200 de ellas en Europa, 242 en América del Norte y 170 en el área de Asia-Pacífico. Poniendo en relación el número de compañías con su valor bursátil por áreas económica se aprecia el reducido tamaño de los REITs europeos en comparación con los de América del Norte y en menor medida Asia-Pacífico. En los mercados emergentes, es destacable el número de REITs en América Latina, en particular en Brasil y México al contar con 36 compañías valoradas en más de 19.000 millones de dólares.

En la Eurozona el número de REITs al cierre del primer trimestre de 2019 alcanzaba las 141 compañías con un valor de mercado de 140.000 millones de euros. España aporta la mitad de las compañías (72) pero sólo el 19% del valor bursátil en el ámbito de la zona Euro.

Nº de REITs cotizados en países desarrollados

Datos en nº al cierre de Marzo 2019



Fuente: EPRA

Los REITs en las Bolsas mundiales y en sus índices

El sector Inmobiliario (Real Estate) ha ganado peso en términos de capitalización y protagonismo en las Bolsas mundiales en los últimos años. Desde agosto de 2016 es uno de los siete grandes sectores (Industry Group) dentro de la clasificación bursátil denominada Global Industry Classification Standard (GICS). Hasta ese momento era un Subsector que formaba parte del Sector Financiero. La clasificación GICS es la utilizada para construir las principales referencias bursátiles globales entre las que destacan los índices mundiales MSCI o los índices FTSE.

Dentro de los Índices MSCI, el Sector Real Estate cuenta con dos subsectores: Real Estate Investment Trusts (REIT) y Real Estate Management and Development. La capitalización total de las empresas del sector Real Estate incluidas en el Índice Mundial de MSCI es de 1.550 millones de dólares y su peso en el Indice es del 3,3%, al nivel del sector de Servicios Públicos (Utilities). Los REITs representan un 67% del sector Inmobiliario (Real Estate) al cierre de marzo 2018. Dentro del Subsector de los REITs se encuentran los siguientes subsectores: Diversified Reits, Industrial Reits, Hotel & Resort Reits, Office Reits, Health Care Reits, Residential Reits, Retail Reits, Specialized Reits.

Índices Bursátiles Mundiales MSCI. Peso de los subsectores dentro del sector inmobiliario

Real Estate Industry Sector. Datos en millones de dólares al cierre de Marzo 2019

Real Estate Management & Development
509.850



Real Estate Investment Trusts (REITS):
1.040.801

Los Índices FTSE también cuentan con un indicador de la evolución bursátil del sector inmobiliario global (**FTSE EPRA/Nareit Global Real Estate Index Series**) y, dentro de este indicador, los REITs tienen un peso del 79% en términos de capitalización de mercado.

Fuente: MSCI

38

En la actualidad, 38 países han promulgado legislación sobre REITs.

480

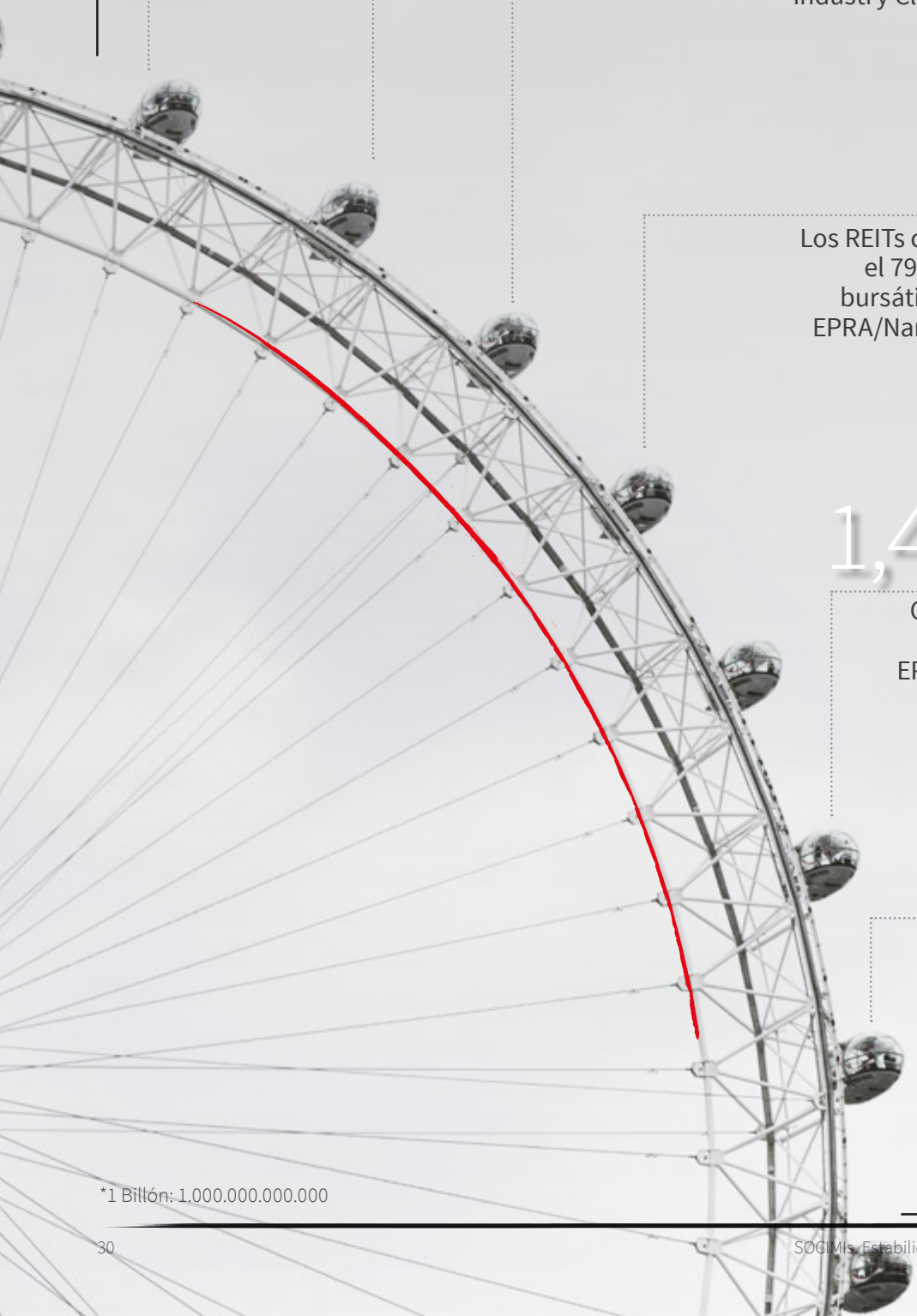
Número de compañías inmobiliarias cotizadas incluidas en el índice FTSE EPRA/Nareit Global Real Estate.

98%

Los REITs representan el 98% del peso del sector inmobiliario en el Global Industry Classification Standard.

79%

Los REITs cotizados representan el 79% de la capitalización bursátil total del índice FTSE EPRA/Nareit Global Real Estate Developed Market.



1,4 billones* de $

Capitalización bursátil total del índice FTSE EPRA/Nareit Developed Real Estate.

52%

Porcentaje de la capitalización bursátil total representanda por entidades no estadounidenses del índice FTSE EPRA/ Nareit Global Real Estate.

*1 Billón: 1.000.000.000.000

Fuente: Nareit

La Bolsa española cuenta desde el inicio de 2019 con un sector Servicios Inmobiliarios no encuadrado en el sector financiero que a su vez se divide en dos subsectores: Inmobiliarias y SOCIMI. El peso del subsector SOCIMI en el Índice General de la Bolsa de Madrid triplica el de las empresas inmobiliarias.

El mercado de REITs en los Estados Unidos

La industria de los REITs en Norteamérica ha ido experimentando un crecimiento continuo en términos de valor y número de vehículos cotizados durante los últimos 50 años, hasta alcanzar una capitalización bursátil superior a 1 billón* de dólares norteamericanos en los primeros meses de 2019.

La actividad bursátil y financiera de los REITs norteamericanos es muy relevante. Las 226 compañías cotizadas incluidas en el Índice FTSE Nareit All REITs Index alcanzan el billón* de dólares de capitalización de mercado y repartieron dividendos por valor de 57.500 millones de euros en 2017. Los activos brutos en propiedad de todos los REITs norteamericanos (cotizados y no cotizados) en 2018 tenían un valor aproximado de 3 billones* de dólares, de los cuales 2 billones* son de REITs cotizados en la Bolsa norteamericana.

Adicionalmente, en 2018 captaron en conjunto más de 47.000 millones de euros a través de ofertas públicas de suscripción de acciones en la Bolsa norteamericana. Actualmente, 31 REITs forman parte del principal índice amplio de la Bolsa norteamericana, el S&P 500.

Fuente: Nareit

1 billón de $

Capitalización bursátil total del índice FTSE Nareit All REITs, incluidos REITs de deuda hipotecaria (mREITs).

58.000 millones de $

Las actividades de los REITs distribuyeron dividendos por valor de 57.500 millones de USD en 2017.

226 REITs

Forman parte del índice FTSE Nareit All REITs.

31 REITs

31 REITs forman parte del índice S&P 500.

47.000 millones de $

Los REITs captaron 47.000 millones de USD a través de ofertas públicas de suscripción de acciones en 2018.

3 billones* de $

Se estima que los activos brutos en propiedad de todos los REITs tienen un valor aproximado de 3.000 millones de USD, de los que 2.000 millones de USD corresponden a REITs cotizados.

*1 Billón: 1.000.000.000.000

De acuerdo con datos de la National Association of Real Estate Trust (Nareit) los REITs norteamericanos son propietarios y gestionan activos inmobiliarios en sectores como el comercial o retail, residencial, infraestructura, cuidados y salud , oficinas, industrial, centros de datos, almacenamiento, alojamiento, superficies forestales, y otros usos.

En términos de rentabilidad bursátil, en 16 de los últimos 25 años hasta 2018, el índice FTSE Nareit All Equity REITs Index ha batido la rentabilidad del S&P 500 y su rentabilidad media total anualizada ha sido del 9,9% en el último cuarto de siglo.

La rentabilidad por dividendo actual de los REITs norteamericanos cotizados es del 4,8%, más del doble de la del índice S&P 500 (2,2%).

16 de 25

El índice FTSE Nareit All Equity REITs ha batido al S&P 500 en 16 de los últimos 25 años.

9,9%

Rentabilidad total anualizada de los últimos 25 años del índice FTSE Nareit All Equity REITs.

Entre el 5% y el 15%

Numerosos estudios han revelado que la asignación de cartera óptima a REITs podría oscilar entre el 5% y el 15%.

4,8%

El índice FTSE Nareit All Equity REITs ofrece una rentabilidad por dividendo del 4,8%, más del doble de la del S&P 500 (2,2%).

80%

El 80% de los asesores de inversión acreditados recomienda activos REITs a sus clientes.

12 sectores

Los REITs son propietarios y gestionan activos inmobiliarios en sectores como el comercial o retail, residencial, infraestructura, cuidados y salud, oficinas, industrial, centros de datos, almacenamiento, alojamiento y superficies forestales, entre otros.

Fuente: Nareit



Rentabilidad Total REITs Cotizados en EEUU (%)

FTSE Nareit All REITs - Index Total Return

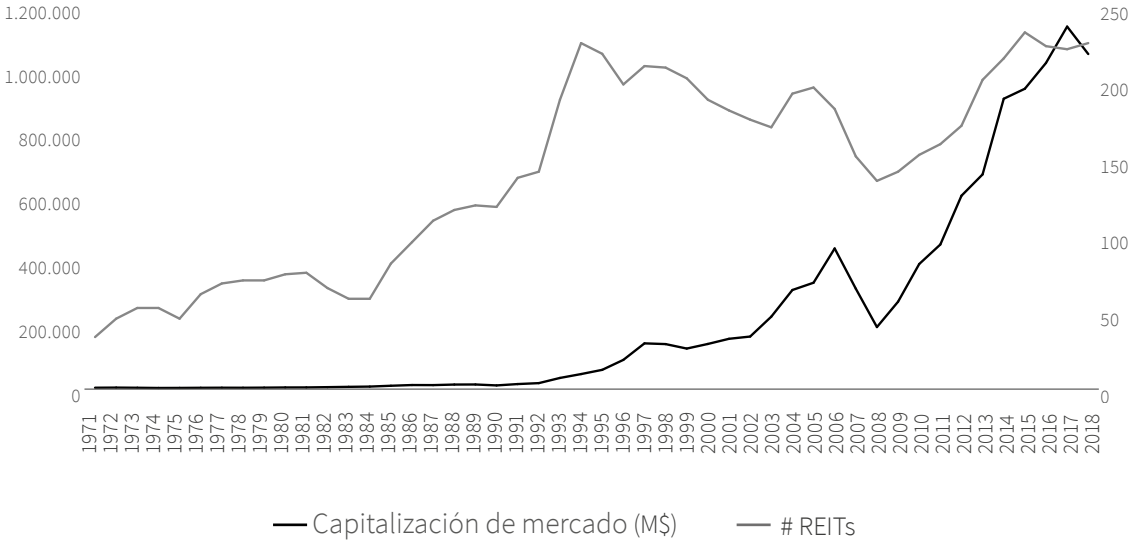


Fuente: Nareit

En las tablas y gráficos siguientes se recogen los principales datos de los REITs norteamericanos cotizados por segmento de actividad así como su tamaño medio y flujos de negocio.

Evolución REIT (Cotizados): Capitalización de mercado y Número de REITs (M$)

Datos en millones de dólares



Fuente: Nareit

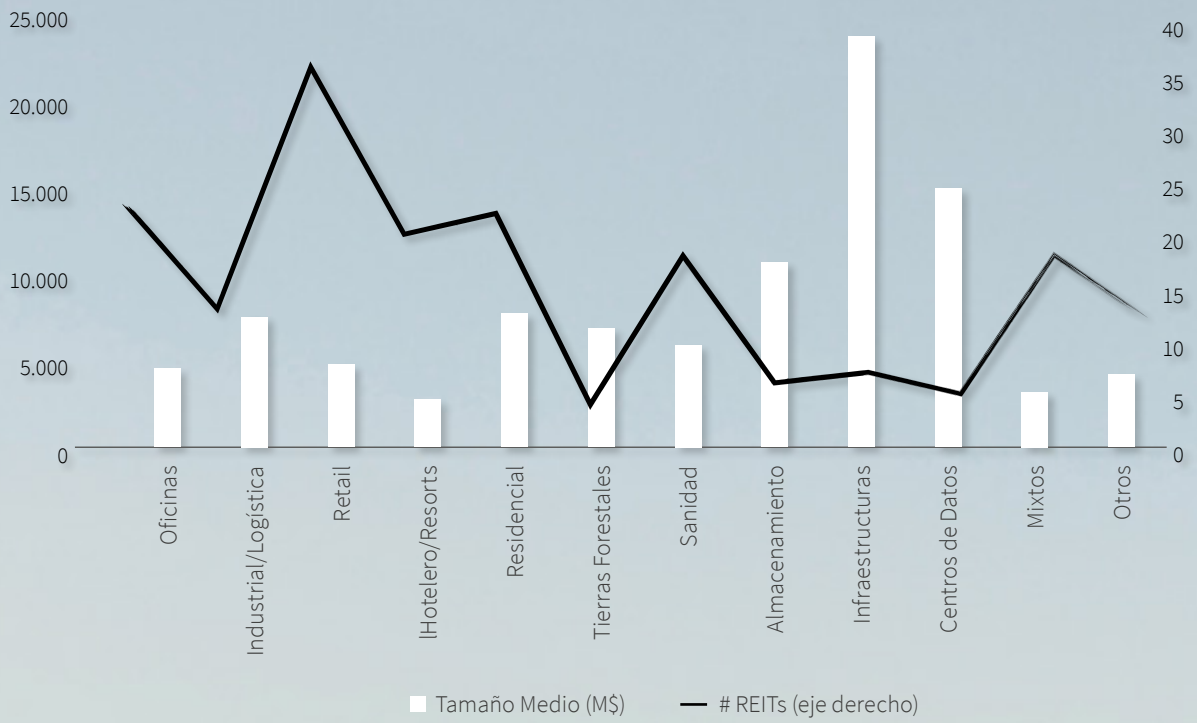
Rentabilidades anuales REITs (1994-2018) por segmentos

	Oficinas	Industrial/Logística	Retail	Residencial	Mixtos	Sanidad	Hotelero/Resorts	Almacenamiento	Tierras Forestales	Infraestructuras	Centros de Datos	Otros	Hipotecarios
1994	2,86	18,66	2,98	2,31	-6,04	4,12	-8,89	8,90					-24,30
1995	38,79	16,21	5,10	11,99	21,16	24,88	30,79	34,40					63,42
1996	51,82	37,22	34,61	29,46	33,96	20,40	49,19	42,85					50,86
1997	29,01	19,02	16,95	16,31	21,67	15,76	30,09	3,41					3,82
1998	-17,35	-11,74	-4,74	-8,11	-22,11	-17,45	-52,83	-7,20					-29,22
1999	4,26	3,90	-11,77	9,48	-14,41	-24,83	-16,14	-8,03					-33,22
2000	35,45	28,62	17,97	34,30	24,10	25,84	45,77	14,69					15,96
2001	6,65	7,42	30,41	9,04	12,52	51,86	-8,63	43,24					77,35
2002	-6,29	17,32	21,07	-5,99	4,24	4,82	-1,49	0,56					31,08
2003	34,01	33,13	46,77	25,90	40,25	53,59	31,69	38,14					57,39
2004	23,28	34,10	40,23	32,71	32,41	20,96	32,70	29,70					18,43
2005	13,11	15,41	11,80	13,69	9,87	1,79	9,76	26,55					-23,19
2006	45,22	28,92	29,02	38,93	38,03	44,55	28,16	40,94					19,32
2007	-18,96	0,38	-15,77	-25,21	-22,29	2,13	-22,37	-24,82					-42,35
2008	-41,07	-67,47	-48,36	-24,89	-28,25	-11,98	-59,67	5,05					-31,31
2009	35,55	12,17	27,17	30,82	17,02	24,62	67,19	8,37					24,63
2010	18,41	18,89	33,41	46,01	23,75	19,20	42,77	29,29					22,60
2011	-0,76	-5,16	12,20	15,37	2,82	13,63	-14,31	35,22	7,65				-2,42
2012	14,15	31,28	26,74	6,94	12,20	20,35	12,53	19,94	37,05	29,91			19,89
2013	5,57	7,40	1,86	-5,36	4,33	-7,06	27,18	9,49	7,86	4,80			-1,96
2014	25,86	21,00	27,62	40,04	27,18	33,32	32,50	31,44	8,57	20,15			17,88
2015	0,29	2,64	4,56	17,07	-0,49	-7,25	-24,42	40,65	-6,97	3,74	1,54	1,69	-8,88
2016	13,17	30,72	0,95	4,54	10,27	6,41	24,34	-8,14	8,28	10,04	26,41	19,95	22,85
2017	5,25	20,58	-4,77	6,63	-0,10	0,87	7,16	3,74	21,92	35,38	28,43	13,22	19,79
2018	-14,50	-2,51	-4,96	3,09	-12,52	7,58	-12,82	2,94	-31,96	6,99	-14,11	-6,68	-2,52

Fuente: Nareit

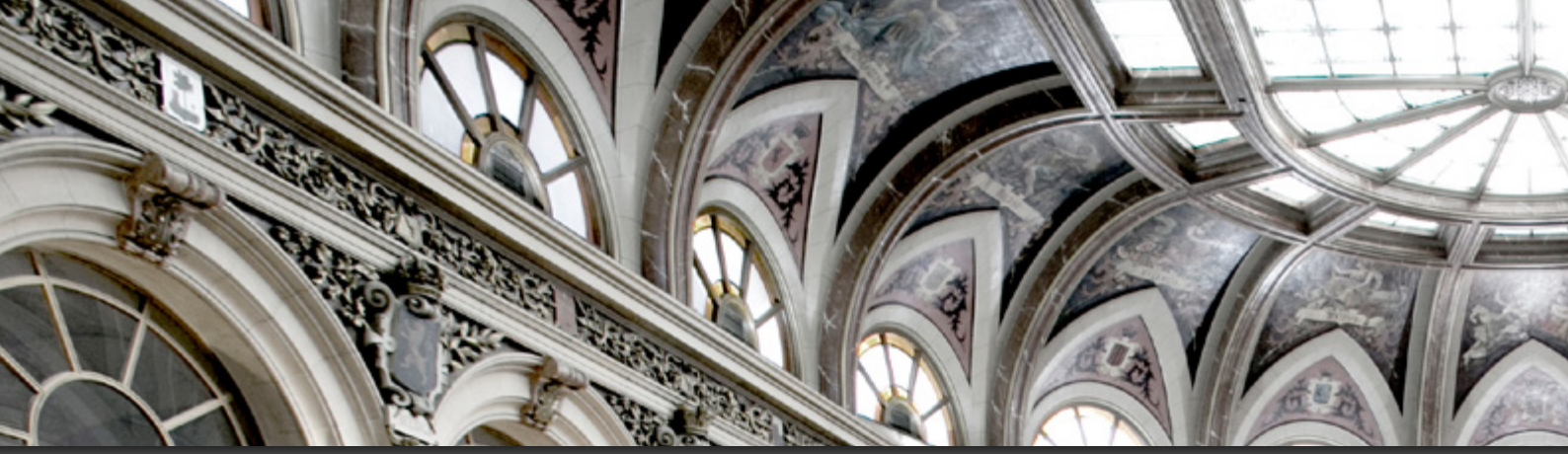
REITs EEUU Cotizados (#) y Tamaño Medio Individual (M$). 2018

Datos en millones de dólares

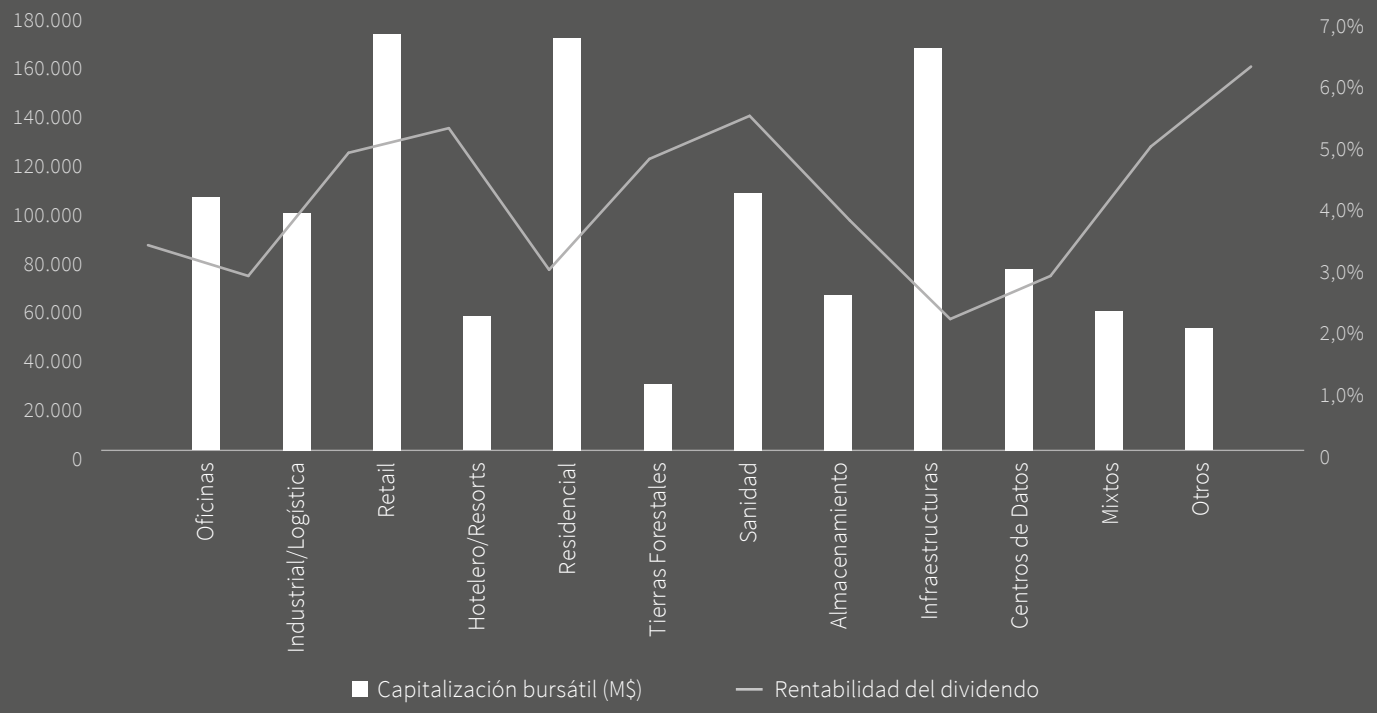


Fuente: Nareit y elaboración propia





Capitalización bursátil y rentabilidad por dividendos. 2018



Fuente: Nareit y elaboración propia

Evolución Rentabilidad REITs por segmentos

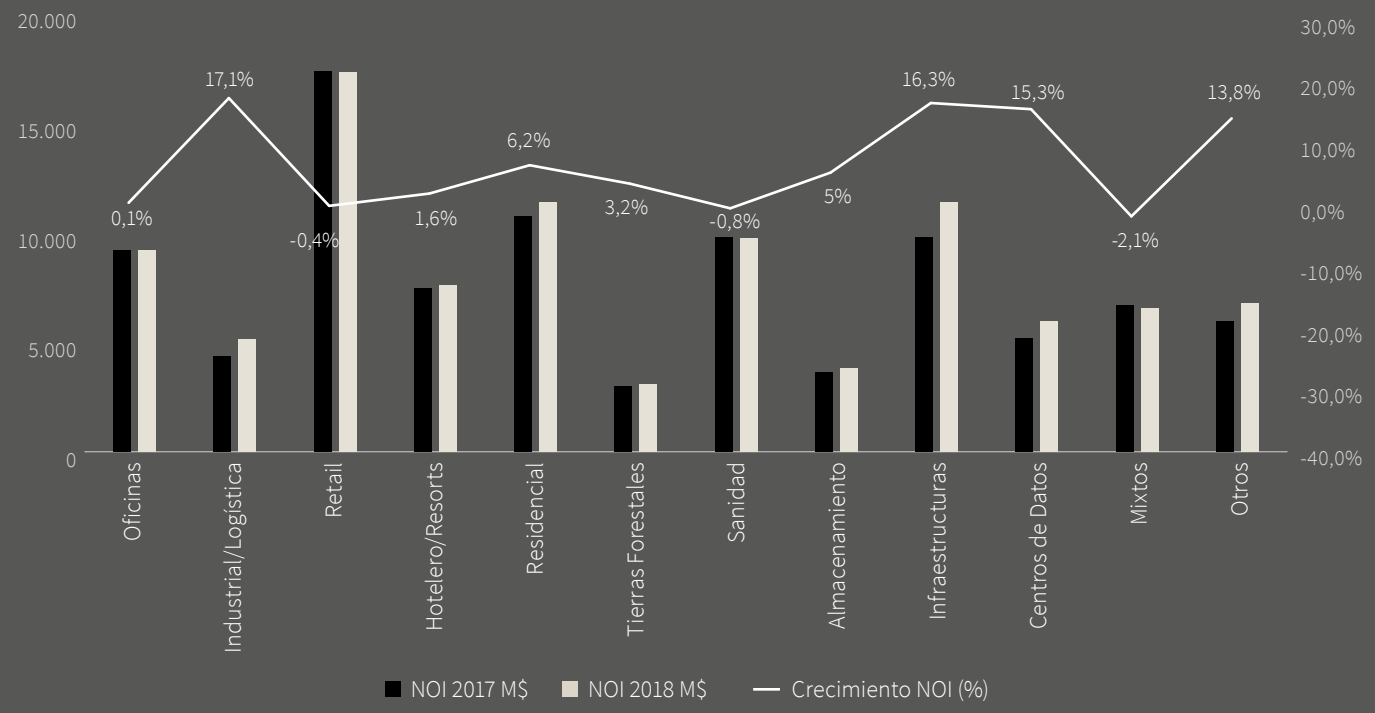


Fuente: Nareit y elaboración propia



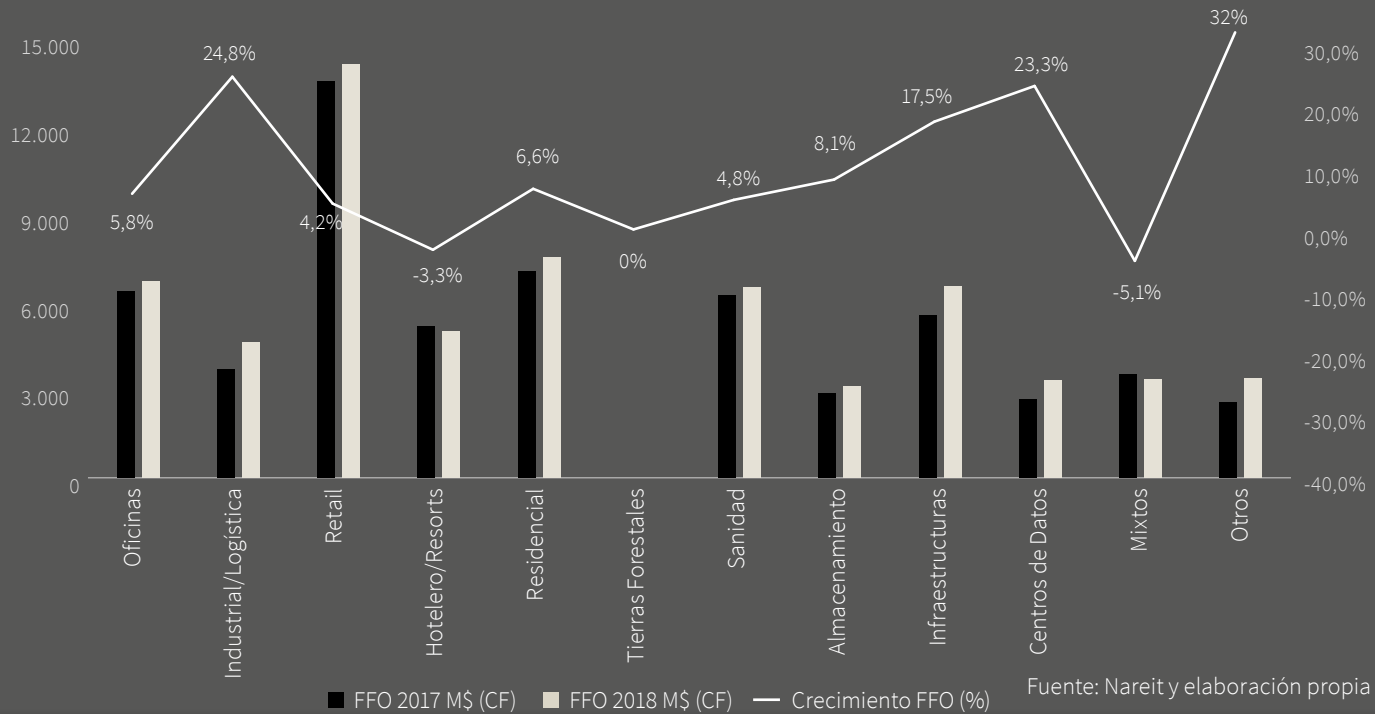


Net Operating Income 2017 - 2018 (M$) y crecimiento anual (%)



Fuente: Nareit y elaboración propia

Fund from operations (FFO) 2017 - 2018 (M$) y crecimiento anual (%)



Fuente: Nareit y elaboración propia



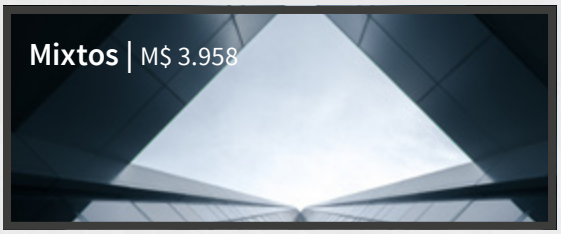
Dividendos
Pagados (M$)



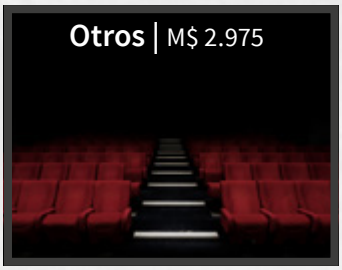




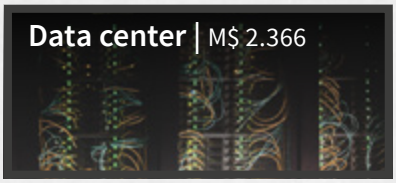






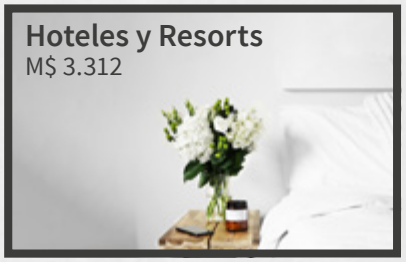












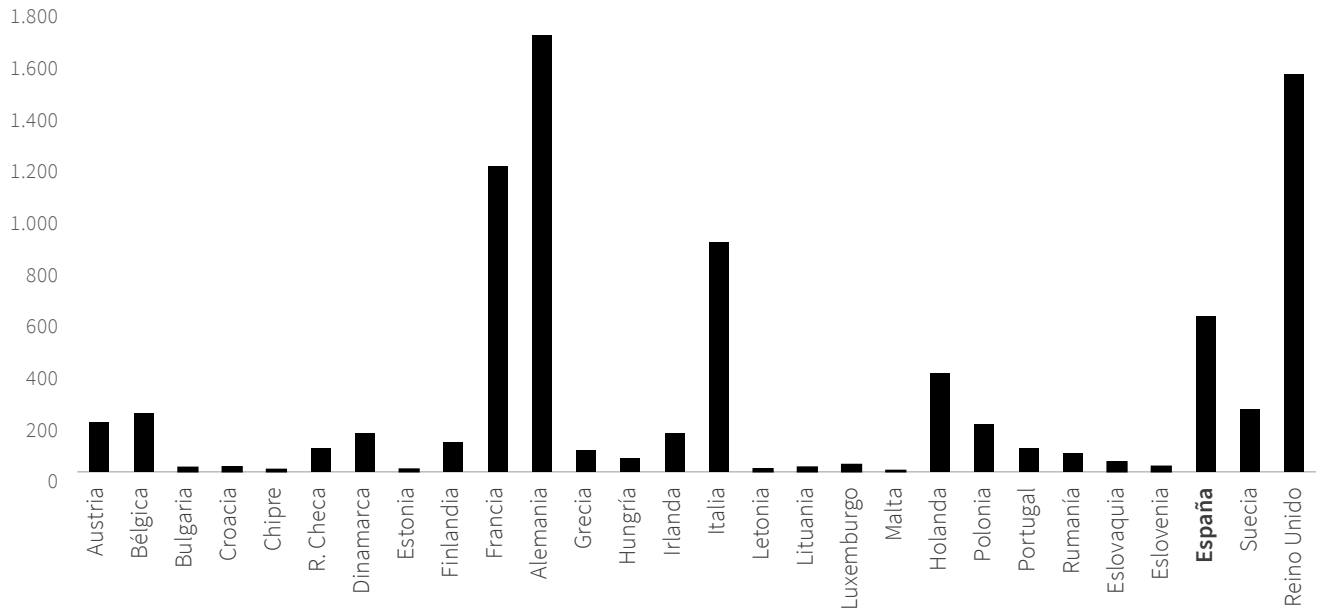
El mercado de REITs en Europa

Siguiendo la estela de los mercados norteamericanos, la figura de los REITs se consolida a buen ritmo como parte relevante del mercado inmobiliarios. Según la principal asociación europea del sector inmobiliario EPRA (European Public Real Estate Association) el valor total estimado de las empresas promotoras, patrimonialistas y comercializadoras del sector inmobiliario (Commercial Real Estate) ascendía en la Unión Europea en diciembre de 2018 a 8.100 millones de dólares de los que 448.900 millones corresponden a 528 empresas inmobiliarias cotizadas.

De esta cuantía, 217.100 millones de dólares se vehiculiza a través de la figura de REITs, contando los países de la Unión con 228 vehículos REITs operando en Europa. Reino Unido, Francia, Holanda, Bélgica y Alemania concentran el 84% del valor de mercado de los REITs europeos pero sólo el 50% del número de vehículos.

