

SOCIMIS.

Solidez y valor para la recuperación

Octubre 2020

2020



*En colaboración con Uría Menéndez

Contenidos

Prólogo

- 1. Escenario económico y desempeño del mercado inmobiliario*
 - 2. Anatomía del mercado de SOCIMIs en 2019*
 - 3. El mercado de SOCIMIs por segmentos*
 - a) Segmentos inmobiliarios*
 - b) Segmentos por tamaños*
 - 4. Comparativa del mercado de SOCIMIs por segmentos inmobiliarios con sus homólogos europeos*
 - 5. Análisis comparado de las estructuras fiscales y legislativas de los REITs**
 - 6. Radiografía de la actividad bursátil del mercado de SOCIMIs*
 - 7. Nota Metodológica*
-



Presentamos a continuación la segunda edición del informe del mercado español de SOCIMIs, actualizado a partir de las cuentas anuales correspondientes al ejercicio 2019 de cada uno de los vehículos inmobiliarios que operan en nuestro país. Dichos vehículos, nacidos al albur de la legislación de 2009 y su posterior flexibilización en 2012 como forma de reactivar el sector en plena crisis, han supuesto un concepto novedoso para el mercado español. Sociedades especializadas en inversión colectiva en activos inmobiliarios en régimen de alquiler, cotizados en los mercados bursátiles, con una obligatoriedad de reparto de dividendos procedentes del beneficio de la obtención de rentas, con un esquema fiscal diferenciado pero similar a los ya existentes en los países europeos y que a lo largo de estos años se ha ido desarrollando de manera sólida y constante.

Ya en el primer informe del año pasado, “SOCIMIs, estabilidad e inversión en el mercado inmobiliario” apuntábamos algunas claves que, a lo largo de este año protagonizado por la pandemia global que está afectando a la totalidad de las economías mundiales, se han mostrado ciertas. En este sentido, su grado de especialización, la profesionalidad en la gestión, la transparencia que obliga al mercado bursátil, así como su búsqueda de eficiencia a través de las economías de escala, están ayudando a que nuestro sector inmobiliario, con elevado peso en la generación de riqueza nacional y dependiente históricamente de la volatilidad y ciclicidad del segmento de construcción y venta de vivienda, pueda sortear con mayores herramientas y desde una posición mucho más consistente y sólida, la crisis sanitaria y económica que estamos viviendo. No obstante, desde marzo en adelante, y al igual que otros sectores, el conjunto del mercado patrimonial – fundamentalmente en aquellos vehículos del mercado continuo con mayor liquidez y profundidad de mercado- se ha visto significativamente afectado por las caídas de las bolsas, habiendo

perdido parte de su valor acumulado y cotizando actualmente a múltiplos inferiores y con notables descuentos sobre el valor neto de los activos (NAV) de su propiedad. Una situación y una crisis económica sin precedentes, caracterizada por parámetros nunca antes conocidos y que genera una elevada incertidumbre.

Sin embargo, algunos factores no han variado en el último año. Como consecuencia de su juventud y su velocidad de crecimiento, seguimos viendo un mercado muy heterogéneo y atomizado, en cuyo ecosistema conviven desde vehículos con capitalizaciones bursátiles elevadas, importantes patrimonios en términos de valor de mercado y fuertes estructuras de gestión, con otros de reducido tamaño y capitalización, con tamaños medios individuales reducidos y muy diferentes a los existentes en mercados más maduros y donde el volumen de su portfolio, las economías de escala y la eficiencia siguen siendo elementos indispensables en la gestión. En este sentido y en aras de contextualizar nuestro mercado de SOCIMIs con los de los países de nuestro entorno, incorporamos como novedad en el informe de este año un comparativo de las principales ratios de nuestros vehículos frente a los europeos, distribuidos y ordenados por segmentos inmobiliarios. En definitiva, un mercado que al igual que concluíamos en el informe precedente, sigue siendo atractivo para inversores, nacionales, privados o institucionales, y donde se han protagonizado operaciones de adquisición relevantes.

A cierre de junio de 2020 la capitalización de las SOCIMIs admitidas a negociación en el mercado de valores español alcanzaba los 21.050 millones de euros, lo que supone un 19% de pérdida de valor de este sector en Bolsa respecto al cierre del ejercicio 2019. El valor bruto de los activos patrimonializados en manos de los 79 vehículos inmobiliarios activos analizados a esa fecha ascendía a cerca

de 51.000 millones de euros.

Por el lado positivo, destaca el crecimiento en el número de vehículos, la menor apelación al endeudamiento en términos relativos, una fuerte generación de ingresos por rentas, un beneficio operativo y neto mayor al de años anteriores, al igual que una posición sólida de generación de caja y reparto de dividendos, donde la rotación de activos de las carteras empieza a tener elevado protagonismo.

Todo ello en un contexto difícil, no sólo por la situación económica a la que nos enfrentamos, sino también por la contaminación informativa que emana de algunas fuentes más pegadas al populismo que a la realidad económica imperante. Desde estos grupos de interés se dice que las SOCIMIs son vehículos de inversión para grandes patrimonios exentos del pago de impuestos. Son afirmaciones que viniendo desde agentes cercanos a círculos de poder solo contribuyen a desestabilizar la seguridad jurídica y fiscal que necesitan los gestores, inversores y ahorradores para crecer y crear valor, tanto para los accionistas como para la economía en general, cuando los datos dan como cierto que desde la creación de estas figuras el sector inmobiliario español ha ganado en estabilidad y peso en la economía española, toda vez que compite en igualdad de condiciones con sus homólogos europeos. Es esta una de las razones por las que en el informe que presentamos a continuación, hemos incorporado – con la colaboración del despacho Uría Menéndez Abogados – un capítulo especial sobre fiscalidad y legislación de los REITs en diferentes jurisdicciones y aportar la luz necesaria para entender con exactitud, no sólo que las SOCIMIs son vehículos que atienden a sus obligaciones

fiscales, sino que además, tanto sus obligaciones como su estructura fiscal son similares a las vigentes para figuras homólogas existentes en los países de nuestro entorno.

Debido a la importancia y contribución que el sector SOCIMIs está teniendo y tendrá en próximos ejercicios como mecanismo de estabilidad del sector inmobiliario, el mismo conjunto de profesionales de BME y JLL, especializados en el sector financiero e inmobiliario respectivamente, hemos aunado nuevamente esfuerzos para la elaboración de este segundo informe de seguimiento del mercado, que se presenta a continuación. De nuevo consideramos que “SOCIMIs: solidez y valor para la recuperación” es un compendio analítico y descriptivo de la situación del sector, ofreciendo una amplia cantidad de datos e información atractiva para que el lector, inversor, ahorrador o profesional del sector inmobiliario y financiero, pueda obtener sus propias conclusiones.

El sector inmobiliario, al igual que el resto de las actividades económicas, va a resentirse en el actual periodo de crisis y las cotizaciones bursátiles así lo indican. Pero la solidez y el valor inmobiliario del conjunto de los vehículos SOCIMIs sobre la base de sus fundamentales, su crecimiento en número y su atractivo para inversores nacionales y extranjeros, atestiguan el valor aportado a la economía.

Esperamos que el esfuerzo y pasión que ha supuesto el desarrollo del informe se vea recompensado con su utilidad y su atractivo para la comunidad.

Muchas gracias.

BME

Javier Hemani

CEO

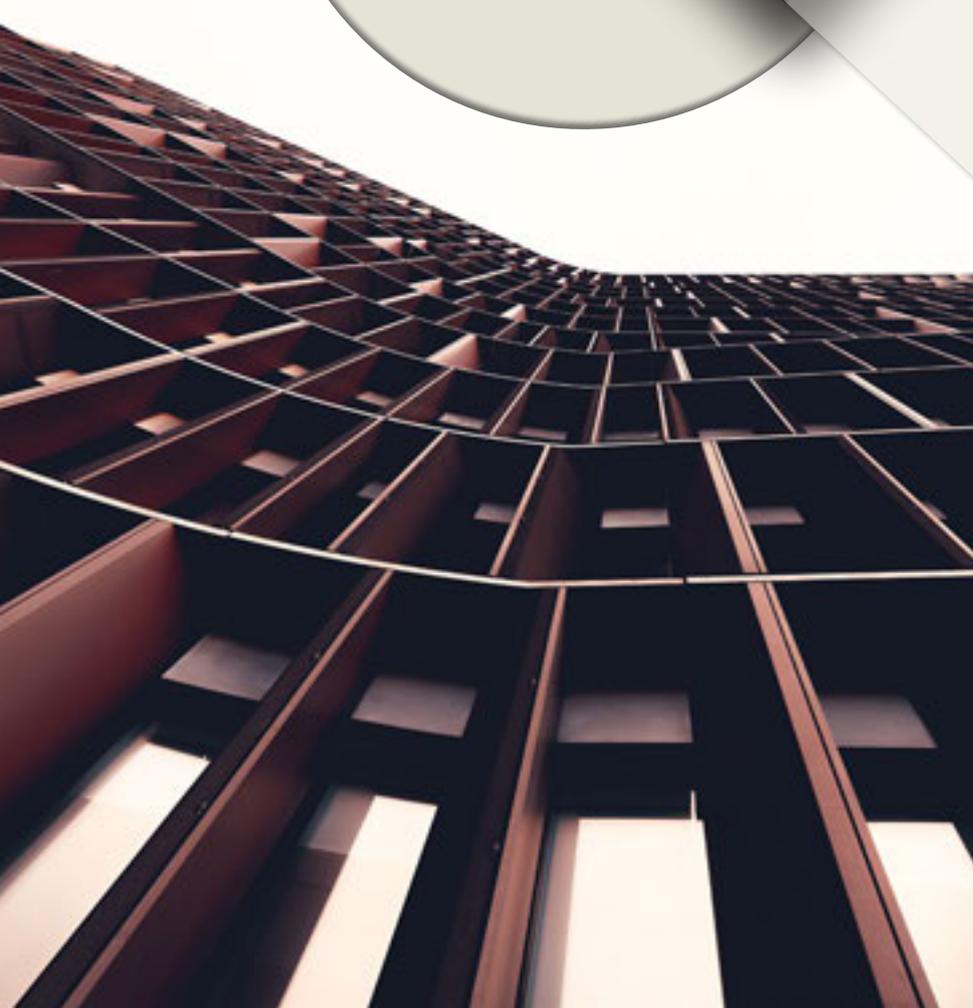
JLL

Enrique Losantos

CEO

1

Escenario económico y desempeño del mercado inmobiliario



Contexto económico: fuerte caída de la actividad en 2020 para repuntar en 2021

Los efectos derivados de la pandemia de Covid-19 en España han supuesto una contracción de la actividad económica sin precedentes en el primer semestre de 2020, con el sector Servicios como el más afectado. Durante el segundo trimestre del año, el PIB cayó un 18,5% respecto al primer trimestre, la mayor caída registrada en la serie histórica. No obstante, las cifras mensuales continúan mostrando un repunte de la actividad tras la relajación de las medidas de confinamiento tomadas como respuesta a la crisis sanitaria desde mediados de marzo.

En el tercer trimestre se espera un repunte del PIB, aunque la recuperación a partir de entonces será más gradual y dependiente de la evolución de la pandemia. A finales de 2020, el PIB se situará muy por debajo de los niveles previos a la crisis sanitaria. Las previsiones de Oxford Economics apuntan a un retroceso

del 10,6% en el PIB para este año y un avance posterior del 7,9% en 2021. De forma similar, la Comisión Europea prevé una caída del 10,8% para 2020 y un repunte del 7,6% en 2021. Menos optimistas son las previsiones del FMI y el Banco de España, que esperan que la economía española se contraiga, respectivamente, un 12,8% y un 11,6% este año; pero avance, de forma respectiva, un 6,3% y un 9,1% hacia 2021.