Commercial RE ('000 M$). Unión Europea. Diciembre 2018

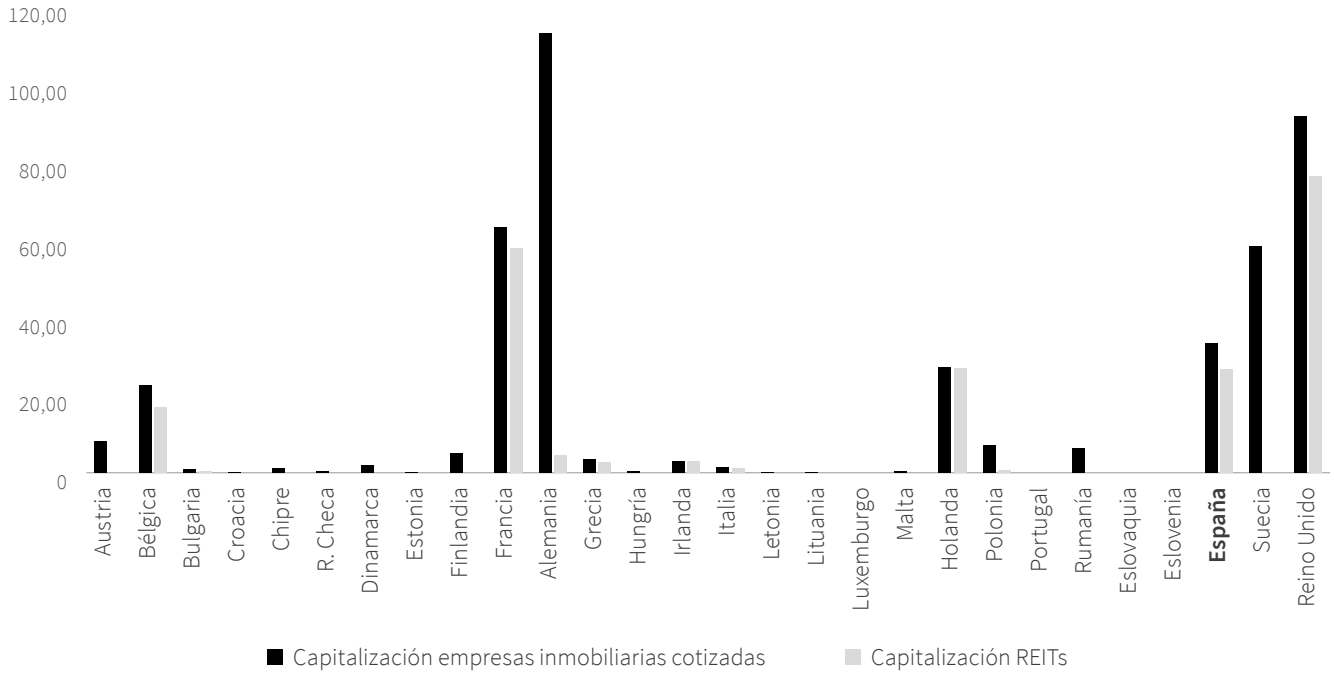
Datos en miles de millones de dólares



Fuente: EPRA y elaboración propia

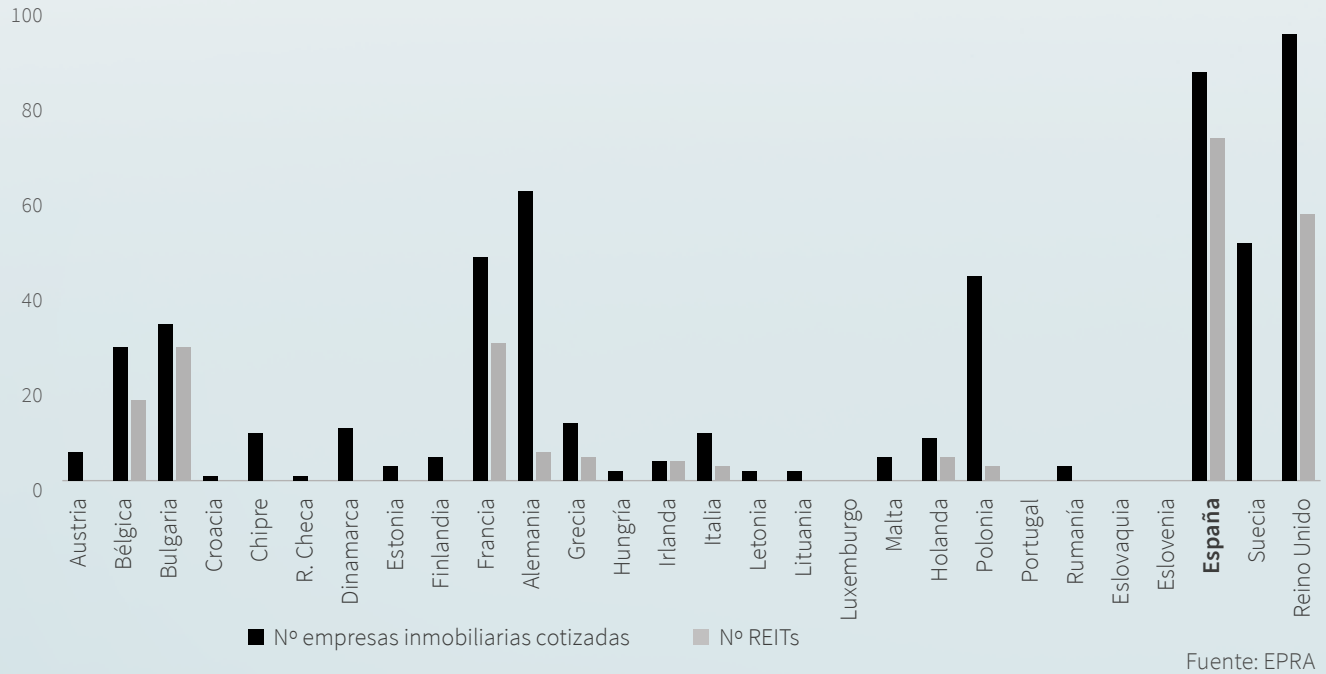
Capitalización bursátil empresas inmobiliarias y REITs por países ('000 M$)

Datos en miles de millones de dólares



Fuente: EPRA y elaboración propia

Número de empresas cotizadas y REITs



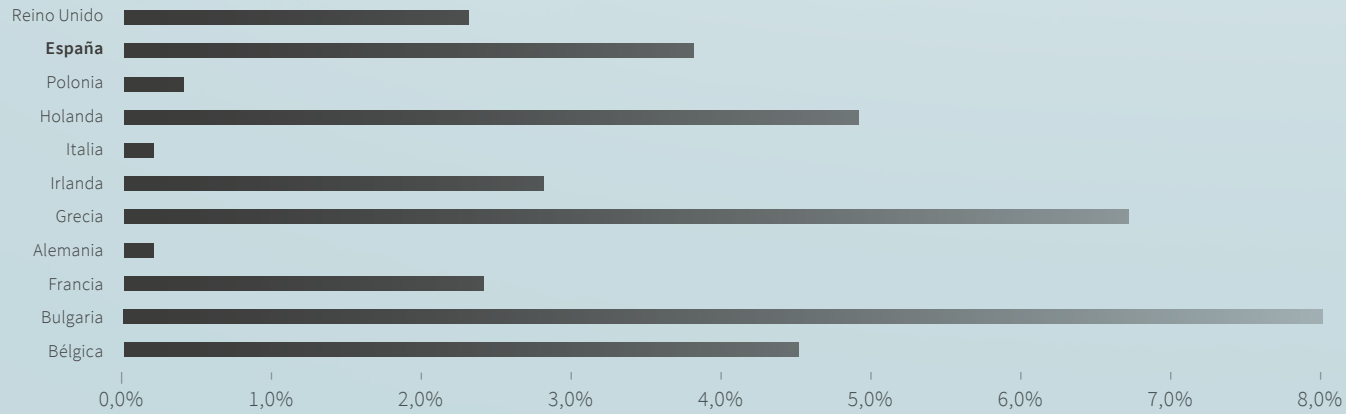
Fuente: EPRA

España incorpora, a efectos de la estadística de EPRA de cierre de 2018, 72 vehículos REITs (31%) con una capitalización de 26.700 millones de dólares con un tamaño medio por vehículo de un tercio de tamaño medio europeo.

El mercado español de SOCIMIs supone, en términos de capitalización, un 3,8% del total del mercado bursátil doméstico por debajo de países como Holanda, Bélgica o Grecia, pero por encima del Reino Unido, Francia o Irlanda.

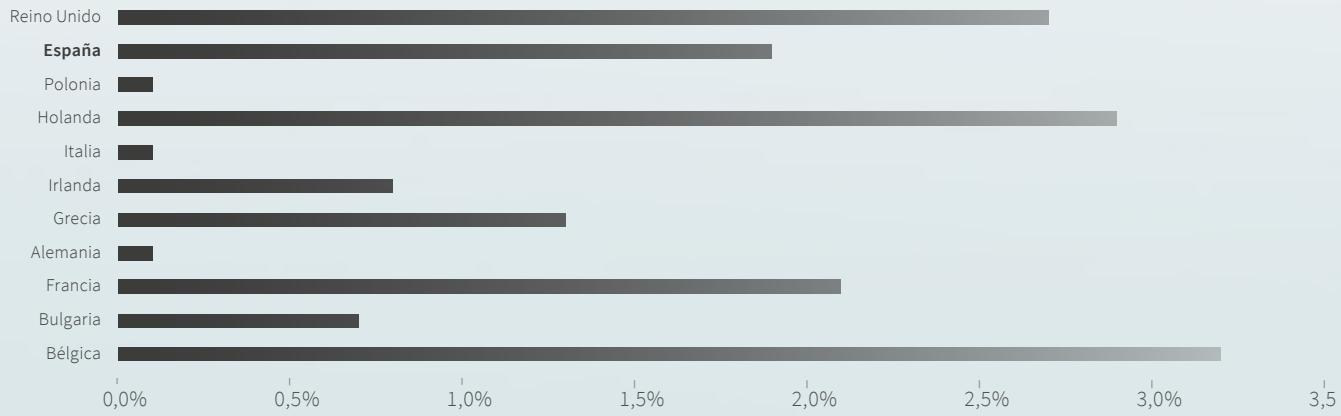
En términos del peso del valor de los REITs de cada uno de los países sobre el correspondiente Producto Interior Bruto, España se coloca en el nivel medio con un 1,9% en marzo de 2019, sensiblemente inferior a países con una mayor experiencia y desarrollo de estos vehículos inmobiliarios como Reino Unido (2,7%), Holanda (2,9%) o Bélgica (3,2%). Conclusiones similares se obtienen si la comparación se realiza sobre el peso de los REITs en el negocio de Commercial Real Estate, donde los mismos países anteriores obtienen porcentajes muy altos de la actividad del negocio inmobiliario vehiculizado a través de estas estructuras.

Capitalización REITs / Total Capitalización Mercado Bursátil (%)*



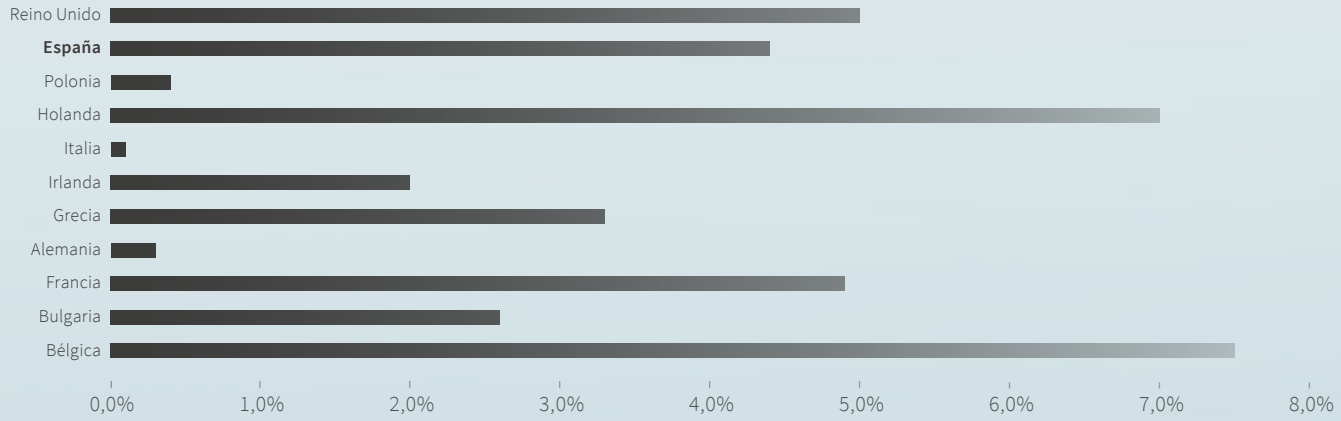
Fuente: EPRA

Capitalización REITs / Producto Interior Bruto (%)*



Fuente: EPRA y elaboración propia

Capitalización REITs / Commercial RE (%)*



Fuente: EPRA y elaboración propia

*Países sin REITs: Suecia, Eslovenia, Eslovaquia, Rumanía, Portugal, Malta, Luxemburgo, Lituania, Letonia, Hungría, Finlandia, Estonia, Dinamarca, R. Checa, Chipre, Croacia y Austria.

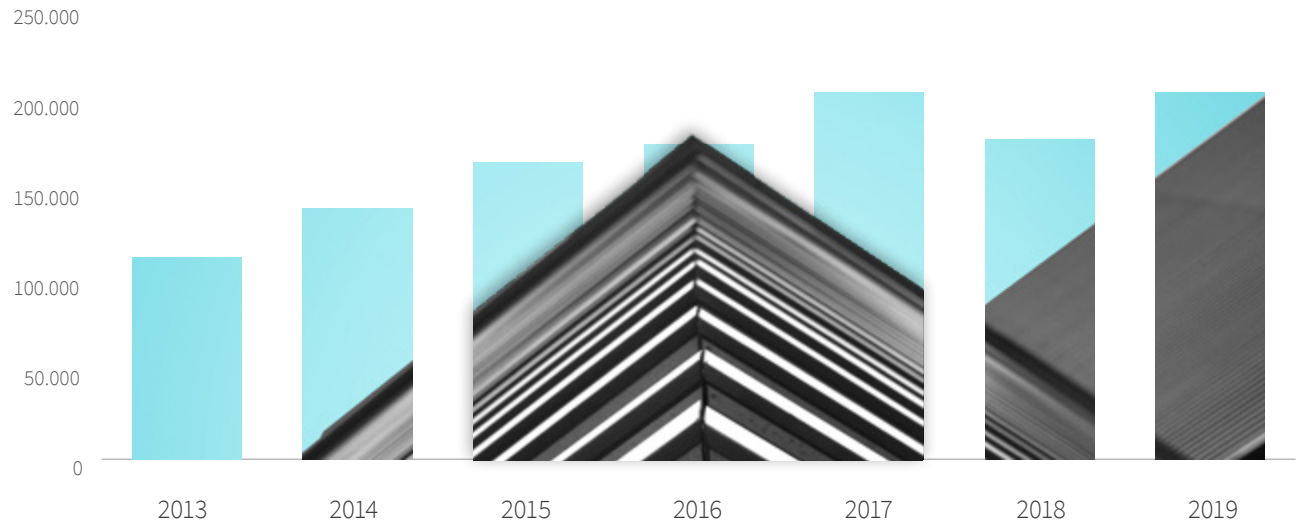


La capitalización de las empresas REITs europeas en los últimos años ha seguido una senda ascendente desde el 2013 con un crecimiento medio anual acumulativo (TACC) del 11%.

Por tipología de activos en los que invierten, la categoría de REIT más relevante a nivel global europeo es la que encuadra a los vehículos de inversión diversificada, seguidos, a bastante diferencia, por los REITs especializados en la adquisición de Oficinas, acumulando entre ambas un 70% del mercado.

La evolución de la rentabilidad de las

Capitalizacin Mercado Europeo (M€)



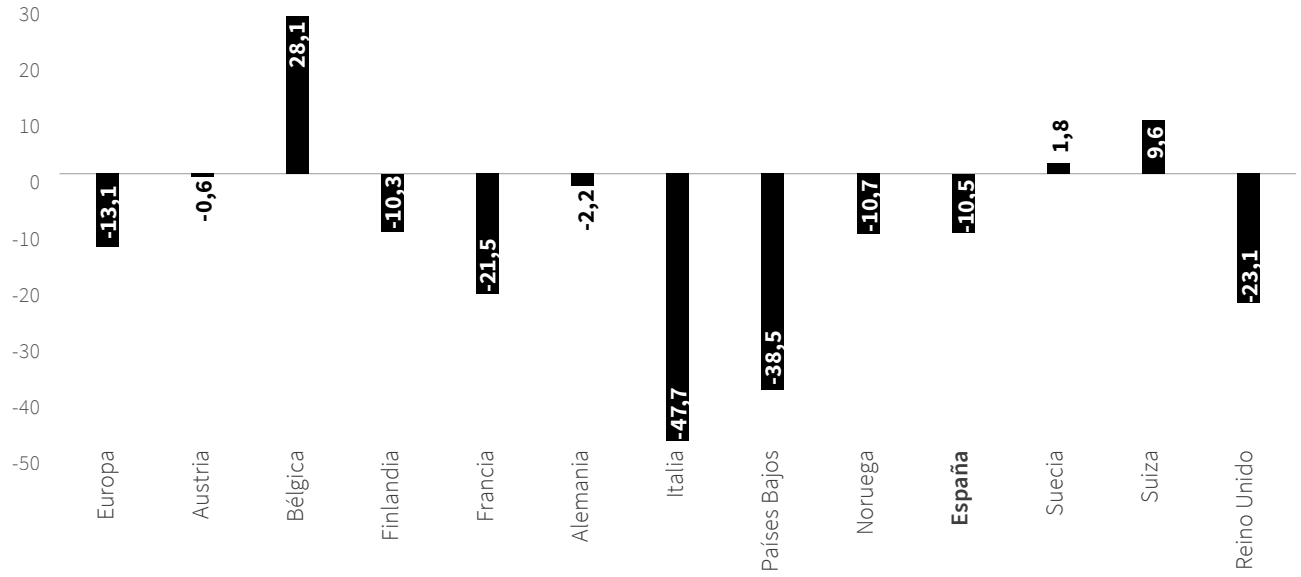
Fuente: Bloomberg & JLL

Países	Commercial RE ('000 M$)	Capitalización Empresas inmobiliarias cotizadas ('000 M$)	Capitalización REITs ('000 M$)	Número de REITs	Capitalización Total del Mercado Bursátil ('000 M$)	Capitalización REITs / Total Capitalización Mercado Bursátil (%)	Capitalización REITs / GDP (%)	Capitalización REITs / Commercial RE (%)
	dic-18	**mar-19**	**mar-19**	**mar-19**	**mar-19**	**mar-19**	**mar-19**	**mar-19**
Austria	191,42	8,18			133,19			
Bélgica	225,72	22,54	16,94	17	373,07	4,5%	3,2%	7,5%
Bulgaria	17,75	0,95	0,46	28	5,72	8,0%	0,7%	2,6%
Croacia	19,91	0,08			20,72			
Chipre	9,79	1,11			2,44			
R. Checa	91,64	0,38			28,95			
Dinamarca	148,97	2,04			421,09			
Estonia	10,93	0,11			3,04			
Finlandia	115,89	5,13			265,02			
Francia	1.184,11	63,06	57,72	29	2.431,72	2,4%	2,1%	4,9%
Alemania	1.691,76	112,93	4,61	6	2.081,37	0,2%	0,1%	0,3%
Grecia	81,95	3,46	2,74	5	41,08	6,7%	1,3%	3,3%
Hungría	52,22	0,43			30,47			
Irlanda	150,98	3,08	3,08	4	108,46	2,8%	0,8%	2,0%
Italia	887,30	1,43	1,17	3	631,02	0,2%	0,1%	0,1%
Letonia	11,80	0,01			0,88			
Lituania	18,62	0,05			4,02			
Luxemburgo	28,74				8,16			
Malta	5,76	0,32			5,69			
Holanda	381,13	27,03	26,75	5	547,11	4,9%	2,9%	7,0%
Polonia	184,87	7,03	0,67	3	164,25	0,4%	0,1%	0,4%
Portugal	92,32				68,50			
Rumanía	72,28	6,22			20,39			
Eslovaquia	38,75				7,81			
Eslovenia	21,76				8,15			
España	**601,38**	**33,40**	**26,74**	**72**	**697,10**	**3,8%**	**1,9%**	**4,4%**
Suecia	240,66	58,23			726,90			
Reino Unido	1.538,78	91,70	76,24	56	3.320,87	2,3%	2,7%	5,0%
Unión Europea	**8.117,19**	**448,90**	**217,12**	**228**	**12.157,19**	**1,8%**	**1,2%**	**2,7%**

Fuente: EPRA y elaboración propia

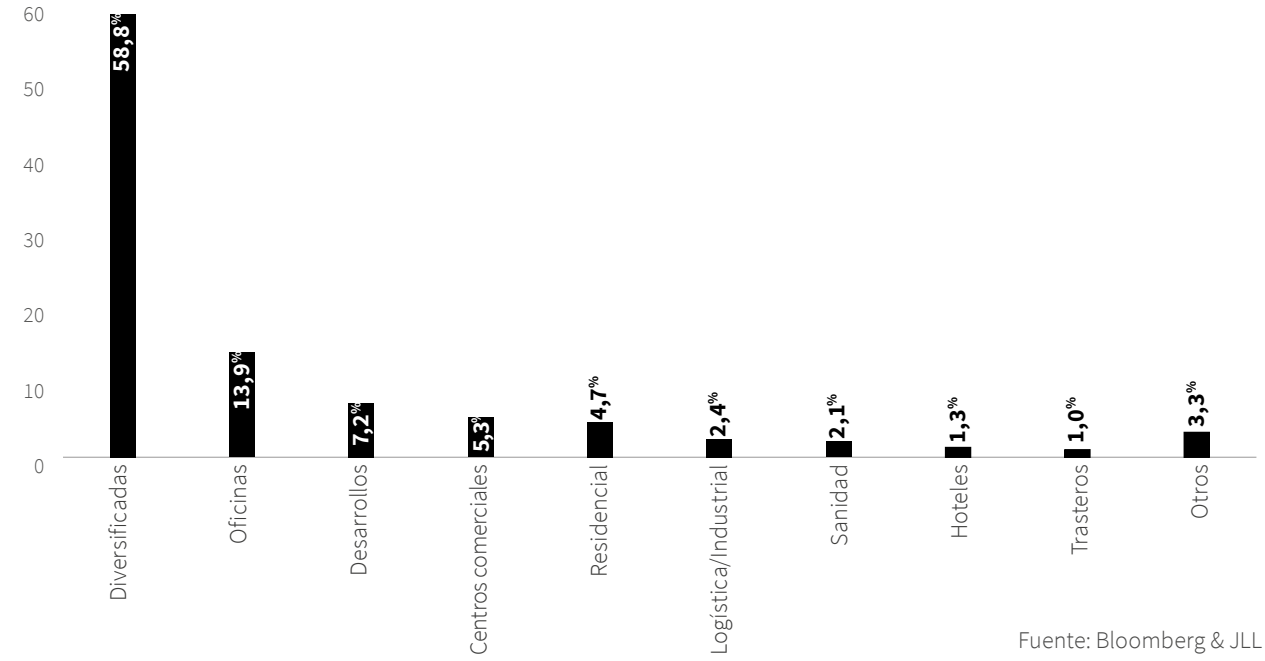
acciones de los REITs por países desde su salida al mercado hasta abril de 2019 muestra conclusiones muy significativas. En los gráficos posteriores puede apreciarse como mercados maduros en términos de antigüedad de sus vehículos inmobiliarias REITs como el alemán, belga, francés o reino unido, muestran niveles de rentabilidad acumulada muy elevados. Complementariamente, a nivel europeo, puede verse como los REITs de carácter diversificado muestran también rentabilidades acumuladas superiores a cualquiera de las otras tipologías de vehículos.

Descuento / Prima sobre NAV REITs Europeos (%)



Fuente: EPRA y elaboración propia

Capitalización bursátil REITs europeos por tipología de inversión (%)



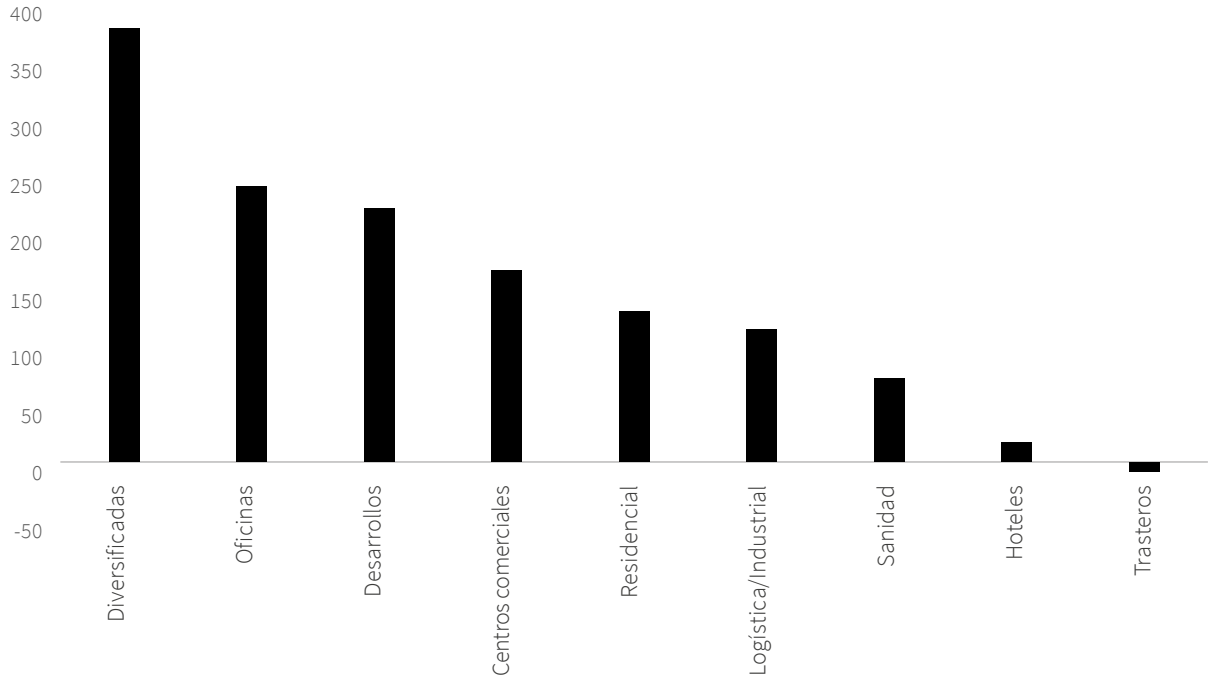
Fuente: Bloomberg & JLL

Rentabilidad de las acciones (%): Precio IPO vs Precio actual



Fuente: Bloomberg & JLL

Rentabilidad de las acciones (%): precio IPO vs Precio actual por tipología de inversión

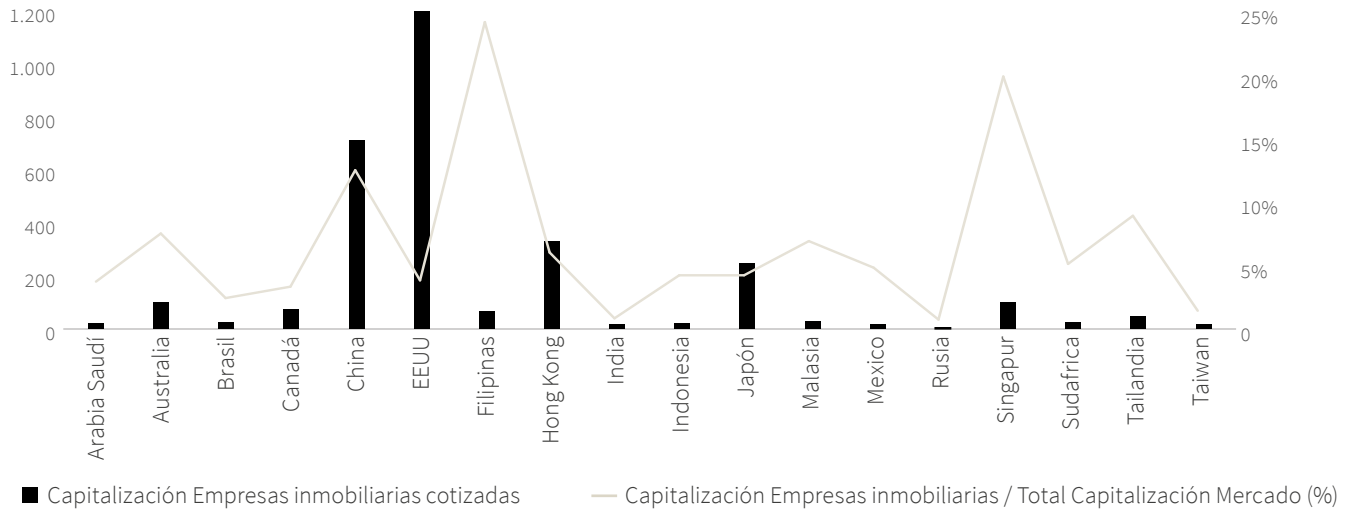


Fuente: Bloomberg & JLL

Países	Commercial RE ('000 M$)	Capitalización Empresas inmobiliarias cotizadas ('000 M$)	Capitalización REITs ('000 M$)	Número de REITs	Capitalización Total del Mercado Bursátil ('000 M$)	Capitalización REITs / Total Capitalización Mercado Bursátil (%)	Capitalización REITs / GDP (%)	Capitalización REITs / Commercial RE (%)
	dic-18	mar-19	mar-19	mar-19	mar-19	mar-19	mar-19	mar-19
Arabia Saudí	295,16	20,75	3,3	16	552,2	0,60%	0,43%	1,12%
Australia	612,5	99,7	95,8	46	1.309,5	7,31%	6,71%	15,63%
Brasil	586,0	24,4	4,5	22	971,6	0,46%	0,24%	0,77%
Canadá	743,63	74,16	61,16	47	2.192,7	2,79%	3,53%	8,22%
China	3.841,1	711,4	12,6	8	5.666,0	0,22%	0,13%	0,33%
Estados Unidos	8.826,4	1.199,2	1.163,2	195	30.592,4	3,80%	5,67%	13,18%
Filipinas	67,5	66,2	--	--	272,7	--	--	--
Hong Kong	307,5	331,8	37,5	9	5.452,7	0,69%	10,39%	12,18%
India	465,5	18,7	--	--	1.986,6	--	--	--
Indonesia	223,1	21,9	1,0	2	515,8	0,19%	0,10%	0,45%
Japón	2.213,9	248,2	128,4	66	5.738,1	2,24%	2,53%	5,80%
Malasia	103,8	28,3	7,3	17	404,8	1,80%	2,10%	7,01%
Mexico	359,7	17,1	14,8	4	348,2	4,24%	1,23%	4,11%
Rusia	486,0	5,1	0,2	1	600,4	0,02%	0,01%	0,03%
Singapur	295,4	101,2	61,6	35	506,8	12,16%	17,78%	20,87%
Sudafrica	94,8	24,4	22,9	33	466,2	4,91%	6,07%	24,14%
Tailandia	127,7	46,1	13,1	60	510,4	2,56%	2,66%	10,22%
Taiwan	245,9	17,3	3,53	7	1.156,8	0,31%	0,59%	1,44%

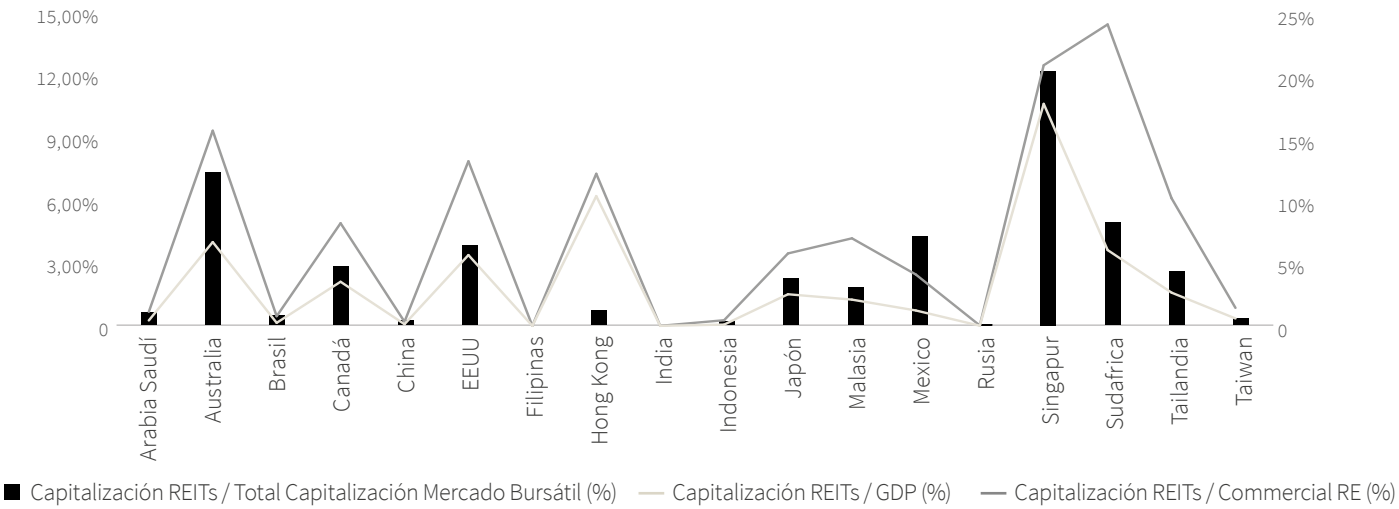
Fuente: EPRA y elaboración propia

Mercado Inmobiliario Cotizado, principales países. Marzo 2019 ('000 M$)



Fuente: EPRA y elaboración propia

Capitalización REITs, principales países. Marzo 2019 (%)



Fuente: EPRA y elaboración propia

03. Anatomía global del mercado de SOCIMIs en España



Las SOCIMIs españolas cuentan ya con una antigüedad de casi nueve años desde que en octubre de 2009 se aprobó la primera regulación (Ley 11/2009) que formulaba las primeras bases iniciales para el nacimiento de los REITs españoles (SOCIMIs). En aquel complejo momento - determinado por un profunda crisis económica y financiera que afectó muy negativamente a la industria inmobiliaria española hasta el punto de casi lograr su devastación y al sector bancario español - el legislador trató de adaptar al mercado español una la legislación ya existente en otros países con el objetivo de movilizar un mercado ilíquido y sin apenas atractivo para los inversores tanto individuales como institucionales, nacionales o extranjeros. Se crearon entonces las Sociedades Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMIs) como vehículos especializados de inversión directa o indirecta en activos inmobiliarios para su explotación mediante el alquiler y con ello la obtención de rentas, aunque dejaba abierta la posibilidad de desarrollar, de forma complementaria, negocios de promoción inmobiliaria siempre que este no supusiera más de un 20% anual de los ingresos totales. De igual forma, la primera Ley establecía una serie de parámetros fundamentales para los nuevos vehículos inmobiliarios donde el tamaño, en términos de capital mínimo (15 millones de euros) y activos (al menos tres y ninguno con un peso superior al 40%), era uno de los puntos esenciales. Adicionalmente, el legislador contempló limitaciones a la propiedad – mínimo de cien accionistas -, obligatoriedad de cotización en el mercado continuo - a la difusión de sus acciones – con un mínimo del 25% del capital en circulación en el mercado -, a su capacidad de endeudamiento – en un máximo del 70% - y a su fiscalidad, mediante una tributación al 19%, que hicieron que aquella Ley no generara atractivo suficiente entre la comunidad inversora para movilizar el mercado de alquiler.

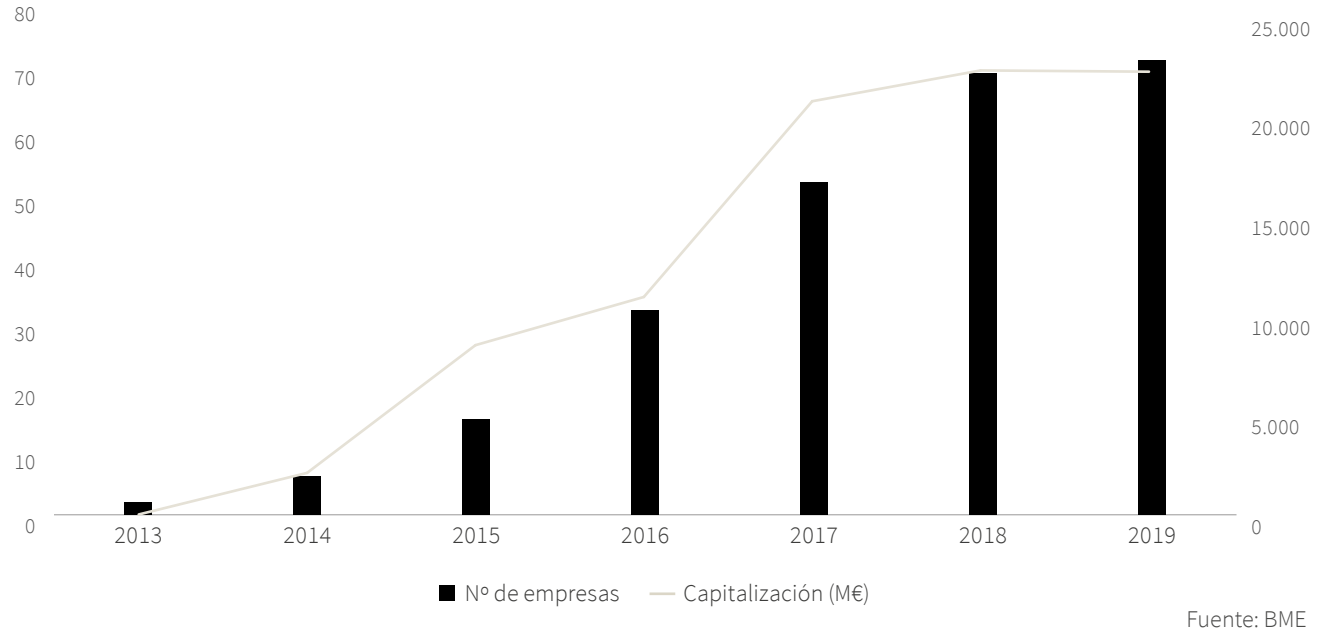
Hubo que esperar a la reforma parcial de finales de 2012 – Ley 16/2012 del 27 de Diciembre – para que se introdujeran notables cambios en la configuración de las SOCIMIs y con ello, se convirtieran de forma paulatina en el motor de arranque de un sector inmobiliario diezmado. Con la nueva legislación, los requisitos de creación de los vehículos se suavizaban al ser necesario un tamaño menor – 5 millones de capital social y la posibilidad de mantener un solo activo -, una menor tributación – principalmente en el impuesto de sociedades y bonificaciones fiscales en otros impuestos –, una obligatoriedad de cotizar en un mercado bursátil español o europeo tras un periodo transitorio de dos años – con menores requerimientos de difusión y régimen de distribución de dividendos que tenía en cuenta no sólo los beneficios de las rentas de los inmuebles sino también las plusvalías por ventas y los dividendos obtenidos de sus participaciones en otras SOCIMIs. Todas las modificaciones introducidas permitieron configurar un esquema societario con mayor grado de atractivo tanto para el inversor, nacional o internacional, como para los tenedores de activos en renta, dando lugar a que en el periodo 2013 – 2014 se incorporaran a la cotización los primeros seis[1] vehículos, tres al mercado principal de la Bolsa española y tres al mercado alternativo bursátil (MAB).

Desde aquel entonces, el mercado ha experimentado un continuo crecimiento tanto en número de sociedades como en valor, hasta el punto de que, a cierre de primer cuatrimestre de 2019, la capitalización bursátil[2] del conjunto de las SOCIMIs españolas ha ido creciendo hasta un importe de **24.651 millones de euros en 73 vehículos distintos.** Ha sido el periodo 2016-2018, ya en plena recuperación del mercado inmobiliario, los de mayor fertilidad en la creación y salida al mercado bursátil de estos vehículos con 54 nuevos estrenos, lo que supone el 78% del total del censo de SOCIMIs.

[1] En 2013 se incorporan al MAB las Socimis Entrecampos Cuatro y Promociones Renta y Mantenimiento y en 2014 Mercal Inmuebles. Ese mismo año, salen al mercado continuo (Bolsa) las sociedades Hispania, Merlin Properties y Lar España. Cabe destacar adicionalmente que el primer vehículo español en cotizar en un mercado bursátil fue la Socimi Saint Croix Holding Immobilier Socimi SA haciéndolo en la bolsa de Luxemburgo

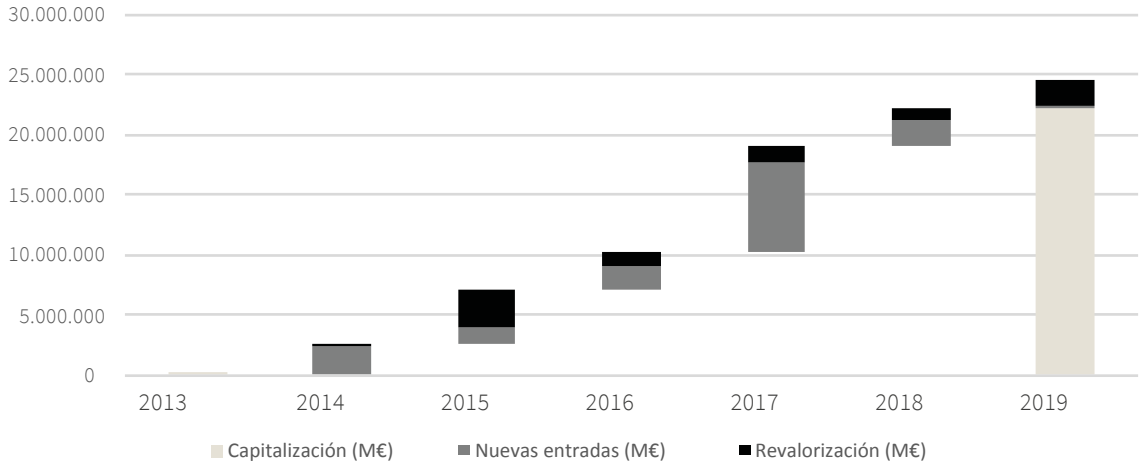
[2] Se incluye en estos datos Hispania Activos Inmobiliarios Socimi SA y St. Croix Holding Immobilier Socimi SA

SOCIMIs admitidas en los mercados bursátiles españoles



Fuente: BME

Evolución de la Capitalización (Revalorización vs Nuevas entradas)



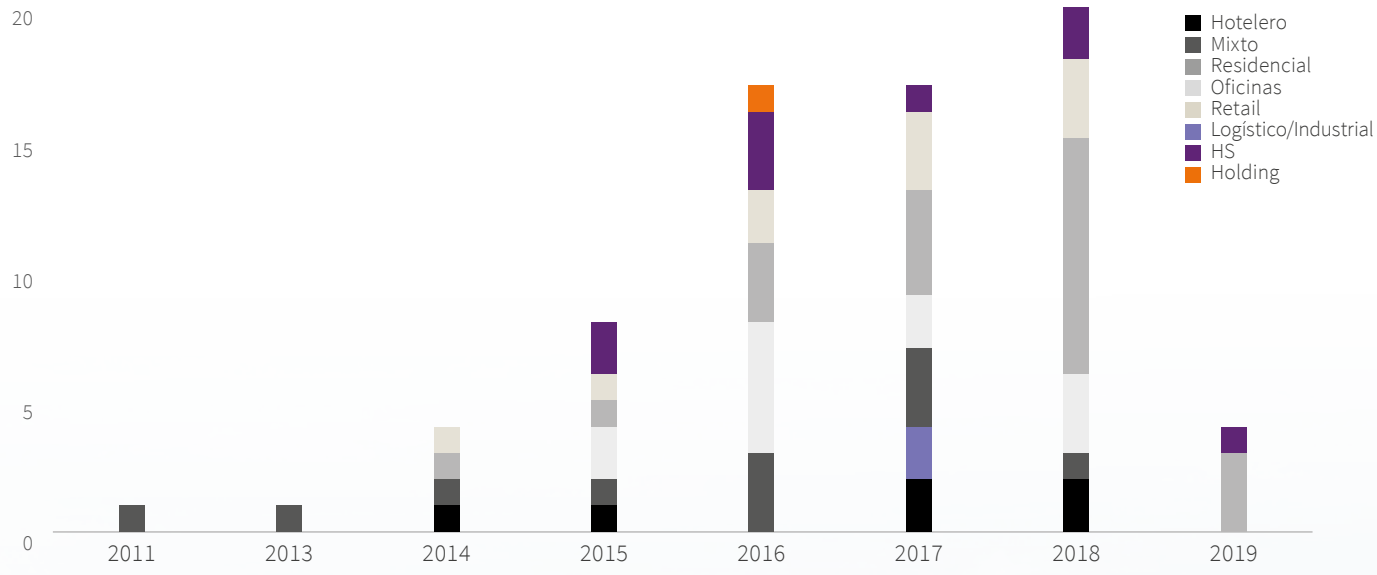
Fuente: BME y JLL

De hecho, en este sentido, puede apreciarse una cierta correlación entre la progresiva recuperación de los diferentes segmentos inmobiliarios y la cadencia de salida al mercado de nuevos vehículos.

De esta manera, en los primeros años han sido las SOCIMIs de carácter mixto (con inversiones en más de dos segmentos) y las especializadas en las oficinas las que aprovecharon las bondades de los nuevos instrumentos, mientras que en los últimos años han sido mayoritariamente las SOCIMIs residenciales al albur de la recuperación de este segmento.

El mercado español, como mercado joven en proceso de desarrollo, presenta una clara heterogeneidad en la medida en que en él conviven SOCIMIs de una alta capitalización, liquidez y difusión de acciones– cotizadas en general en el mercado continuo de la Bolsa española– junto a SOCIMIs de mucho menor tamaño y liquidez diaria reducida de sus acciones. Esta heterogeneidad provoca una elevada concentración de manera que las cinco primeras SOCIMIs por volumen de capitalización suponen un 67% del total del mercado – las dos primeras un 43%-, las diez primeras un 79% y las quince mayores un 85%.

Evolución mercado de SOCIMIs (# vehículos y segmentos)



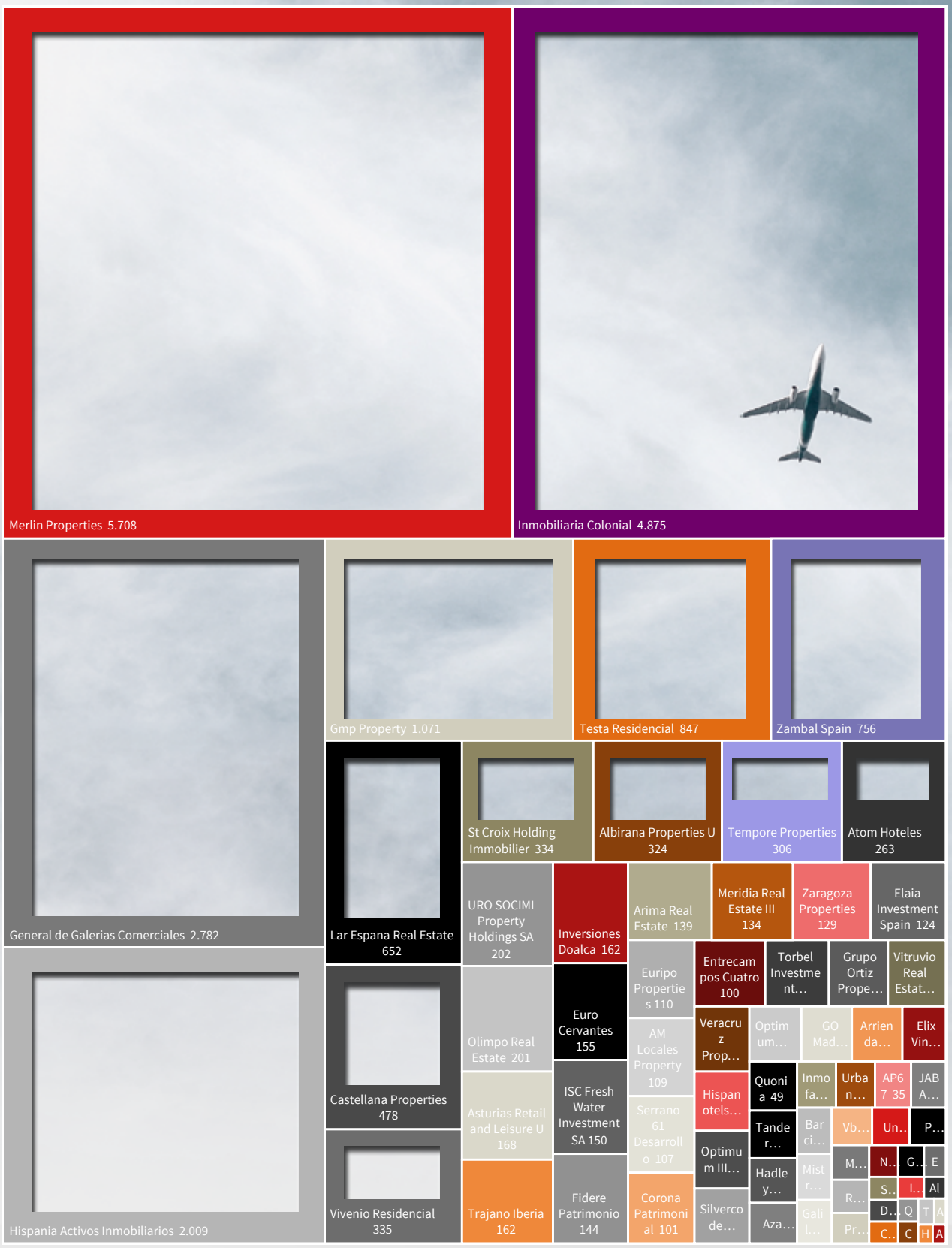
2011	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	2	4	8	17	17	20	4
St. Croix (Lux)	Entrecampos Cuatro	Merlin Properties	ZambalUro	Gmp Property	Colonial	Testa	Almagro
	Renta y Patrimonio	Hispania	Trajano	Asturias Retail	Galerias Com.	Vivenio	Park Rose
		Lar Espana	Fidere	Inversiones Doalca	Albirana	Tempore	Urban View
		Mercal	Zaragoza Properties	Euro Cervantes	Olimpo RE	Atom	Euripo
			Autonomy Spain	ISC Fresh Water	Elaia	Castellana Properties	
			Corpfin Capital Prime Retail II	Corona Patrimonial	Am Locales	Serrano 61	
			Asgard Investment Hotels	Quonia	Meridia RE III	Arima	
				Vitruvio RE	Grupo Ortiz	Veracruz	
				Silvercode	Optimum III	Hispanotels	
				Optimum RE	Gore Spain	GO Madrid Benz	
				Hadley Invest.	Barcino	Arrienda RP	
				Inmofam 99	P3 Spain Logistic Parks	Elix Vintage	
				JABA I	PSN	Tander	
				Vbare Iberian	Numulae	Azaria	
				RREF II	Student Properties	AP67	
				Corpfin C. PRIII	Domo Activos	Mistral	
				Habaneras	TajarXairo	Unica	
						Galil Capital RE	
						Excem	
						Quid Pro Quo	

Fuente: JLL



Mercado de
SOCIMIs

Capitalización Bursátil a 30 de Abril de 2019. (M€)
Incluye Hispania Activos Inmobiliarios y St. Croix



Fuente: JLL

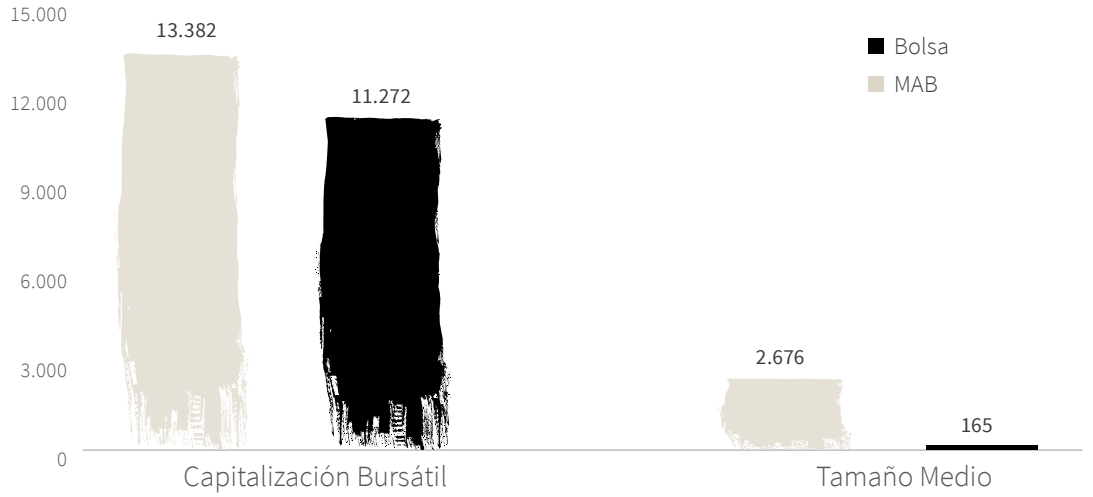
Grado de Concentración del mercado de SOCIMIs. 30 de abril de 2019				
# SOCIMIs	% sobre el total de # SOCIMIs	Capitalización Bursátil (M€)	Capitalización Bursátil Acumulada (M€)	% Capitalización Bursatil Acumulada sobre el total
5	6,8%	16.444.755	16.444.755	67%
10	13,7%	3.067.054	19.511.808	79%
15	20,5%	1.428.942	20.940.750	85%
20	27,4%	847.454	21.788.203	88%
30	41,1%	1.400.540	23.033.743	93%

Fuente: JLL

Si bien el valor del mercado de SOCIMIs se reparte casi paritariamente entre los mercados donde cotizan las acciones (54% del valor concentrado en los vehículos cotizados en el mercado principal de la Bolsa española frente a un 46% cotizado en el segmento dedicado a SOCIMIs del mercado alternativo bursátil) el grado de concentración puede verse claramente también al analizar el tamaño medio de cada uno de los vehículos. En este sentido, en términos medios, las SOCIMIs del mercado continuo contarían con una valoración bursátil media cercana a los 2.700 millones de euros de valor bursátil -un tercio por debajo de los vehículos americanos - mientras que en el mercado MAB para SOCIMIs, el tamaño medio cae hasta los 166 millones de euros por vehículo cotizado.

No obstante, pese a la heterogeneidad, al grado de concentración, al menor tamaño individual, y a la cotización en dos mercados diferentes, el grupo de compañías inmobiliarias patrimoniales (SOCIMIs) presentes en el mercado bursátil español ya multiplica por más de cuatro al valor bursátil de las inmobiliarias dedicadas a la promoción, mostrando así una foto bien distintas a la existente en el ciclo económico y en concreto inmobiliario, anterior.

Distribución Capitalización Bursátil por mercados y tamaño medio (M€). Abril 2019



Fuente: JLL

Sector inmobiliario en los mercados bursátiles (M€). Diciembre 2018



Fuente: JLL

Radiografía

del conjunto del

mercado SOCIMIs

Diciembre 2018

#73 SOCIMIs

- **24.654 M€** Capitalización Bursátil
- **49.249 M€** Gross Asset Value (GAV)
- **43.394 M€** Valor Libros I. Inmobiliarias
- **1.985 M€** Revalorización Activos
- **22.932 M€** Patrimonio Neto
- **19.889 M€** Deuda Financiera Neta
- **2.117 M€** Ingresos por rentas
- **879 M€** Dividendos pagados
- **3,8%** Rentabilidad Dividendo
- **4,4%** Cash on Cash Accionista
- **29.354 M€** NAV
- **1.548 M€** EBITDA

Fuente: JLL





El conjunto de las SOCIMIs presentes en el mercado han experimentado un rápido crecimiento de los últimos periodos mostrando además una situación ciertamente saneada. En este sentido destaca que a lo largo del ejercicio 2018 se han realizado inversiones nuevas por importe de 7.600 millones de euros que representan un valor bruto de activos GAV conjunto cercano a los 50.000 millones de euros (+15% sobre 2017) y un valor neto de activos NAV de 29.354 (+4,4%). El incremento del valor de la cartera de activos a lo largo de 2018 – en aquellas que se rigen bajo normas internacionales de contabilidad – ha supuesto un importe cercano a los 2.000 millones de euros, significativamente menor al experimentado a lo largo de 2017 y que supone un 8,7% del total del valor total de mercado y 13,3% sobre el valor de mercado de las primeras. Las carteras de activos vienen financiadas principalmente con recursos propios (53%) frente a la financiación externa neta.

En términos de negocio, el conjunto de las SOCIMIs presentan ingresos de 2.350 millones de euros en 2018 con un crecimiento del 33% sobre el año anterior de los que algo más de 2.100 corresponden a ingresos por rentas que unido a estructuras de costes livianas tanto en personal (0,3% del valor en libros de las inversiones) como en costes de explotación (1,7% del valor en libros). Obtienen así un EBITDA global superior a los 1.500 millones de euros (+22%) y un beneficio neto, donde se tienen en cuenta tanto las revalorizaciones como las ventas de activos superior a los 2.300 millones de euros (-21%). Estas cuantías siguen proporcionando márgenes de negocio elevado (65,8% en EBITDA y 112,3% en margen neto) aunque menores a los de un año antes así como niveles destacados en términos de eficiencia con ratios medios que alcanzan 0,37.

En términos de flujos de caja puede apreciarse claramente la actividad inversora que se ha producido a lo largo del ejercicio 2018. Las inversiones en activos inmobiliarios medidas en términos de caja, realizadas por las SOCIMIs han superado los 4.500 millones de euros habiéndose realizado desinversiones en el mismo periodo por importe de 1.600 millones de euros. En términos de flujos de explotación éste se ha reducido a lo largo del año hasta un exiguo nivel de 528 millones de euros, muy inferior a los 1.400 millones de año pasado. Asimismo, las SOCIMIs han sabido aprovechar el escenario de bajos tipos de interés para apelar a la financiación externa, bien ante nuevas adquisiciones o bien para refinanciar su pasivo, en la medida en que se ha emitido deuda financiera en términos netos por importe cercano a los 3.000 millones de euros.

Conjunto del mercado (73 Vehículos)					
Datos Del Mercado	Uds	2018 (M€)	2017 (M€)	2016 (M€)	Var. 18/17
Mercado					
Valor de Mercado (Cierre)	M€	22.866	19.119	10.327	19,6%
GAV	M€	49.243	42.675	-	15,4%
NAV	M€	29.354	28.157	-	4,3%
Inversiones - Balance de situación					
Inversiones Inmobiliarias (BV neto)	M€	43.394	35.736	28.808	21,4%
Incremento Valor Razonable	M€	1.985	2.432	1.617	-18,4%
Valor Razonable /Inv. Inmobiliarias	%	4,6%	6,8%	5,6%	-32,8%
Valor Razonable/Valor de Mercado	%	8,7%	12,7%	15,7%	
Patrimonio Neto	M€	22.932	20.710	16.057	10,7%
DFN	M€	19.889	14.518	12.793	37,0%
Caja	M€	1.166	2.436	2.212	
Deudas a largo plazo	M€	19.752	16.354	14.234	
Deudas a corto plazo	M€	1.303	599	771	
Negocio - Cuenta de resultados					
Ingresos por rentas	M€	2.117	1.694	1.325	25,0%
Otros ingresos	M€	237	74	88	220,3%
Personal	M€	141	174	94	-18,9%
G. Explotación	M€	721	452	363	59,5%
Servicios Exteriores	M€	558	310	-	80,2%
Tributos	M€	147	112	-	31,6%
Provisiones & Otros	M€	5	8	-	-36,5%
Amortización	M€	170	143	109	18,8%
Resultado de Explotación	M€	1.403	1.116	737	25,7%
EBITDA	M€	1.548	1.265	846	22,4%
Variación Valor Razonable Inv.Inm.	M€	1.985	2.432	1.617	-18,4%
Gastos Financieros	M€	582	452	458	28,6%
Beneficio Neto	M€	2.376	3.022	1.882	-21,4%
Beneficio Neto Ajustado	M€	391	589	265	-33,6%



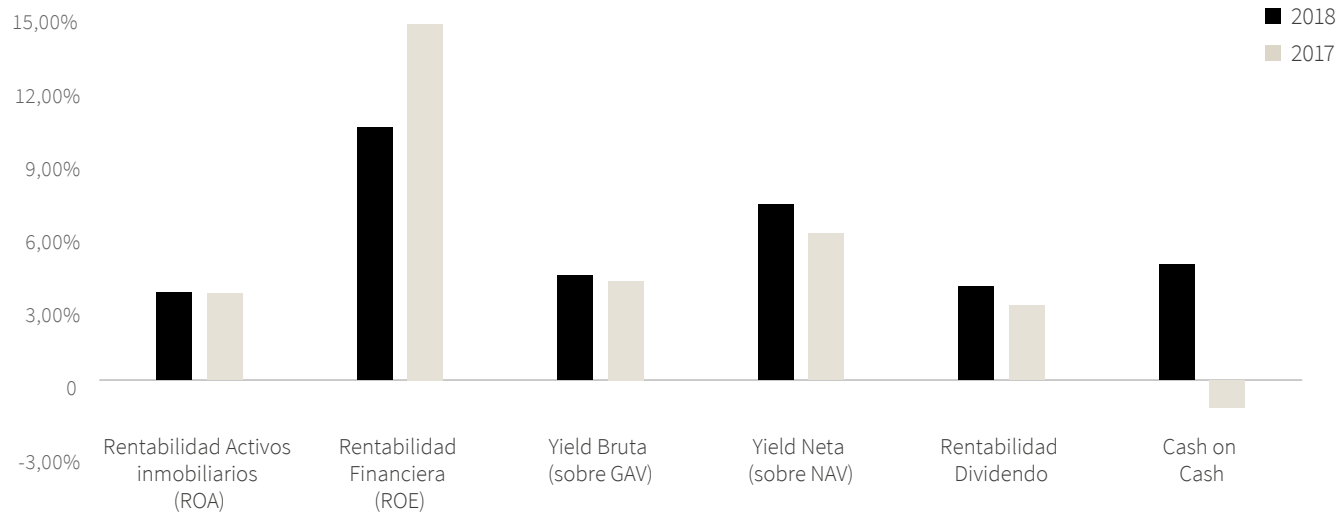
Conjunto del mercado (73 Vehículos)					
Datos Del Mercado	Uds	2018 (M€)	2017 (M€)	2016 (M€)	Var. 18/17
Negocio - Flujo de caja					
Dividendos	**M€**	**879**	**581**	**-**	**51,4%**
Amortización de Instrumentos de Patrimonio	M€	205	-817	-	
CF por explotación	**M€**	**528**	**1.399**	**333**	**-62,2%**
CF por inversión	**M€**	**-2.826**	**-1.955**	**-2.310**	**44,6%**
>>> Por pago inversiones	M€	-4.533	-2.382	-	90,2%
>>> Por cobros desinversiones	M€	1.627	893	-	82,1%
CF por financiación	**M€**	**2.174**	**1.641**	**1.710**	**32,5%**
>>> Por Instrumentos de patrimonio	M€	-205	817	-	-125,1%
>>> Por Emisión de deuda financiera	M€	6.989	3.521	-	98,5%
>>> Por devolución y amortización de deuda	M€	-4.391	-2.274	-	93,1%
>>> Por Pago de Dividendos	M€	-840	-340	-	147,5%
Generación de Caja	**M€**	**-123**	**1.085**	**-316**	**-111,3%**
Rentabilidades					
Rentabilidad Activos inmobiliarios (ROA)	%	3,6%	3,5%	2,9%	0,8%
Rentabilidad Financiera (ROE)	%	10,4%	14,6%	11,7%	-29,0%
Yield Bruta (sobre GAV)	%	4,3%	4,1%	2,1%	6,0%
Yield Neta (sobre NAV)	%	7,2%	6,0%	-	19,9%
Rentabilidad Dividendo	%	3,8%	3,0%	-	26,6%
Cash on Cash	%	4,7%	-1,1%		
Ratios					
Apalancamiento (s/GAV)	%	40,4%	34,0%	-	18,7%
Apalancamiento (sobre fuentes de financiación)	%	46,4%	41,2%	44,3%	12,7%
Tipo medio (deuda) efectivo	p.b	276,32	266,9	305,0	3,5%
RCI (Cobertura intereses)	x	1,9 x	4,1 x	1,7 x	-53,4%
Márgenes					
Margen EBITDA	%	65,8%	71,5%	59,8%	**-8,1%**
Margen Neto	%	112,3%	178,4%	142,1%	**-37,1%**
Eficiencia	x	0,37	0,35	0,32	**3,4%**
PE (VM/BN)	**x**	**9,62**	**6,33**	**5,49**	**52,1%**
EBITDA /CF_E	%	34,1%	110,6%	39,4%	**-69,1%**
Múltiplo EBITDA	x	14,8 x	15,1 x	12,2 x	-2,3%
Múltiplo Ingresos	x	9,7 x	10,8 x	7,3 x	-10,2%

Fuente: JLL

Las SOCIMIs son vehículos obligados al reparto de dividendos de sus beneficios y en el análisis de sus estados financieros puede apreciarse claramente como este objetivo forma parte del ADN de estos vehículos.
A lo largo de 2018, el conjunto del mercado pagó 880 millones de euros en dividendos, lo que supone un incremento del 51% frente al año anterior, junto con 200 millones de euros adicionales en la amortización de instrumentos de patrimonio, lo que conjuntamente supone un retorno al accionista superior a los 1.000 millones de euros. En otras palabras, la rentabilidad del dividendo del segmento SOCIMIs en el mercado se situó en un 3,8% anual y un 4,7% en términos de retorno sobre patrimonio neto (cash on cash).

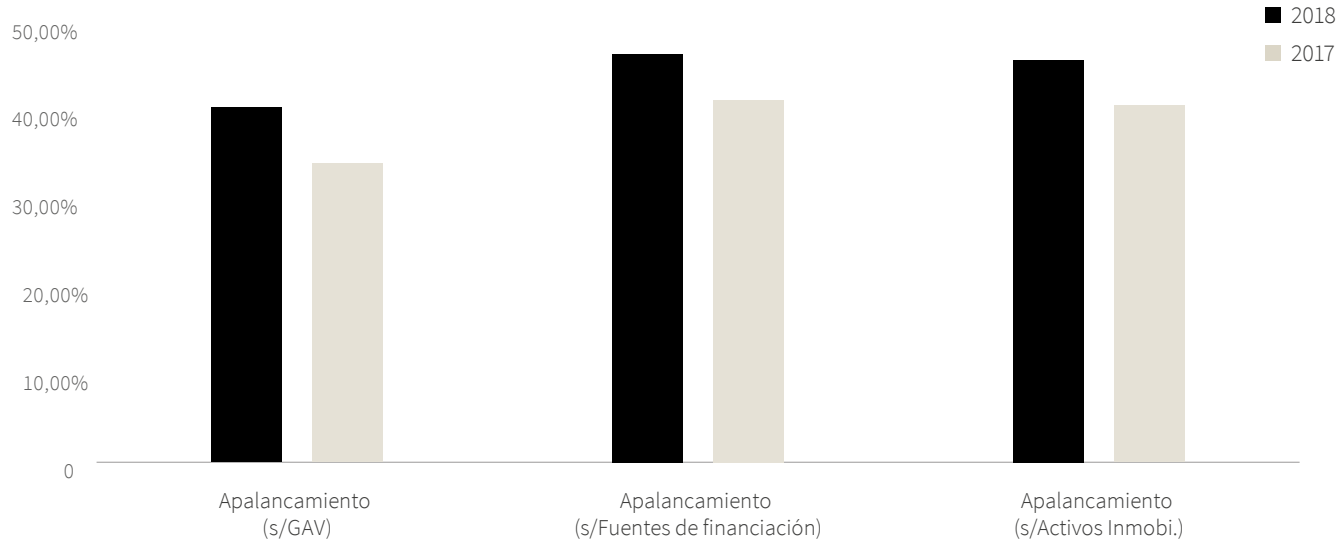
En lo que respecta a las rentabilidades ofrecidas por los REITs españoles éstas muestras signos positivos. Si bien a lo largo de los últimos dos años la rentabilidad económica sobre los activos se ha mantenido en niveles similares – aspecto positivo teniendo en cuenta el volumen de inversión efectuadas – la rentabilidad sobre los recursos propios empleados ha descendido en 4 puntos porcentuales hasta niveles del 10% consecuencia de un menor beneficio neto global pero sobre todo por el incremento notable de los recursos propios invertidos. Por el contrario, las rentabilidades inmobiliarias – yield bruta y yield neta – teniendo en cuenta sólo los ingresos por rentas han crecido hasta niveles del 4,3% anual y 7,2% anual, superiores a las mostradas en el ejercicio 2017 (4,1% y 6% respectivamente).

Rentabilidades del Mercado SOCIMIs



Fuente: JLL

Estructura de financiación



Fuente: JLL

La estructura de financiación de los vehículos inmobiliarios muestra un carácter conservador en la medida en que su apalancamiento medio, medido sobre el valor bruto de los activos, se sitúa en niveles del 40% y un 46% sobre el conjunto de las fuentes de financiación utilizadas. En ambos casos se ha incrementado ligeramente en el último año, pero a este respecto hay que tener en cuenta dos matizaciones importantes. Por un lado, la existencia en algunos vehículos de deuda subordinada – principalmente en SOCIMIs residenciales – que dan lugar a apalancamientos más elevados y, por otro, la existencia también en el lado opuesto de SOCIMIs sin endeudamiento o con deuda financiera neta positiva. No obstante, el ligero incremento de los niveles de apalancamiento ha dado lugar complementariamente a un incremento del coste medio efectivo de la deuda, situándose en 276 pb (+10 pb de crecimiento) y teniendo en cuenta el efecto en coste de la deuda subordinada. El apalancamiento total, cuyo importe alcanza los 21.000 millones de euros en el total del mercado, cuenta con un calendario de repago a largo plazo que la hace compatible con la distribución anual de dividendos, dado que el 55% de la deuda tiene vencimiento superior a los 4 años.

Radiografía por mercados: Bolsa vs MAB

El análisis del conjunto de las SOCIMIs españolas visto desde la perspectiva del mercado donde cotizan sus acciones, muestra también conclusiones importantes para el ejercicio 2018.

Bolsa # 5 SOCIMIs	MAB # 68 SOCIMIs
11.991 M€ Capitalización Bursátil	**10.876 M€** Capitalización Bursátil
27.115 M€ Gross Asset Value (GAV)	**22.128 M€** Gross Asset Value (GAV)
26.911 M€ Valor Libros I. Inmobiliarias	**16.483 M€** Valor Libros I. Inmobiliarias
1.605 M€ Revalorización Activos	**380 M€** Revalorización Activos
15.280 M€ Patrimonio Neto	**7.651 M€** Patrimonio Neto
11.092 M€ Deuda Financiera Neta	**8.796 M€** Deuda Financiera Neta
1.168 M€ Ingresos por rentas	**949 M€** Ingresos por rentas
435 M€ Dividendos pagados	**444 M€** Dividendos pagados
3,6% Rentabilidad Dividendo	**4,1%** Rentabilidad Dividendo
2,9% Cash on Cash Accionista	**8,3%** Cash on Cash Accionista
16.022 M€ NAV	**13.332 M€** NAV
865 M€ EBITDA	**683 M€** EBITDA

Datos a Diciembre de 2018

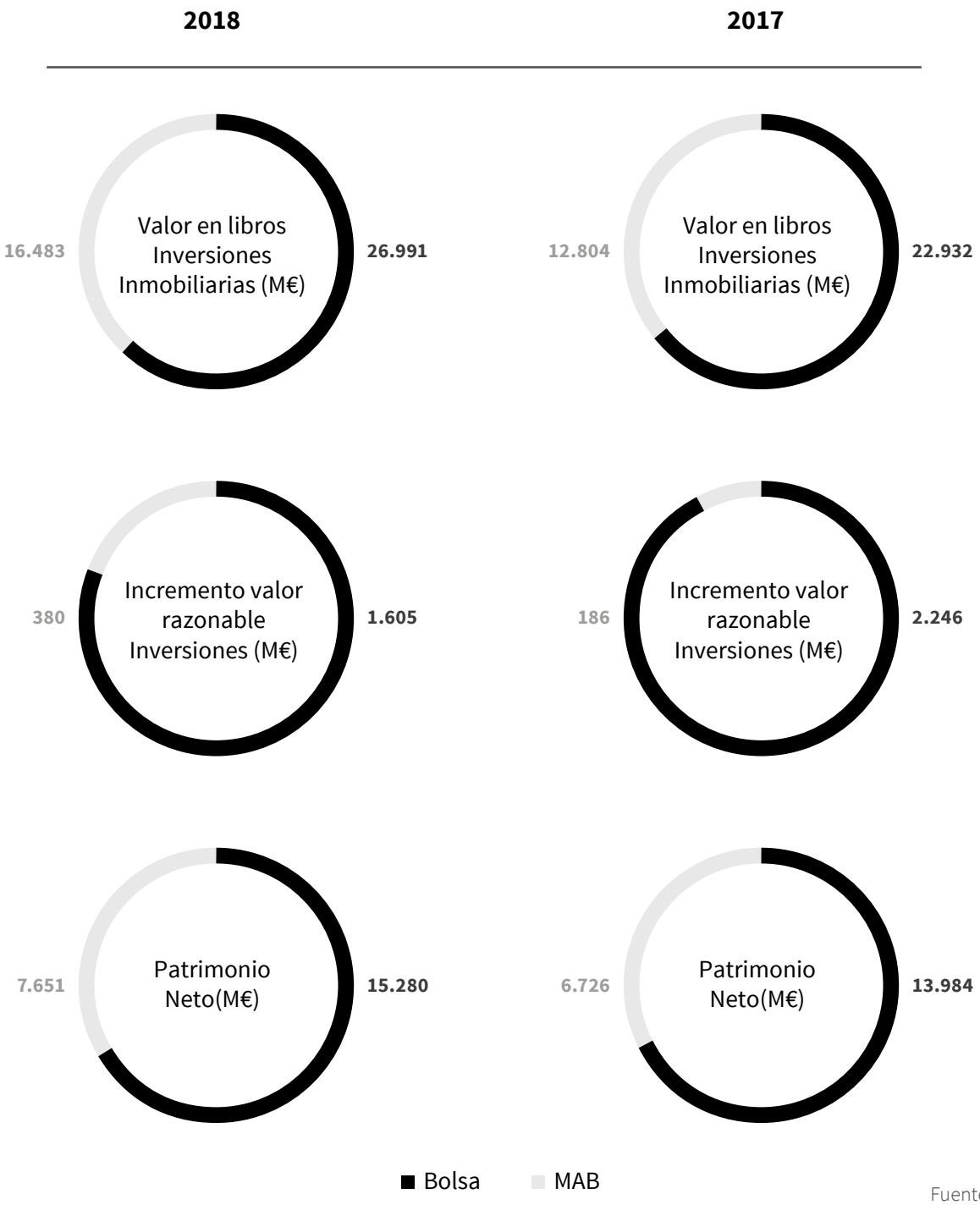
En términos de valor de mercado así como en valor de los activos, las SOCIMIs cotizadas en Bolsa representan más del 50% del mercado de SOCIMIs, si bien es destacable como ha ido disminuyendo de tamaño relativo a favor del mercado alternativo MAB como consecuencia de la fecundidad de este mercado en los últimos años. Este hecho, junto con la excelente evolución del sector inmobiliario, ha generado una reducción continua de los descuentos sobre NAV con los que cotizan los vehículos inmobiliarios. De esta manera, a cierre de 2018 las SOCIMIs de Bolsa cotizan con un descuento medio del 25% (34% en 2017) mientras que en el MAB, con una liquidez menor, cotizan con descuentos del 18% (29% en 2017).

El crecimiento del mercado a través del alternativo MAB ha generado a su vez crecimientos anuales de dos dígitos no sólo en la capitalización bursátil sino también en el valor bruto y neto de los activos mientras que en el mercado principal (Bolsa), con apenas una incorporación en el último año, muestra crecimientos más conservadores.



Fuente: JLL

Adicionalmente, la comparativa de los dos últimos ejercicios cerrados muestra, en el caso de las SOCIMIs pertenecientes a Bolsa, un incremento notable de la actividad en términos de negocio (+20% en rentas, +27% en EBITDA) que no compensa la disminución del beneficio neto (menor revalorización de activos) y del flujo de financiación neto, haciendo que las rentabilidad en términos de recursos propios disminuyan. La mayor apelación al endeudamiento bruto como consecuencia de un proceso de inversión más pronunciado y un menor crecimiento del valor de los activos, da lugar a un mayor grado de apalancamiento con un mayor coste medio de la deuda. En términos de caja, las SOCIMIs presentes en Bolsa se han endeudado a lo largo del último ejercicio en una cuantía similar a la del 2017 pero, de igual forma, han sido capaces de amortizar deuda con una mayor velocidad, dejando un saldo neto positivo pero prácticamente la mitad del año anterior.