Por su parte, el mercado laboral ha seguido recuperando algunas de las pérdidas masivas sufridas en marzo y abril, aunque todavía existen más de 800.000 trabajadores en ERTE al cierre de agosto, fuera de las cifras oficiales de desempleo. Las previsiones apuntan a una contracción del 3,7% en el empleo durante 2020 y un aumento del 0,9% en 2021, según Oxford Economics.

La tasa de paro aumentó hasta el 15,3% a término del segundo trimestre, con previsiones de alcanzar el 18,5% a finales de 2020 aunque por debajo de los niveles de la crisis financiera. En el largo plazo, el aumento del desempleo constituye el principal riesgo, una vez se retiren las medidas

públicas de apoyo. Por otro lado, es probable la deflación en 2020, pero será previsiblemente temporal.

El consumo y la inversión, según lo esperado, cayeron de forma drástica en el segundo trimestre pero el impacto en las exportaciones fue mayor del anticipado (-33%). Las restricciones a la movilidad de los viajeros han golpeado con fuerza al sector turístico, que representa alrededor del 12% del PIB de España, con el consiguiente efecto negativo en las exportaciones de servicios este año.

La caída del turismo fue de un 97% interanual en el segundo trimestre, si bien España se situó como el país con más reservas de hotel para el verano en todo el mundo. A pesar de los esfuerzos para revitalizar el turismo, llevará tiempo alcanzar la recuperación total, especialmente dado el reciente aumento de los contagios, con repercusiones negativas para los sectores relacionados. Esto, combinado con la fuerte caída del volumen de comercio mundial, conllevará una contracción de las exportaciones en torno al 20% este año, y un posterior repunte del 12%, aproximadamente, hacia 2021.

El retroceso económico en el segundo trimestre se debió, fundamentalmente, al colapso de la actividad en abril. Los datos mensuales muestran que, avanzado el segundo trimestre, la actividad y la confianza comenzaron a recuperarse. El PMI manufacturero subió con fuerza en julio, por tercer mes consecutivo, y se encuentra ahora por encima del umbral de los 50 puntos. El Índice de Confianza del Consumidor (ICC) del CIS del mes de julio se situó en 53,1 puntos, -7,6 puntos por debajo del dato del mes anterior, tras dos meses de ligeras subidas.

El gasto del consumidor se desplomó en el primer semestre, pero ahora se está recuperando. La cuarentena y las medidas de distanciamiento social provocaron una fuerte caída en el gasto del consumidor durante la primera mitad del año, aunque el repunte fue sólido tras la desescalada. Las previsiones de Oxford Economics apuntan a que el gasto del consumidor disminuya un 12,1% en 2020, para después avanzar un 7,8% en 2021.

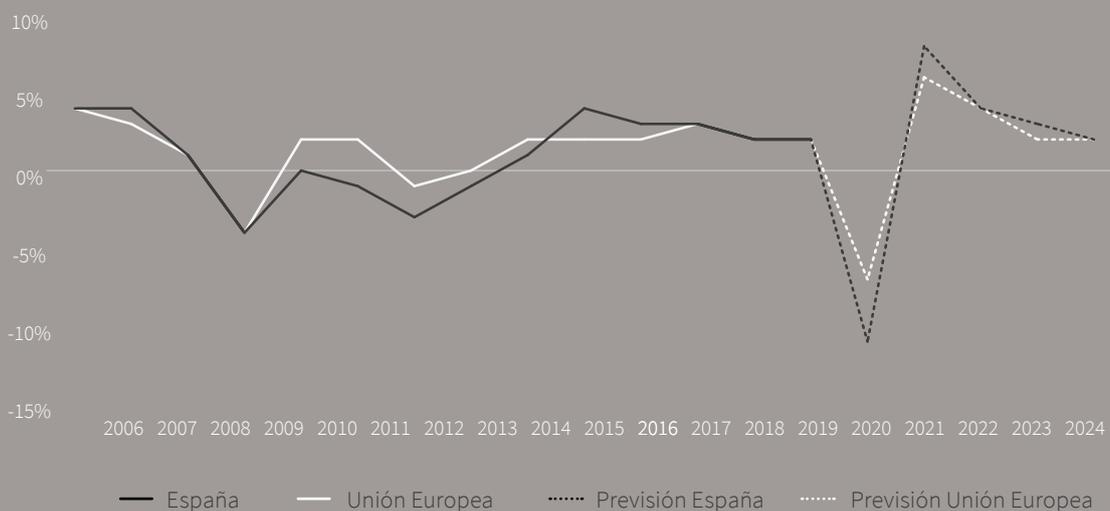
Igualmente, el auge de las ventas online ha impulsado la penetración del ecommerce en España. De forma específica, el ecommerce en supermercados y tiendas de alimentación se ha multiplicado por cinco, según los últimos datos de UNO, la patronal de las empresas de

logística. La pandemia ha impulsado un cambio en los hábitos de consumo que requiere que las marcas dispongan de un eficiente modelo omnicanal.

La inversión también se ha reducido de forma drástica por el impacto de la recesión económica y la incertidumbre causadas por la pandemia. El sector de la construcción se vio muy afectado por el bloqueo, con un desplome de la actividad, que ha influido en la reducción de la inversión total. La inversión disminuirá un 16,3% este año y crecerá un 11,7% en 2021, según las previsiones de Oxford Economics. Además, la expectativa de una profunda recesión dirigirá a las compañías internacionales a reconsiderar los nuevos proyectos, declara UNCTAD.

El desempeño económico continuará ligado a la evolución de la pandemia y a la necesidad de reimponer las medidas de contención. Algunos sectores como la hostelería, el ocio o el comercio permanecerán debilitados durante más tiempo por el fuerte impacto de las restricciones. En cambio, sectores como el sanitario, farmacéutico o tecnológico seguirán viendo un aumento de su demanda. Desde el punto de vista inmobiliario, el sector hotelero y retail han sido los más afectados, mientras que otros como el logístico -gracias al impulso de las ventas online- o el residencial en alquiler o 'build to rent' (BTR), se muestran de los más resilientes.

Crecimiento anual del PIB real en España y la UE



Fuente: Oxford Economics, agosto 2020
 Nota: UE excluye a Reino Unido

Principales datos económicos de España

Indicadores económicos	2019	2020 (F)	2021 (F)
PIB (%)	2,0	-10,6	7,9
PIB UE (%)	1,5	-7,4	6,1
Empleo (%)	2,3	-3,7	0,9
Tasa desempleo, final periodo 4T (%)	13,8	18,5	16,7
Consumo privado (%)	1,1	-12,1	7,8
Inflación media (%)	0,7	-0,1	1,2
Bono a 10 años, media (%)	0,7	0,5	0,6

Fuente: Oxford Economics, agosto 2020

(F) Forecast (previsión)

Nota: UE excluye a Reino Unido

Mercado inmobiliario: el impacto de Covid-19 difiere por sectores

El impacto de la pandemia, como ya se ha visto con sus efectos iniciales, tiene implicaciones a corto y largo plazo en el crecimiento económico, la actividad empresarial y el comportamiento individual. Desde el punto de vista inmobiliario, la Covid-19 ha conllevado un aumento en el número de cierres de instalaciones (oficinas, fábricas, retail, hoteles, edificios públicos). Entre los sectores más afectados se encuentran la hostelería, el comercio minorista, la aviación y automoción, mientras otras industrias experimentan un incremento de su demanda, como los productos farmacéuticos y la biotecnología.

A nivel comercial, la desaceleración severa y los retrasos en el flujo comercial continuarán causando una disrupción a corto plazo para los consumidores y las empresas. Respecto a la fuerza laboral, el trabajo en remoto se está convirtiendo en la 'nueva norma' y trabajar desde casa en refugio para escapar a la amenaza del virus, lo que impulsará la concepción de las oficinas como espacios, cada vez más, enfocados a la colaboración e interacción con clientes y compañeros.

No hay que olvidar que la amenaza del coronavirus es global y está afectando a la salud de cada individuo en todo el mundo. La Covid-19 ha causado un impacto social sin precedentes, en tanto que no conoce límites para la penetración en nuestra vida y entorno.

Mercado de Ocupación

Los efectos a corto plazo para los usuarios son significativos, en tanto que su actividad empresarial se ve afectada por los cambios que suceden a diario. El impacto más inmediato del brote ya ha pasado, y la mayoría

de los ocupantes se encuentran ahora en 'modo respuesta' después de una breve fase de preparación y acciones inmediatas. La resiliencia operativa será crucial para recuperarse. Las empresas se reinventarán para ser más resilientes, adaptando sus modelos operativos a la 'próxima normalidad'. El recorrido de la

experiencia del cliente incluye las fases de 'Re-entrada' y 'Re-imaginación', 'Implementación' y 'Prosperidad' en la empresa del futuro. Tras haber preparado los edificios para su reapertura, la fase de 're-imaginación' tiene el objetivo de establecer una visión a futuro, para implantarla posteriormente y prosperar.



Oficinas

Contratación

El mercado del alquiler registró en 2019 cifras récord respecto a los últimos años. Con un incremento anual del 14%, la contratación de oficinas en Madrid y Barcelona se situó en niveles máximos del último ciclo, con cerca de un millón de metros firmados en el conjunto de ambas ciudades.

El take up en Madrid superó la cifra récord de 580.000 m² durante 2019, lo que representó un incremento anual del 19%. También en Barcelona se registraron niveles récord de contratación durante el pasado año, con más de 380.000 m², lo que supuso un aumento del 7% respecto a 2018.

En Madrid, el sector financiero ocupó el primer puesto en el ranking por superficie contratada durante 2019, dado que las mayores operaciones del año fueron acometidas por grandes bancos en la capital. En Barcelona, el primer puesto lo ocupó el sector inmobiliario, como resultado de la fuerte contratación por parte de operadores de espacios flexibles, que alcanzó máximos durante el pasado año. En ambas ciudades, la segunda posición por superficie contratada en 2019 recayó en el sector tecnológico, en línea con los últimos años.

La pandemia de Covid-19 ha obligado a los inquilinos de oficinas a nivel mundial a afrontar un entorno en constante cambio, caracterizado por la creciente tendencia a trabajar en

remoto y la incapacidad para tomar futuras decisiones de crecimiento. Asimismo, el actual entorno incierto suscita preguntas sobre la duración y la severidad tanto del impacto económico como de la posibilidad de una rápida recuperación.

La contratación de oficinas se ha visto afectada en todas las regiones, y España no ha sido la excepción. La contratación de oficinas durante el primer semestre de 2020 rondó los 220.000 m² en el conjunto de Madrid y Barcelona, lo que supuso un descenso del 61% respecto al mismo periodo del año anterior.

En la capital, la contratación se situó cercana a los 150.000 m², con un descenso interanual del 54%, mientras que la Ciudad Condal acumuló más de 68.000 m² contratados, con una reducción del 71% respecto al mismo periodo del 2019. La actividad durante el primer trimestre fue más notable en Madrid, mientras que en el segundo trimestre la demanda se mostró más activa en Barcelona. No obstante, cabe señalar la baja disponibilidad que existe en ambas ciudades, fundamentalmente de producto de calidad en las zonas más céntricas.

A medida que avanzó la desescalada, las empresas retomaron su actividad planteándose de nuevo los cambios de sede. A finales de mayo, se empezó a notar un incremento





en las demandas, que mejoró sustancialmente a lo largo del mes de junio. Así, durante el segundo trimestre de 2020, la contratación de espacios de oficinas ascendió a casi 95.000 m² en el conjunto de Madrid y Barcelona, de los cuales cerca de 55.000 m² se firmaron en la capital y más de 40.000 m² en la Ciudad Condal. La contratación conjunta en ambas ciudades representó una disminución del 24% respecto al primer trimestre del año; mientras que en Barcelona fue un 40% superior.