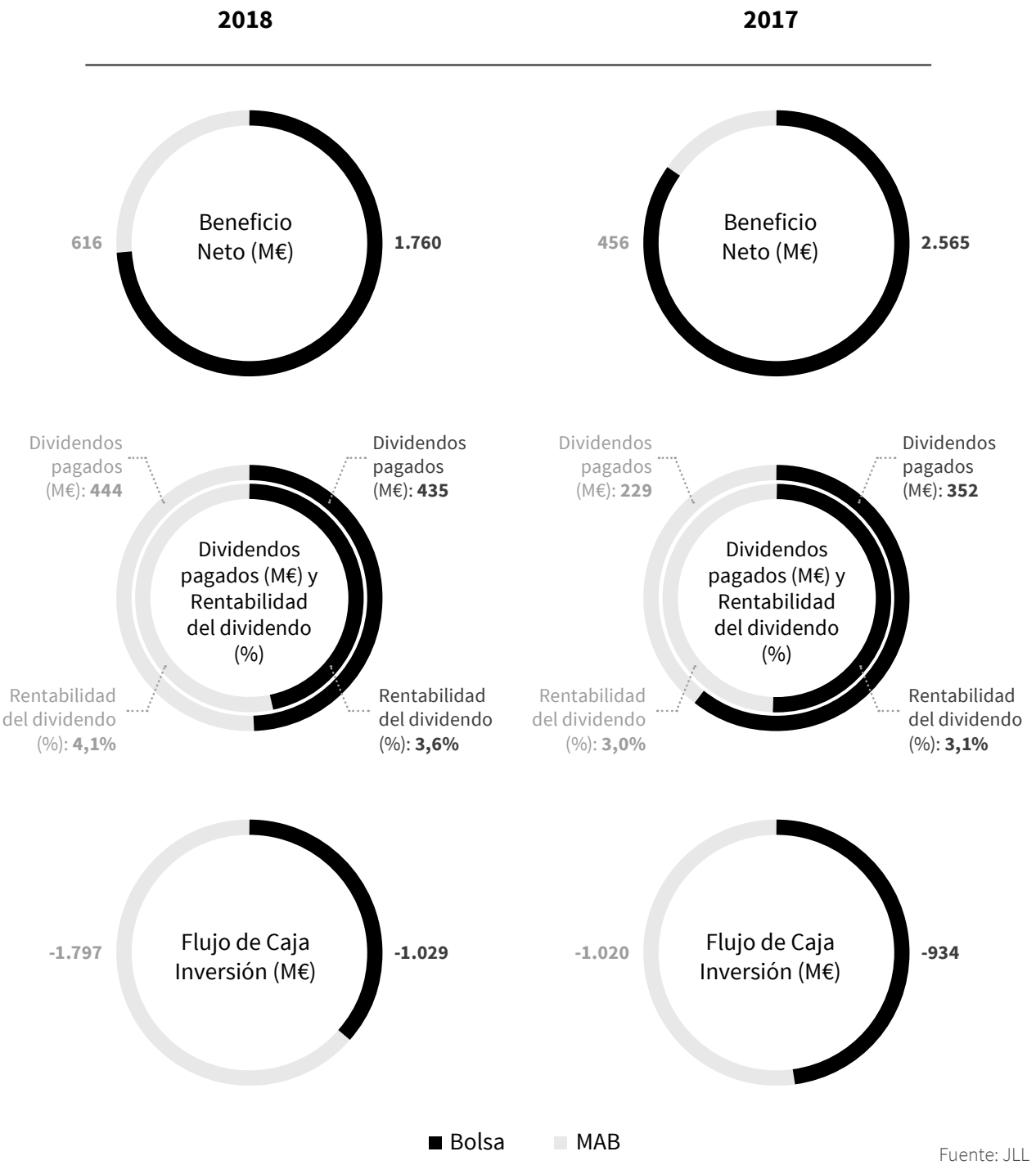
Fuente: JLL

Por el contrario, los vehículos inmobiliarios cotizados en el mercado alternativo MAB han incrementado su saldo de fondos propios en más de 1.000 millones de euros en un año y 3.000 en deuda financiera neta al hilo del crecimiento tanto en ingresos por rentas (+30%), EBITDA (+17%) y beneficio neto (+35%) lo que ha dado lugar a un incremento muy significativo en dividendos y en la rentabilidad de éstos. La buena marcha del sector y de las inversiones efectuadas también han generado incrementos notables en las yields bruta y neta – superiores de manera nominal a las anotadas por las SOCIMIs cotizadas en Bolsa, pero sin tener en cuenta el efecto de la revalorización de los activos al anotarse mayoritariamente a costes de adquisición – así como en términos de rentabilidad sobre activos y sobre patrimonio.

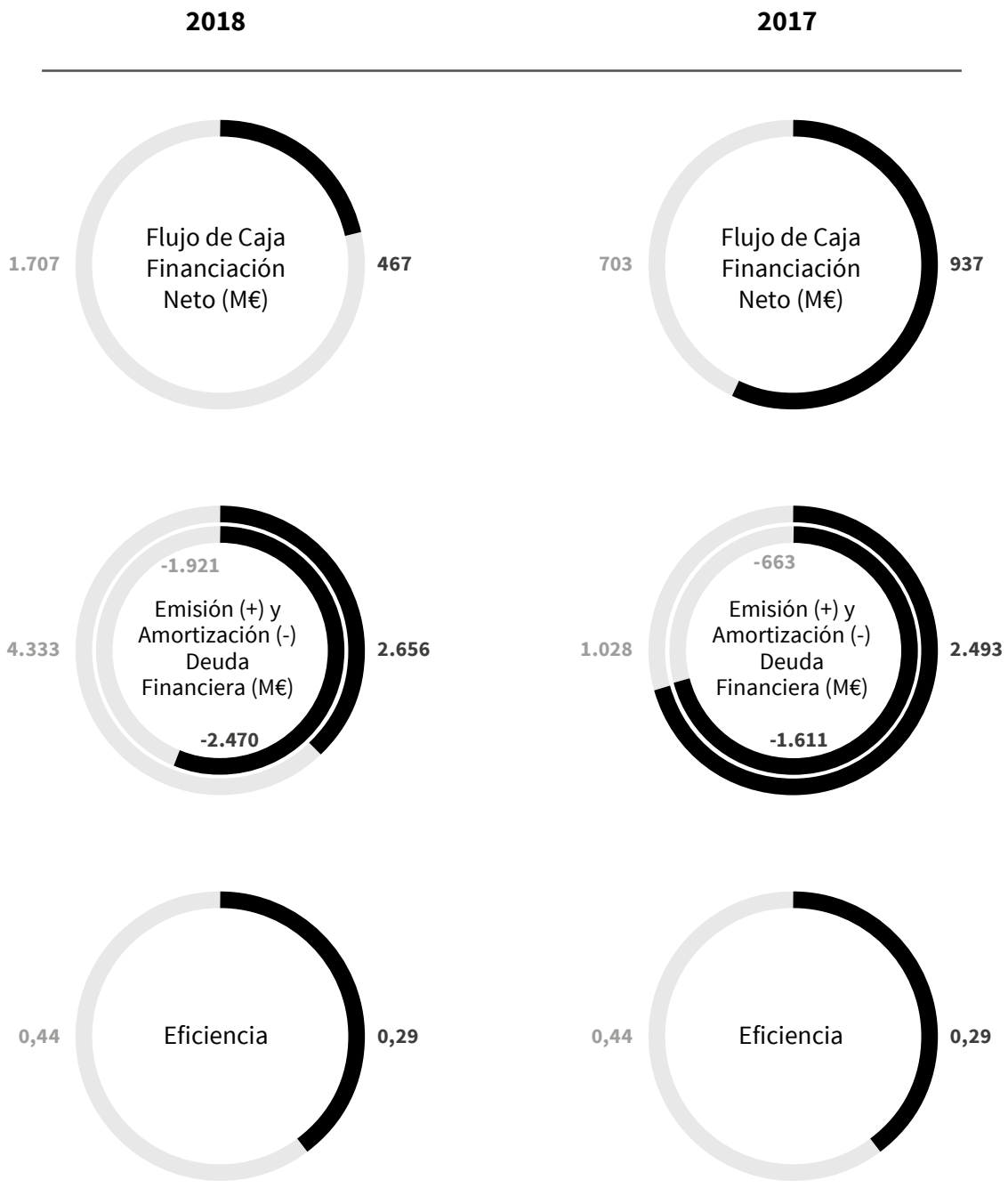


Fuente: JLL

La asignatura pendiente no obstante de las SOCIMIs del mercado MAB sigue siendo los niveles de eficiencia, calculada como la relación de gastos operativos sobre ingresos, – a menor ratio mayor eficiencia – muy por encima de sus hermanas del mercado senior. En términos de apalancamiento también el MAB ha visto un ligero incremento aprovechando la buena evolución del sector y un escenario de tipos de interés reducidos, pero situándose, en cualquier caso, por debajo del límite del 40% del valor de los activos.



Fuente: JLL


2018
2017
Flujo de Caja Financiación Neto (M€)
1.707
467
703
937
Emisión (+) y Amortización (-) Deuda Financiera (M€)
-1.921
-2.470
4.333
2.656
-663
-1.611
1.028
2.493
Eficiencia
0,44
0,29
0,44
0,29
Bolsa
MAB

Fuente: JLL


2018
2017
Rentabilidad Financiera (ROE): 8,1%
Rentabilidad Financiera (ROE): 11,5%
ROA y ROE
Rentabilidad Activos (ROA): 4,1%
Rentabilidad Activos (ROA): 3,2%
Rentabilidad Financiera (ROE): 6,8%
Rentabilidad Financiera (ROE): 18,3%
ROA y ROE
Rentabilidad Activos (ROA): 4,6%
Rentabilidad Activos (ROA): 3,0%
Yield Bruta (sobre GAV): 4,3%
Yield Bruta (sobre GAV): 4,3%
Yield Bruta (GAV) y Yield Neta (NAV)
Yield Neta (sobre NAV): 7,1%
Yield Neta (sobre NAV): 7,3%
Yield Bruta (sobre GAV): 4,5%
Yield Bruta (sobre GAV): 3,7%
Yield Bruta (GAV) y Yield Neta (NAV)
Yield Neta (sobre NAV): 6,7%
Yield Neta (sobre NAV): 5,6%
8,3%
Cash on Cash
2,9%
-1,8%
Cash on Cash
-0,8%
Bolsa
MAB

Fuente: JLL


2018
2017
Apalancamiento (s/Fuentes de financiación): 53,5%
Apalancamiento (Deuda/Equity + Deuda): 42,1%
Apalancamiento
Apalancamiento (s/GAV): 39,8%
Apalancamiento (s/GAV):40,9%
Apalancamiento (s/Fuentes de financiación): 44,6%
Apalancamiento (Deuda/Equity + Deuda): 39,4%
Apalancamiento
Apalancamiento (s/GAV): 33,3%
Apalancamiento (s/GAV):34,5%
283,8
Coste Medio de la Deuda (pb)
270,2
337,89
Coste Medio de la Deuda (pb)
226,49
Múltiplo EBITDA: x15,9
Múltiplo EBITDA: x13,9
Múltiplo EBITDA y Múltiplo Ingresos
Múltiplo ingresos: x9,3
Múltiplo ingresos: x10,1
Múltiplo EBITDA: x13,1
Múltiplo EBITDA: x16,8
Múltiplo EBITDA y Múltiplo Ingresos
Múltiplo ingresos: x9,9
Múltiplo ingresos: x11,5
Bolsa
MAB

Fuente: JLL



Desglose por mercado 2018				
Datos en millones de euros, % o indicado	Uds	Bolsa	MAB	Total
Mercado				
Valor de Mercado (Equity Value)	M€	12.318	10.548	22.866
GAV	M€	27.574	21.669	49.243
NAV	M€	16.409	12.946	29.354
Inversiones - Balance de situación				
Inversiones Inmobiliarias (BV neto).	M€	27.238	16.156	43.394
Increm. Valor Razonable	M€	1.605	380	1.985
Valor Razonable /Inv. Inmobiliarias	%	5,9%	2,4%	4,6%
Valor Razonable/Valor de Mercado	%	13,0%	3,6%	8,7%
Patrimonio Neto	M€	15.582	7.350	22.932
DFN	M€	11.165	8.723	19.889
Caja	M€	528	638	1.166
Deudas a largo plazo	M€	10.809	8.943	19.752
Deudas a corto plazo	M€	884	418	1.303
Negocio - Cuenta de resultados				
Ingresos por rentas	M€	1.190	927	2.117
Otros ingresos	M€	17	220	237
Personal	M€	107	34	141
G. Explotación	M€	239	482	721
Servicios Exteriores	M€	147	411	558
Tributos	M€	89	59	147
Provisiones & Otros	M€	3	2	5
Amortización	M€	10	160	170
Resultado de Explotación	M€	875	529	1.403
EBITDA	M€	885	663	1.548
Variación Valor Razonable Inv.Inm.	M€	1.605	380	1.985
Gastos Financieros	M€	315	267	582
Beneficio Neto	M€	1.775	602	2.376
Beneficio Neto Ajustado	M€	170	221	391

Desglose por mercado 2018				
Datos en millones de euros, % o indicado	Uds	Bolsa	MAB	Total
Negocio - Flujo de caja				
Dividendos	**M€**	**447**	**432**	**879**
Amortiz. Instrumentos Patrimonio (neto)	M€	5	200	205
CF por explotación	**M€**	**283**	**245**	**528**
CF por inversión	**M€**	**-1.055**	**-1.770**	**-2.826**
>>> Por pago inversiones	M€	-2.271	-2.262	-4.533
>>> Por cobros desinversiones	M€	1.279	348	1.627
CF por financiación (E+D)	**M€**	**474**	**1.700**	**2.174**
>>> Por Instrumentos de patrimonio	M€	-5	-200	-205
>>> Por Emisión de deuda financiera	M€	2.667	4.322	6.989
>>> Por devolución y amortización de deuda	M€	-2.470	-1.921	-4.391
>>> Por Pago de Dividendos	M€	-447	-393	-840
Generación de Caja	**M€**	**-298**	**175**	**-123**
Rentabilidades				
Rentabilidad Activos inmobiliarios (ROA)	%	3,2%	4,1%	3,6%
Rentabilidad Financiera (ROE)	%	11,4%	8,2%	10,4%
Yield Bruta (sobre GAV)	%	4,3%	4,3%	4,3%
Yield Neta (sobre NAV)	%	7,3%	7,2%	7,2%
Rentabilidad Dividendo	%	3,6%	4,1%	3,8%
Cash on Cash	%	2,9%	8,6%	4,7%
Ratios				
Apalancamiento (s/GAV)	%	40,5%	40,3%	40,4%
Apalancamiento (sobre fuentes de financiación)	%	41,7%	54,3%	46,4%
Tipo medio (deuda) efectivo	p.b	269,6	284,7	276,3
RCI (Cobertura intereses)	x	1,9 x	1,9 x	1,9 x
Márgenes				
Margen EBITDA	%	73,4%	57,8%	65,8%
Margen Neto	%	149,1%	64,9%	112,3%
Eficiencia	x	0,287	0,45	0,37
PE (VM/BN)	**x**	**6,94**	**17,53**	**9,62**
EBITDA /CF_E	%	32,0%	37,0%	34,1%
Múltiplo EBITDA	x	13,9 x	15,9 x	14,8 x
Múltiplo Ingresos	x	10,2 x	9,2 x	9,7 x
Reval Activos/EBITDA	x	1,8 x	0,6 x	1,3 x
EBITDA/V.Mercado	%	7,19%	6,28%	6,77%
EBITDA+Rev / V.Mercado	%	20,2%	9,9%	15,5%

Fuente: JLL

Desglose por mercado 2017				
Datos en millones de euros, % o indicado	Uds	Bolsa	MAB	Total
Mercado				
Valor de Mercado (Equity Value)	M€	11.772	7.347	19.119
GAV	M€	26.838	15.837	42.675
NAV	M€	17.667	10.490	28.157
Inversiones - Balance de situación				
Inversiones Inmobiliarias (BV neto).	M€	23.236	12.500	35.736
Increm. Valor Razonable	M€	2.246	186	2.432
Valor Razonable /Inv. Inmobiliarias	%	9,7%	1,5%	6,8%
Valor Razonable/Valor de Mercado	%	19,1%	2,5%	12,7%
Patrimonio Neto	M€	14.283	6.427	20.710
DFN	M€	9.171	5.347	14.518
Caja	M€	1.701	735	2.436
Deudas a largo plazo	M€	10.580	5.774	16.354
Deudas a corto plazo	M€	292	307	599
Negocio - Cuenta de resultados				
Ingresos por rentas	M€	987	707	1.694
Otros ingresos	M€	27	47	74
Personal	M€	107	67	174
G. Explotación	M€	179	273	452
Servicios Exteriores	M€	101	208	310
Tributos	M€	72	40	112
Provisiones & Otros	M€	3	5	8
Amortización	M€	19	125	143
Resultado de Explotación	M€	681	436	1.116
EBITDA	M€	699	565	1.265
Variación Valor Razonable Inv.Inm.	M€	2.246	186	2.432
Gastos Financieros	M€	246	206	452
Beneficio Neto	M€	2.579	443	3.022
Beneficio Neto Ajustado	M€	332	257	589



Desglose por mercado 2017				
Datos en millones de euros, % o indicado	Uds	Bolsa	MAB	Total
Negocio - Flujo de caja				
Dividendos	**M€**	**364**	**217**	**581**
Amortiz. Instrumentos Patrimonio (neto)	M€	-466	-351	-817
CF por explotación	**M€**	**1.067**	**332**	**1.399**
CF por inversión	**M€**	**-939**	**-1.015**	**-1.955**
>>> Por pago inversiones	M€	-1.219	-1.164	-2.382
>>> Por cobros desinversiones	M€	548	345	893
CF por financiación (E+D)	**M€**	**926**	**715**	**1.641**
>>> Por Instrumentos de patrimonio	M€	466	351	817
>>> Por Emisión de deuda financiera	M€	2.493	1.028	3.521
>>> Por devolución y amortización de deuda	M€	-1.611	-663	-2.274
>>> Por Pago de Dividendos	M€	-295	-44	-340
Generación de Caja	**M€**	**1.054**	**31**	**1.085**
Rentabilidades				
Rentabilidad Activos inmobiliarios (ROA)	%	3,0%	4,5%	3,5%
Rentabilidad Financiera (ROE)	%	18,1%	6,9%	14,6%
Yield Bruta (sobre GAV)	%	3,7%	4,5%	4,0%
Yield Neta (sobre NAV)	%	5,6%	6,7%	6,0%
Rentabilidad Dividendo	%	3,1%	3,0%	3,0%
Cash on Cash	%	-0,7%	-2,1%	-1,1%
Ratios				
Apalancamiento (s/GAV)	%	34,2%	33,8%	34,0%
Apalancamiento (s/Fuentes de financiación)	%	39,1%	45,4%	41,2%
Tipo medio (deuda) efectivo	p.b	226,35	339,35	266,88
RCI (Cobertura intereses)	x	5,3 x	2,6 x	4,1 x
Márgenes				
Margen EBITDA	%	68,9%	75,0%	71,5%
Margen Neto	%	261,3%	62,7%	178,4%
Eficiencia	x	0,282	0,45	0,35
PE (VM/BN)	**x**	**4,57**	**16,59**	**6,33**
EBITDA /CF_E	%	152,6%	58,6%	110,6%
Múltiplo EBITDA	x	16,8 x	13,0 x	15,1 x
Múltiplo Ingresos	x	11,6 x	9,8 x	10,8 x
Reval Activos/EBITDA	x	3,2 x	0,3 x	1,9 x
EBITDA/V.Mercado	%	5,94%	7,70%	6,61%
EBITDA+Rev / V.Mercado	%	25,0%	10,2%	19,3%

Fuente: JLL

04. El mercado de SOCIMIs por segmentos



A partir de la información suministrada por el conjunto de SOCIMIs al mercado (compuesta fundamentalmente por los hechos relevantes, información económico financiera de sus cuentas auditadas anuales y presentaciones corporativas) en este apartado se realiza el análisis de los diferentes vehículos[1] atendiendo a una distribución sobre la base de dos criterios diferenciados. Por un lado, un criterio estrictamente inmobiliario, diferenciando cada SOCIMI en función del segmento inmobiliario en el que opera de forma mayoritaria y por lo tanto en función de la tipología de su cartera de activos. Por otro, segmentando el conjunto del mercado de SOCIMIs por tamaño, utilizando como variable fundamental su capitalización bursátil a cierre del ejercicio 2018.

El mercado de SOCIMIs por segmentos inmobiliarios

Bajo este primer criterio el conjunto de las SOCIMIs se distribuyen el mercado atendiendo a las siguientes categorías: Mixtas, (aquellas cuyas inversiones y cartera de activos están presentes en tres o más segmentos inmobiliarios), Oficinas (para inversiones mayoritarias en edificios de oficinas), Retail (para centros comerciales), Hotelero (para establecimientos hoteleros o modelos de negocio similares como hostels o residencias de estudiantes), Residencial (con inversión mayoritaria en alquiler de vivienda, bien bajo una modalidad de edificios completos o portfolios granulares), High Street (para el caso de inversiones mayoritariamente centradas en locales comerciales incluyendo sucursales bancarias) y Logística.

Mixtas

Merlin Properties Socimi SA
St Croix Holding Immobilier Socimi SA
Trajano Iberia Socimi SA
Entrecampos Cuatro Socimi SA
Quonia Socimi SA
Grupo Ortiz Properties Socimi SA
Vitruvio Real Estate Socimi SA
Arrienda Rental Properties Socimi SA
Hadley Investments SOCIMI SAU
Prevision Sanitaria Nacional Gestion Socimi SA
Gore Spain Holdings SOCIMI I SAU

Oficinas

Inmobiliaria Colonial Socimi SA
Gmp Property SOCIMI SA
Zambal Spain Socimi SA
Inversiones Doalca Socimi SA
Arima Real Estate SOCIMI SA
Meridia Real Estate III Socimi SA
Corona Patrimonial SOCIMI SA
Silvercode Investments Socimi SA
GO Madrid Benz Socimi SA
Azaria Rental Socimi SA
JABA I Inversiones Inmobiliarias SOCIMI SA
Autonomy Spain Real Estate Socimi SAU

Retail

General de Galerias Comerciales Socimi SA
Lar Espana Real Estate Socimi SA
Castellana Properties SOCIMI SA
Olimpo Real Estate Socimi SA
Asturias Retail and Leisure SOCIMI SAU
Zaragoza Properties Socimi SA
Serrano 61 Desarrollo Socimi SA
Veracruz Properties Socimi SA
Numulae Gestion de Servicios Socimi SA
HEREF Habaneras SOCIMI SA

Logístico

P3 Spain Logistic Parks Socimi SA
Tarjar Xairo Socimi SA

High Street

URO SOCIMI Property Holdings SA
ISC Fresh Water Investment SA
AM Locales Property Socimi SA
Tander Inversiones Socimi SA
Inmofam 99 Socimi SA
Unica Real-Estate Socimi SA
Corpfin Capital Prime Retail II Socimi SA
Corpfin Capital Prime Retail III Socimi SA
Inmobiliaria Park Rose Iberoamericana Socimi SA

Residencial

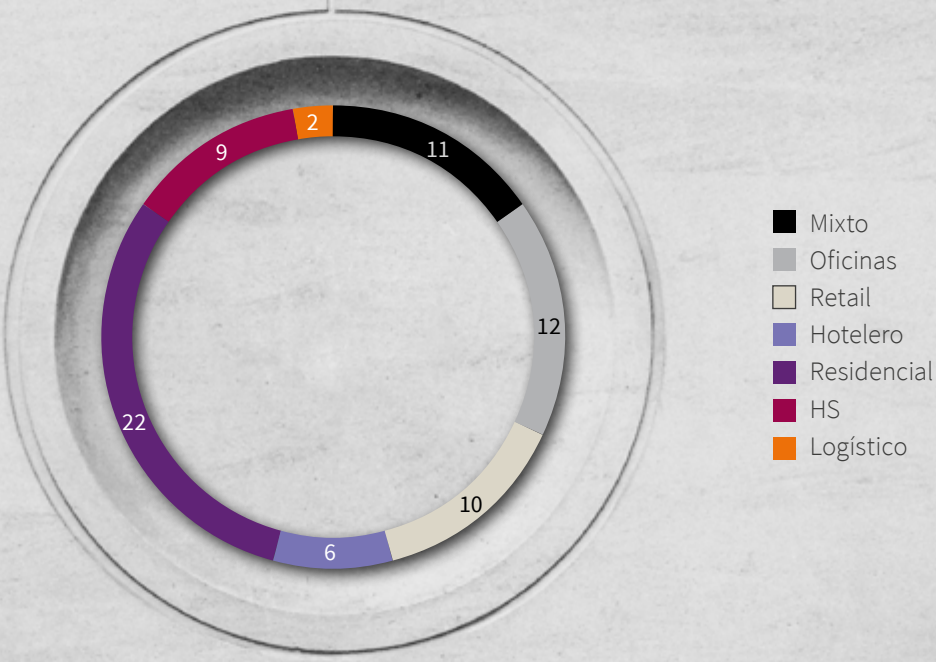
Testa Residencial Socimi SA
Vivenio Residencial Socimi SA
Albirana Properties SOCIMI SAU
Tempore Properties Socimi SA
Fidere Patrimonio Socimi SA
EURIPO PROPERTIES SOCIMI, S.A.
TORBEL INVESTMENTS 2015 SOCIMI, S.A
Optimum III Value-Added Residential Socimi SA
Optimum RE Spain SOCIMI SA
Elix Vintage Residencial Socimi SA
Urban View Development Spain Socimi SA
AP67 Socimi SA
Barcino Property Socimi SA
Mistral Patrimonio Inmobiliario Socimi SA
Galil Capital RE Spain Socimi SA
Vbare Iberian Properties SOCIMI SA
Mercal Inmuebles SOCIMI SA
RREF II AL Breck Socimi SA
Domo Activos Socimi SA
Excem Capital Partners S.I.Residencial SL
Almagro Capital SOCIMI SA
Quid Pro Quo Alquiler Seguro Socimi SA

Hotelero

Hispania Activos Inmobiliarios SOCIMI SA
Atom Hoteles SOCIMI SA
Elaia Investment Spain Socimi SA
Hispanotels Inversiones Socimi SA
Student Properties Spain Socimi SA

[1] Distribuciones realizadas a cierre del ejercicio 2018. Al igual que en el capítulo anterior a los efectos del análisis hemos tenido en cuenta St Croix Holding Immobilier Socimi aunque sus acciones cotizan en el mercado bursátil de Luxemburgo. Adicionalmente, no hemos incluido en el análisis Euro Cervantes SOCIMI y Asgard Investment Hotels SOCIMI en la medida en que la primera es un vehículo cuyo activo está formado por las acciones de GMP SOCIMI y las acciones de la segunda se encuentran suspendidas de cotización desde el 31 de octubre de 2017.

Número de SOCIMIs admitidas a negociación en los mercados. Abril 2019



Fuente: JLL

Bajo este primer criterio, el conjunto del valor de mercado de las SOCIMIs se concentra mayoritariamente en los vehículos mixtos y especializados en oficinas, con un 55% del valor de capitalización total lo que supone 12.700 millones de euros, situándose el segmento retail en tercer lugar y en cuarta posición, con importes muy similares, los segmentos hoteleros y residencial. Actualmente, mitad de año 2019, el peso de los vehículos especializados en logística e industrial es residual (0,2% del total) si bien es cierto que los vehículos mixtos tienen posiciones inversoras en este sector muy importantes y se espera que para este año 2019 su posición se incremente notablemente con la salida al mercado de alguna SOCIMI especializada en esta tipología de activos. En términos de valor medio bursátil por vehículo vuelven a ser los vehículos mixtos y de oficinas aquellos que presentan un importe mayor pero a todas luces todavía inferior a los vehículos existentes en otros países europeos o los vehículos norteamericanos, seguidos en este caso por Retail y Hotelero. Destaca, en este sentido, el reducido tamaño medio de las SOCIMIs residenciales (113 millones de euros en media para 22 vehículos) lo que es indicativo de un mercado incipiente en pleno desarrollo y crecimiento.

El sector inmobiliario y por extensión el mercado High Street – que hace referencia fundamentalmente a locales y edificios comerciales - ha llevado a cabo en los últimos tiempos una gran profesionalización, en la que han sido protagonistas los fondos de inversión, los family offices y las SOCIMIs dando lugar a un mercado mucho más transparente y eficiente. Cada vez son más los inversores extranjeros y nacionales que buscan la forma de invertir en oportunidades High Street y de gestionar su patrimonio de forma fiscalmente atractiva.

El objetivo principal de este segmento no es otro que invertir en zonas comerciales prime, en activos singulares, atractivos y seguros que permitan, haciéndolo a través de vehículos SOCIMIs disfrutar de una rentabilidad financiero y fiscal atractiva.

El segmento inmobiliario High Street se ha desarrollado notablemente en los últimos años y en la actualidad cuenta con SOCIMIs especializadas en esta tipología de producto. De igual forma, a partir de la recuperación económica, pero con especial intensidad en los últimos años, en el mercado se han producido operaciones muy significativa por su tamaño – como por ejemplo los locales anexos al Edificio España o locales comerciales propiedad de El Corte Inglés- protagonizadas por SOCIMIs ya cotizadas u otras que están ganando tamaño para su próxima salida al mercado. De igual forma destaca también operaciones de fusión de diferentes SOCIMIs con esta tipología de activos y un enfoque de gestión a largo plazo en aras de alcanzar unas mayores economías de escala y retornos recurrentes.

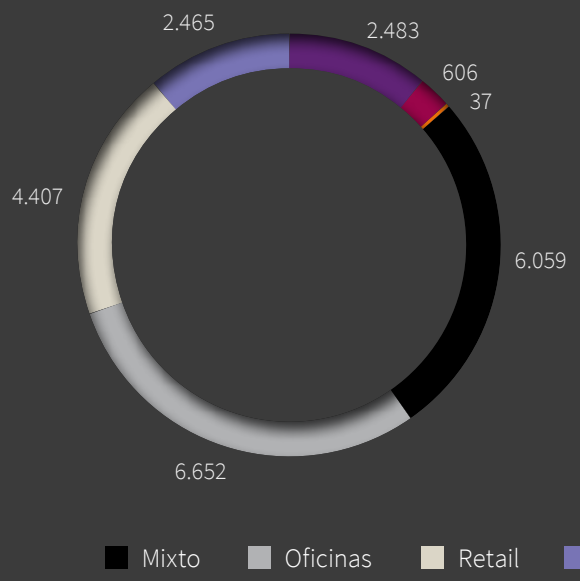
El segmento Hight Street incorpora activos con elevada demanda en el mercado - no solo por su localización en zonas comerciales prime sino también por la vinculación a contratos de alquiler a medio y largo plazo y su alta capacidad de renovación de los contratos- que sirve como reclamo no solo a inversores institucionales sino también a grandes patrimonios. De igual forma, su estabilidad – tanto en términos de valor como de rentas –, su reducido riesgo, así como su escasa gestión en comparación con otros segmentos – en este sentido las SOCIMIs de este segmento son las que obtienen de forma recurrente una mayor eficiencia en términos de coste – hace que sea un activo estrella a la hora de conformar las carteras de las SOCIMIs.

High Street

Patricia Frias

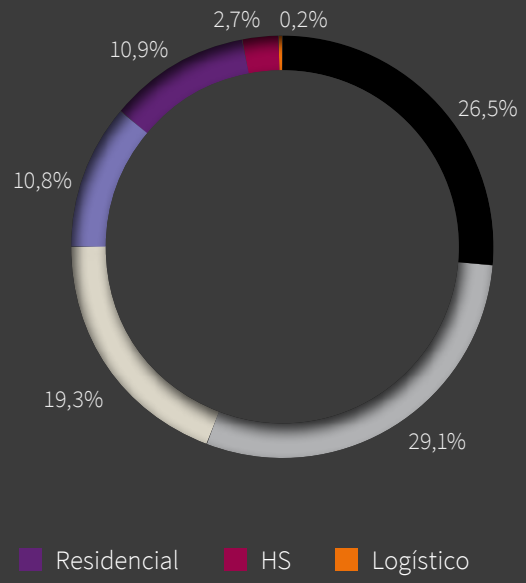
Head of High Street Investment, Capital Markets, JLL

Valor de Mercado por segmento (M€). 2018



Fuente: JLL

Distribución del valor de Mercado (%). 2018



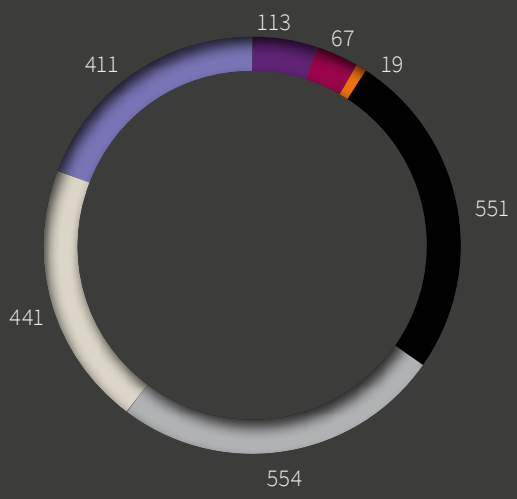


Fuente: JLL

En este sentido, puede apreciarse a través de la comparativa del incremento del valor de mercado de los dos últimos ejercicios, cómo el segmento especializado en el alquiler de vivienda ha incrementado su valor en más del 280% triplicando su capitalización bursátil en un solo periodo anual y mostrando un apetito creciente por parte de los inversores. En el caso de los otros segmentos, sus crecimientos son más pausados – caso de hotelero, oficinas y high street – incluso en algún caso negativo – mixtas – mientras que logística se ha estrenado en el mercado durante el año 2018.

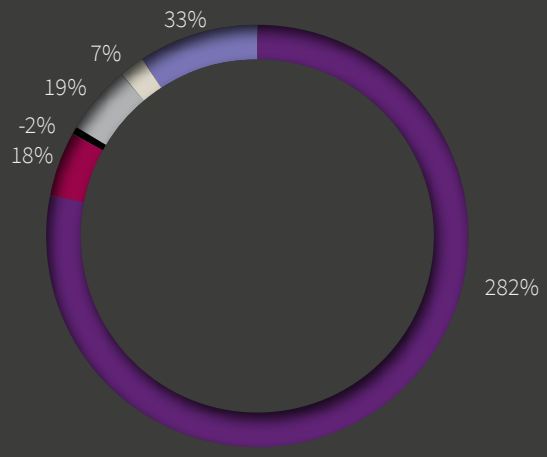


Tamaño medio por vehículo y segmento (M€). 2018



Fuente: JLL

Incremento del valor de Mercado 2018 - 2017



Fuente: JLL

Mixto Oficinas Retail Hotelero Residencial HS Logístico

Desde la óptica del valor de los activos – tanto bruto como neto – la segmentación del mercado ofrece un conjunto de conclusiones importantes. Vuelven a ser los segmentos mixtos y oficinas los que concentran un mayor valor de los activos (Gross Asset Value) con un peso sobre el total del 59% a gran distancia del resto, pero se aprecia cómo el mercado está creciendo en el último año a partir

La logística ha dejado de ser un mercado de operadores especializados para pasar a ser activos objeto de deseo de inversores generalistas. El incremento de la venta online ha provocado la necesidad de avanzar en conceptos como el supply chain, la última milla o la logística urbana, que permiten dar respuesta a las necesidades de empresas y consumidores. A través de estos novedosos conceptos se ha visto el potencial de crecimiento del sector logístico acompañado además por unos fundamentales muy sólidos no sólo en términos del incremento de la demanda de espacio necesario para las grandes plataformas de distribución (donde la variable e-commerce y la actualización de plataformas obsoletas tienen un elevado peso) sino también por nuevos desarrollos en un mercado como el español de tamaño reducido, costes razonables del suelo, plazos de construcción menores frente a otra tipología de activos, generación de un producto inmobiliario mucho más moderno y flexible que permite una mejor monitorización de costes, ingresos y parámetros de la inversión y la necesidad y la demanda para la creación de plataformas más novedosas, urbanas, en altura y automatizadas.

Estos factores han llevado al mercado inmobiliario logístico a consolidarse como uno de los principales destinos de inversión para los principales fondos nacionales e internacionales, hasta el punto de que las rentabilidades prime son, por primera vez, menores que las del segmento de Centros Comerciales.

Capital de todo el mundo se ha enfocado en este sector, pero muchos fondos no han logrado entrar debido a la falta del know-how local y las escasas oportunidades de asociarse con empresas locales que además de conocimiento aporten suelo o una cartera inicial de activos. Mientras que modelos basados en Joint Ventures han sido la principal vía de acceso al sector en otros países de Europa Central, en el caso de España ésta ha sido la inversión directa.

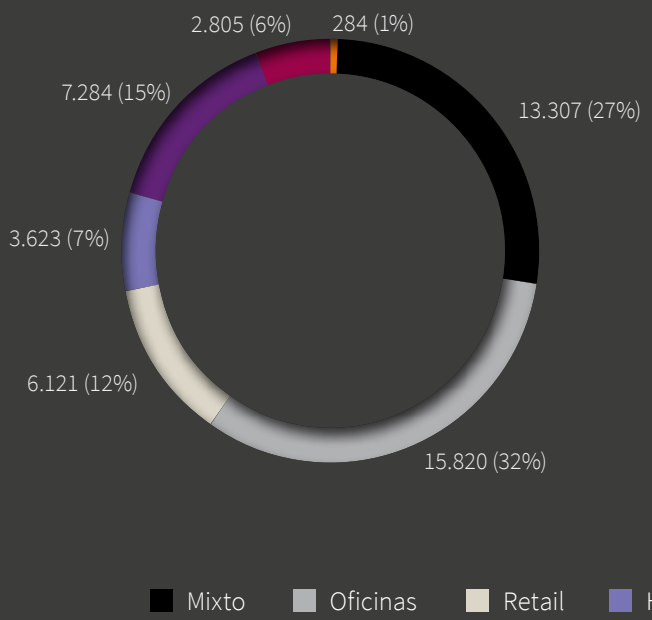
El hecho de que es un mercado de especialistas se aprecia al observar como determinas SOCIMIs que contaban con esta tipología de activos han procedido a su venta (caso Lar España o Colonial). No obstante los tres grandes propietarios del sector en España son Blackstone, Prologis (promotor especializado) y Merlin Properties.

Logístico

Gustavo Rodríguez

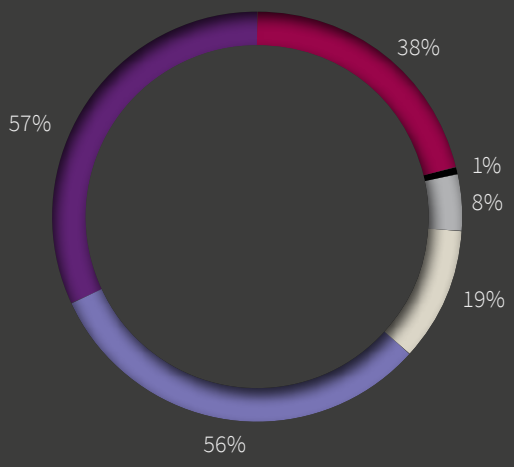
Head of Logistics, Capital Markets, JLL

Distribución de GAV (M€ Y %). 2018



Fuente: JLL

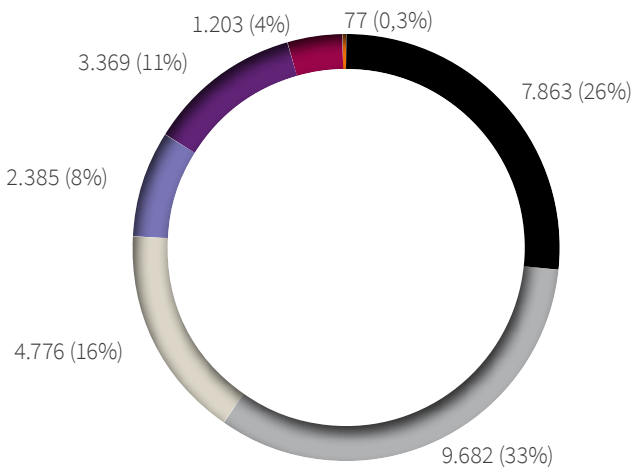
Incremento del GAV (%) 2018 - 2017



Fuente: JLL

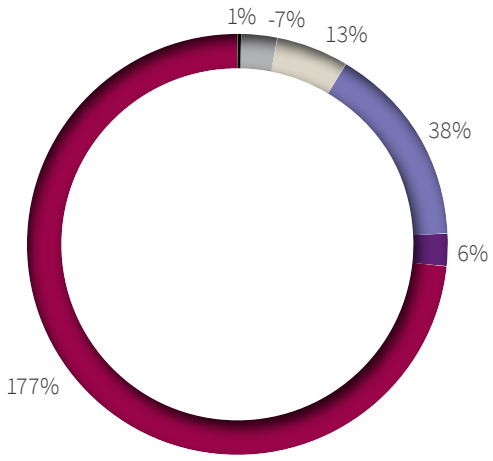
de la incorporación de SOCIMIs en el ámbito residencial y hotelero. Sin embargo, haciendo el análisis sobre la base del valor neto de los activos (Net Asset Value) es el segmento de High Street el que ha experimentado un mayor crecimiento como consecuencia de su menor tamaño relativo, el proceso de compresión de rentas que ha incrementado al alza sus valoraciones y una menor apelación al endeudamiento.

Distribución del NAV (M€ y %). 2018



Fuente: JLL

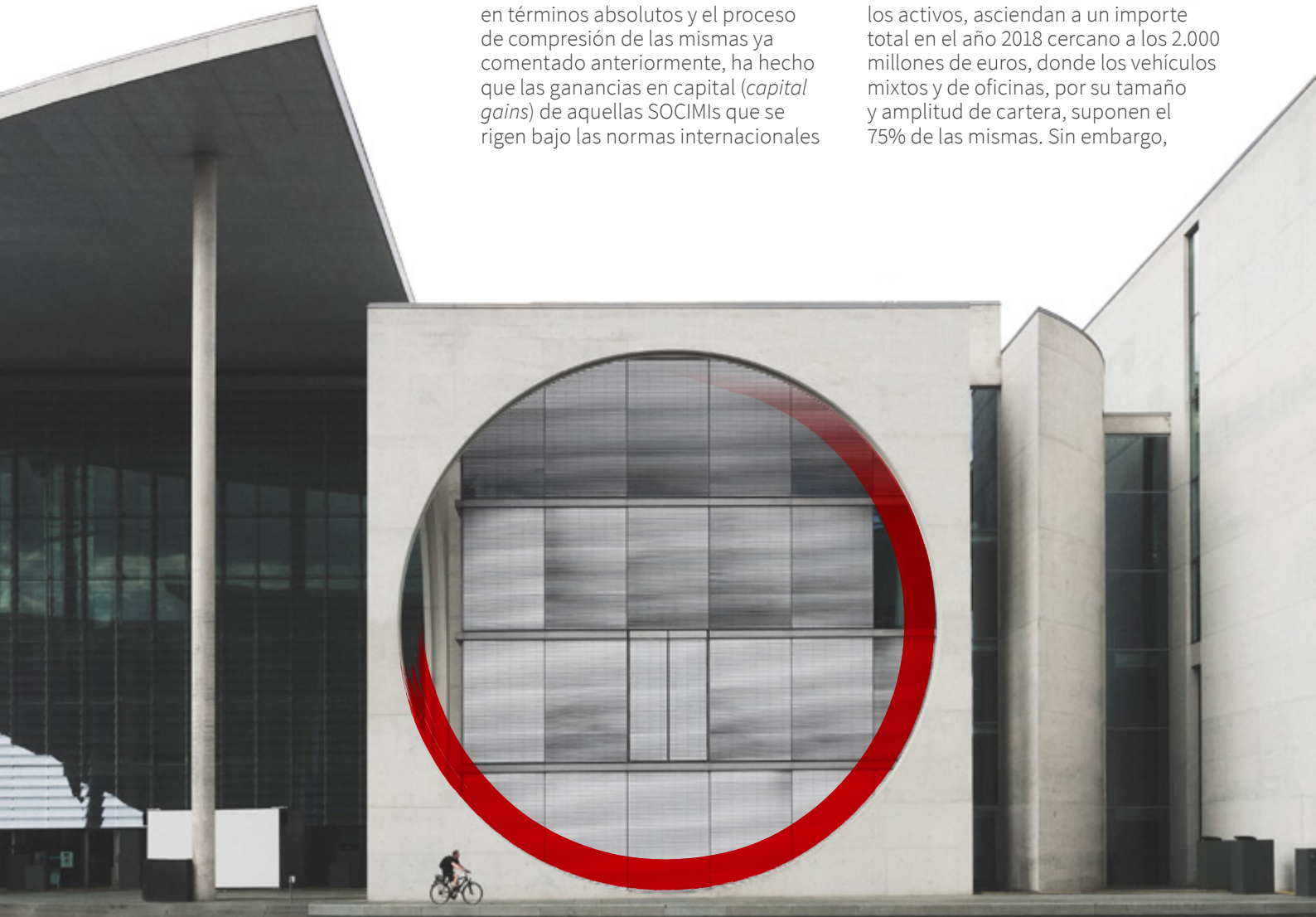
Incremento del NAV (%) 2018-2017



Fuente: JLL

Mixto · Oficinas · Retail · Hotelero · Residencial · HS · Logístico

La positiva evolución del sector inmobiliario, el incremento de rentas en términos absolutos y el proceso de compresión de las mismas ya comentado anteriormente, ha hecho que las ganancias en capital (*capital gains*) de aquellas SOCIMIs que se rigen bajo las normas internacionales de contabilidad y por ello una contabilización a valor de mercado de los activos, asciendan a un importe total en el año 2018 cercano a los 2.000 millones de euros, donde los vehículos mixtos y de oficinas, por su tamaño y amplitud de cartera, suponen el 75% de las mismas. Sin embargo,



Sin lugar a duda el activo oficinas ha sido el impulsor, en una primera instancia, del crecimiento del mercado de SOCIMIs en la medida en que se trata de uno los activos más tradicionales, líquidos y preferidos por los inversores, tanto nacionales como extranjeros, así como uno de los segmentos inmobiliarios que primero mostró síntomas de recuperación tras el periodo de crisis económica 2008-2013. Desde aquel entonces hasta ahora, no solo los vehículos especializados en esta tipología sino también aquellos que denominamos como mixtos, cuentan con este activo dentro de sus carteras y se han podido aprovechar del proceso de compresión de yields de este segmento- con la ganancia de capital consiguiente vía valoración- así como la recuperación habida en términos de renta.

No obstante, es un segmento de máxima competitividad, escasez de producto y elevada inversión anual, por lo que mucho de los actores, además de aprovechar el incremento de valor para rotar la cartera, han ido desplazando sus inversiones desde activos más core a activos más de valor añadido (activos value) con menor coste relativo, mayor ganancia futura y en donde intervienen factores adicionales como el reposicionamiento y la reforma lo que obliga a una gestión más personalizada mediante equipos conocedores del mercado local. Adicionalmente, ello ha supuesto un cambio también en la estrategia de localización de los activos, apostando por zonas más periféricas de las principales ciudades -pero siempre con sólidos fundamentales – e incluso la entrada en el negocio de promoción y desarrollo a partir de la adquisición del suelo, como fórmula para poder incorporar estos activos, con un perfil de riesgo más reducido, a sus carteras.

A lo largo de los dos últimos años se han producido muchas transacciones en este segmento que han derivado en una continua disminución de las yield, dando lugar incluso, para los activos más trophy y con inquilinos de reducido riesgo, a rebajar el nivel del 3% de yield bruta. Los Center Business District (CBD) de Madrid y Barcelona siguen siendo las plazas más cotizadas para estos activos pero la liquidez existente en el mercado, el apetito por la inversión junto con la entrada en el mercado de nuevos actores (SOCIMIs, fondos privados y family offices), han ido ampliando el abanico de zonas y de localizaciones.

Oficinas

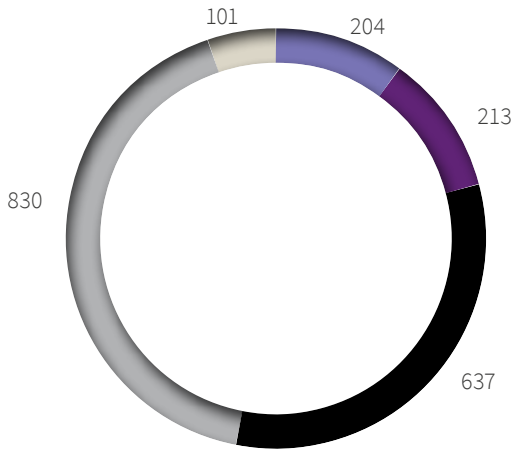
Paola Erhardt

Head of Office, Capital Market, JLL

este proceso anual de revalorización de los activos en términos relativos sobre el GAV supone un peso del 5% anual en ambos segmentos, habiendo sido el sector hotelero el que muestra un mayor impacto. Por el contrario, retail y el segmento residencial, no muestra importantes ganancias en el valor de sus activos a partir de las valoraciones anuales, no porque no hayan existido, sino porque son pocas las SOCIMIs de estos dos segmentos cuya contabilidad anual se expresa en términos internacionales y por lo tanto, no hay obligación formal de reflejarlas bajo el epígrafe contable de inversiones inmobiliarias.

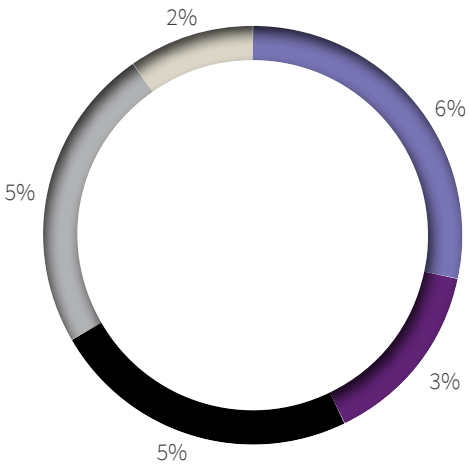
En términos de descuento o prima de la cotización bursátil con respecto al NAV, salvo el sector hotelero, el resto de los segmentos cotizan con importantes descuentos sobre su valor liquidativo siendo en términos medios de un 22%.

Incremento del Valor Razonable (M€). 2018



Fuente: JLL

Incremento del Valor Razonable (% del GAV)



Fuente: JLL

Mixto Oficinas Retail Hotelero Residencial HS Logístico

No obstante el cálculo de prima o descuento sobre el NAV, si bien es básico en el sector inmobilario cotizado, presenta anomalías en el segmento SOCIMI español habida cuenta que gran parte de los vehículos no tienen excesiva liquidez en sus acciones.



El análisis del negocio de arrendamiento en cada uno de los diferentes segmentos considerados a lo largo de 2018 muestra signos muy positivos. En términos globales, los ingresos derivados de las rentas del conjunto de las SOCIMIs se incrementaron frente al año anterior en un 26% hasta alcanzar un importe de 2.117 millones de euros, donde el segmento mixto y de oficinas, con 666 y 580 millones de euros respectivamente, concentran casi el 60% del total. No obstante, la mayor parte de los segmentos muestran incrementos anuales en su actividad superiores al 20%, destacando las SOCIMIs mixtas, retail y hotelero con crecimientos cercanos al 25% y el residencial, menos presente en 2018, con un 60% anual. Por el lado de las ganancias operativas, medidas en términos de EBITDA – y por lo tanto sin considerar las ventas de activos y las revalorizaciones de la cartera – el análisis presenta conclusiones similares aunque en este caso además multiplicadas por las economías de escala que imperan en el sector inmobiliario. El ejercicio 2018 ha supuesto un incremento medio del EBITDA de un 23% hasta alcanzar un importe de 1.548 millones de euros y donde, por un lado, las SOCIMIs especializadas en oficinas y las mixtas concentran más del 60% y por otro, casi todos los segmentos presentan crecimientos muy significativos desde más de un 75% en el caso de las especializadas en retail, 40% en el caso de las mixtas y 18% en las SOCIMIs de oficinas. No obstante, son los segmentos hoteleros (con un crecimiento del EBITDA anual del 3%) y fundamentalmente el sector residencial (con EBITDA negativo) los que muestran un peor comportamiento. Es en el beneficio neto donde los comportamientos de los segmentos son dispares. Si bien todos los segmentos presentan ganancias netas positivas de 2.376 millones de euros, éstas muestran un comportamiento dispar frente al año anterior, en la medida en que menores ventas de activos y menor revalorización de la cartera da lugar a crecimientos anuales negativos en todos los segmentos salvo retail.

Residencial

El resurgir del sector inmobiliario en los últimos años también ha afectado al sector residencial, no sólo en términos de precios, transacciones de vivienda libre o promoción de nuevas viviendas, sino también en la aparición de un modelo de negocio inexistente en España en épocas anteriores relativo al residencial en alquiler profesionalizado y que poco a poco ha ido tomando su espacio. Aspectos como la flexibilidad laboral, la deflación en salarios resultado de la crisis económica anterior así como cambios profundos de las necesidades y gustos de la vivienda de las nuevas generaciones y, en muchos casos, la imposibilidad de recurrir al crédito hipotecario para la compra de vivienda, han sido algunas de las causas de la formación de un mercado, todavía embrionario en comparación con el existente en los países de nuestro entorno, dedicado al alquiler residencial de manera profesionalizada.

No obstante, si bien en el mercado español hay SOCIMIs especializadas en residencial en alquiler con cada vez un tamaño mayor en número de activos – Testa, Témpore, Fidere, Albirana, Vivenio y otras – su cuota de mercado en el alquiler residencial sigue siendo residual, en la medida en que España se conforma como un país de propietarios y donde la vivienda en alquiler está, en más de un 95%, en manos privadas. Por lo tanto, la capacidad de influencia en precios, condiciones o cualquier otra variable de los vehículos societarios dedicados a este segmento de negocio del sector inmobiliario es muy marginal. Aun así, a lo largo de 2018 y primeros meses de 2019, tras varios intentos, se introdujeron condicionantes legales a través de modificaciones a la Ley de Arrendamientos, en aras de modificar el sector e introducir elementos de defensa al arrendatario con menores obligaciones y un mayor plazo para los contratos cuando el arrendador es persona jurídica.

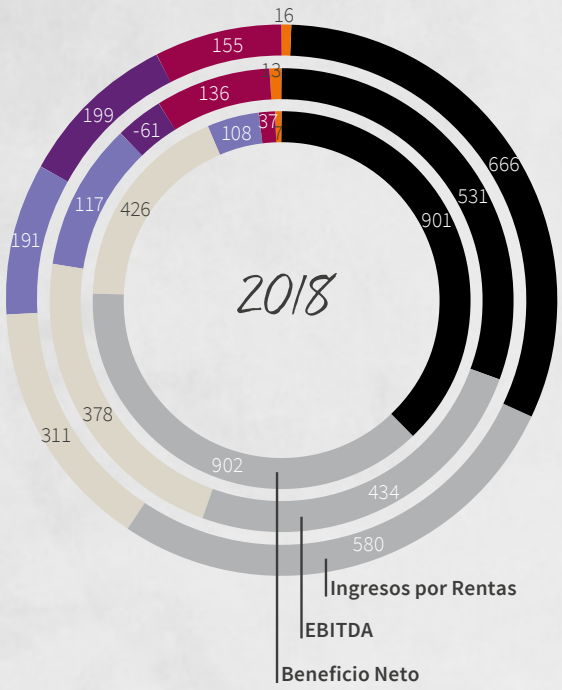
Un sector, el residencial en alquiler o PRS, en alza que se enfrenta para continuar su crecimiento con una falta clara de producto en el centro de las ciudades que pueda o esté destinado íntegramente al alquiler profesional. Esta escasez provoca que la inversión salga del centro de las ciudades dónde la oferta es aún muy atomizada y se concentre en el área metropolitana de las grandes ciudades con desarrollos de suelos en formato Build To Rent , mediante la asociación de promotores inmobiliarios e inversores y que empezarán a acceder al mercado en los próximos 18-24 meses con promociones específicas por y para su alquiler con unos estándares de calidad medios que cumplen las expectativas de calidad, mantenimiento, servicios y seguridad jurídica a la par que suficientemente flexible para la demanda actual.

Residencial

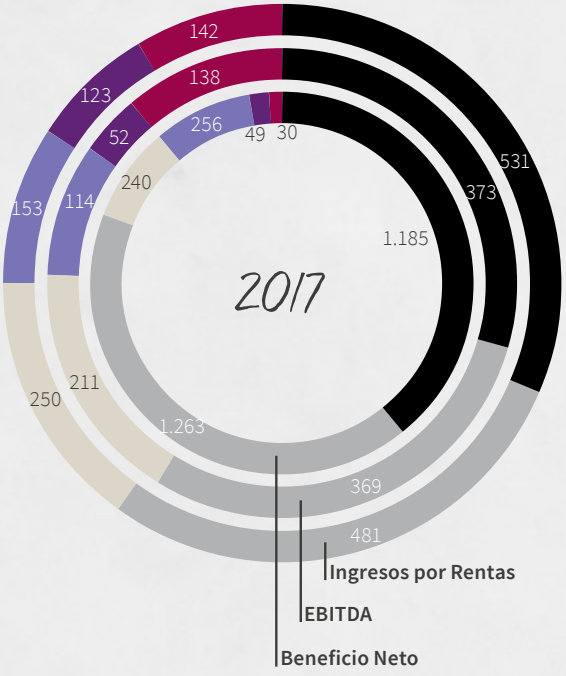
Nick Wride

Head of Living & Alternatives, Capital Markets, JLL

Ingresos por rentas, EBITDA y Beneficio Neto (M€) 2018 y 2017



Fuente: JLL



Mixto · Retail · Residencial · Oficinas · Hotelero · HS · Logístico

Fuente: JLL

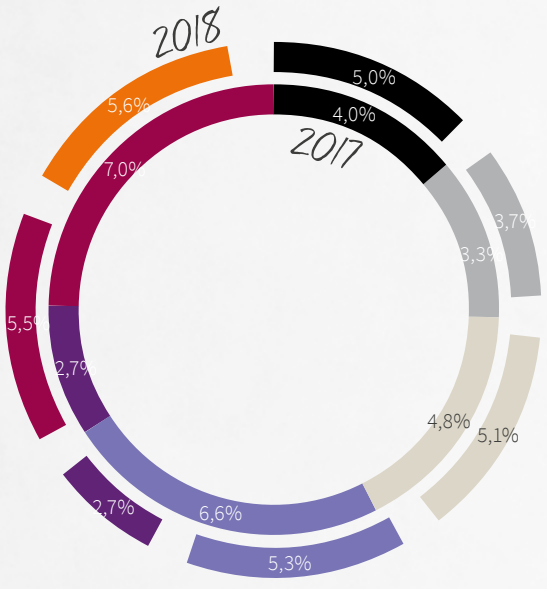
En términos de rentabilidades inmobiliarias – yields – sobre el valor bruto de los activos, son los segmentos high street, hoteles y logístico los que obtienen rentabilidades claramente superiores al 5% anual situándose el resto en un 5% escaso (oficinas) o por debajo como el residencial y el segmento de oficinas. Si para el denominador de la rentabilidad consideramos el valor neto de los activos, el conjunto de las SOCIMIs pasa de un 6% en 2017 a un 7,2% en 2018, destacando las rentabilidad de dos dígitos de logística y high street (20% y 13% respectivamente) situándose el resto entre un 6% del residencial y un 8,5% las SOCIMIs mixtas.

Dentro del análisis de las rentabilidades en términos contables – rentabilidad de los activos (ROA) y de los recursos propios (ROE)-, la segmentación del universo SOCIMIs presenta al sector retail con una rentabilidad sobre los recursos invertidos y sobre los activos muy superior al resto –como consecuencia del efecto de General de Galerías Comerciales SOCIMI – seguida de las mixtas, locales y oficinas. Es el sector residencial el que muestran rentabilidades más exiguas, propias de un modelo de negocio en crecimiento y con mayor apalancamiento.

Es en una variable como el apalancamiento financiero donde se aprecian significativas diferencias.

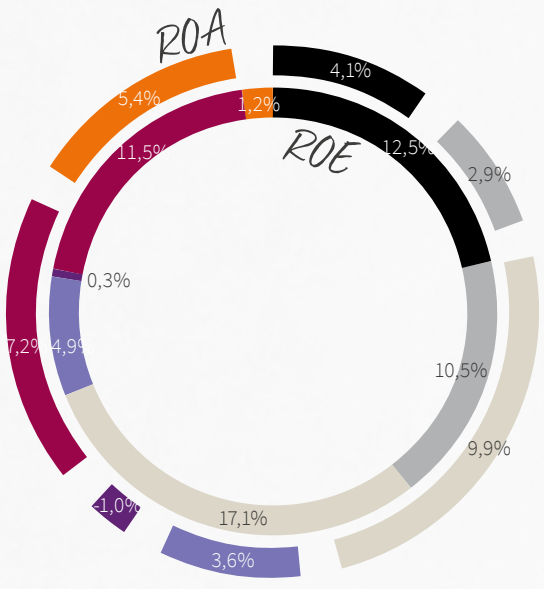
El conjunto de los vehículos SOCIMIs no apelan a un grado de apalancamiento elevado al situarse en términos medios en un 40% sobre el valor bruto de los activos y un 46% sobre el conjunto de las fuentes de financiación. Sin embargo, los segmentos residencial, logístico y high street si cuentan con estructuras de financiación más apalancadas aunque con matices, en la medida en que en el caso de los dos primeros, parte de su apalancamiento extra corresponde a tramos de financiación otorgados por los propios accionistas, mientras que en el tercero, donde también interviene el efecto anterior, la tipología de sus activos permite un grado mayor de deuda.

Yield Bruta sobre GAV. 2018 vs 2017



Fuente: JLL

Yield Bruta sobre GAV. ROA vs ROE 2018



Fuente: JLL

Mixto Oficinas Retail Hotelero Residencial HS Logístico

El mercado de inversión de Retail (Centros y Parques Comerciales), ha sido históricamente uno de los que mayor inversión ha movido en nuestro país. Los años 2017 y 2018 han sido especialmente activos con cifras récord cercanas a los 4.000 millones de euros (incluyendo High Street). Hasta la fecha en 2019, la actividad inversora, se ha ralentizado, si bien ésta dinámica no es exclusiva a nuestro país, dado que se observa en mayor o menor medida en todos los países desarrollados, habiendo descendido los niveles de inversión en retail en Europa durante el primer trimestre en un 44% respecto a los del año pasado. Este escenario supone una oportunidad para las principales SOCIMIs especialistas en este segmento que operan en España, Lar España (Bolsa), Castellana Properties y General de Galerías Comerciales (MAB) que se encuentran ante una menor competencia, si bien los desafíos de una industria en continua evolución les afectan como a todos los demás actores.

Una de las claves para normalizar el sector y transmitir la confianza necesaria al universo de inversores, es aprovechar la transparencia de los mercados cotizados para aportar información de calidad acerca de cómo a través de la gestión profesional y especializada de estas compañías, se consiguen los resultados y los objetivos de los accionistas aun a pesar de encontrarnos en un entorno de constante evolución en las preferencias y hábitos de los consumidores

Por este lado, hemos de estar tranquilos ya que los equipos y la trayectoria de nuestras SOCIMIs retail están fuera de toda duda y operan con altísimos niveles de eficiencia y calidad, lo que se ha visto reflejado en revaloraciones muy relevantes de sus activos durante estos últimos años.

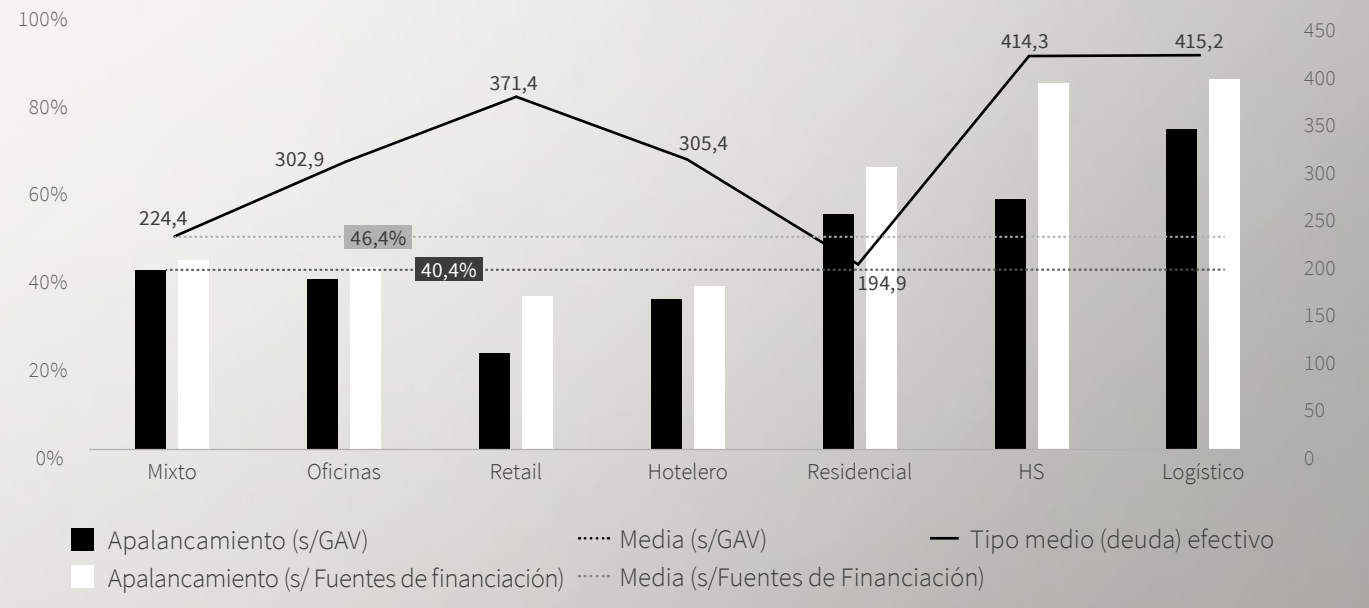
Las SOCIMIs especializadas en retail van a ser claves en la configuración de las características que los activos comerciales de éxito tendrán que implementar para adaptarse a las nuevas tendencias en consumo. Gracias a su conocimiento del negocio, se encuentran en una situación privilegiada para ser punta de lanza a la hora de incorporar nuevos retailers, redefinir el look & feel de los activos, combinar los canales de venta físico y on-line para lograr la tan ansiada omnicanalidad, o en la recogida de información de primera mano tanto de consumidores como de operadores para analizarla y transformarla en estrategias empresariales de éxito.

Retail

Salvador Pastor

Head of Retail Investment, Capital Markets, JLL

Apalancamiento (%). 2018



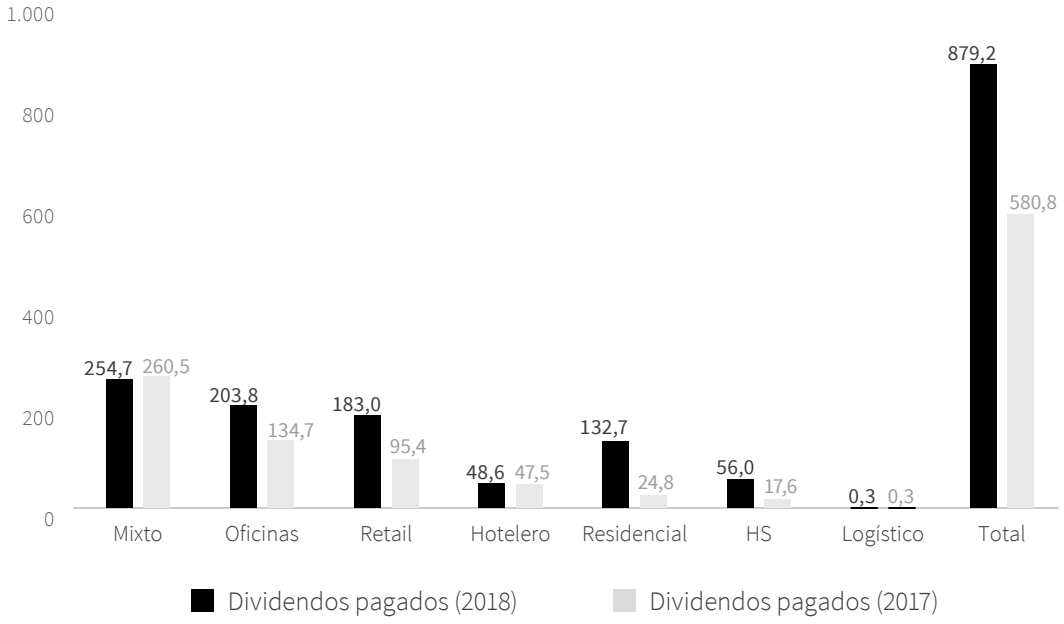
Fuente: JLL



A lo largo del 2018, las inversiones inmobiliarias de las SOCIMIs se han incrementado en más de 7.600 millones de euros netos que descontando el efecto de la revalorización de la cartera, supone más de 5.600 millones de euros, donde el sector oficinas y residencial se han mostrado líderes absolutos en inversión anual con más de 4.800 millones de euros. Los segmentos que menos inversión han efectuado en el año han sido logística y high street, prácticamente planos. La inversión total anual se ha financiado fundamentalmente con la apelación al endeudamiento en un importe de un 70% - en términos de deuda financiera neta - y el 30% restante a través de recursos propios. En este sentido, la posición final de deuda al cierre del ejercicio 2018 del conjunto de las SOCIMIs se ha incrementado en 4.000 millones de euros donde 2.400 millones corresponden al segmento residencial, cuantía que viene en gran parte explicada por la operación de Testa.

En términos de generación de caja sorprende el pronunciado descenso del flujo de caja de explotación (528 millones de euros en 2018 vs 1.400 en 2017) siendo los segmentos mixtos, oficinas y retail los que aportan flujos de explotación positivos al conjunto del sector mientras que hotelero y residencial presentan datos negativos. El flujo de caja de inversión (negativo por el crecimiento neto en inversiones del año) ha sido contrarrestado por el financiero, con una apelación a la deuda a largo plazo, permitiendo todo ello, un desembolso de 880 millones de euros en dividendos durante el año, lo que supone un incremento del 51% frente al año anterior. Este importe de dividendos anuales que se acerca progresivamente a la cuantía de los 1.000 millones año, se ha concentrado en términos absolutos en los segmentos más grandes – mixto, oficinas y retail, aunque el primero con un tímido descenso frente al año anterior y los dos siguientes mostrando una gran fortaleza – pero destaca el residencial y high street habiendo multiplicado por cinco y por tres respectivamente su reparto de ganancias frente al año anterior.

Dividendos pagados (M€) 2018 y 2017



Fuente: JLL

España se constituye como uno de los polos de atracción en la inversión hotelera con dos años consecutivos de niveles record – 4.000 millones de euros en 2017 y 4.900 millones de euros en 2018- convirtiéndose en el segundo país del área EMEA por detrás de Reino Unido y superando, en este último año, a Alemania. Estos niveles de inversión han venido impulsados no sólo por un entorno de recuperación económica clara sino además, por consolidarse nuestro país como segunda potencia mundial en términos de destino turístico, recibiendo cada año más de 80 millones de turistas.

Estos dos últimos años, más del 50% de la inversión se ha generado a través de transacciones de portfolios u operaciones de M&A, a través del papel, cada vez más relevante, del capital institucional. Esta tendencia es paralela a los movimientos en el sector hospitality a nivel global marcados por la consolidación de marcas y operadores junto con la peregrinación hacia modelos "asset light" donde la separación de riesgos derivados de la tenencia y propiedad de los activos versus riesgos del negocio hotelero cada vez es más clara. Producto de ello, el mercado español ha sido testigo de grandes operaciones tales como la adquisición por Hispania del portfolio Alua, la posterior adquisición por Blackstone de la propia Hispania y de HI Partners o las recientes opas de Minor por NH Hoteles, lo que demuestra una clara tendencia a la consolidación de un sector altamente fragmentado por parte de inversores institucionales con elevada liquidez – más de 28.000 millones de dólares americanos levantados por fondos de capital en 2018 – a la búsqueda de rentabilidades mayores a las que pueden ofrecer otros segmentos del sector inmobiliario.

De hecho, el mercado de SOCIMIs español también ha tenido su cuota de protagonismo en los últimos años y seguirá teniéndolo. Basta recordar, en este sentido, las operaciones de Hispania y Covivio, así como las nuevas salidas a mercado de vehículos especializados en esta clase de activos inmobiliarios como Atom Hoteles SOCIMI, la reciente incorporación al mercado alternativo de Millenium SOCIMI y otras que veremos seguramente antes de la finalización del presente año 2019. Estos vehículos seguirán siendo importantes en el conjunto del mercado de SOCIMIs y atenderán a factores claves como la liquidez del mercado para estos activos, el proceso de consolidación, la gestión especializada y el foco en España como mercado mundial de hospitality, así como la aparición de modelos de negocio complementarios atendiendo a mercados de nicho como hostels o la especialización en establecimientos hoteleros vacacionales o urbanos.

Hoteles

Paloma Arruti

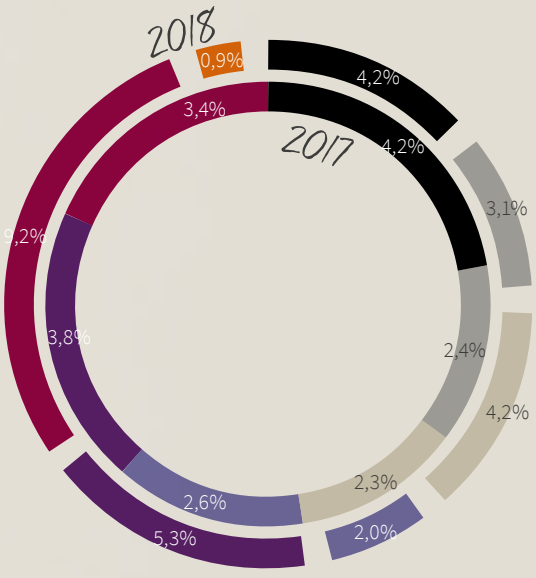
Head of Transactions, JLL Hotels & Hospitality, España



El saneado negocio de los diferentes segmentos inmobiliarios y su capacidad de reparto de las ganancias vía dividendos ha permito ofrecer una elevada rentabilidad anual global del 3,8%, 80 pb superior al año anterior y donde todos los segmentos han aumentado, salvo las SOCIMIs mixtas que lo han mantenido estable. En términos de *cash on cash*, el conjunto del mercado de SOCIMIs obtuvo una rentabilidad para el accionista del 4,7% anual modificando el comportamiento negativo ofrecido en el 2017 y donde el segmento residencial, nuevamente, se sitúa en el primer puesto con diferencia al haber efectuado además devoluciones de patrimonio a sus accionistas.

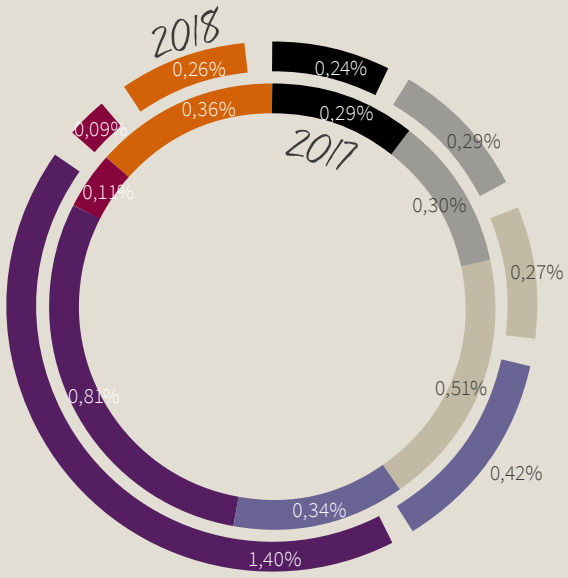
Por último, destacar también los niveles de eficiencia de cada uno de los segmentos inmobiliarios, donde se observan ganancias en este ratio en casi todas las tipologías. En este sentido cabe señalar, por un lado, que es el segmento high street el que presenta un mejor ratio de eficiencia (a menor ratio mayor eficiencia, entendida como la relación entre gastos operativos e ingresos totales) derivado de su propia actividad y por otro, el segmento de las SOCIMIs mixtas que sin ser especializadas como el resto, presentan una eficiencia mas alta quizá producto de su diversificación en activos. En el lado contrario se sitúa las SOCIMIs especializadas en viviendas y hoteles, que a lo largo del año han empeorado su ratio, posiblemente como consecuencia de la salida al mercado de SOCIMIs especializadas en estos ámbitos de un menor tamaño.