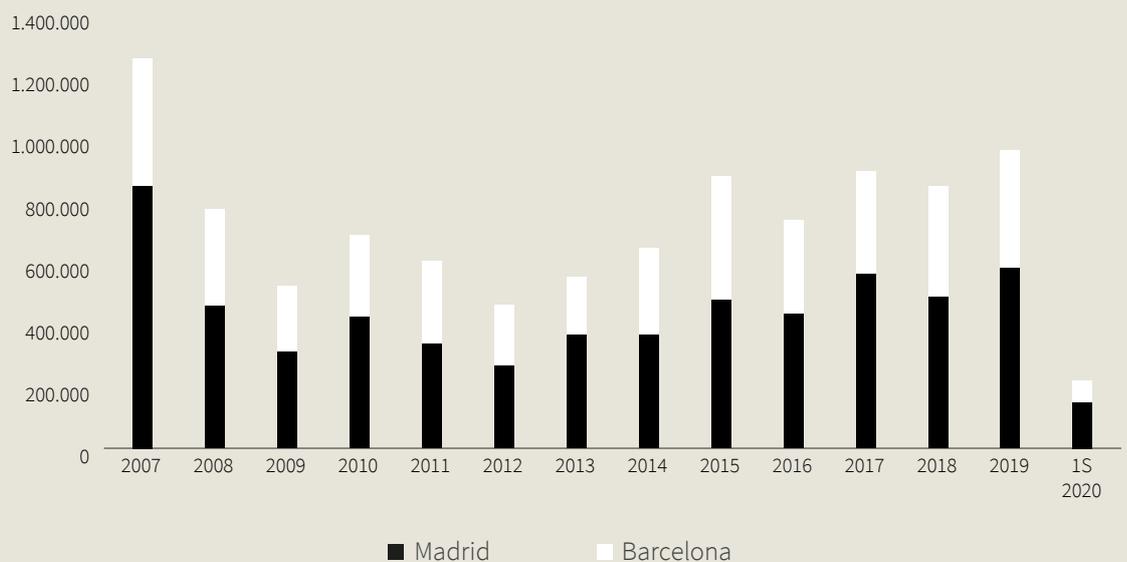
Las operaciones que se encontraban en marcha desde hacía varios meses no han llegado a paralizarse, lo que ha contribuido a un mejor resultado en el segundo trimestre del esperado inicialmente como consecuencia de la pandemia. Por su parte, las renegociaciones se han reactivado de manera sustancial a lo largo de estos meses. Finalmente, se han firmado operaciones de gran tamaño tanto en Madrid como en Barcelona, lo que ha contribuido a contener el incremento del

producto ofertado en ambas ciudades.

El segmento de espacios flexibles, que en los últimos años ha representado una parte sustancial de la absorción neta en ambas ciudades, se desplomó como resultado directo del brote de Covid-19. En el corto plazo, esperamos un crecimiento limitado de este segmento que, sin embargo, comienza a mostrar ya algunos signos de reactivación tras la desescalada y la recuperación de la actividad.

Mientras que algunas empresas se plantean trabajar en remoto para limitar su huella inmobiliaria, la mayoría está explorando formas de preparar sus carteras para el futuro. Todavía es pronto para realizar predicciones precisas en términos de necesidades de espacio una vez superada la pandemia, pero todo apunta a que la oficina física se convertirá en el escenario central para facilitar la interacción y la colaboración y, en última instancia, preservar la salud, el bienestar y la productividad de los empleados.

Evolución de la contratación de oficinas (m²)



Fuente: JLL Research, 2T 2020

Rentas

A lo largo del 2019, las rentas prime en Madrid y Barcelona continuaron su tendencia alcista, con aumentos anuales del 5,8% y 8,9%, respectivamente. Los máximos en todas las zonas de la capital aumentaron de forma clara y con especial impacto en la zona Secundaria, mientras que los mínimos reflejaron la dicotomía entre la demanda de productos de grado A y el resto. Incluso, aun siendo edificios exclusivos, los de peor calidad ubicados en zonas sin grandes conexiones en Periferia y Satélite, mantuvieron precios.

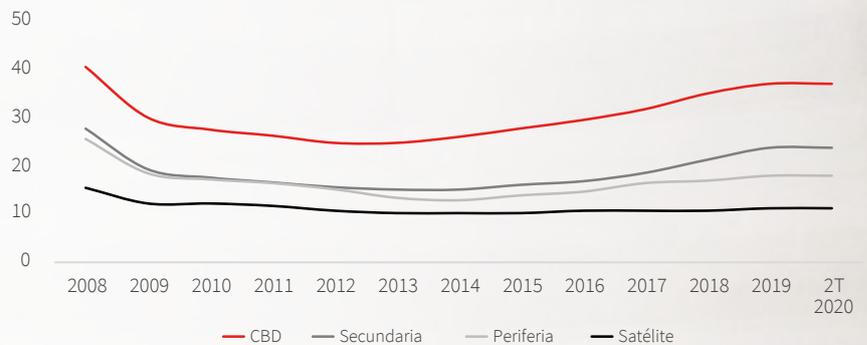
Las rentas por zonas en Barcelona reflejaron la gran actividad del take up en 2019. El gran atractivo de la zona de 22@ y la calidad de los edificios de Almeda Park, impulsaron las rentas de las zonas Norte/sur distrito de negocios y Gran Barcelona, con incrementos anuales del 10,9% y el 12,5%,

respectivamente. En este último caso, si bien fue el parque mencionado el polo de atracción de las mejores demandas de la zona, otras áreas y edificios no resultaron tan atractivos, manteniendo sus rentables estables en el transcurso de 2019.

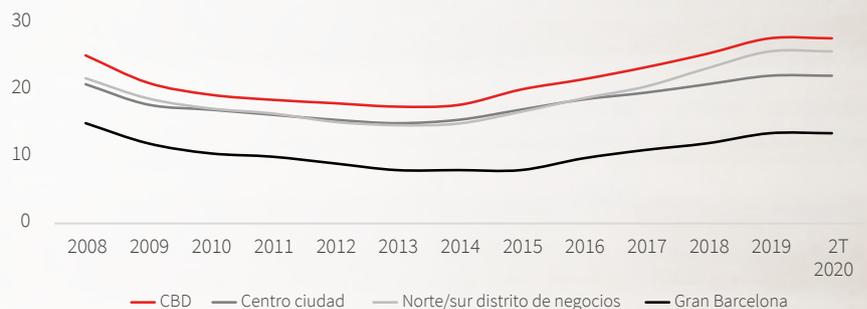
El ascenso de las rentas prime se paralizó tras decretar el estado de alarma, por lo que los precios de referencia del segundo trimestre de 2020 se mantuvieron en los mismos niveles de finales del 2019.

Así, los precios máximos se sitúan en 36,5 €/m²/mes en Madrid y 27,5 €/m²/mes en Barcelona para los mejores edificios, donde sigue existiendo poca disponibilidad. A lo largo de estos meses, si bien los propietarios no han negociado precios, sí que han mostrado mayor flexibilidad a la hora de conceder carencias u otros incentivos, aunque, por lo general, han estado asociados a un incremento de los obligados cumplimiento.

Evolución de rentas prime en Madrid (€/m²/mes)



Evolución de rentas prime en Barcelona (€/m²/mes)



Fuente: JLL Research, 2T 2020

Disponibilidad y oferta futura

Gracias a los buenos niveles de *take up* en 2019, las tasas de disponibilidad disminuyeron gradualmente en la capital, mientras que en la Ciudad Condal se encontraron en mínimos históricos, reflejando una gran escasez de producto, especialmente en los edificios más prime (oficinas de calidad).

Al finalizar el segundo trimestre de 2020, las tasas de disponibilidad aumentaron, respecto al primero, 29 pb en Madrid, hasta alcanzar un 8,5%, y 20 pb en Barcelona, hasta un 4,2%. Considerando la baja disponibilidad, fundamentalmente en las áreas más céntricas de ambas ciudades, donde la tasa se sitúa por debajo del 3% en Madrid (Secundaria) y es inferior al 2% en Barcelona (CBD y Centro Ciudad), el impacto de Covid-19 en la disponibilidad se espera más hacia el medio plazo.

En cuanto a la oferta futura, a término del segundo trimestre de 2020, apenas se culminaron proyectos de nueva planta en Madrid, algo menos de 5.000 m², mientras que en Barcelona rondaron los 10.000 m². Por su parte, las rehabilitaciones concentradas en la Ciudad Condal sumaron cerca de 40.000 m².

Los proyectos de oferta futura han sufrido ligeros retrasos a medida que los promotores han reajustado sus plazos, superando los 300.000 m² para el periodo 2020-2021 en Madrid y cercanos a los 320.000 m² en Barcelona.

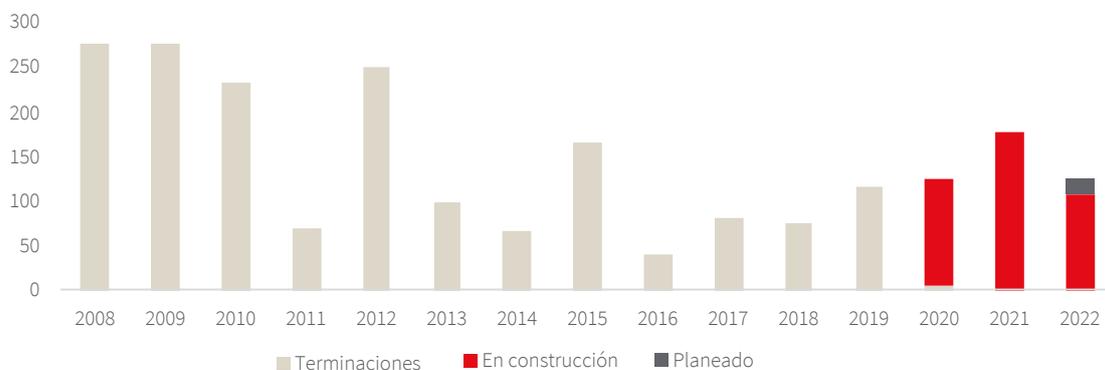
Tasa de disponibilidad total en Madrid. 2T 2020: **8,8%**

CBD	Secundaria	Periferia	Satélite
4,1%	2,6%	11,2%	16,4%

Tasa de disponibilidad total en Barcelona. 2T 2020: **4,2%**

CBD	Centro ciudad	NSBD (Norte/sur distrito de negocios)	Gran Barcelona (área metropolitana)
1,9%	1,9%	3,6%	10,0%

Terminaciones y oferta futura en Madrid (m² en millares)



Terminaciones y oferta futura en Barcelona (m² en millares)



Fuente: JLL Research, 2T 2020



Logística

Contratación

Durante 2019, la demanda en Madrid y Barcelona mantuvo el impulso de los últimos cinco años, superando la media del último lustro. En el conjunto de ambas ciudades se contrataron 1.135.600 m², un 26% menos que en el año anterior. Uno de los principales motivos de esta menor contratación en términos anuales respondió a las buenas cifras del 2018, que fue un año excepcionalmente bueno, con un elevado número de operaciones de gran tamaño, mientras que en 2019 este tipo de transacciones no fueron tan frecuentes.

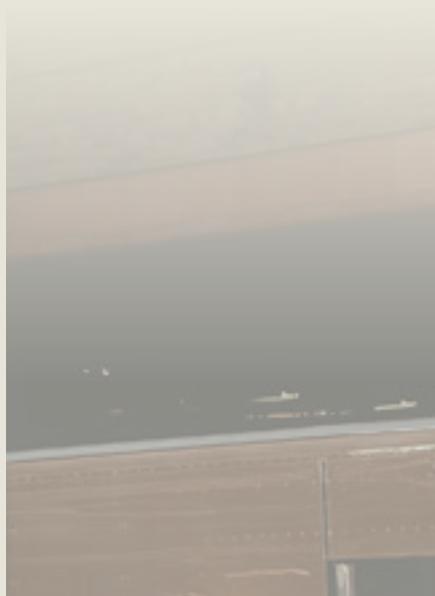
En la capital, la contratación en 2019 rondó los 550.000 m², mientras que en la Ciudad Condal fue de 585.000m². En el primer semestre de 2019, la

contratación en el mercado madrileño se redujo de forma considerable, pero repuntó en el segundo semestre. Mientras, en Barcelona, la demanda fue robusta, con una absorción logística muy similar a la del 2018.