Rentabilidad del Dividendo (%) 2018 y 2017

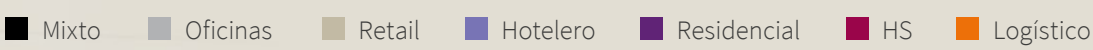


Fuente: JLL

Eficiencia (%) 2018 y 2017



Fuente: JLL



Desglose por segmento inmobiliario 2018

Datos en millones de euros, % o indicado

Tipologías		Mixto	Oficinas	Retail	Hotelero	Residencial	HS	Logístico	Total
Mercado									
Valor de Mercado (Abril 2018)	M€	6.663	7.442	4.615	2.484	2.646	612	37	24.654
Valor de Mercado (Diciembre 2018)	M€	6.059	6.652	4.407	2.465	2.483	606	37	22.866
GAV	M€	13.307	15.820	6.121	3.623	7.284	2.805	284	49.243
NAV	M€	7.863	9.682	4.776	2.385	3.369	1.203	77	29.354
Balance de situación - Inversiones									
Inversiones Inmobiliarias (BV neto).	M€	12.885	14.989	3.805	3.283	6.294	1.894	244	43.394
Increm. Valor Razonable	M€	637	830	101	204	213	0	-	1.985
Valor Razonable /Inv. Inmobiliarias	%	4,9%	5,5%	2,6%	6,2%	3,4%	-	-	4,6%
Valor Razonable/Valor de Mercado	%	10,5%	12,5%	2,3%	8,3%	8,6%	0,0%	-	8,7%
Patrimonio Neto	M€	7.199	8.616	2.496	2.085	2.178	320	39	22.932
DFN	M€	5.444	6.138	1.345	1.238	3.915	1.602	207	19.889
Caja	M€	203	233	299	79	229	118	5	1.166
Deudas a largo plazo	M€	5.537	5.848	1.625	823	4.091	1.621	206	19.752
Deudas a corto plazo	M€	109	524	19	494	52	98	6	1.303
		-228	804	473	604	2.428	18	2	4.101
Cuenta de resultados - Negocio									
Ingresos por rentas	M€	666	580	311	191	199	155	15,8	2.117
Otros ingresos	M€	17	26	189	0	3	1	0,8	237
Personal	M€	75	40	8	3	13	1	0,0	141
G. Explotación	M€	90	138	128	77	270	13	4,3	721
Servicios Exteriores	M€	41	88	106	61	250	10	3,2	558
Svcos. Profesionales Independientes	M€	17	21	53	50	162	3	2,1	308
donde Comisión de Gestión / Admon	M€	4	0	20	15	141	1	-	181
Reparaciones y Conservación	M€	4	4	0	3	30	0	0,4	42
Suministros	M€	4	3	1	2	2	0	0,1	13
Otros gastos	M€	11	23	23	6	47	5	0,6	116
Tributos	M€	49	50	14	13	18	3	1,1	147
Provisiones & Otros	M€	1	0	8	3	-2	-5	-	5
Amortización	M€	17	31	43	9	38	28	3,8	170
Resultado de Explotación	M€	514	403	334	109	-73	107	9,4	1.403
EBITDA	M€	531	434	378	117	-61	136	13,2	1.548
Variación Valor Razonable II	M€	637	830	101	204	213	0	-	1.985
Gastos Financieros	M€	127	193	61	40	81	71	8,8	582
Beneficio Neto	M€	901	902	426	103	7	37	0,4	2.376
Beneficio Neto Ajustado	M€	264	72	325	-101	-206	37	0,4	391

Desglose por segmento inmobiliario 2018

Datos en millones de euros, % o indicado

Tipologías		Mixto	Oficinas	Retail	Hotelero	Residencial	HS	Logístico	Total
Flujo de caja									
Dividendos	M€	254,7	203,8	183,0	48,6	132,7	56,0	0,3	879,2
Amortiz. Instrumentos Patrimonio (neto)	M€	37,3	-223,6	-45,4	-183,8	626,4	-6,2	0,0	204,7
CF por explotación	M€	290,4	261,3	146,8	-170,9	-74,7	68,6	6,8	528,4
CF por inversión	M€	-102,2	-1.162,3	194,3	-662,9	-1.107,1	17,4	-3,1	-2.825,8
>>> Por pago inversiones	M€	-683,9	-1.493,0	-452,3	-745,7	-1.143,4	-9,8	-4,5	-4.532,6
>>> Por cobros desinversiones	M€	582,0	391,2	407,4	82,8	108,6	53,1	1,5	1.626,6
CF por financiación (E+D)	M€	422,0	-93,2	-53,6	790,2	1.176,1	-64,5	-2,6	2.174,3
>>> Por Instrumentos de patrimonio	M€	-37,3	223,6	45,4	183,8	-626,4	6,2	0,0	-204,7
>>> Por Emisión de deuda financiera	M€	381,1	1.967,3	379,3	934,8	3.244,8	80,1	1,8	6.989,1
>>> Por devolución y amortización de deuda	M€	-554,3	-1.932,9	-297,3	-284,5	-1.309,0	-9,3	-3,9	-4.391,2
>>> Por Pago de Dividendos	M€	-254,7	-203,8	-183,0	-48,6	-132,7	-17,2	-0,3	-840,4
Generación de Caja	M€	610,3	-994,3	287,5	-43,5	-5,8	21,5	1,2	-123,0
Rentabilidades									
Rentabilidad Activos inmobiliarios (ROA)	%	4,1%	2,9%	9,9%	3,6%	-1,0%	7,2%	5,4%	3,6%
Rentabilidad Financiera (ROE)	%	12,5%	10,5%	17,1%	4,9%	0,3%	11,5%	1,2%	10,4%
Yield Bruta (sobre GAV)	%	5,0%	3,7%	5,1%	5,3%	2,7%	5,5%	5,6%	4,3%
Yield Neta (sobre NAV)	%	8,5%	6,0%	6,5%	8,0%	5,9%	12,9%	20,6%	7,2%
Rentabilidad Dividendo	%	4,2%	3,1%	4,2%	2,0%	5,3%	9,2%	0,9%	3,8%
Cash on Cash	%	4,1%	-0,2%	5,5%	-6,5%	34,9%	15,6%	0,9%	4,7%
Ratios									
Apalancamiento (s/GAV)	%	40,9%	38,8%	22,0%	34,2%	53,7%	57,1%	73,0%	40,4%
Apalancamiento (s/ Fuentes de Financiación)	%	43,1%	41,6%	35,0%	37,3%	64,3%	83,4%	84,3%	46,4%
Tipo medio (deuda) efectivo	p.b	224,4	302,9	371,4	305,4	194,9	414,3	415,2	276,3
RCI (Cobertura intereses)	x	3,3 x	2,4 x	3,4 x	-3,2 x	0,1 x	2,0 x	1,8 x	0,9 x
Márgenes									
Margen EBITDA	%	77,8%	71,5%	75,6%	61,5%	-30,0%	86,9%	79,6%	65,8%
Margen Neto	%	135,4%	155,5%	137,1%	53,9%	3,6%	23,8%	2,8%	112,3%
Eficiencia	x	0,24	0,29	0,27	0,42	1,40	0,09	25,9%	0,37
PE (VM/BN)	x	6,72	7,37	10,35	23,99	350,59	16,42	8.406,6%	9,62
EBITDA /CF_E	%	54,7%	60,2%	38,9%	-145,5%	123,5%	50,6%	52,0%	34,1%
Múltiplo EBITDA	x	11,4 x	15,3 x	11,7 x	21,0 x	-41,0 x	4,5 x	284,2%	14,8 x
Múltiplo Ingresos	x	8,9 x	11,0 x	8,8 x	12,9 x	12,3 x	3,9 x	226,3%	9,7 x
Reval Activos / EBITDA	x	1,2 x	1,9 x	0,3 x	1,7 x	-3,5 x	0,0 x	-	1,3 x
EBITDA/V.Mercado	%	8,8%	6,5%	8,6%	4,8%	-2,4%	22,4%	35,2%	6,8%
EBITDA+Rev / V.Mercado	%	19,3%	19,0%	10,9%	13,0%	6,1%	22,4%	35,2%	15,5%



Fuente: JLL

Desglose por segmento inmobiliario 2017

Datos en millones de euros, % o indicado

Tipologías		Mixto	Oficinas	Retail	Hotelero	Residencial	HS	Logístico	Total
Mercado									
Valor de Mercado (Diciembre 2017)	M€	6.190	5.609	4.109	1.852	651	515	39	19.119
GAV	M€	13.225	14.708	5.154	2.321	4.649	2.030	249	42.675
NAV	M€	7.826	10.366	4.232	1.731	3.186	434	43	28.157
Balance de situación - Inversiones									
Inversiones Inmobiliarias (BV neto).	M€	11.519	12.241	3.049	2.543	4.224	1.915	245	35.736
Increm. Valor Razonable	M€	906	1.025	117	310	77	-3	-	2.432
Valor Razonable /Inv. Inmobiliarias	%	7,9%	8,4%	3,8%	12,2%	1,8%	-0,1%	-	6,8%
Valor Razonable/Valor de Mercado	%	14,6%	18,3%	2,8%	16,8%	11,8%	-0,5%	-	12,7%
Patrimonio Neto	M€	6.538	7.815	1.934	1.829	2.231	323	39	20.710
DFN	M€	5.399	4.342	921	591	1.463	1.596	206	14.518
Caja	M€	476	1.226	250	122	253	106	4	2.436
Deudas a largo plazo	M€	5.664	5.388	1.152	673	1.641	1.629	207	16.354
Deudas a corto plazo	M€	211	179	19	40	74	72	4	599
Cuenta de resultados - Negocio									
Ingresos por rentas	M€	531	481	250	153	123	142	11,9	1.694
Otros ingresos	M€	13	19	21	17	1	2	0,7	74
Personal	M€	73	40	50	6	4	2	0,0	174
G. Explotación	M€	84	113	88	52	97	14	4,6	452
Servicios Exteriores	M€	41	62	74	38	80	11	3,8	310
Svcos. Profesionales Independientes	M€	16	7	35	29	37	3	2,9	129
Donde Comisión de Gestión/ Admon	M€	4	0	21	20	16	1	-	62
Reparaciones y Conservación	M€	4	3	0	3	14	0	0,2	25
Suministros	M€	4	2	1	3	2	0	0,1	11
Otros gastos	M€	11	19	17	4	25	5	0,6	82
Tributos	M€	38	40	12	9	8	3	0,8	112
Provisiones & Otros	M€	1	0	3	3	1	0	-	8
Amortización	M€	24	25	37	3	22	28	2,7	143
Resultado de Explotación	M€	349	344	169	111	29	109	5,5	1.116
EBITDA	M€	373	369	211	114	52	138	8,2	1.265
Variación Valor Razonable Inv. Inm	M€	906	1.025	117	310	77	-3	-	2.432
Gastos Financieros	M€	133	126	47	22	38	79	6,6	452
Beneficio Neto	M€	1.185	1.263	240	256	49	30	-1,1	3.022
Beneficio Neto Ajustado	M€	279	237	123	-55	-28	33	-1,1	589



Desglose por segmento inmobiliario 2017

Datos en millones de euros, % o indicado

Tipologías		Mixto	Oficinas	Retail	Hotelero	Residencial	HS	Logístico	Total
Flujo de caja									
Dividendos	M€	260,5	134,7	95,4	47,5	24,8	17,6	0,3	580,8
Amortiz. Instrumentos Patrimonio (neto)	M€	83,2	-788,9	-0,8	45,0	-162,5	7,5	0,0	-816,6
CF por explotación	M€	735,1	340,5	154,2	57,9	52,8	52,6	5,7	1.398,7
CF por inversión	M€	**-526,9**	**-385,2**	**-495,3**	**-173,3**	**-333,8**	**-34,7**	**-5,4**	**-1.954,6**
>>> Por pago inversiones	M€	-608,6	-744,0	-378,0	-206,8	-377,7	-62,3	-5,1	-2.382,5
>>> Por cobros desinversiones	M€	149,5	560,9	57,9	36,9	44,5	43,4	0,0	893,1
CF por financiación (E+D)	M€	**-17,7**	**1.077,0**	**232,2**	**-46,7**	**381,7**	**12,6**	**1,5**	**1.640,6**
>>> Por Instrumentos de patrimonio	M€	-83,2	788,9	0,8	-45,0	162,5	-7,5	0,0	816,6
>>> Por Emisión de deuda financiera	M€	1.063,1	1.524,3	163,7	61,8	626,5	79,9	1,8	3.521,1
>>> Por devolución y amortización de deuda	M€	-740,4	-1.007,7	-42,3	-47,4	-381,3	-54,8	0,0	-2.273,9
>>> Por Pago de Dividendos	M€	-141,5	-99,0	-52,4	-19,4	-24,6	-2,7	0,0	-339,6
Generación de Caja	M€	**190,4**	**1.032,3**	**-108,8**	**-162,2**	**100,7**	**30,4**	**1,8**	**1.084,8**
Rentabilidades									
Rentabilidad Activos inmobiliarios (ROA)	%	3,2%	3,0%	6,9%	4,5%	1,2%	7,2%	3,4%	3,5%
Rentabilidad Financiera (ROE)	%	18,1%	16,2%	12,4%	14,0%	2,2%	9,4%	-2,7%	14,6%
Yield Bruta (sobre GAV)	%	4,0%	3,3%	4,8%	6,6%	2,7%	7,0%	4,8%	4,0%
Yield Neta (sobre NAV)	%	6,8%	4,6%	5,9%	8,9%	3,9%	32,8%	28,1%	6,0%
Rentabilidad Dividendo	%	4,2%	2,4%	2,3%	2,6%	3,8%	3,4%	na	3,0%
Cash on Cash	%	0,6%	-5,4%	-0,0%	1,9%	-3,5%	0,4%	na	-1,1%
Ratios									
Apalancamiento (s/GAV)	%	**40,8%**	**29,5%**	**17,9%**	**25,4%**	**31,5%**	**78,6%**	**82,9%**	**34,0%**
Apalancamiento (s/Fuentes de Financiación)	%	45,2%	35,7%	32,3%	24,4%	39,6%	83,2%	84,0%	41,2%
Tipo medio (deuda) efectivo	p.b	226,13	226,84	400,64	311,73	224,06	464,87	31.546,7%	266,88
RCI (Cobertura intereses)	x	5,5 x	2,7 x	3,3 x	2,6 x	1,4 x	0,7 x	85,0%	3,1 x
Márgenes									
Margen EBITDA	%	68,5%	73,7%	77,7%	66,8%	41,6%	96,0%	64,7%	71,5%
Margen Neto	%	223,0%	262,3%	96,1%	166,5%	39,5%	21,4%	-9,0%	178,4%
Eficiencia	x	**0,29**	**0,30**	**0,51**	**0,34**	**0,81**	**0,11**	**36,3%**	**0,35**
PE (VM/BN)	x	5,22	4,44	17,11	7,24	13,38	16,91	-3.639,6%	6,33
EBITDA /CF_E	%	197,1%	92,3%	73,1%	50,8%	102,1%	38,1%	68,9%	110,6%
Múltiplo EBITDA	x	**16,6 x**	**15,2 x**	**19,5 x**	**16,3 x**	**12,6 x**	**3,7 x**	**479,0%**	**15,1 x**
Múltiplo Ingresos	x	**11,4 x**	**11,2 x**	**15,1 x**	**10,9 x**	**5,2 x**	**3,6 x**	**310,1%**	**10,8 x**
Reval Activos / EBITDA	x	2,4 x	2,8 x	0,6 x	2,7 x	1,5 x	0,0 x	-	1,9 x
EBITDA/V.Mercado	%	6,03%	6,57%	5,13%	6,15%	7,95%	26,82%	20,9%	6,61%
EBITDA+Rev / V.Mercado	%	20,7%	24,9%	8,0%	22,9%	19,7%	26,3%	20,9%	19,3%

Fuente: JLL

El mercado de SOCIMIs por tamaños

Se ha realizado un análisis complementario del mercado de SOCIMIs atendiendo a una segmentación en función de su capitalización bursátil[2] a cierre del 30 de abril de 2019. Bajo este criterio el universo de SOCIMIs se ha dividido en cuatro categorías: **grande**, para aquellas con una capitalización superior a los 1.000 millones de euros, **mediana**, para aquellas cuya capitalización al cierre del primer cuatrimestre se encontraba entre 999 millones de euros y 200 millones de euros, **pequeña**, para niveles de capitalización entre 199 millones y 50 millones y la categoría **micro**, por debajo de 50 millones de euros.

Categoría: Grande (CB>1.000M€)	**CB**
Merlin Properties Socimi SA	5.707,7
Inmobiliaria Colonial Socimi SA	4.875,4
General de Galerias Comerciales Socimi SA	2.782,0
Hispania Activos Inmobiliarios Socimi SA	2.008,7
Gmp Property Socimi SA	1.071,0

Categoría: Mediana (200M€<CB<999M€)	**CB**
Testa Residencial Socimi SA	846,5
Zambal Spain Socimi SA	755,8
Lar Espana Real Estate Socimi SA	651,6
Castellana Properties Socimi SA	477,9
Vivenio Residencial Socimi SA	335,2
St Croix Holding Immobilier Socimi SA	333,9
Albirana Properties Socimi SAU	324,3
Tempore Properties Socimi SA	305,9
Atom Hoteles Socimi SA	263,3
URO SOCIMI Property Holdings SA	201,5
Olimpo Real Estate Socimi SA	200,6

Categoría: Pequeña (199M€<CB<50M€)	**CB**
Asturias Retail and Leisure Socimi SAU	168,0
Trajano Iberia Socimi SA	162,2
Inversiones Doalca Socimi SA	161,7
Euro Cervantes Socimi SA	155,0
ISC Fresh Water Investment SA	149,9
Fidere Patrimonio Socimi SA	144,1
Arima Real Estate Socimi SA	138,7
Meridia Real Estate III Socimi SA	133,8
Zaragoza Properties Socimi SA	128,5
Elaia Investment Spain Socimi SA	124,2
Euripo Properties Socimi, S.A.	110,0
AM Locales Property Socimi SA	108,6
Serrano 61 Desarrollo Socimi SA	107,0
Corona Patrimonial SOCIMI SA	100,8
Entrecampos Cuatro Socimi SA	100,0
Torbel Investment 2015 Socimi, S.A	91,8
Grupo Ortiz Properties Socimi SA	83,9
Vitruvio Real Estate Socimi SA	82,7
Veracruz Properties Socimi SA	75,3
Hispanotels Inversiones Socimi SA	67,6
Optimum III Value-Added Residential Socimi SA	67,5
Silvercode Investments Socimi SA	63,3
Optimum RE Spain Socimi SA	60,5
GO Madrid Benz Socimi SA	60,0
Arrienda Rental Properties Socimi SA	57,3
Elix Vintage Residencial Socimi SA	51,8

Categoría: Micro (CB<49M€)	**CB**
Quonia Socimi SA	48,8
Tander Inversiones Socimi SA	48,5
Hadley Investments Socimi SAU	44,5
Azaria Rental Socimi SA	41,1
Inmofam 99 Socimi SA	38,6
Urban View Development Spain Socimi SA	38,2
AP67 Socimi SA	35,3
JABA I Inversiones Inmobiliarias Socimi SA	34,1
Barcino Property Socimi SA	33,8
Mistral Patrimonio Inmobiliario Socimi SA	33,2
Galil Capital RE Spain Socimi SA	32,3
Vbare Iberian Properties Socimi SA	32,0
Unica Real-Estate Socimi SA	30,9
P3 Spain Logistic Parks Socimi SA	28,6
Mercal Inmuebles Socimi SA	28,0
RREF II AL Breck Socimi SA	27,2
Prevision Sanitaria Nacional Gestion Socimi SA	24,9
Numulae Gestion de Servicios Socimi SA	18,3
Gore Spain Holdings SOCIMI I SAU	17,0
Excem Capital Partners Sociedad de Inversion Residencial SL	14,7
Student Properties Spain Socimi SA	14,1
Domo Activos Socimi SA	13,6
Corpfin Capital Prime Retail II Socimi SA	13,4
Inmobiliaria Park Rose Iberoamericana Socimi SA	11,2
Almagro Capital Socimi SA	10,2
Quid Pro Quo Alquiler Seguro Socimi SA	10,2
Corpfin Capital Prime Retail III Socimi SA	9,0
Tarjar Xairo Socimi SA	8,8
Autonomy Spain Real Estate Socimi SAU	6,7
HEREF Habaneras Socimi SA	5,8
Asgard Investment Hotels Socimi SA	5,6

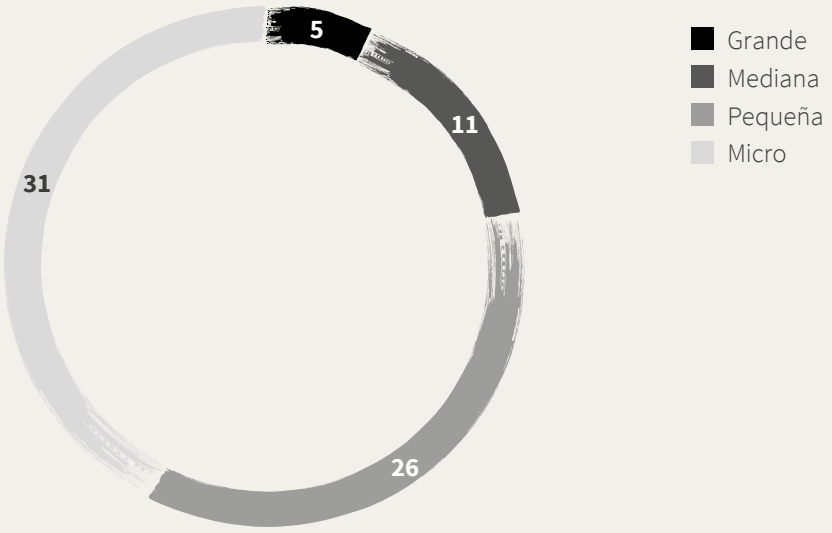
[2] Distribuciones realizadas a cierre del primer cuatrimestre de 2019. Al igual que en el capítulo anterior a efectos del análisis se ha tenido en cuenta St Croix Holding Immobilier Socimi aunque sus acciones cotizan en el mercado bursátil de Luxemburgo. Adicionalmente, se han incluido en el análisis Euro Cervantes SOCIMI y Asgard Investment Hotels SOCIMI pero solo a efectos de su valor de mercado y no de sus epígrafes contables, ratios y márgenes.



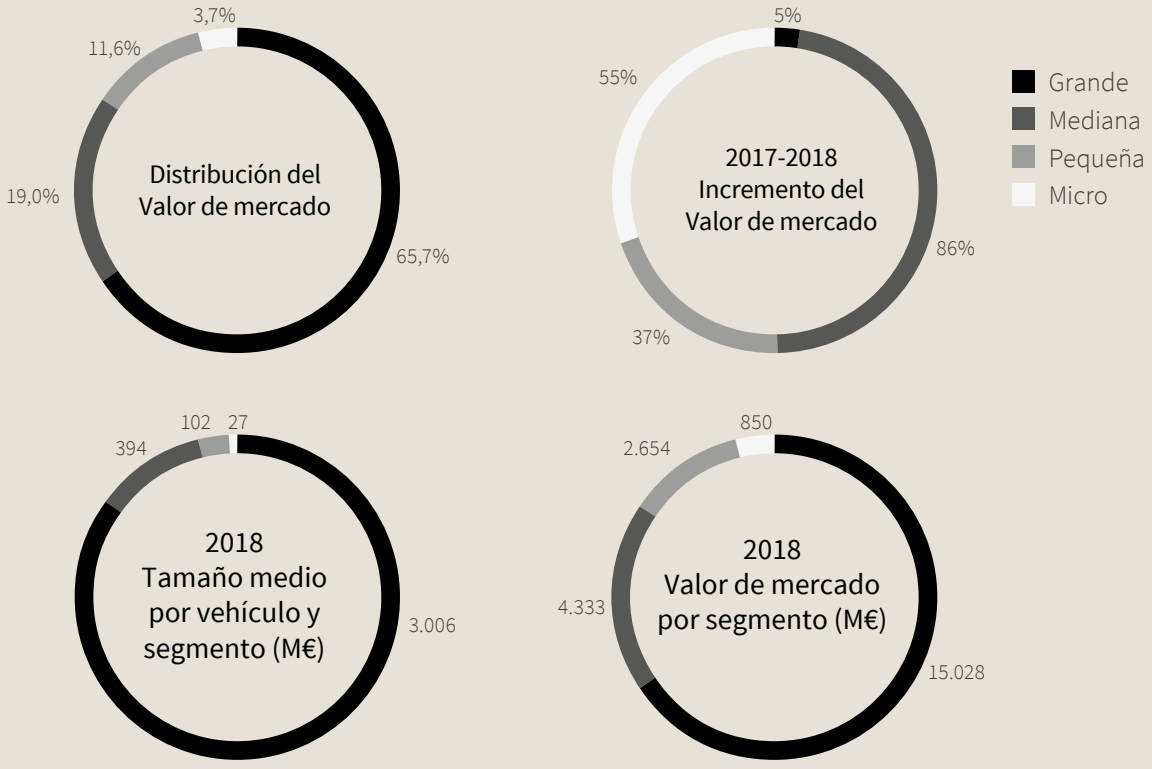
Atendiendo a este segundo criterio de distribución del mercado y dada la heterogeneidad del mismo ya vista anteriormente, el 78% de las SOCIMIs españolas (#57) se encuadran en la categoría de pequeñas y micros, con un valor bursátil por vehículo inferior a 200 millones de euros que representa apenas el 15% del total del mercado (3.500 millones de euros). Tal y como se recoge en el capítulo 3 de este informe, el mercado español presenta una concentración muy elevada a favor de las SOCIMIs de mayor tamaño aunque el crecimiento experimentado en el mercado en el último año viene de la mano de las SOCIMIS medianas y micro fundamentalmente, dando lugar a vehículos inmobiliarios de tamaño medio reducido muy por debajo de los promedios existentes en los países de nuestro entorno.

SOCIMIs cotizadas

Abril 2019



Fuente: JLL



Fuente: JLL


584
604

Estas mismas conclusiones pueden apreciarse mediante el análisis del valor bruto y neto de los activos de cada uno de los segmentos. En este caso, las SOCIMIs grandes suponen más del 60% del valor bruto de los activos (GAV) – similar cuantía en términos de valor neto - pero el crecimiento anual de éste es menor.

El crecimiento del GAV y del NAV viene asociado a las SOCIMIs de tamaño micro mientras que las grandes, en términos netos, han experimentado un pequeño descenso como consecuencia de un mayor nivel de deuda.

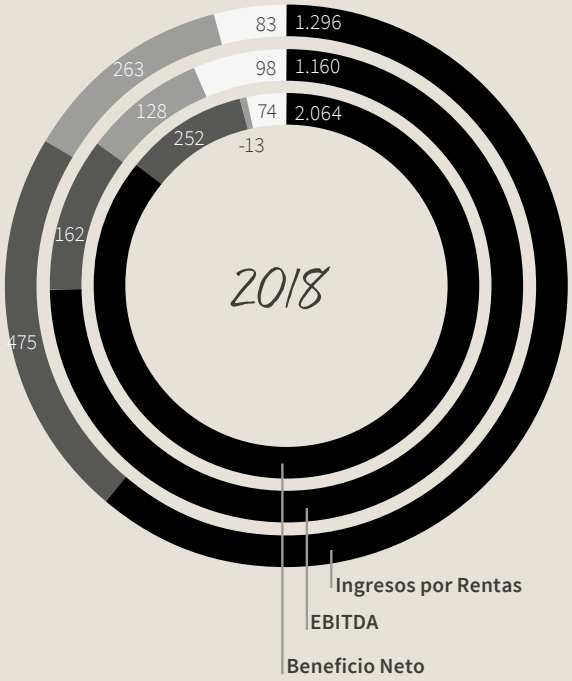
De hecho, son los grandes vehículos inmobiliarios los que concentran los beneficios atribuibles a la revalorización de la cartera de activos – ganancias de capital – de manera que de los 1.985 millones de euros registrados en las cuentas anuales correspondientes a 2018, éstas concentran 1.660 millones, más del 83% del total y junto con las SOCIMIs de tamaño medio un 97%.



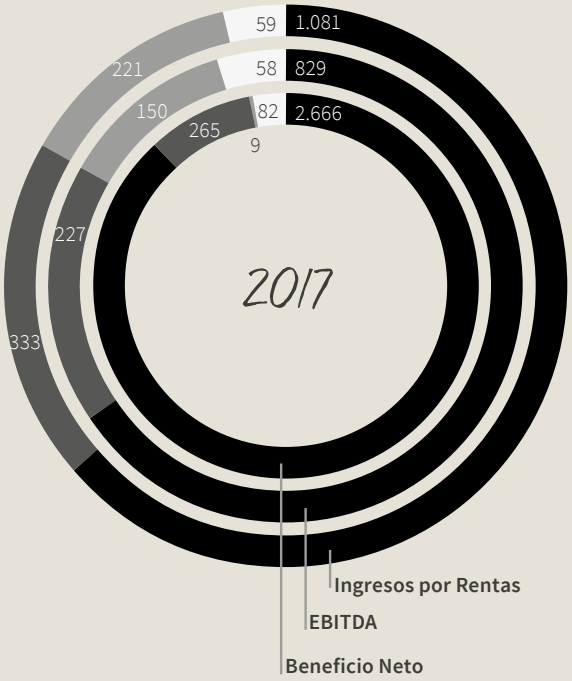
Situación análoga se presenta en términos absolutos de negocio, donde grandes y medianas concentran la práctica totalidad del mercado en términos de ingresos, EBITDA y beneficio neto en cuantía y porcentaje sobre el total del mercado superiores a lo registrado en 2017. De hecho, destaca que ambas tipologías concentran el 97% del beneficio neto al ser éstas las que han obtenido mayores beneficios derivados de la revalorización de la cartera de activos y de la propia rotación de la cartera vía ventas.

Desde la óptica de la rentabilidad inmobiliaria (yield bruta sobre GAV) son los vehículos inmobiliarios de menor tamaño (pequeñas y micro) las que han sufrido una disminución en la rentabilidad a lo largo del último año - si bien ambas se sitúan por encima de la media del mercado (4,3%) – como respuesta a un menor crecimiento de los ingresos anuales y del valor bruto de los activos. Este mismo efecto se reproduce también en términos de rentabilidad sobre el valor neto de los activos.

Ingresos por rentas, EBITDA y Beneficio Neto (M€)

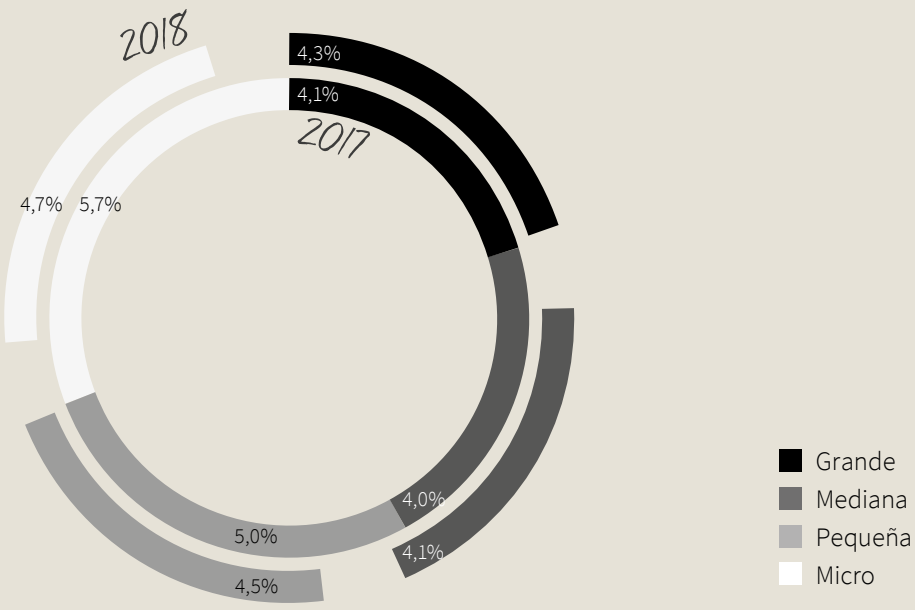


Fuente: JLL



Fuente: JLL

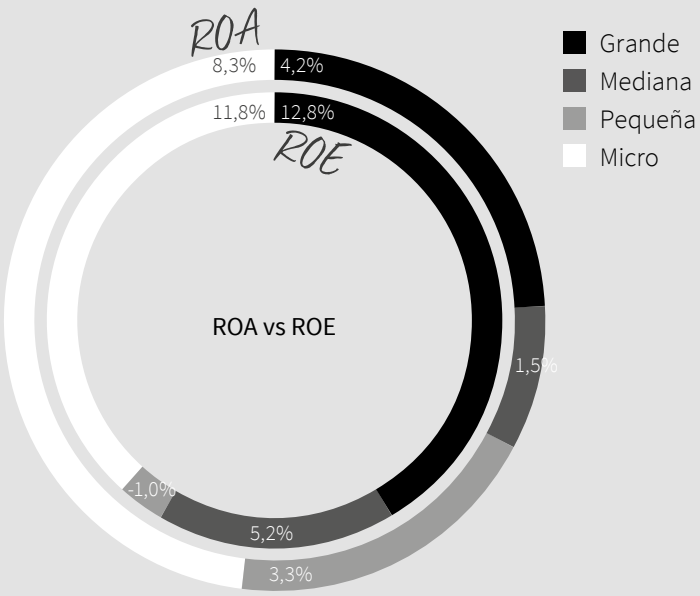
Yield Bruta sobre GAV



Fuente: JLL

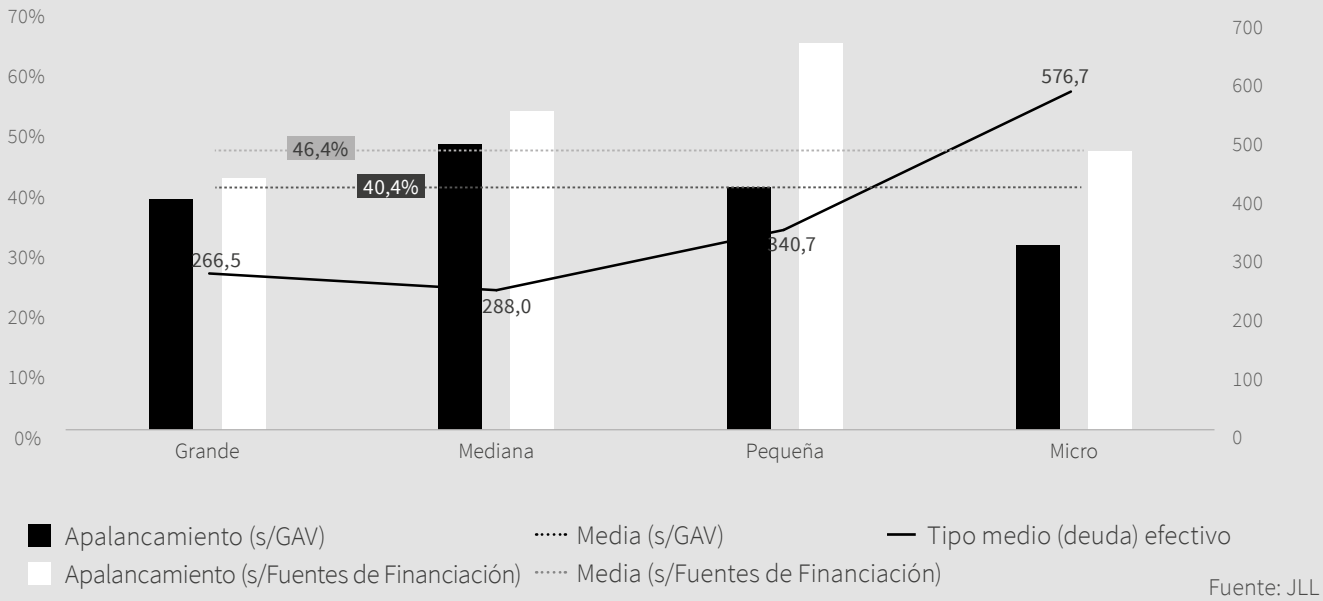
Por el contrario, las SOCIMIs micro, con capitalizaciónes inferiores a los 50 millones de euros, obtienen una excelente rentabilidad contable sobre sus activos (ROA) y sobre su patrimonio neto (ROE), notablemente superior a la media del conjunto del mercado.

En lo que respecta a su estructura de endeudamiento medido sobre el valor bruto de sus activos, son las SOCIMIs de tamaño pequeño las que presentan una estructura más agresiva al llegar hasta un ratio de deuda sobre la suma de recursos propios más deuda del 47%. Por el contrario, las definidas como tamaño micro presentan una estructura de deuda diez puntos menor al promedio del conjunto del mercado y en línea con éste si la medición se realiza atendiendo al conjunto de las fuentes de financiación.