Durante los últimos años, el auge del mercado logístico español no ha sido exclusivo de Madrid y Barcelona, sino que también se ha extendido a otras ciudades. Destacan Valencia, Zaragoza o Sevilla debido al gran número de proyectos que se están llevando a cabo, así como por el interés inversor hacia estas ubicaciones.

El confinamiento y las limitaciones a la movilidad han supuesto una disrupción masiva en la cadena de

suministro a nivel global. El sector logístico se mantiene como uno de los más resilientes dentro del sector inmobiliario. Muestra de ello es el impacto limitado en la contratación logística, que se ha reducido solo un 15% en el primer semestre de 2020 respecto al mismo periodo del año anterior, con cerca de 432.000 m² firmados en el conjunto de Madrid y Barcelona. De hecho, en la primera mitad del 2020, la contratación acumulada en Madrid (más de 255.000 m²) ha sido un 56% superior comparada con el mismo periodo del 2019. Barcelona, por su parte, registró una disminución del 49% respecto al año anterior, con más de 175.000 m² firmados en los primeros seis meses de 2020.



Durante el segundo trimestre de 2020, la contratación logística en el mercado de Madrid superó los 100.000 m². Esta cifra supone una disminución del 34% respecto al primer trimestre del año y, en cambio, un incremento del 17% comparado con el mismo periodo del año anterior. Casi la totalidad de plataformas logísticas que se ocuparon durante el segundo trimestre fueron por parte de operadores logísticos, tales como XPO Logistics o Arvato. Por ubicación, destacó la contratación en el eje de la A-2 (el Corredor de Henares), la milla de oro logística por excelencia.

La contratación en Barcelona ascendió a 70.000 m² durante el

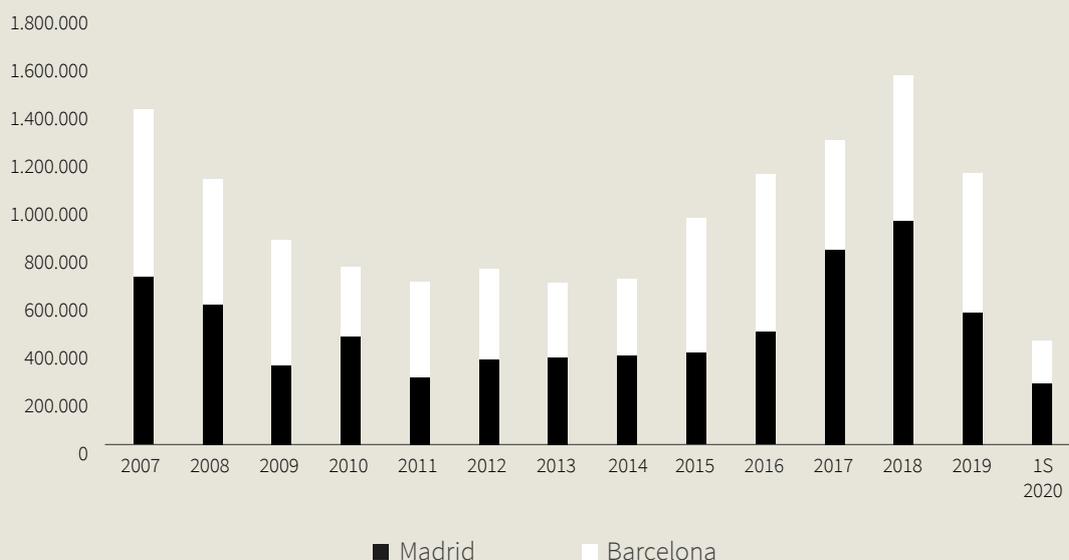
segundo trimestre de 2020, lo que supuso un descenso superior al 30% respecto al trimestre anterior y del 40% en la comparativa anual, considerando el impacto por el confinamiento. Los operadores logísticos firmaron el 75% de las transacciones, mientras el restante 25% correspondió a retailers. Durante el segundo trimestre, ninguna operación superó los 10.000 m², en línea con lo observado también durante 2019 y el primer trimestre de 2020.

El sector logístico ha experimentado un aumento de la demanda a corto plazo como consecuencia del impacto inmediato de Covid-19, debido a la significativa expansión

del gasto en alimentación, incluyendo el canal online, y la necesidad de apoyar servicios sanitarios críticos.

La mitigación del riesgo de la cadena de suministro y la resiliencia serán un enfoque clave para los operadores. Asimismo, tendencias que ya se observaban antes de la pandemia se han acelerado ahora tras el brote de Covid-19, como el aumento de la tasa de penetración del ecommerce, la expansión de las ventas online de alimentación, la venta minorista omnicanal y la integración de la tecnología en los almacenes.

Evolución de la contratación logística (m²)



Fuente: JLL Research, 2T 2020

Rentas

En el transcurso de 2019, las rentas prime logísticas aumentaron un 4,8% en Madrid, desde los 5,25€/m²/mes en el primer trimestre hasta los 5,5€/m²/mes al finalizar el año. En Barcelona, la renta prime aumentó un 0,7%, hasta los 6,80€/ m²/mes (desde los 6,75€ del año anterior), rompiendo así con casi cuatro años de estabilidad de rentas en un mercado donde la disponibilidad se encontraba en mínimos históricos.

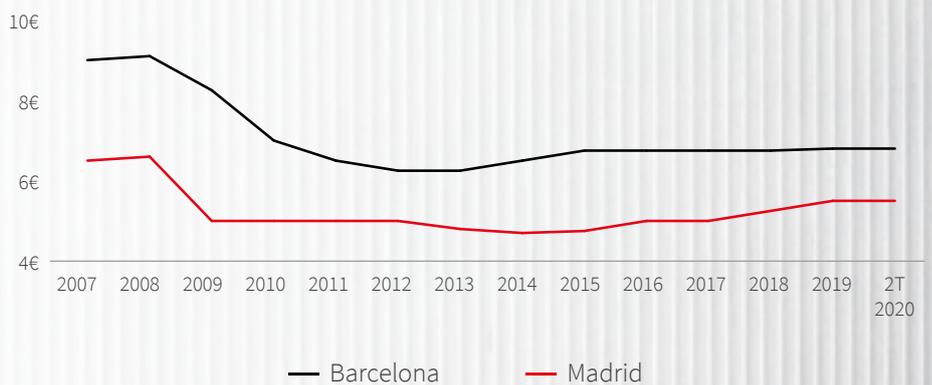
Durante el pasado año, observamos ciertos movimientos de rentas al alza en determinadas zonas como Coslada, algún submercado de la A-2 y consolidaciones de ciertas expectativas de precios en áreas como Illescas o Seseña. Pero también encontramos zonas logísticas como Getafe, San Fernando de Henares o

Alcalá de Henares que mantuvieron sus rentas estables.

La fortaleza de la contratación en los últimos años impulsó la recuperación de las rentas en el mercado. Desde 2014 hasta 2020, la renta prime subió un 15%. Además, la proporción de operaciones con rentas por debajo de los 3,5 €/m²/mes pasó de representar casi el 90% en 2015 al 30% en 2019.

Durante el primer semestre de 2020, las rentas prime en el sector logístico continuaron estables, manteniendo niveles pre-covid. Respecto a hace un año, las rentas prime aumentaron un 5% en Madrid y un 1% en Barcelona a término del segundo trimestre de 2020.

Evolución de rentas prime (€/m²/mes)



Fuente: JLL Research, 2T 2020

Disponibilidad y oferta futura

A finales de 2019, la tasa de disponibilidad en Madrid se situó en un 7,7%. Estos niveles se mostraban saludables, lejos de los máximos alcanzados en 2012, cuando la disponibilidad rondaba un 16,0%. En Barcelona, la tasa de disponibilidad se situó en un 3,2% al cierre de 2019, muy por debajo de los niveles registrados a finales del 2013 (10,4%). En ambas ciudades, la primera corona presentó la disponibilidad más baja: un 5,8% en Madrid y un 1,9% en Barcelona. La creciente demanda de naves de calidad unida a la escasez de producto disponible ha impulsado a promotores y propietarios a desarrollar nuevos proyectos en ambas ciudades para ampliar la oferta.

En cuanto a los nuevos proyectos, durante el primer semestre de 2020 se entregaron cerca de 180.000 m² en Madrid y alrededor de 35.000 m² en Barcelona. La tasa de disponibilidad se mantuvo estable en la capital, en un 8,7%, y aumentó

ligeramente en la Ciudad Condal, hasta un 3,2%. Prevemos que en 2020 se entregarán más de 510.000 m² de nueva superficie logística en Madrid (siendo un 72% especulativo) y cerca de 255.000 m² en Barcelona (15% especulativo).

En el sector logístico, todavía existe un amplio debate sobre el formato de naves que funcionarán cerca de las ciudades. Hablamos del formato last

mile, como consecuencia del auge del ecommerce, con la creciente necesidad del consumidor por disponer, de una forma rápida y segura, de los productos comprados online. Asimismo, las grandes urbes seguirán creciendo, y tener posiciones de suelo cerca de las grandes ciudades siempre será un valor seguro desde el punto de vista inmobiliario. En algunos casos, a muy largo plazo.

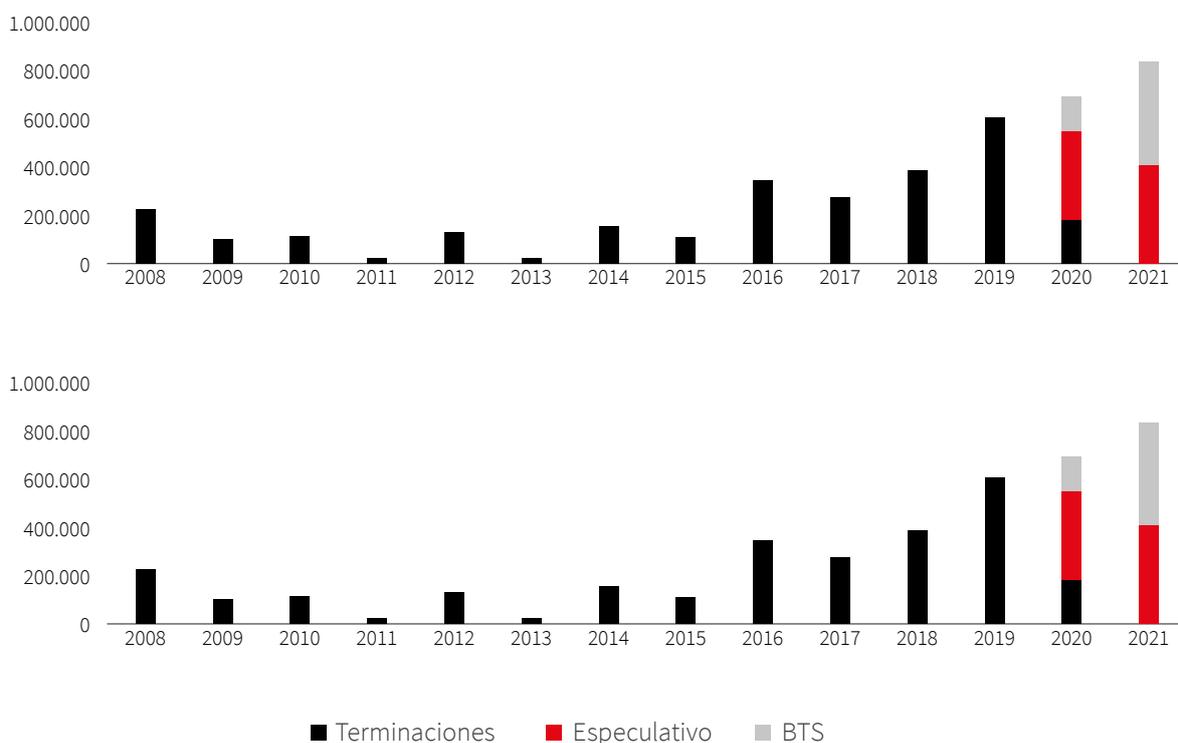
Tasa de disponibilidad total en Madrid. 2T 2020: 8,7%

Corona 1	Corona 2	Corona 3
8,0%	9,2%	8,8%

Tasa de disponibilidad total en Barcelona. 2T 2020: 3,2%

Corona 1	Corona 2	Corona 3
1,3%	2,9%	5,3%

Terminaciones y oferta futura (m²)



Fuente: JLL Research, 2T 2020



Retail

Con más países planificando su estrategia de salida de la Covid-19, los retailers están probando soluciones prácticas para permitir un regreso seguro, pero gradual, de los clientes a sus tiendas. Las preocupaciones sobre el cash flow continúan, particularmente entre los minoristas que dependen del gasto discrecional. Los desafíos estructurales varían según el tipo de retailer.

A pesar del fuerte crecimiento de los ingresos en el primer semestre de 2020, muchos minoristas de alimentación han experimentado la erosión de sus márgenes, ya que han requerido esfuerzos adicionales para mantener las tiendas abastecidas y aprovisionar los pedidos online durante la crisis.

Mientras tanto, numerosos operadores de moda se enfrentan a elevados niveles de inventario sin vender. Las medidas continuas de distanciamiento social y los desafíos iniciales en las cadenas de suministro de los minoristas limitarán su capacidad para volver a operar a pleno rendimiento.

A largo plazo, los retailers desviarán su atención de preservar el efectivo a revisar su estrategia para impulsar las ventas. Del mismo modo, quedará patente su interés por fortalecer su capacidad para la distribución omnicanal, incluyendo pequeñas compras, *Click&Collect* y las devoluciones de productos.

Demanda y rentas

Durante los últimos años, hemos observado cómo el sector retail en España seguía transformándose. La demanda de retailers por encontrar ubicaciones céntricas y urbanas continúa, en contrapartida a las ubicaciones secundarias. La polarización del retail ha conllevado que los activos secundarios pierdan su capacidad de atracción para las marcas.

Sin embargo, muchos de estos activos, con alta disponibilidad desde hace tiempo, tienen ubicaciones cercanas a las ciudades que ofrecen buenas conexiones, fácil acceso a vehículos largos y grandes espacios de



aparcamiento. Estos activos que son secundarios para retail, pueden constituir ubicaciones prime para logística. En los últimos años, además, las rentas del retail secundario han ido bajando, mientras las de logística de cercanía han seguido una tendencia alcista.

La demanda de ubicaciones céntricas en retail ha impulsado las rentas en localizaciones prime, que han experimentado un crecimiento acelerado en los últimos años, y que en 2019 moderaron su avance. Por su parte, destacaron las subidas de rentas en centros comerciales y en parques de medianas dominantes, superiores al 2% durante 2019. Ser el centro dominante del *catchment* es cada vez más relevante; es la garantía de tener

demanda por parte de los retailers, en una situación en que estos últimos optimizan sus redes de tiendas.

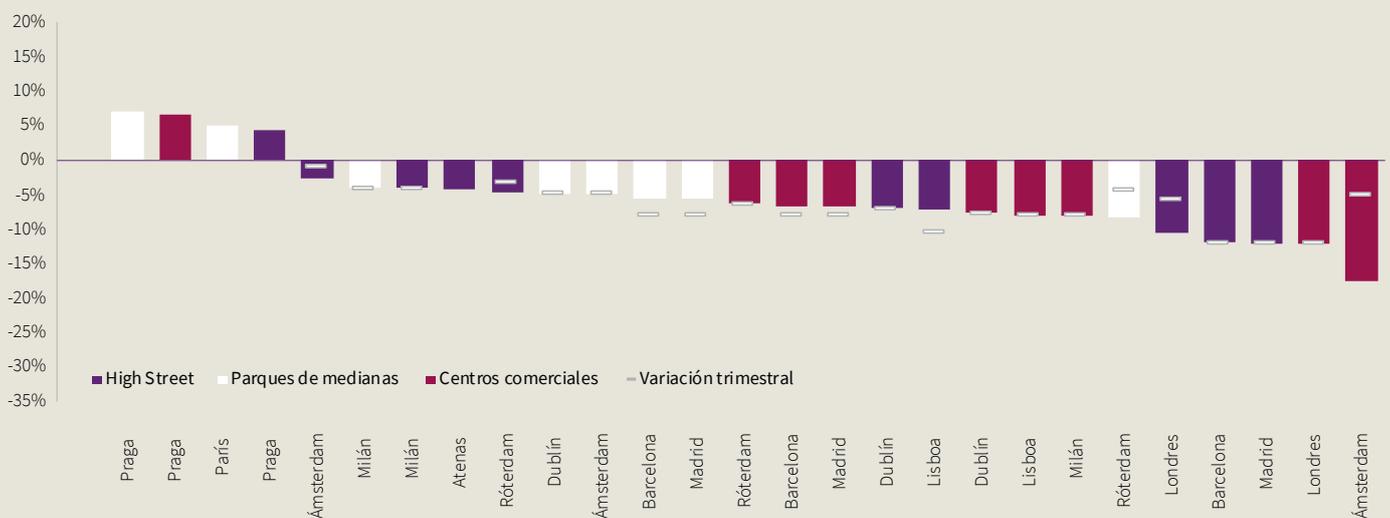
Dado el fuerte impacto de la pandemia en el sector retail, son muchas las marcas que han decidido posponer sus planes de expansión para 2021. Las rentas prime en retail están experimentando una fuerte corrección este año en la mayoría de los mercados europeos, pero se espera que se recuperen gradualmente a partir de 2021 y que vuelvan a los niveles anteriores a Covid-19 para 2024.

El impacto real sigue siendo difícil de medir, ya que aún deben realizarse muchas renegociaciones de alquileres entre propietarios y retailers. Los

minoristas están interesados en comprender dónde se encuentran los niveles de alquiler sostenibles para dimensionar su negocio. Es probable que una lenta recuperación del *footfall* en las principales zonas del centro de la ciudad y la recuperación rezagada del turismo ejerzan mayor presión en la sostenibilidad de los ingresos de las marcas.

Las rentas retail en España se contrajeron en el segundo trimestre de 2020, en línea con lo observado también en Europa. Las rentas prime en High Street registraron una bajada anual cercana al 10%, mientras el descenso en centros comerciales y parques de medianas fue algo más limitado, con reducciones de rentas de un 7% y un 6% anual, respectivamente.

Crecimiento anual de rentas en Europa 2T 2020 (%)



Fuente: JLL Research, 2T 2020

Rentas prime High Street (€/m²/mes)



Rentas prime centros comerciales (€/m²/mes)



Rentas prime parques de medianas (€/m²/mes)



Fuente: JLL Research, 2T 2020

Equipamientos Comerciales

Stock y oferta futura

España cuenta con cerca de 16,5 millones de SBA¹ de equipamientos comerciales, según los últimos datos de la AECC². Por comunidades autónomas, Madrid concentra el 21% de la SBA total en España, seguida de Andalucía (18%) y Comunidad Valenciana (12%). Cataluña y Canarias también cuentan con buenos niveles de oferta comercial. Por provincias, Madrid ocupa la primera posición con más de 3 millones de superficie comercial, seguida de Barcelona, con cerca de 1,3 millones. Por su parte, Ciudad Real, Ceuta y Las Palmas contabilizan los menores niveles de SBA de equipamientos comerciales.

En los últimos cuatro años, la actividad promotora en España se ha reactivado y mantenido al alza, aunque aún permanece en niveles mínimos. A lo largo de 2019, se inauguraron seis nuevos complejos comerciales, que añadieron al mercado más de 300.000 m² de nueva SBA.

Entre ellos destacaron Granaita en Pulianas (Granada), Lagoh en Palmas Altas (Sevilla), X-Madrid en Alcorcón (Madrid) o la primera fase del parque comercial Jaén Plaza.

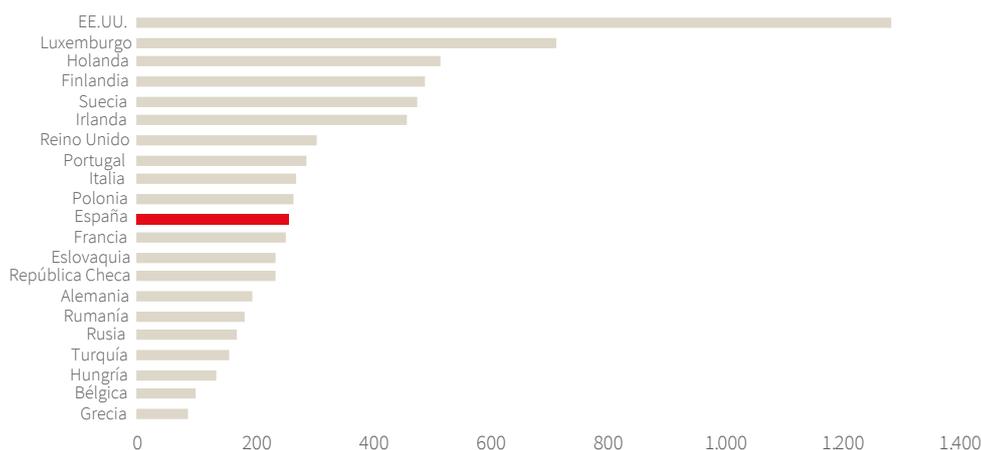
En la primera mitad de 2020, se añadieron al mercado cerca de 40.000 m² de nueva SBA, con aperturas destacadas como Málaga Designer Outlet o el parque comercial Cemar en Huécar (Almería). En cuanto a los proyectos futuros, se estima que salgan al mercado alrededor de

250.000 m² de nueva superficie comercial entre el segundo semestre de 2020 y 2021. Con estos datos, España se sitúa entre los principales países europeos en términos de nuevos complejos proyectados en los próximos dos años.

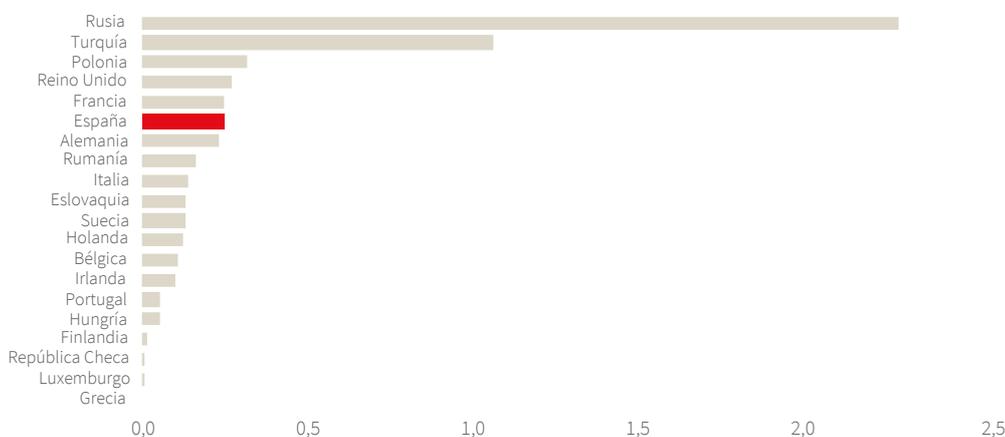
Densidad comercial

España se posiciona como un mercado maduro en términos de densidad comercial y ofrece oportunidades para el desarrollo de nuevos complejos. La densidad comercial en España, incluyendo centros comerciales y de ocio, parques de medianas y factory outlets, se situó en 349 m² de SBA por 1.000 habitantes a término del segundo trimestre de 2020. Si consideramos exclusivamente el stock de centros comerciales, España cuenta con una densidad de 259 m² de SBA por 1.000 habitantes.