Fuente: JLL

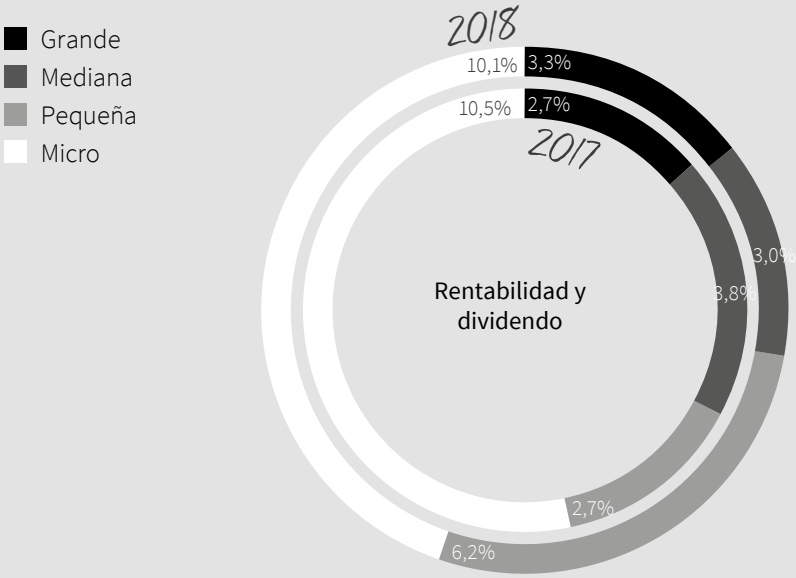
Apalancamiento (%). 2018



Fuente: JLL

A lo largo del ejercicio 2018, el conjunto de las SOCIMIs realizó inversiones nuevas superiores a los 7.600 millones de euros que se reducen a 5.600 millones si eliminamos el efecto del incremento de valor de las carteras de aquellas SOCIMIs cuyos activos se contabilizan a directamente a valor de mercado. De este total, el 92% fue realizado por los vehículos inmobiliarios correspondientes a las dos primeras categorías mientras que sólo algo menos de 600 millones fueron comprometido por los vehículos pequeños y de tamaño micro utilizando para ello una proporción mayor de capital que deuda. En este sentido son estas dos tipologías las que presentan una generación de flujo de caja de negocio (explotación) de menor cuantía y significativamente inferior al EBITDA y al flujo de caja de explotación habido en el año 2017.

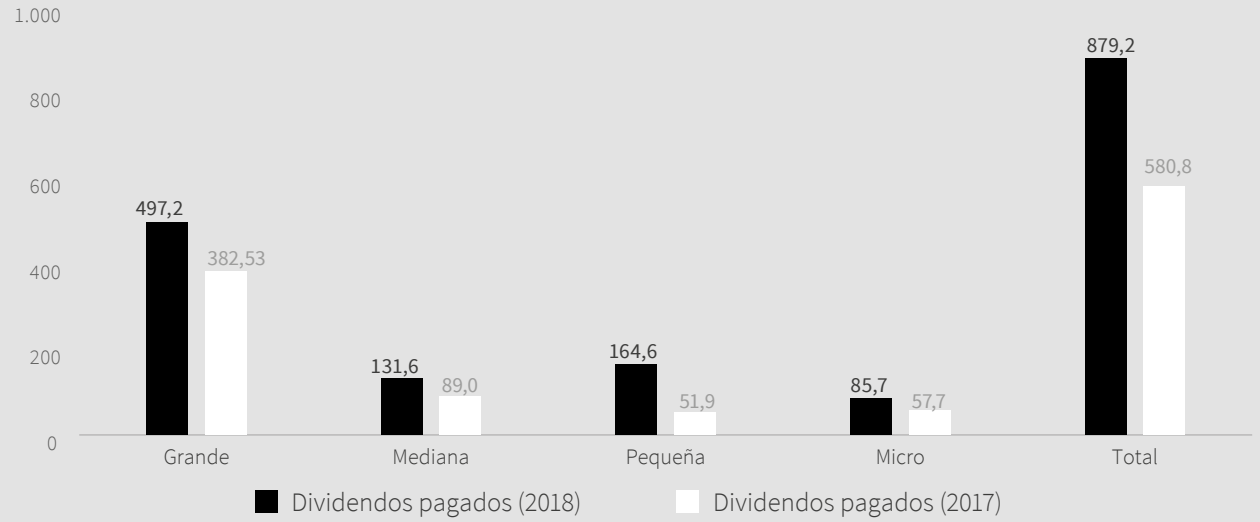
Pero son los dividendos y en particular la rentabilidad de estos junto con la eficiencia, las variables en las cuales más sorprende del análisis por tamaños. Tal y como puede apreciarse en los gráficos, la rentabilidad por dividendos de los diferentes segmentos es asimétrica en la media en que son las SOCIMIs micro, de menor tamaño, las que ofrecieron en 2018 y también en 2017 una mayor rentabilidad a sus accionistas equivalente a un 10% anual y lejos de la generalidad del mercado que se situó en menos de un 4%. Bien es cierto que esta situación se ha debido fundamentalmente a la venta de activos y al posterior reparto, vía dividendos, de las plusvalías.



No obstante, el segmento micro repartió a lo largo de 2018 un montante superior a los 85 millones de euros que unido al importe abonado por las SOCIMIs pequeñas (164 millones de euros) supone el 28% del total de dividendos abonados (frente al 19% del año anterior) muy superior a su peso en términos de valor.

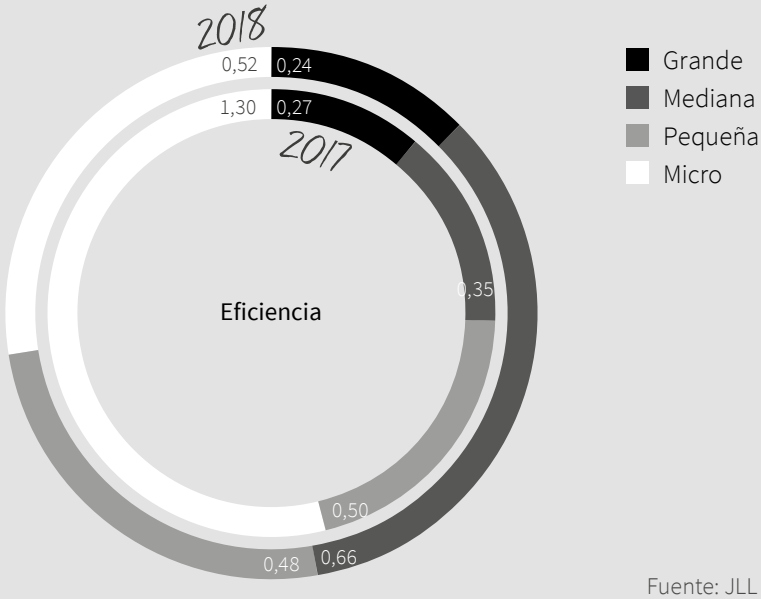
Fuente: JLL

Dividendos pagados 2018 y 2017 (M€)



Fuente: JLL

En el caso de la eficiencia – relación entre costes operativos e ingresos totales – son las SOCIMIs de mayor tamaño las que muestran un mayor grado de eficiencia (menor ratio) muy por debajo del resto de grupos que prácticamente los duplican. En este sentido sorprende la ganancia de eficiencia de las entidades micro en 2018 con respecto a 2017 en la medida en que ese año, la estructura de gastos superó a los ingresos generados.



Fuente: JLL

Desglose por capitalización de mercado 2018

Datos en millones de euros, % o indicado

Tipologías		Grande (CB>1000M€)	Mediana (200M€<CB<999M€)	Pequeña (199M€<CB<50M€)	Micro (CB<49M€)	Total
Mercado						
Valor de Mercado (Abril 2018)	M€	16.445	4.697	2.754	759	24.654
Valor de Mercado (Diciembre 2018)	M€	15.028	4.333	2.654	850	22.866
GAV	M€	30.102	11.573	5.812	1.756	49.243
NAV	M€	18.579	6.083	3.474	1.218	29.354
Balance de situación - Inversiones						
Inversiones Inmobiliarias (BV neto)	M€	27.853	10.520	3.847	1.173	43.394
Increm. Valor Razonable	M€	1.662	278	13	32	1.985
Valor Razonable /Inv. Inmobiliarias	%	6,0%	2,6%	0,3%	2,7%	4,6%
Valor Razonable/Valor de Mercado	%	11,1%	6,4%	0,5%	3,8%	8,7%
Patrimonio Neto	M€	16.113	4.881	1.310	628	22.932
DFN	M€	11.522	5.490	2.338	538	19.889
Caja	M€	368	523	203	72	1.166
Deudas a largo plazo	M€	11.034	5.782	2.394	542	19.752
Deudas a corto plazo	M€	857	231	148	68	1.303
Cuenta de resultados - Negocio						
Ingresos por rentas	M€	1.296	475	263	83	2.117
Otros ingresos	M€	209	7	20	2	237
Personal	M€	119	16	4	3	141
G. Explotación	M€	245	301	133	41	721
Servicios Exteriores	M€	142	274	107	35	558
Svcos. Profesionales Independientes	M€	49	192	46	21	308
donde Comisión de Gestión / Admon	M€	13	150	12	7	181
Reparaciones y Conservación	M€	5	19	15	3	42
Suministros	M€	3	1	7	2	13
Otros gastos	M€	35	51	24	6	116
Tributos	M€	94	25	23	5	147
Provisiones & Otros	M€	9	-6	2	0	5
Amortización	M€	14	70	73	14	170
Resultado de Explotación	M€	1.146	93	55	110	1.403
EBITDA	M€	1.160	162	128	98	1.548
Variación Valor Razonable Inv. Inm.	M€	1.662	278	13	32	1.985
Gastos Financieros	M€	317	143	87	35	582
Beneficio Neto	M€	2.064	252	-13	74	2.376
Beneficio Neto Ajustado	M€	402	-27	-26	42	391

Desglose por capitalización de mercado 2018

Datos en millones de euros, % o indicado

Tipologías		Grande (CB>1000M€)	Mediana (200M€<CB<999M€)	Pequeña (199M€<CB<50M€)	Micro (CB<49M€)	Total
Flujo de caja						
Dividendos	**M€**	**497,2**	**131,6**	**164,6**	**85,7**	**879,2**
Amortiz. Instrumentos Patrimonio (neto)	M€	115,5	286,7	-148,9	-48,6	204,7
CF por explotación	M€	353,1	165,6	9,5	0,3	528,4
CF por inversión	**M€**	**-1.184,3**	**-1.393,0**	**-276,0**	**27,5**	**-2.825,8**
>>> Por pago inversiones	M€	-2.123,6	-2.005,9	-255,5	-147,6	-4.532,6
>>> Por cobros desinversiones	M€	999,4	373,5	64,8	188,9	1.626,6
CF por financiación (E+D)	**M€**	**275,4**	**1.652,6**	**261,1**	**-14,7**	**2.174,3**
>>> Por Instrumentos de patrimonio	M€	-115,5	-286,7	148,9	48,6	-204,7
>>> Por Emisión de deuda financiera	M€	2.581,3	3.180,3	1.053,5	174,1	6.989,1
>>>Por devolución y amortización de deuda	M€	-2.424,1	-1.031,6	-781,6	-153,9	-4.391,2
>>> Por Pago de Dividendos	M€	-497,2	-99,2	-158,2	-85,7	-840,4
Generación de Caja	**M€**	**-555,8**	**425,2**	**-5,5**	**13,0**	**-123,0**
Rentabilidades						
Rentabilidad Activos inmobiliarios (ROA)	%	4,2%	1,5%	3,3%	8,3%	3,6%
Rentabilidad Financiera (ROE)	%	12,8%	5,2%	-1,0%	11,8%	10,4%
Yield Bruta (sobre GAV)	%	4,3%	4,1%	4,5%	4,7%	4,3%
Yield Neta (sobre NAV)	%	7,0%	7,8%	7,6%	6,8%	7,2%
Rentabilidad Dividendo	%	3,3%	3,0%	6,2%	10,1%	3,8%
Cash on Cash	%	3,8%	8,6%	1,2%	5,9%	4,7%
Ratios						
Apalancamiento (s/GAV)	**%**	**38,3%**	**47,4%**	**40,2%**	**30,6%**	**40,4%**
Apalancamiento (s/Fuentes de Financiación)	%	41,7%	52,9%	64,1%	46,2%	46,4%
Tipo medio (deuda) efectivo	p.b	266,5	238,0	340,7	576,7	276,3
RCI (Cobertura intereses)	x	2,1 x	2,2 x	1,1 x	1,0 x	0,9 x
Márgenes						
Margen EBITDA	%	77,1%	33,7%	45,4%	114,7%	65,8%
Margen Neto	%	159,2%	53,0%	-5,0%	88,9%	112,3%
Eficiencia	**x**	**0,24**	**0,66**	**0,48**	**0,52**	**0,37**
PE (VM/BN)	x	7,28	17,22	-200,95	11,50	9,62
EBITDA /CF_E	%	30,5%	102,0%	7,4%	0,3%	34,1%
Múltiplo EBITDA	x	13,0 x	26,7 x	20,7 x	8,7 x	14,8 x
Múltiplo Ingresos	**x**	**10,0 x**	**9,0 x**	**9,4 x**	**10,0 x**	**9,7 x**
Reval Activos / EBITDA	x	1,4 x	1,7 x	0,1 x	0,3 x	1,3 x
EBITDA/V.Mercado	%	7,7%	3,7%	4,8%	11,5%	6,8%
EBITDA+Rev / V.Mercado	%	18,8%	10,2%	5,3%	15,3%	15,5%

Fuente: JLL



Desglose por capitalización de mercado 2017

Datos en millones de euros, % o indicado

Tipologías		Grande (CB>1000M€)	Mediana (200M€<CB<999M€)	Pequeña (199M€<CB<50M€)	Micro (CB<49M€)	Total
Mercado						
Valor de Mercado (Diciembre 2017)	M€	14.308	2.328	1.935	548	19.119
GAV	M€	28.766	8.426	4.456	1.027	42.675
NAV	M€	19.389	5.617	2.565	585	28.157
Balance de situación - Inversiones						
Inversiones Inmobiliarias (BV neto).	M€	23.818	7.484	3.400	1.035	35.736
Increm. Valor Razonable	M€	2.233	186	10	3	2.432
Valor Razonable /Inv. Inmobiliarias	%	9,4%	2,5%	0,3%	0,3%	6,8%
Valor Razonable/Valor de Mercado	%	15,6%	8,0%	0,5%	0,6%	12,7%
Patrimonio Neto	M€	14.683	4.203	1.262	561	20.710
DFN	M€	9.376	2.808	1.891	442	14.518
Caja	M€	1.803	328	205	100	2.436
Deudas a largo plazo	M€	10.880	2.955	1.997	523	16.354
Deudas a corto plazo	M€	300	181	99	19	599
Cuenta de resultados - Negocio						
Ingresos por rentas	M€	1.081	333	221	59	1.694
Otros ingresos	M€	52	4	15	3	74
Personal	M€	119	5	3	47	174
G. Explotación	M€	192	114	114	33	452
Servicios Exteriores	M€	113	94	76	26	310
Svcos. Profesionales Independientes	M€	36	54	26	13	129
donde Comisión de Gestión / Admon	M€	20	25	11	5	62
Reparaciones y Conservación	M€	5	9	9	2	25
Suministros	M€	4	1	6	1	11
Otros gastos	M€	30	31	17	4	82
Tributos	M€	79	14	16	3	112
Provisiones & Otros	M€	6	0	1	0	8
Amortización	M€	22	47	64	10	143
Resultado de Explotación	M€	808	180	81	48	1.116
EBITDA	M€	829	227	150	58	1.265
Variación Valor Razonable Inv. Inm	M€	2.233	186	10	3	2.432
Gastos Financieros	M€	251	102	82	17	452
Beneficio Neto	M€	2.666	265	9	82	3.022
Beneficio Neto Ajustado	M€	433	78	-1	79	589

Desglose por capitalización de mercado 2017

Datos en millones de euros, % o indicado

Tipologías		Grande (CB>1000M€)	Mediana (200M€<CB<999M€)	Pequeña (199M€<CB<50M€)	Micro (CB<49M€)	Total
Flujo de caja						
Dividendos	M€	382,3	89,0	51,9	57,7	580,8
Amortiz. Instrumentos Patrimonio (neto)	M€	-465,1	-243,1	-138,4	30,0	-816,6
CF por explotación	M€	1.116,5	198,7	66,6	16,9	1.398,7
CF por inversión	M€	-842,7	-700,1	-449,6	37,8	-1.954,6
>>> Por pago inversiones	M€	-1.168,0	-605,7	-487,8	-120,9	-2.382,5
>>> Por cobros desinversiones	M€	588,5	86,3	53,3	165,1	893,1
CF por financiación (E+D)	M€	796,3	485,9	381,2	-22,8	1.640,6
>>> Por Instrumentos de patrimonio	M€	465,1	243,1	138,4	-30,0	816,6
>>> Por Emisión de deuda financiera	M€	2.365,4	666,3	391,0	98,3	3.521,1
>>> Por devolución y amortización de deuda	M€	-1.586,2	-536,7	-115,5	-35,6	-2.273,9
>>> Por Pago de Dividendos	M€	-347,5	0,0	-33,0	41,0	-339,6
Generación de Caja	M€	1.070,1	-15,4	-1,8	31,8	1.084,8
Rentabilidades						
Rentabilidad Activos inmobiliarios (ROA)	%	3,5%	3,0%	4,4%	5,6%	3,5%
Rentabilidad Financiera (ROE)	%	18,2%	6,3%	0,7%	14,6%	14,6%
Yield Bruta (sobre GAV)	%	3,8%	4,0%	5,0%	5,7%	4,0%
Yield Neta (sobre NAV)	%	5,6%	5,9%	8,6%	10,1%	6,0%
Rentabilidad Dividendo	%	2,7%	3,8%	2,7%	10,5%	3,0%
Cash on Cash	%	-1,6%	-2,9%	-3,1%	2,9%	-1,1%
Ratios						
Apalancamiento (s/GAV)	%	32,6%	33,3%	42,4%	43,1%	34,0%
Apalancamiento(s/Fuentes de Financiación)	%	39,0%	40,1%	60,0%	44,1%	41,2%
Tipo medio (deuda) efectivo	p.b	224,14	325,86	392,99	319,62	266,88
RCI (Cobertura intereses)	x	4,5 x	1,9 x	0,8 x	1,0 x	3,1 x
Márgenes						
Margen EBITDA	%	73,2%	67,4%	63,6%	94,1%	71,5%
Margen Neto	%	246,7%	79,5%	4,2%	139,1%	178,4%
Eficiencia	x	0,27	0,35	0,50	1,30	0,35
PE (VM/BN)	x	5,37	8,80	207,54	6,70	6,33
EBITDA /CF_E	%	134,6%	87,4%	44,4%	29,3%	110,6%
Múltiplo EBITDA	x	17,3 x	10,2 x	12,9 x	9,5 x	15,1 x
Múltiplo Ingresos	x	12,6 x	6,9 x	8,2 x	8,9 x	10,8 x
Reval Activos / EBITDA	x	2,7 x	0,8 x	0,1 x	0,1 x	1,9 x
EBITDA/V.Mercado	%	5,80%	9,77%	7,75%	10,53%	6,61%
EBITDA+Rev / V.Mercado	%	21,4%	17,8%	8,3%	11,1%	19,3%

Fuente: JLL

05. Estructura de financiación y gestión de las SOCIMIs

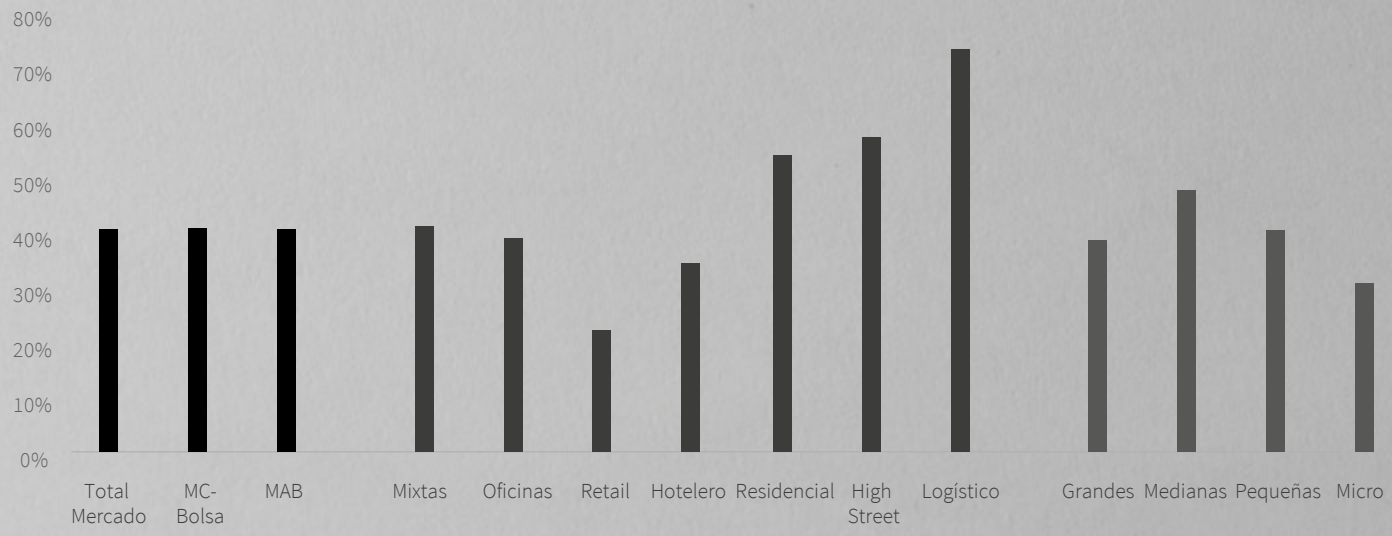


Uno de los aspectos que, en términos generales, ha caracterizado históricamente al sector inmobiliario es la tendencia al apalancamiento utilizando el subyacente como garantía hipotecaria con el que responder al repago de la deuda. De hecho, en las crisis inmobiliarias sufridas por la economía española, con especial intensidad en la última entre 2008 y 2013, el excesivo apalancamiento se convirtió en el factor explicativo más determinante. Conocido este dato, al hablar de una figura novedosa en el sector inmobiliario español como son las SOCIMIs, resulta especialmente relevante el análisis de su estructura de deuda.

A cierre del ejercicio 2018 y utilizando como fuente los estados financieros auditados de cada una de las SOCIMIs españolas, su posición de deuda financiera global ascendía a 21.000 millones de euros y la de caja de 1.166 millones. La deuda engloba tanto la concedida por entidades de crédito como la representada por instrumentos de deuda en formato bonos y, también, deuda con empresas del grupo. El volumen de deuda financiera neta, en términos relativos, supone un 40% del valor bruto de las carteras de activos y un 46% de la totalidad de las fuentes de financiación, lo que representa un incremento de la apelación al endeudamiento en 6 y 5 puntos porcentuales, respectivamente, si lo comparamos con el ejercicio precedente.

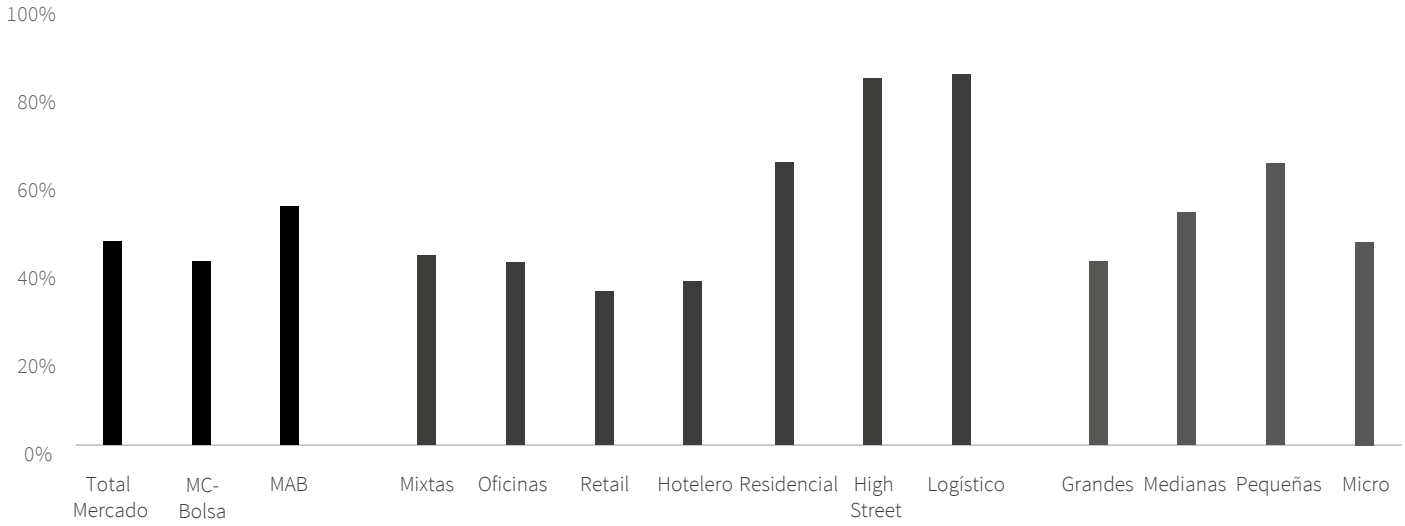
El análisis por mercados muestra que los niveles de apalancamiento de las SOCIMIs cotizadas en la Bolsa son similares a los de las SOCIMIs admitidas a negociación en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), en la medida en que ambos grupos muestran, respectivamente, un ratio del 40,5% y 40,3% sobre el valor bruto de los activos. Sí se observan diferencias cuando la comparativa se realiza atendiendo al ratio de apalancamiento sobre el conjunto de las fuentes de financiación, donde las SOCIMIs cotizadas en Bolsa presentan un ratio cercano al 42% y las listadas en el MAB un 54%.

Apalancamiento (DFN/GAV). 2018



Fuente: JLL

Apalancamiento (DFN/Fuentes de Financiación). 2018



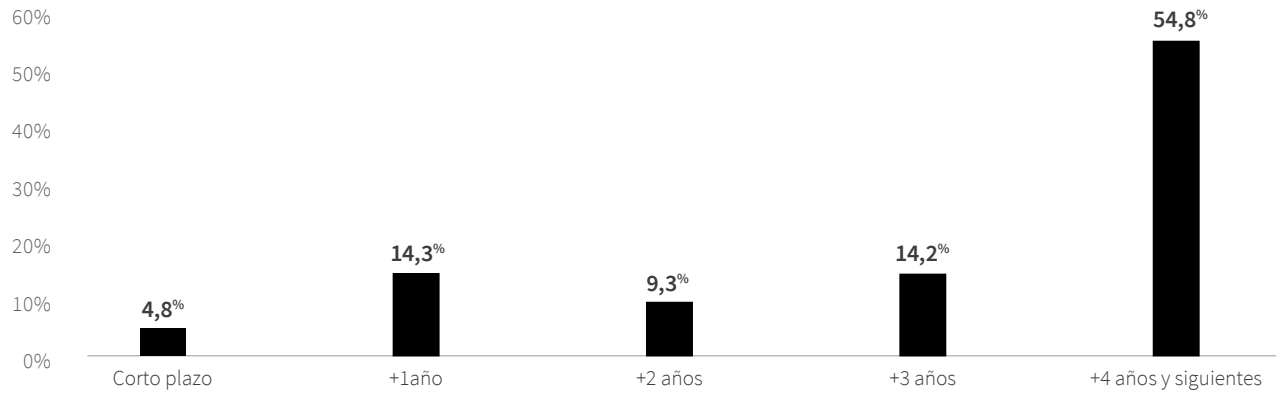
Fuente: JLL

Atendiendo a un análisis por segmentos, como el realizado en capítulos anteriores, puede verse como las Sociedades especializados en retail muestran un menor endeudamiento en términos globales. Este dato viene fundamentalmente derivado del efecto causado en el conjunto por la compañía General de Galerías Comerciales SOCIMI, principal vehículo de este tipo en el MAB y que contaba, al cierre de 2018, con una deuda financiera neta positiva, lo que reduce notablemente la posición de endeudamiento de todo el segmento. Por el lado contrario se sitúan los segmentos más proclives a contar con un mayor grado de apalancamiento por las características de sus activos. Se trata del segmento logístico (con un apalancamiento elevado derivado de la financiación proporcionada por los propios accionistas principales) y los de high street y residencial (este último, también, con financiación interna).

Dicho lo anterior, podemos entender que el grado de apalancamiento de las SOCIMIs españolas no es ni mucho menos elevado, ni comparable a otros modelos de negocio dentro del sector inmobiliario. Además, y como fórmula complementaria a la distribución de dividendos anuales, la práctica totalidad de las SOCIMIs cuentan con restricciones en su nivel de endeudamiento. Estos límites se establecen, bien de forma individual sobre activos o bien sobre el conjunto de la cartera.

El endeudamiento de las SOCIMIs presenta dos características adicionales. Por un lado, en lo referente al perfil de repago anual, el conjunto del endeudamiento del mercado de SOCIMIs presenta una estructura semi-bullet, donde las amortizaciónes del principal se retrasan a más de cuatro años como mecanismo indispensable para atender las salidas de caja derivadas de los pagos de los dividendos anuales.

Perfil de repago de la deuda. 2018



Fuente: JLL

La segunda característica hace referencia a los instrumentos de deuda empleados por el conjunto del mercado de las SOCIMIs. En una economía tan bancarizada como la española, no sorprende que el 65% del endeudamiento corresponda a deuda con entidades financieras de crédito, mientras que el 35% restante, concentrada en sólo tres SOCIMIs, parte de su deuda está instrumentalizada a través de bonos corporativos.

Otras formas de financiación en los mercados

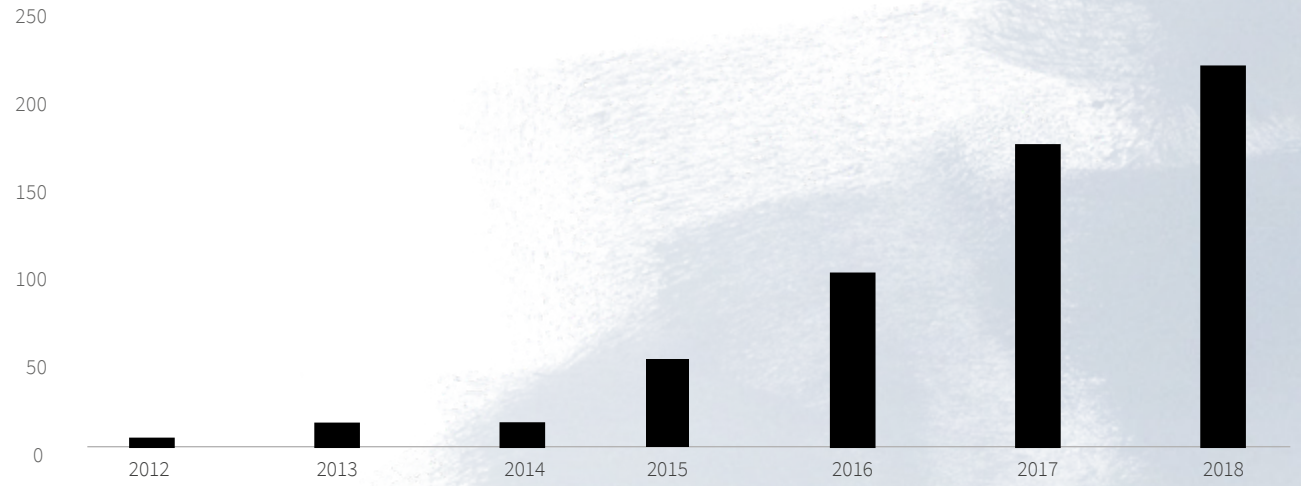
El crecimiento sostenido del segmento de SOCIMIs del MAB, puede anticipar un potencial crecimiento de su hermano gemelo de Renta Fija, el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), que todavía no ha sido prácticamente utilizado por las SOCIMIs mediante la emisión de bonos corporativos o incluso bonos con garantía hipotecaria. En próximos periodos este puede ser un vector de crecimiento o al menos de redefinición de la composición de la deuda de las SOCIMIs en la medida en que ofrece, en términos de cash on cash, ventajas adicionales compatibles con la distribución de dividendos y la transparencia de los mercados.



Fuente: JLL

Adicionalmente a este último punto, es destacable también la apelación – ya no solo en el segmento de las SOCIMIs sino en el sector inmobiliario en general – a una tipología de deuda con criterios de sostenibilidad y eficiencia, como han venido haciendo muchas empresas españolas a lo largo de los últimos años. Esta tipología de deuda, conocida como deuda verde, habitualmente materializada en títulos valores, puede ser aconsejable tanto para la financiación de nuevos desarrollos inmobiliarios que contribuyan a una sostenibilidad medioambiental como para la financiación del reposicionamiento o inversiones en activos inmobiliarios en cartera que ayuden a la sostenibilidad y eficiencia energética, tal como se está haciendo ya con algunas iniciativas en préstamos a promotor de viviendas. Este tipo de financiación, no solo inmobiliaria y donde se agrupan bonos verdes, bonos sostenibles, bonos sociales, préstamos verdes y préstamos ligados a la sostenibilidad, alcanzó en 2018 un importe de emisiones en el mundo de 216 miles de millones de euros. Esta cifra eleva a un total de 566 miles de millones el volumen de financiación de este tipo colocada en el mercado desde el año 2012. En el caso español, estas emisiones ascendieron entre 2017 y 2018 a más de 8.500 millones de euros.

Emisión anual global de financiación verde (M€). 2018



Fuente: Bloomberg, emisiones globales

Diferentes SOCIMIs, diferentes estilos de gestión

Con respecto a las estructuras de gestión de las SOCIMIs, también en este aspecto hay diferencias reseñables entre unas y otras.

De las 72 SOCIMIs analizadas en este Informe, 44 de ellas (60%) tienen una cierta estructura de personal, mientras que la gestión del resto se hace de forma externa. El conjunto de los gastos de personal en 2018 del mercado de SOCIMIs ascendió a 141 millones de euros lo que representa un 16% de la estructura total de gastos operativos (sin incluir amortizaciones) y equivale, así mismo, a un 6,6% de la totalidad de los ingresos obtenidos por rentas. Por el contrario, los gastos de explotación ascendieron a más de 720 millones de euros (83% de los gastos operativos y un 34% de los ingresos por rentas).

Destaca también el importe declarado en el epígrafe de tributos - donde se contabilizan costes derivados de licencias de construcción, pero mayoritariamente el coste correspondiente al Impuesto de Bienes Inmuebles (IBI) – que ascendió a lo largo del ejercicio 2018 a más de 147 millones de euros, un 32% más que el declarado en 2017.

No todas las SOCIMIs con una gestión externalizada declaran en sus cuentas de resultados auditadas el importe de los gastos derivados de la gestión y en algunos casos éstos conllevan, además, bajo el mismo epígrafe de "servicios de profesionales independientes", otros gastos vinculados a conceptos distintos como son su incorporación al mercado bursátil – asesor registrado, proveedor de liquidez, valoraciones anuales- u otro tipo de costes no directamente imputables a la gestión del vehículo.

No obstante, el conjunto de los gastos de la gestión externalizada así declarados en las cuentas anuales ascendió, en 2018, a un importe de 181 millones de euros frente a los 62 millones declarados por las SOCIMIs presentes en el mercado bursátil en 2017. En términos relativos, el anterior importe supone un 3% sobre el valor de capitalización bursátil a cierre del ejercicio 2018 de las SOCIMIs que manifiestan dichos costes y un 2,5% sobre su valor neto de activos.

La heterogeneidad de los contratos de gestión existentes entre las SOCIMIs es abundante, tal y como se puede comprobar consultando las memorias anuales de cada una o los documentos informativos de incorporación al mercado (DIIM). No hay, por tanto, un estándar común en este tipo de contratos por lo que, de los existentes, algunos giran sobre una variable o una combinación de ellas muy distintas. No obstante, el modelo más habitual consiste en un importe fijo y otro variable (componente de éxito) en función de: el incremento del valor neto de los activos (normalmente ajustado por ampliaciones y reducciones de capital y dividendos); el importe de las adquisiciones o ventas de activos; la rentabilidad conseguida a lo largo del ejercicio para el accionista – en términos de Tasa Interna de Rentabilidad (TIR) con un promote a partir de cierto nivel-; otros esquemas ligados a contratos de dirección, de soporte de administración o de carácter estratégico.

Por último, y en términos de gobierno corporativo, el conjunto del mercado de SOCIMIs analizado en este documento, retribuyó a sus consejos de administración con un importe total de 38 millones de euros en el que, además, están incluidos los importes de los seguros de responsabilidad civil de los órganos de gobierno.



06. SOCIMIs, las empresas más activas del mercado en 2018. Radiografía de actividad bursátil



Las SOCIMIs fueron protagonistas de una parte importante de la actividad de la Bolsa española en 2018. Un año más, y ya son casi cinco, las SOCIMIs se han constituido en un instrumento indispensable para impulsar la reactivación de un sector, el inmobiliario, que fue uno de los grandes damnificados de la crisis, pasando de representar un 6,6% de la capitalización total de la Bolsa española en enero de 2007 a un 1,1% en mayo de 2012 (3.619 millones de euros). Al finalizar 2018 el sector inmobiliario (SOCIMI incluidas) valía en Bolsa 27.711 millones de euros.

Desde que las SOCIMIs entraron con fuerza en el mercado español en 2014 su peso en la capitalización del sector inmobiliario se ha ido incrementado hasta representar alrededor del 81%. El valor de mercado de estas sociedades también se ha incrementado, pasando de los 2.190 millones de euros y seis empresas cotizadas en diciembre de 2014 hasta los 22.504 millones de euros y 69 empresas cotizadas en diciembre de 2018. En 2018 se incorporaron al mercado de valores español, 21 nuevas empresas, una lo hizo en la Bolsa y 20 en MAB. El crecimiento de estas sociedades es clave para en el panorama económico español al estar vinculada su actividad directamente con la producción, el empleo y los ingresos públicos.