Stock de centros comerciales por 1.000 habitantes



Proyectos futuros de centros comerciales 2S 2020-2021 (SBA Total en millones de m²)



¹ Superficie Bruta Alquilable.

² Asociación Española de Centros Comerciales (datos de julio 2020).

Fuente: JLL, 2T 2020; Nota: Incluye complejos > 5.000m² SBA; excluye parques de medianas y factory outlets.

El mercado de inversión

Volúmenes de inversión terciaria

El pasado año 2019 fue muy positivo para el inmobiliario español en términos de inversión. El volumen total de inversión terciaria (oficinas, logística y retail) volvió a batir récords en 2019. Con una inversión total que superó los 11.300 millones de euros, un 43% más que en 2018, fue el volumen más alto de toda la serie histórica. Si excluimos del total la Ciudad Financiera del Grupo Santander, la cifra de inversión rondó los 8.000 millones de euros, muy similar a los últimos tres años.

En la primera mitad de 2020, el volumen de inversión terciaria superó los 2.500 millones de euros. Con estos datos, la inversión descendió un 15% en la comparativa anual. La disminución de la inversión, por tanto, fue limitada en el primer semestre. En esto ayudaron la buena actividad en los dos primeros meses del año (previos al estado de alarma y el confinamiento) y las dos grandes operaciones de centros comerciales que se cerraron en el primer trimestre (Intu Asturias e Intu Puerto Venecia), con un volumen conjunto que rondó los 800 millones de euros.

En el segundo trimestre de 2020, el volumen de inversión terciaria rondó los 300 millones de euros. Esta cifra supuso un descenso del 79% comparado con el mismo periodo del año anterior. La pandemia de Covid-19 paralizó el mercado de inversión durante los meses de confinamiento, ocasionando que operaciones que estaban por formalizarse se hayan pospuesto, impactando así en los volúmenes del trimestre. Pero ya con pipeline de operaciones previstas de cerrarse en la segunda mitad del año.

El sector de las oficinas fue el que acumuló el mayor volumen durante el segundo trimestre de 2020, con una inversión superior a los 200 millones de euros, seguido del sector logístico, con un volumen cercano a los 100 millones de euros. El sector retail es, junto al hotelero, donde la pandemia ha tenido un impacto más inmediato. Por este motivo, no se contabilizaron grandes operaciones durante el segundo trimestre del año, pero se identifican oportunidades en curso que terminarán por completarse durante el segundo semestre. Estas se hallan enfocadas, fundamentalmente, a supermercados y parques de medianas como activos defensivos.

En el primer semestre de 2020, el sector retail se sitúa como el primer

segmento inmobiliario de inversión, con un volumen acumulado que supera los 1.400 millones de euros, gracias al cierre de las dos grandes operaciones de centros comerciales antes mencionadas. Le sigue la inversión en oficinas, que acumula cerca de 845 millones de euros, y el sector logístico, con más de 235 millones en la primera mitad del año.

Durante el segundo trimestre de 2020, la rentabilidad prime se mantuvo estable en el sector logístico, demostrando ser uno de los sectores más resilientes en España. En el caso de las Oficinas y Retail, las yields prime registraron un ligero aumento de 10 pb al finalizar el segundo trimestre. Ante la posibilidad de una descompresión futura de las yields, fundamentalmente en el sector retail, algunos inversores podrán aprovechar la oportunidad para entrar al mercado.

Para el conjunto de los sectores, se espera una mayor resiliencia de las ubicaciones más prime, mientras las ubicaciones secundarias sufrirán un mayor impacto. Hay interés por activos core bien localizados y que impliquen menor riesgo. Pero también por activos value add/opportunistas que ofrecen buenos precios. Asimismo, se espera que las operaciones de Sale&Leaseback continúen al alza, dada la necesidad de liquidez y de optimización del portfolio inmobiliario.

Oficinas

La inversión en oficinas batió récords durante 2019, con más de 7.800 millones de euros invertidos en Madrid y Barcelona, incluyendo los más de 3.000 millones de euros de la Ciudad Financiera del Santander en Boadilla del Monte (Madrid). Incluso sin considerar esta operación, el año 2019 casi duplicó lo invertido en el año 2018 y se posicionó como el mayor volumen de la serie histórica. En la capital se invirtieron unos 6.000 millones de euros, mientras que en la Ciudad Condal el volumen rondó los 1.800 millones de euros. Con estos datos, para el conjunto de ambas ciudades se superó en un 123% el máximo anteriormente alcanzado en 2006.

A pesar del impacto de Covid-19, se siguen negociando operaciones, ya que existe un fuerte apetito inversor por producto *core* y *core+*, aunque continúa la escasez de producto de esta tipología. Asimismo, también es significativo el interés por producto *value add* con el descuento adecuado.

Así, en plena pandemia, el volumen de inversión acumulado entre Madrid y Barcelona ha rondado los 200 millones de euros en el segundo trimestre de 2020 (-74% a/a) y superado los 800 millones de euros en los seis primeros meses del año (-51% a/a). En Barcelona, el importante número de inversores dispuestos a comprar llaves en mano especulativos se ha reducido.

Ante la actual incertidumbre, las rentabilidades prime han registrado ligeras subidas de 10 pb a término del segundo trimestre de 2020 en todas las zonas. De este modo, las rentabilidades prime suben a 3,35% en Madrid y 3,6% en Barcelona.

En las tipologías de activos *core* y *core+*, la corrección por el efecto de Covid-19 está siendo muy limitada, como máximo de 10bps, viéndose en algunos casos yields estables sin subidas. Sin embargo, en activos *value add* los compradores han ajustado precios buscando mayores retornos, aunque aún es pronto para que oferta y demanda se encuentren.

Oficinas





Logística

Logística

En los últimos años, la inversión logística ha ido ganando peso dentro del sector inmobiliario, pasando de representar el 18% en 2018 a un 23% en 2019. El creciente apetito inversor por los activos logísticos ha estado fundamentado en las buenas expectativas para el sector, ante el auge de las ventas online y la necesidad de espacio de almacenaje. El volumen de inversión en el sector logístico aumentó un 31% en 2019, con una cifra récord de 1.875 millones de euros.

El volumen de inversión logística en la primera mitad de 2020 ascendió a 235 millones de euros, lo que representó una caída cercana al 50% respecto al mismo periodo del 2019. El volumen del segundo trimestre se situó en torno a los 100 millones de euros, un 52% menos que en el mismo periodo del año anterior, debido a la paralización de la economía por el brote de Covid-19 y el confinamiento.

Aunque la gran mayoría de los procesos se han visto paralizados como consecuencia de la pandemia, los inversores con un perfil más *value add* se han mostrado activos en el mercado en búsqueda de oportunidades; si bien los más conservadores se han mantenido cautos ante la incertidumbre generada por la pandemia.

Durante los últimos meses, el mercado de inversión logística se ha empezado a reactivar, con fuerte actividad de los fondos que se muestran optimistas. Durante la segunda mitad del año, cabe esperar que continúe el cierre de operaciones por las buenas expectativas del sector, que se muestra de los más resilientes dentro del segmento inmobiliario.

Por su parte, la *yield prime* logística se mantiene en el 4,75%, sin variaciones respecto al primer trimestre de 2020. Mientras que el producto más *prime* mantiene estabilidad de *yields*, los activos en ubicaciones secundarias o de menor calidad dotacional podrían registrar un ligero aumento de sus rentabilidades.

Retail

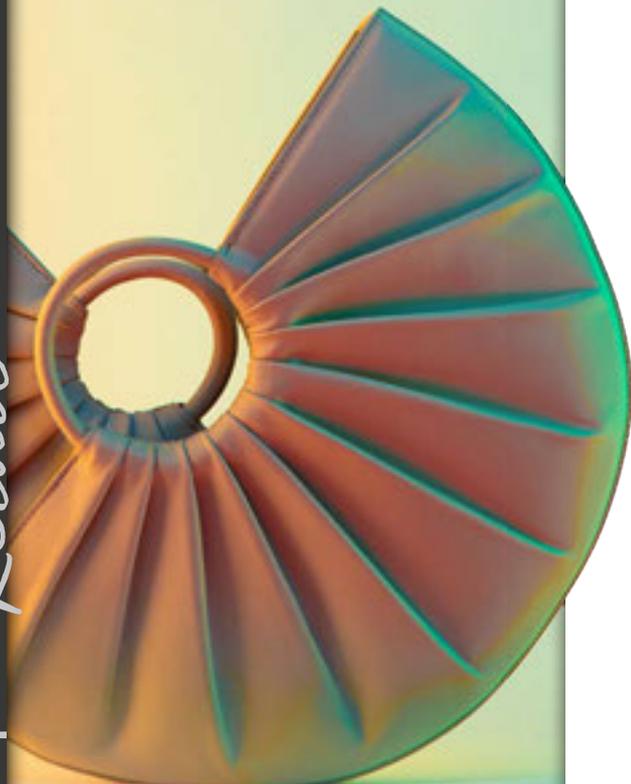
La inversión retail en España acumuló más de 1.600 millones de euros durante 2019, lo que representó una moderación frente a las cifras récord de los últimos cinco años. La escasez de grandes operaciones de centros comerciales en el mercado influyó en los menores niveles de inversión durante el pasado año, que disminuyeron un 60% respecto a 2018.

En la primera mitad de 2020, el volumen de inversión retail superó los 1.430 millones de euros, lo que supuso un incremento del 86% respecto al mismo periodo del año anterior. Las dos grandes operaciones de centros comerciales (Intu Asturias e Intu Puerto Venecia) explican este significativo aumento, con un volumen conjunto que rondó los 800 millones de euros. El volumen acumulado en centros comerciales supera los 1.100 millones de euros en el primer semestre de 2020, mientras que el segmento High Street registra una inversión alrededor de 130 millones de euros.

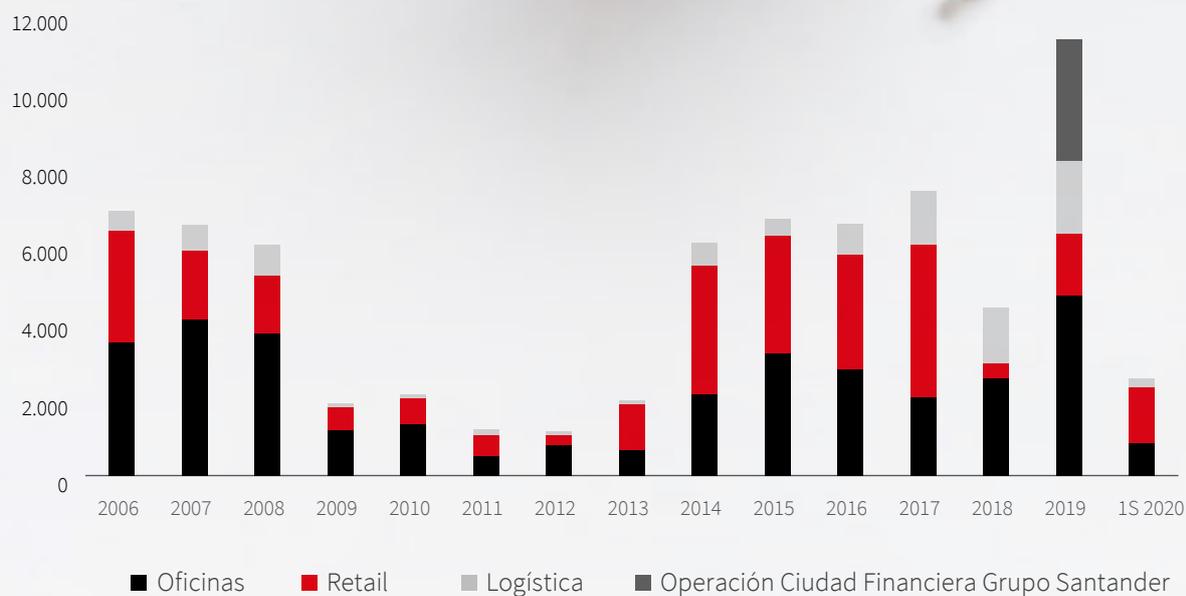
Si bien durante el segundo trimestre del año no se registraron operaciones relevantes, existen oportunidades en el mercado que veremos culminar durante la segunda mitad de 2020. Estas se enfocan, principalmente, a portfolios de supermercados e hipermercados. Al mismo tiempo, los parques de medianas suscitan el interés de inversores como activos defensivos y ante las necesidades de última milla.

Las yields prime en retail han registrado un ligero aumento de 10 pb a cierre del segundo trimestre de 2020. Así, la rentabilidad prime alcanza un 3,25% en High Street, un 5% en centros comerciales y un 5,50% en parques de medianas, lo que aprovecharán algunos inversores para entrar al mercado en búsqueda de oportunidades. Se espera una mayor resiliencia de las ubicaciones más prime frente a ubicaciones secundarias, donde la disponibilidad de locales será mayor.

Retail

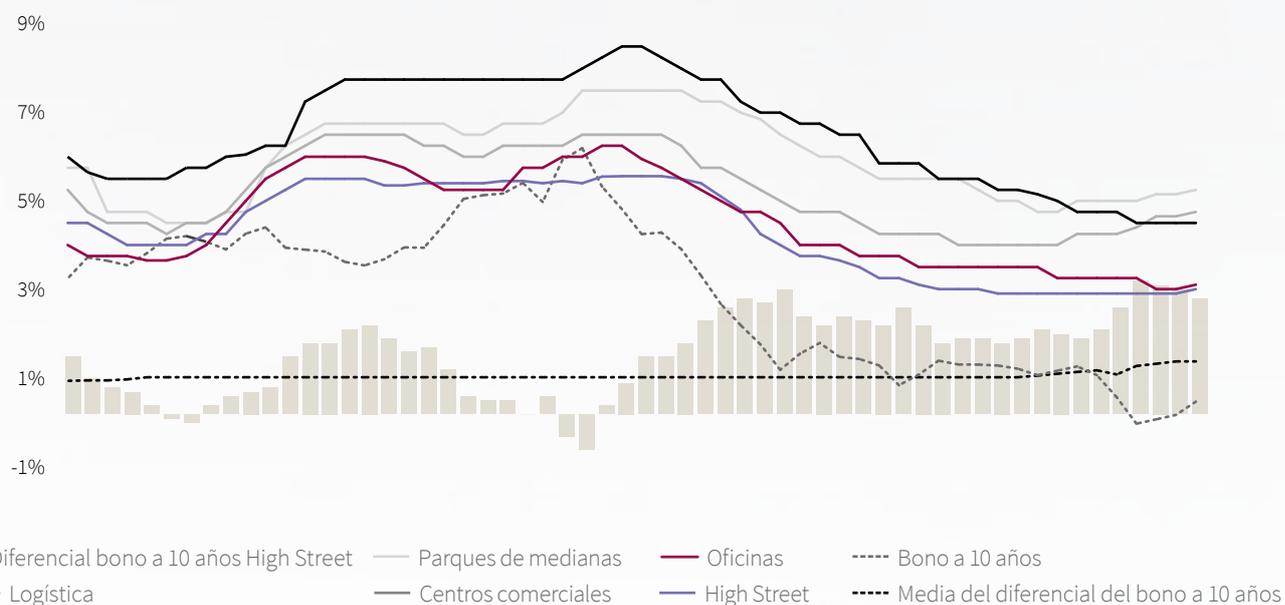


Volumen de Inversión Directa (M€)



Fuente: JLL Research, 2T 2020

Rentabilidades prime (%)



Fuente: JLL Research, 2T 2020

Residencial

Multifamily: resiliencia y crecimiento

Desde 2010, la inversión global en el sector Multifamily, incluyendo BTR³ y PRS⁴, ha crecido a una tasa anual del 15,6%, situándolo entre las tipologías de activos con mayor crecimiento en los últimos años. El interés inversor se ha dirigido de forma muy significativa hacia este sector defensivo, impulsado además por las tendencias demográficas y seculares que han sostenido la demanda.

Este producto despierta gran interés por su resiliencia. Dada la inexistencia de un mercado español de PRS al estilo europeo, la mayoría de la propiedad de producto alquilable en manos de particulares, junto con las perspectivas del propio mercado y las restricciones a la financiación minorista que hacen que la ecuación entre compra y alquiler se decanten por esta última, prevemos que el modelo BTR tenderá a consolidarse tras la crisis. El freno en la venta de viviendas llevará a las promotoras al alquiler. Además,

es previsible que los ciudadanos se muestren reticentes a comprar una vivienda y, ante la incertidumbre en las ventas por la pandemia, habrá más demanda en arrendamiento.

En la actualidad, el parque de viviendas en España se distribuye en un 20% alquiler y un 80% vivienda en propiedad, frente al mayor equilibrio que existe en Europa. Con vistas al futuro, se espera que España siga el ejemplo de Irlanda, donde la vivienda en alquiler pasó de representar el 18% (en 2004) a estar en el entorno del 30% (en los últimos tres años)⁵.

Las previsiones apuntan a que se creen cerca de 120.000 nuevos hogares al año durante los próximos 15 años, de los cuales es previsible que un porcentaje creciente opte o necesite optar por el alquiler como régimen de acceso a la vivienda. Adicionalmente, dada la antigüedad del parque de viviendas en alquiler, es también previsible que algunas de ellas salgan del mercado por obsolescencia.

Estos factores hacen prever que existan necesidades de viviendas en

alquiler para hasta 100.000 hogares cada año. Asimismo, el mercado español se enfrenta a la necesidad de financiación de nuevo producto (entre 17 y 25 mil millones de euros) para los próximos 10 años, aproximadamente.

Precios

Como consecuencia de la pandemia, durante el segundo trimestre del año los precios de venta registraron una caída interanual del 2,2% en Madrid, mientras se redujeron solo un 0,4% en la comparativa trimestral. En Barcelona, sin embargo, los precios de venta aumentaron un 1,3% trimestral, mientras que registraron un descenso del 1% anual.

Por su parte, los precios de los alquileres siguen registrando aumentos en el segundo trimestre. En la capital crecieron un 3% interanual y un 1,4% respecto al primer trimestre de 2020. En la Ciudad Condal, el incremento de las rentas fue de un 1,6% interanual, mientras cayeron un 1,3% en la comparativa trimestral⁶.



³ Build To Rent

⁴ Private Rental Sector

⁵ Eurostat, enero 2020 (datos hasta 2018)

⁶ Idealista, julio 2020

Inversión y rentabilidades

En España, la inversión en vivienda de alquiler superó los 725 millones de euros en el primer semestre de 2020. Estas cifras demuestran el atractivo del sector, aun en tiempos de Covid-19, con grandes operaciones de firmas consolidadas en el mercado español, así como de nuevos actores. En la comparativa anual, no obstante, la inversión se redujo ligeramente (-1,9%). En Madrid y Barcelona, las rentabilidades prime subieron 25pb a término del segundo trimestre, hasta alcanzar un 3,5%.

Por otro lado, la tasa de esfuerzo se ha ido reduciendo en los últimos años al tiempo que las hipotecas han ido aumentando de forma sostenida, aunque lejos de niveles de la crisis anterior. Este 2020 cabe esperar una reducción significativa en las transacciones que repunte en 2021. También es previsible el desajuste entre oferta y demanda en cuanto al precio, y esto impactará en la salida de producto al mercado.



Implicaciones para Multifamily

Cobro de rentas

- Es probable que la demanda de los inquilinos se mantenga fuerte, con consecuencias económicas que impliquen el cambio de algunos hogares en propiedad al alquiler
- Nuevos propietarios privados entrando al mercado (de nuevos propietarios que compran para alquilar), lo que puede aumentar la competencia en el mercado de alquiler
- Limitaciones en el crecimiento de los alquileres a corto plazo debido a las dificultades financieras de los inquilinos
- Probabilidad de mayores impagos y ruptura de contratos a medio plazo, a medida que evolucione la situación financiera

Resiliencia financiera

- La inseguridad en PRS puede provocar incumplimientos de los inquilinos y desalojos, pero las dificultades financieras también pueden traducirse en más movimientos en el sector
- Implicaciones claras para la resiliencia de Multifamily en los distintos países

2

Anatomía del mercado de
SOCIMIs en 2019

Las Sociedades Cotizadas de Inversión en Mercados Inmobiliarios (SOCIMIs) fueron creadas a partir de la Ley 11/2009⁸ que puso la primera piedra para la implantación en España de la figura de los REITs, vehículos inversores en activos inmobiliarios en régimen de alquiler de sobra conocidos ya en la mayor parte de los países desarrollados. Aquella ley, redactada en plena crisis económica, pero sin haber tocado fondo todavía y buscando, a todas luces, revitalizar un sector inmobiliario patrimonial diezmado tras los años de crisis, no atrajo a los inversores ni a los propietarios de activos, habida cuenta de que sus condicionantes y criterios no resultaron atractivos para la comunidad inversora. Una primera ley que pasó sin pena ni gloria por el cuaderno legislativo y que hubo que esperar hasta 2012 - Ley 16/2012 de 27 de diciembre, ley muy corta y sin reglamento posterior- para que el legislador introdujera un conjunto de cambios en la configuración de los vehículos haciendo más sencilla su constitución

rebajando sus formalidades, para que, viendo la luz al final de túnel del largo periodo de crisis, se convirtiera años más tarde en un revulsivo del mercado patrimonialista inmobiliario, permitiendo con ello poner las bases del desarrollo del mercado que hoy disfrutamos. Tras esta modificación parcial, que entre otras cosas, suavizaba el importe mínimo de capital social necesario para su creación, la posibilidad de crear el vehículo con un solo activo, otorgaba un paquete de medidas fiscales más favorable – básicamente en el impuesto de sociedades y bonificaciones fiscales en otros impuestos ligados a la adquisición de activos –, la obligatoriedad de cotización en un mercado organizado nacional o europeo, así como menores requerimientos de difusión y cambios en la distribución de dividendos derivados no solo del beneficio de las rentas de alquiler sino también por las plusvalías de las ventas de activos y por la obtención de dividendos de la participación directa en el capital de otros vehículos similares, el grado

de atractivo de estos vehículos se multiplicó calando entre inversores, propietarios y ahorradores, dando lugar al nacimiento, tenue al principio, de nuestras primeras SOCIMIs allá por 2013 y 2014⁹.

Desde aquel momento, año tras año, el mercado de SOCIMIs se ha ido animando no solo en número de vehículos cotizados sino también en términos de valor inmobiliario, marcando un máximo de capitalización bursátil a primeros de 2020. A fecha de realización de este informe, el mercado español cuenta con 81 vehículos SOCIMI¹⁰ activos, cuatro cotizados en la Bolsa y el resto en BME Growth, cuyo segmento SOCIMI ha ido creciendo progresivamente desde su creación. La capitalización bursátil a cierre del ejercicio 2019 alcanzó los 21.268 millones de euros siendo el periodo 2016 – 2019 el de mayor fertilidad en términos de creación y estreno en el mercado bursátil de esta clase de vehículos.

⁸ Pueden consultarse los criterios de la creación de las Sociedades Cotizadas de Inversión en Mercados Inmobiliarios de la Ley 11/2009 y su posterior modificación parcial en la Ley 16/2012 en la página 47 del informe “SOCIMIs, estabilidad e inversión en el sector inmobiliario; Informe de mercado 2019” de BME y JLL.