Al finalizar 2018 cotizaban en la Bolsa cinco SOCIMIs: Inmobiliaria Colonial, Merlín Properties, Hispania Activos Inmobiliarios, Lar España y Arima Real Estate, con un valor de mercado de 11.991 millones de euros. El 23 de octubre de incorporó a la Bolsa Arima. Las otras 64 SOCIMIs se negocian en el MAB y su valor de mercado al terminar 2018 era de 10.513 millones de euros.

En julio de 2018 se realizó la fusión entre dos SOCIMIs cotizadas en la Bolsa: Inmobiliaria Colonial (sociedad que cotizaba como tal desde el 25 de septiembre de 2017) y Axiare. La fusión entre Inmobiliaria Colonial (como sociedad absorbente) y Axiare (como sociedad absorbida) se realizó el 9 de julio, fecha en que fueron admitidas las nuevas acciones de Inmobiliaria Colonial procedentes de la fusión y se procedió a la exclusión de Axiare.

En los 4 primeros meses de 2019 el comportamiento en Bolsa de la cotización de las SOCIMIs ha sido muy positivo. La revalorización fue del 14,35% y 2,4 puntos porcentuales superior (16,73%) si hubiésemos reinvertido los dividendos repartidos en el cuatrimestre. Esta revalorización ha sido capaz de compensar la perdida de valor en el mercado de casi 2.000 millones de euros derivados de la exclusión de Hispania de Bolsa a comienzos del mes de abril. Así a 30 de abril de 2019 la capitalización bursátil de las SOCIMIs presentes en la Bolsa española (71 en total) ascendía a 22.311,5 millones de euros y junto el Sector Inmobiliario y Otras empresas el valor total de la actividad inmobiliaria en el mercado subía hasta los 27.447 millones.

Los cinco años transcurridos desde que las primeras SOCIMIs se incorporaron al mercado han afianzado la presencia de este subsector en la economía española y los mercados. Durante 2018 estas empresas realizaron 18 ampliaciones de capital con unos recursos captados de 1.265 millones de euros, un 49% más que en 2017. De este importe, 794 millones corresponden a tres ampliaciones hechas por las SOCIMI cotizadas en la Bolsa y a la ampliación previa a su salida a Bolsa que hizo Arima en octubre de 2018, y 471 millones a las catorce ampliaciones realizadas por las SOCIMIs cotizadas en el MAB.

En términos de retribución al accionista las SOCIMIs repartieron en 2018 cerca de 638 millones de euros en dividendos, un 2,2% de la cifra total distribuida por el conjunto de empresas listadas en la Bolsa española en 2018.

En cuanto a los volúmenes negociados en 2018 se cruzaron operaciones de compraventa sobre SOCIMIs por un importe anual de 10.933 millones de euros, muy cerca de los 10.921 millones anotados en 2017.

Las cinco grandes SOCIMIs cotizadas en Bolsa se encuentran fuertemente participadas por capital extranjero. Al finalizar 2018 las participaciones significativas declaradas de inversores extranjeros en el capital de éstas era el siguiente: Merlín Properties el 5%, Arima Real Estate el 38%, Inmobiliaria Colonial el 39%, Lar España el 46% e Hispania Activos Inmobiliarios el 91%.

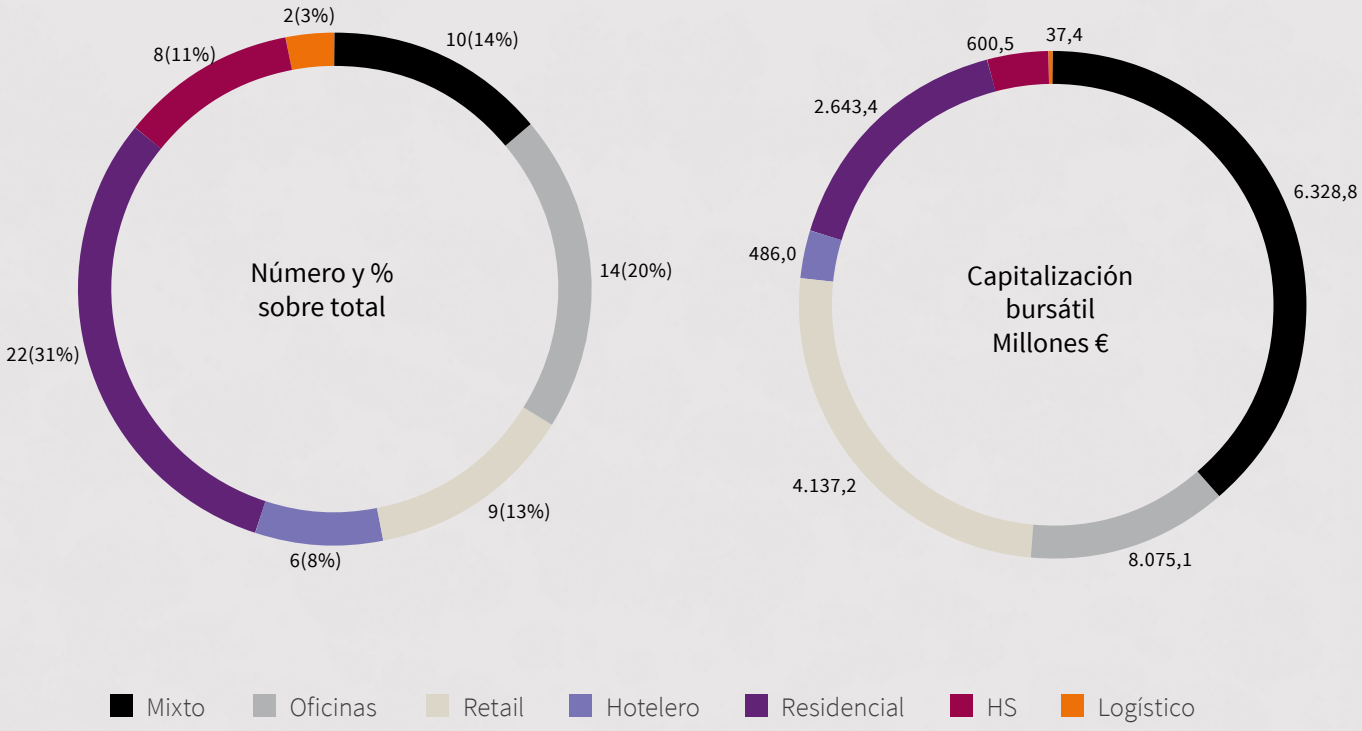
Inversión

SOCIMIs admitidas en la Bolsa española y el MAB. Valores a fecha de cierre de cada periodo



Fuente: BME

Número de SOCIMIs listadas en la Bolsa española por tipología. A 30 de abril de 2019



Fuente: BME 1T 2019

Las SOCIMIs y la potencia transformadora de los mercados de valores

Después de las actividades económicas ligadas al turismo que aportan alrededor del 21% del Valor Añadido Bruto del PIB español, el sector inmobiliario con un peso de entre el 9% y el 11% sostenido durante más de una década es el más relevante de nuestro entramado económico.

Esta importancia tiene refrendo en los niveles de inversión. Históricamente, la inversión inmobiliaria es importante para el ahorrador/inversor español. Los mercados de valores han demostrado ser la puerta de acceso más ágil y eficiente para canalizar ese interés y abrirlo también al capital internacional. Actualmente el 46% del valor de las empresas españolas presentes en los mercados está en manos de inversores extranjeros.

A día de hoy sería difícil entender el crecimiento y el sólido liderazgo internacional de las multinacionales españolas relacionadas con la energía o la banca sin la participación de la Bolsa en ese proceso. Por eso, apoyarse en el valor que pueden aportar los mercados para estabilizar y devolver la confianza de los inversores en un conjunto amplio de actividades inmobiliarias esenciales para nuestra economía es, sin duda, una buena idea.

Esa idea hoy, en España, se llama SOCIMI y está sirviendo para consolidar un sector inmobiliario saludable y renovado. Porque la consolidación de un vehículo colectivo líquido de inversión patrimonial inmobiliaria profesionalizado, es una gran alternativa para muchos inversores y para la economía en su conjunto.

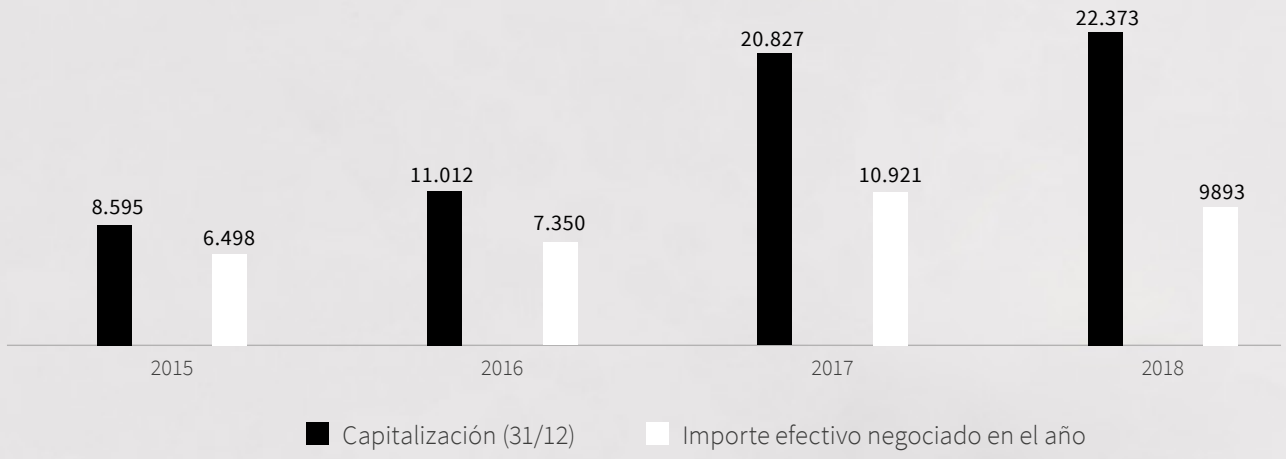
Las SOCIMIs tienen la obligación de admitir a negociación sus acciones en un mercado y pueden hacerlo tanto cotizando directamente en la Bolsa española como listando sus títulos en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), lo que favorece la constitución de muchas SOCIMIS de tamaño mediano y pequeño. La presencia del capital de estas empresas en los mercados introduce un factor de transparencia, profesionalización de la gestión y también de mejora del gobierno corporativo. A través de las oportunidades que ofrecen los mercados, las SOCIMIs tienen la posibilidad de apelar a diferentes tipos de inversores para financiar sus planes de expansión y compras tanto nacionales como internacionales.

De momento, las cifras crecientes de participación de inversores, propietarios y gestores de inmuebles en los mercados están dando estabilidad y dinamismo al sector. La asignatura pendiente es ganar tamaño y conseguir niveles transaccionales más elevados. Al igual que las REITs en muchas partes del mundo tienen sus propios índices y estos, a su vez, sirven de subyacente a otros activos financieros de inversión, en España aspiramos a que eso pueda producirse en un futuro no muy lejano. Contar con el apoyo de políticos y reguladores para impulsar este proceso económico de manera equilibrada y ágil es un elemento esencial de la trayectoria esperada.

Director de mercados, BME

Jorge Yzaguirre

Valor de mercado y efectivo negociado por las SOCIMIs admitidas en la Bolsa española y el MAB



Fuente: BME

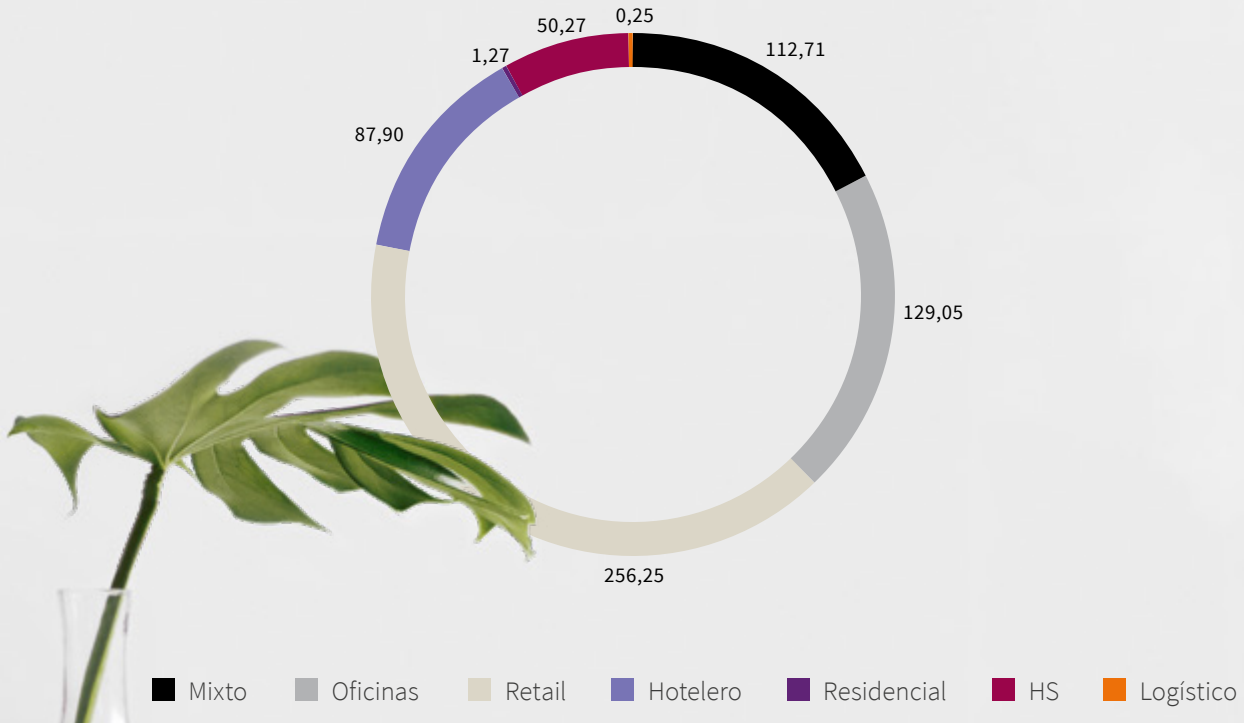


Cotización SOCIMIs en la Bolsa española. Base 1.000 = 31/12/2014. Datos diarios hasta 30/4/2019 (M€)

Estos índices bursátiles no incluyen las SOCIMIs listadas en MAB



Dividendos brutos pagados por las SOCIMIs listadas en la Bolsa española por tipología. (Mill€) 2018



Fuente: BME

SOCIMIs: la inversión eficiente en inmobiliario a través de plataformas bursátiles

La inversión inmobiliaria ha generado tradicionalmente un interés creciente por parte de todo tipo de inversores. Dadas las dificultades que entraña la creación de una cartera directa en inmuebles, los vehículos financieros de inversión inmobiliaria están adquiriendo un peso cada vez mayor en las carteras de dichos inversores.

A raíz de la profunda crisis inmobiliaria en España, desde los más prestigiosos foros de análisis y estudio se identificó la necesidad de diversificar el modelo inmobiliario español hacia el alquiler. La puesta en marcha de las SOCIMIs, sobre todo a partir de la modificación de su régimen en 2012, ha demostrado ser una respuesta correcta a esa necesidad y ha merecido el refrendo y la confianza de los inversores tanto extranjeros como nacionales. El ritmo de creación y desarrollo de SOCIMIs en España ha sido creciendo año tras año y, al igual que ha ocurrido en otros países con figuras análogas conocidas como REITs (Real Estate Investment Trusts), está empezando a tener un peso relevante en la economía y el interés de los inversores.

Desde 2016, el sector Real Estate es considerado hoy uno de los siete grandes sectores (Industry Group) en el mundo de los índices bursátiles. Está compuesto por dos subsectores: Real Estate Investment Trusts (REIT) y Real Estate Management and Development. La capitalización total de las empresas del sector Real Estate incluidas en el Índice Mundial de MSCI se acerca a los 1.450 millones de dólares y su peso en el índice está próximo al 3,2%, al nivel de Telecomunicaciones y Utilities. Los REITs representan dos tercios del sector.

En España, las 71 SOCIMIs negociadas en junio de 2019 tienen un valor de mercado actual cercano a los 22.300 millones de euros. Suponen un 81% del sector inmobiliario representado en la Bolsa española y el 3,6% de la capitalización de todas las empresas cotizadas.

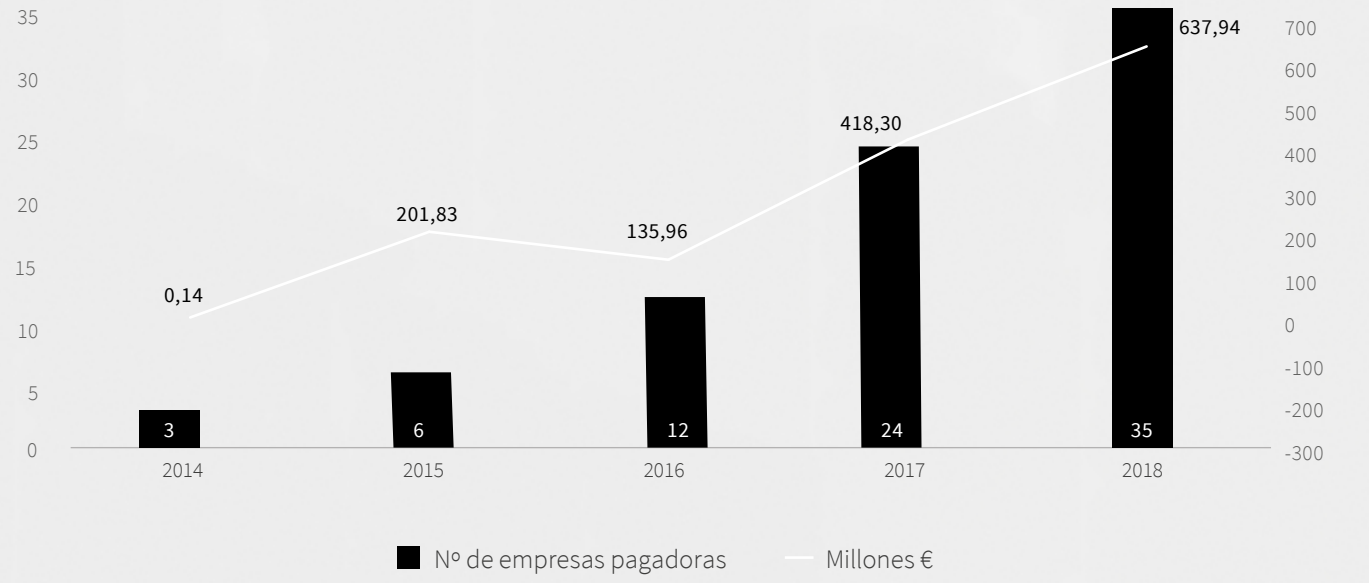
Las SOCIMIs aportan al mercado inmobiliario español diversificación hacia el alquiler con la participación de entidades especializadas y una capacidad extra de atraer financiación desde inversores nuevos. Además, obligan a sus promotores a adoptar reglas exigentes de transparencia y gobierno de las compañías.

Para el mercado bursátil y financiero aportan productos de inversión ligados al alquiler inmobiliario, hasta ahora con una presencia reducida en las carteras de inversores. Los dividendos que estas empresas han de repartir suponen un gran atractivo en un entorno de tipos de interés muy bajos. Por tanto, el impulso de un vehículo colectivo de inversión inmobiliaria profesionalizado y líquido es una gran oportunidad tanto para el mercado inmobiliario como para el sistema financiero español.

Director gerente del MAB (BME)

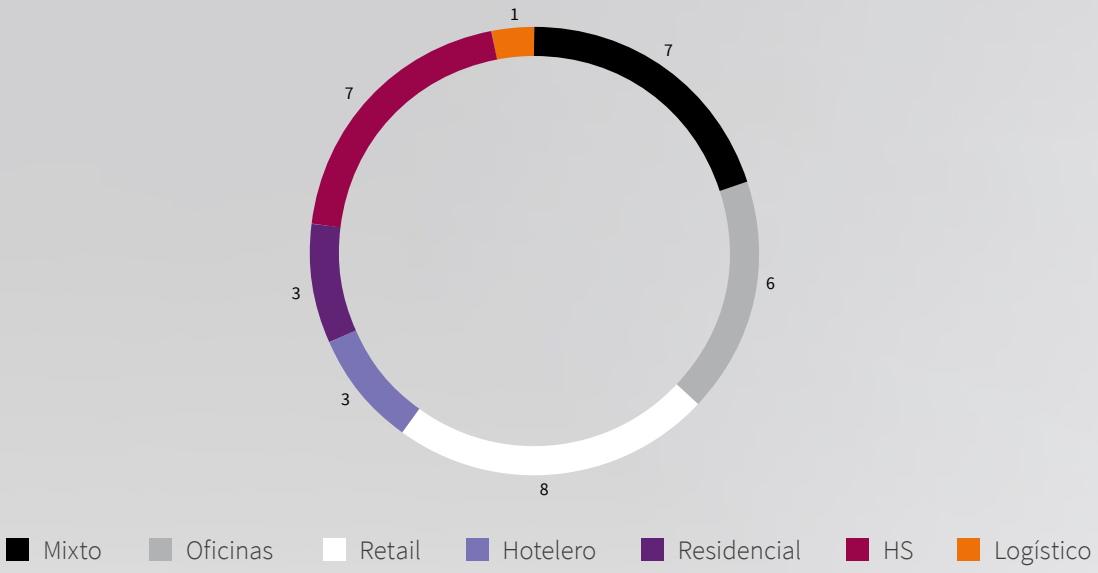
Jesús Gonzalez

Dividendos pagados por las SOCIMIs admitidas a negociación en la Bolsa española y el MAB



Fuente: BME

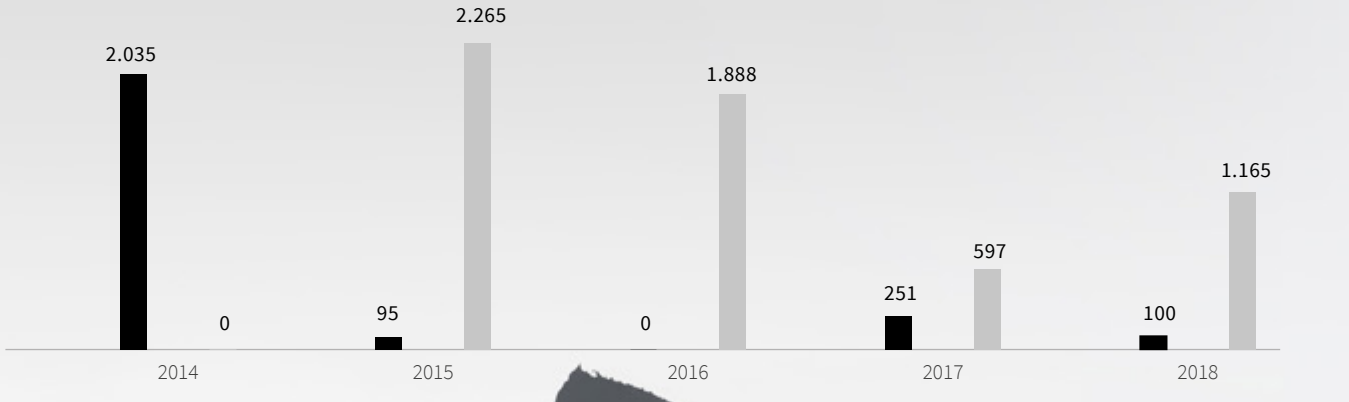
Número de SOCIMIs listadas en la Bolsa española y el MAB que pagaron dividendo en 2018, según tipologías



Fuente: BME

Financiación

Valor de las ampliaciones de las SOCIMIs listadas en la Bolsa española (Mill€)



Fuente: BME

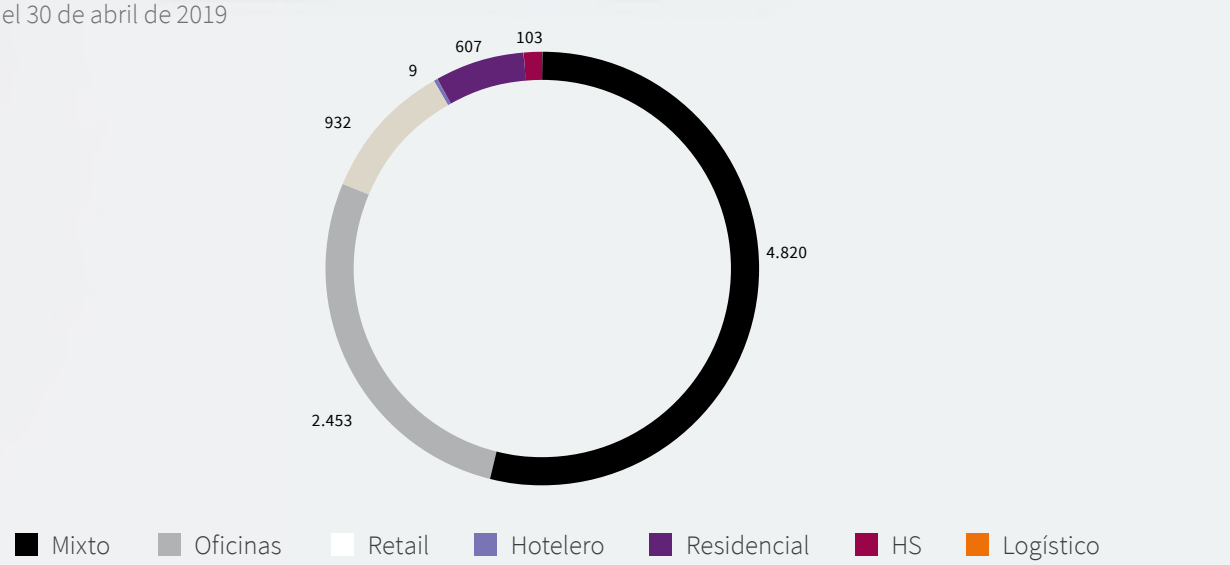
Número de ampliaciones realizadas por las SOCIMIs listadas en la Bolsa española y el MAB



Fuente: BME

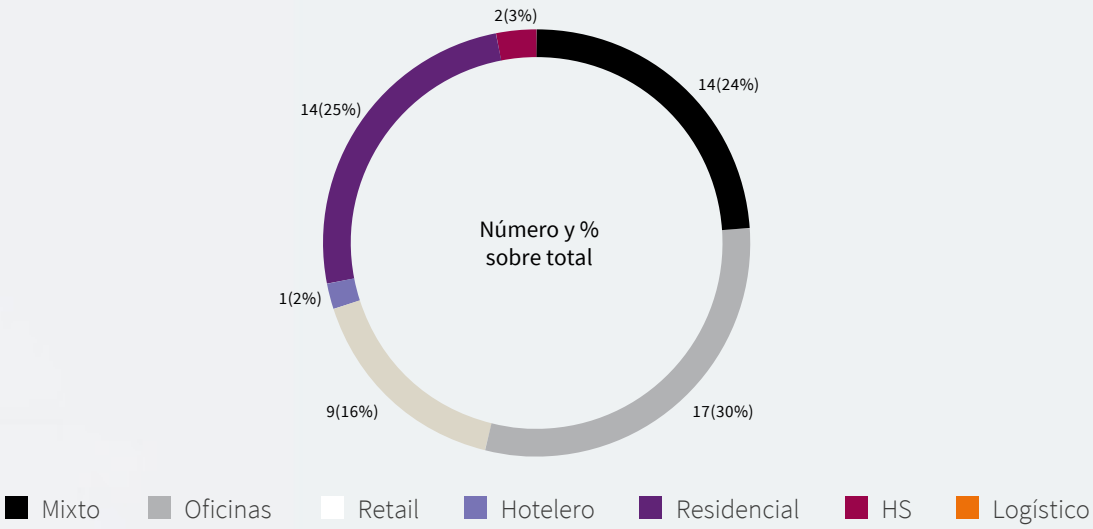
Valor efectivo de las ampliaciones realizadas por SOCIMIs listadas en la Bolsa española y el MAB por tipología (Mill€)

Entre 2014 y el 30 de abril de 2019



Fuente: BME

Número de ampliaciones de capital realizadas por las SOCIMIs listadas en las Bolsa española y el MAB por tipología



Fuente: BME

Nota metodológica

El presente informe se ha realizado – fundamentalmente en su capítulo 3 y 4 – a partir del análisis de la cuentas auditadas consolidadas y memorias de cada una de las SOCIMIs que cotizan en el mercado español correspondientes a los ejercicios 2018, 2017 y 2016, junto con la información pública de las mismas obtenida de sus páginas webs, presentaciones a mercado o la publicación de diferentes hechos relevantes al mercado.

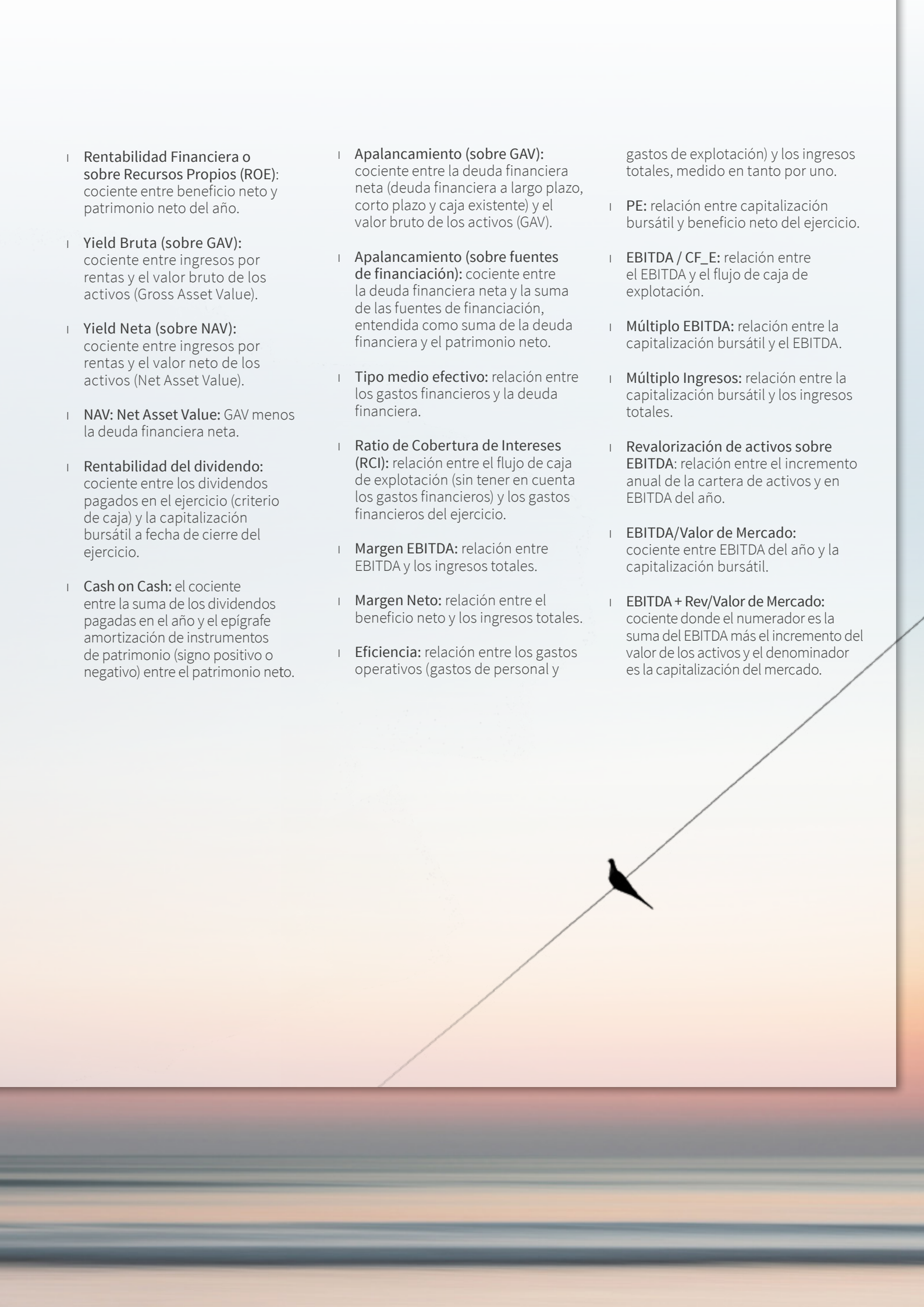
En términos de valor de mercado o capitalización bursátil se han tenido en cuenta la totalidad de las SOCIMIs cotizadas en los mercados españoles añadiéndose a ellas la capitalización bursátil de St. Croix Holding Inmobilier Socimi SA, vehículo cotizado en la bolsa de Luxemburgo. A este respecto, no se han tenido en cuenta las SOCIMIs españolas cotizadas en el mercado alternativo Euronext – Barings Core Spain Socimi SA, Logis Confort Socimi SA y Whiteni RCajal Socimi SA - con capitalizaciónes bursátiles muy reducidas. Por el contrario, en el capítulo dedicado a la actividad bursátil de las SOCIMIs sólo se han tenido en cuenta las cotizadas en los mercados españoles.

Para proceder al análisis de los diferentes epígrafes de los estados contables así como los ratios analizados, se han eliminado de las SOCIMIs cotizadas en mercados españoles a Euro Cervantes SOCIMI SA y Asgard Investment SOCIMI SA dado que la primera es una sociedad holding cuyo activo está formado por las acciones de GMP Socimi SA y la segunda no ha presentado información económico financiera por lo que sus acciones se encuentran suspendidas de cotización desde el 31 de octubre de 2017.

Con el objetivo de mejorar la comprensión y lectura de este informe y particularmente los capítulos 3 y 4 donde se incorpora el análisis de sus estados contables, se hacen las siguientes aclaraciones:

- **Deudas a largo plazo y deudas a corto plazo:** recoge el endeudamiento financiero a más de un año y menos de un año respectivamente.
- **Resultado de Explotación:** ingresos totales menos gastos operativos incluyendo amortizaciones y depreciaciones. Este epígrafe no tiene en cuenta la variación en el valor razonable de las inversiones inmobiliarias.
- **EBITDA:** resultado de explotación sin tener en cuenta las amortizaciones de inmovilizado.
- **Beneficio Neto ajustado:** beneficio neto minusvalorado por el efecto de la variación en el valor razonable de las inversiones inmobiliarias.
- **Dividendos (desembolsados):** Epígrafe correspondiente al pago de dividendos que forma parte del flujo de caja financiación en el Estado de Flujos de Efectivo. Por lo tanto, los dividendos considerados corresponden a un criterio de caja y no a criterio de devengo.
- **Rentabilidad de los Activos (ROA):** cociente entre EBITDA y el Valor en libros de las inversiones Inmobiliarias.

- **Rentabilidad Financiera o sobre Recursos Propios (ROE)**: cociente entre beneficio neto y patrimonio neto del año.
- **Yield Bruta (sobre GAV):** cociente entre ingresos por rentas y el valor bruto de los activos (Gross Asset Value).
- **Yield Neta (sobre NAV):** cociente entre ingresos por rentas y el valor neto de los activos (Net Asset Value).
- **NAV: Net Asset Value:** GAV menos la deuda financiera neta.
- **Rentabilidad del dividendo:** cociente entre los dividendos pagados en el ejercicio (criterio de caja) y la capitalización bursátil a fecha de cierre del ejercicio.
- **Cash on Cash:** el cociente entre la suma de los dividendos pagadas en el año y el epígrafe amortización de instrumentos de patrimonio (signo positivo o negativo) entre el patrimonio neto.
- **Apalancamiento (sobre GAV):** cociente entre la deuda financiera neta (deuda financiera a largo plazo, corto plazo y caja existente) y el valor bruto de los activos (GAV).
- **Apalancamiento (sobre fuentes de financiación):** cociente entre la deuda financiera neta y la suma de las fuentes de financiación, entendida como suma de la deuda financiera y el patrimonio neto.
- **Tipo medio efectivo:** relación entre los gastos financieros y la deuda financiera.
- **Ratio de Cobertura de Intereses (RCI):** relación entre el flujo de caja de explotación (sin tener en cuenta los gastos financieros) y los gastos financieros del ejercicio.
- **Margen EBITDA:** relación entre EBITDA y los ingresos totales.
- **Margen Neto:** relación entre el beneficio neto y los ingresos totales.
- **Eficiencia:** relación entre los gastos operativos (gastos de personal y gastos de explotación) y los ingresos totales, medido en tanto por uno.
- **PE:** relación entre capitalización bursátil y beneficio neto del ejercicio.
- **EBITDA / CF_E:** relación entre el EBITDA y el flujo de caja de explotación.
- **Múltiplo EBITDA:** relación entre la capitalización bursátil y el EBITDA.
- **Múltiplo Ingresos:** relación entre la capitalización bursátil y los ingresos totales.
- **Revalorización de activos sobre EBITDA**: relación entre el incremento anual de la cartera de activos y en EBITDA del año.
- **EBITDA/Valor de Mercado:** cociente entre EBITDA del año y la capitalización bursátil.
- **EBITDA + Rev/Valor de Mercado:** cociente donde el numerador es la suma del EBITDA más el incremento del valor de los activos y el denominador es la capitalización del mercado.




JLL
BME
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES

SOCIMIs.

Estabilidad e
inversión en el
sector inmobiliario

Contactos

Alberto Segurado
alberto.segurado@eu.jll.com

Gonzalo Masso
gonzalo.masso@eu.jll.com

Elsa Galindo
elsa.galindo@eu.jll.com

Cómo cotizar en Bolsa
info@grupobme.es

Mercado Alternativo Bursátil (MAB)
infomab@grupobme.es

Datos de mercado
estudios@grupobme.es

JLL España

Madrid
Pº de la Castellana 79 - 4ª
28046
T: +34 91 789 11 00

Barcelona
Pº de Gracia 11 - 4ª esc A
08007
T: +34 93 318 53 53

BME

Madrid
Palacio de la Bolsa
Plaza de la Lealtad, 1
28014
T. +34 91 709 50 00

jll.es

bolsasymercados.es

©2019 Jones Lang LaSalle IP, Inc. Todos los derechos reservados. La información contenida en el presente documento procede de fuentes consideradas fiables. No obstante, no se reconoce ni se garantiza su veracidad.