⁹ En 2013 se incorporan al recién creado BME Growth las SOCIMIs Entrecampos Cuatro y Promociones Renta y Mantenimiento mientras que en 2014 se incorpora Mercal Inmuebles. Ese mismo año salen al mercado continuo (Bolsa) Hipania, Merlin y Lar España, habiendo sido la primera Socimi en cotizar en un mercado bursátil (Luxemburgo) la sociedad Saint Croix Immobilier Socimi SA.

¹⁰ Incluimos en el número total de vehículos cotizados actuales las sociedades Asgard Investment Hotels Socimi SA, HEREF Habaneras Socimi SA, así como DOMO Activos Socimi SA.

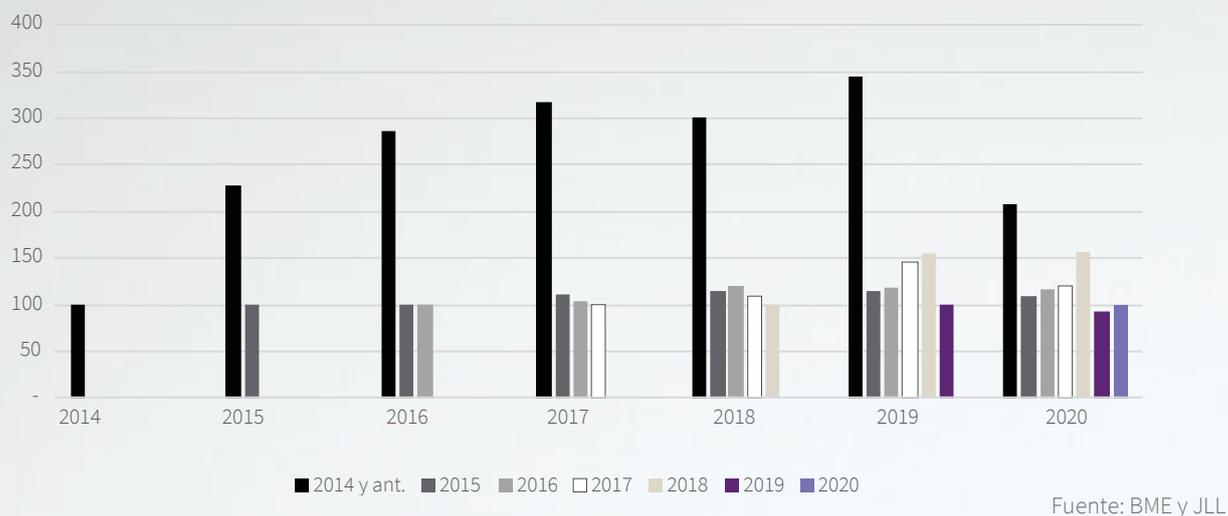
SOCIMIs admitidas en los mercados bursátiles españoles (empresas y capitalización)



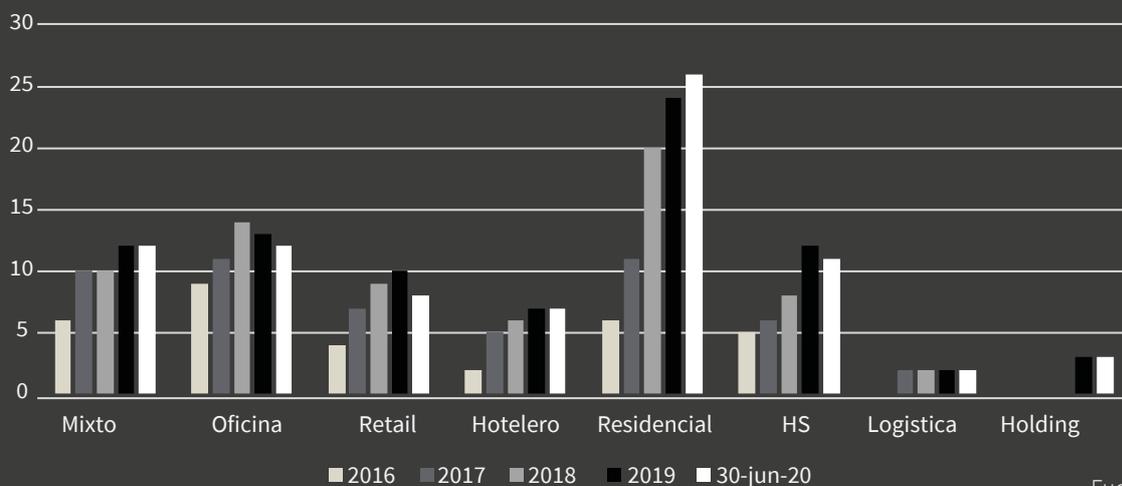
Evolución de la capitalización (Revalorizaciones vs nuevas entradas)



Evolución de la capitalización (Revalorizaciones vs nuevas entradas)



Evolución del mercado de SOCIMIs (número de vehículos y segmentos)



Fuente: BME y JLL

Hasta 2016	2017	2018	2019	2020
St Croix (2011)	Colonial	Testa	Almagro	Next Point
Entrecampos Cuatro (2013)	Galerías Comerciales	Vivenio	Park Rose	Desarrollos La Ermita
Renta y Patrimonio (2013)	Albirana	Tempore	Urban View	Galvari Prop.
Merlin Properties (2014)	Olimpo RE	Atom	Euripo	Home Capital Rentals
Hispania (2014)	Elaia	Castellana Prop.	Millenium	
Lar España (2014)	Am Locales	Serrano 61	Trivium	
Mercal (2014)	Meridia RE III	Arima	La Finca Global Assets	
Zambal (2015)	Grupo Ortiz	Veracruz	Torimbia	
Uro (2015)	Optimum III	Hispanotels	Mansfield	
Trajano (2015)	Gore Spain	GO Madrid	Advero Properties	
Fidere (2015)	Barcino	Arrienda RP	Greenoak Spain	
Zaragoza Properties (2015)	P3 Spain Logistic	Elix Vintage	Persepolis	
Autonomy Spain (2015)	PSN	Tander	Inbest Prime I, II, III y IV	
Corpfin Capital PR II (2015)	Numulae	Azaria		
Asgard (2015)	Student Properties	AP67		
GMP Properties (2016)	Domo Activos	Mistral		
Asturias Retail (2016)	Tajar Xairo	Unica		
Doalca (2016)		Galil Capital		
Eurocervantes (2016)		Excem		
ISC Fresh Water (2016)		Quid Pro Quo		
Corona (2016)				
Quonia (2016)				
Vitrubio (2016)				
Silvercode (2016)				
Optimum (2016)				
Hadley (2016)				
Inmofam 99 (2016)				
Jaba I (2016)				
Vbare (2016)				
Corpfin Cap. PR III (2016)				
Habaneras (2016)				

El presente informe se ha realizado a partir del estudio pormenorizado de 79 vehículos realmente activos en el mercado español – no tenemos en cuenta las sociedades Asgard Investment Hotels Socimi SA con sus acciones suspendidas de cotización desde octubre de 2017, HEREF Habaneras Socimi SA en proceso de liquidación, DOMO Activos Socimi SA, sociedad que si bien se mantiene como SOCIMI cotizada en BME Growth está

en proceso de renuncia al régimen de SOCIMI y computando entre ellas a Saint Croix de la misma forma que el año pasado – frente a los 74 vehículos analizados en el informe del año anterior. Tampoco se han tenido en cuenta las SOCIMIs Desarrollos Ermita del Santo y Next Point cuya salida al mercado se produjo a lo largo del mes de julio de 2020. De esta manera, el perímetro de análisis ha cambiado con respecto al informe del año pasado, no

solo por los nuevos entrantes desde entonces en el mercado, sino también por la salida, exclusión y fusión de alguno de ellos. La comparativa de perímetros de ambos análisis se presenta en la siguiente tabla y entendemos que es importante para comprender los cambios en los valores de los epígrafes contables de los siguientes capítulos, así como de los valores de mercado de cada uno de los años.

Comparativa perímetros de análisis. Informe 2020 vs 2019

Informe SOCIMIs 2020			Informe SOCIMIs 2019		
#	Socimi	Mercado	#	Socimi	Mercado
1	Merlin Properties	Bolsa	1	Merlin Properties	Bolsa
2	Colonial	Bolsa	2	Colonial	Bolsa
3	General de Galerías Comerciales	BME Growth	3	General de Galerías Comerciales	BME Growth
4	Gmp Property	BME Growth	4	Hispania Activos Inmobiliarios	Bolsa
5	Testa Residencial Socimi SA	BME Growth	5	Gmp Property	BME Growth
6	Zambal Spain	BME Growth	6	Testa Residencial Socimi SA	BME Growth
7	Lar España Real Estate	Bolsa	7	Zambal Spain	BME Growth
8	Castellana Properties SOCIMI SA	BME Growth	8	Lar España Real Estate	Bolsa
9	Vivenio Residencial Socimi SA	BME Growth	9	Castellana Properties SOCIMI SA	BME Growth
10	St Croix Holding Immobilier	BME Growth	10	Vivenio Residencial Socimi SA	BME Growth
11	Albirana Properties U	BME Growth	11	St Croix Holding Immobilier	Bolsa
12	ATOM Hoteles Socimi S.A.	BME Growth	12	Albirana Properties U	BME Growth
13	URO Socimi Property Holdings SA	BME Growth	13	ATOM Hoteles Socimi S.A.	BME Growth
14	Olimpo Real Estate	BME Growth	14	URO Socimi Property Holdings SA	BME Growth
15	Tempore Properties	BME Growth	15	Olimpo Real Estate	BME Growth
16	Trajano Iberia	BME Growth	16	Tempore Properties	BME Growth
17	Inversiones Doalca	BME Growth	17	Asturias Retail and Leisure U	BME Growth
18	Euro Cervantes Socimi SA	BME Growth	18	Trajano Iberia	BME Growth
19	ISC Fresh Water Investment SA	BME Growth	19	Inversiones Doalca	BME Growth
20	Fidere Patrimonio	BME Growth	20	Euro Cervantes Socimi SA	BME Growth
21	Elaia Investment Spain	BME Growth	21	ISC Fresh Water Investment SA	BME Growth
22	AM Locales Property	BME Growth	22	Fidere Patrimonio	BME Growth
23	Serrano 61 Desarrollo Socimi SA	BME Growth	23	Zaragoza Properties Socimi SA	BME Growth
24	Corona Patrimonial	BME Growth	24	Elaia Investment Spain	BME Growth
25	Entrecampos Cuatro	BME Growth	25	AM Locales Property	BME Growth
26	Quonia Socimi SA	BME Growth	26	Serrano 61 Desarrollo Socimi SA	BME Growth
27	Arima Real Estate Socimi SA	Bolsa	27	Corona Patrimonial	BME Growth
28	Meridia Real Estate III	BME Growth	28	Entrecampos Cuatro	BME Growth
29	Vitruvio Real Estate	BME Growth	29	Quonia Socimi SA	BME Growth
30	Grupo Ortiz Properties	BME Growth	30	Arima Real Estate Socimi SA	Bolsa
31	Veracruz Properties Socimi SA	BME Growth	31	Meridia Real Estate III	BME Growth
32	GO Madrid Benz Socimi SA	BME Growth	32	Vitruvio Real Estate	BME Growth
33	Hispanotels Inversiones Socimi SA	BME Growth	33	Grupo Ortiz Properties	BME Growth
34	Optimum III Value-Added Residential	BME Growth	34	Veracruz Properties Socimi SA	BME Growth
35	Optimum RE Spain	BME Growth	35	Autonomy Spain Real Estate U	BME Growth
			36	Hispanotels Inversiones Socimi SA	BME Growth
			37	Optimum III Value-Added Residential	BME Growth
			38	Silvercode Investments	BME Growth
			39	Optimum RE Spain	BME Growth

Informe SOCIMIs 2020

36	Arrienda Rental Properties Socimi SA	BME Growth
37	Gore Spain Holdings SOCIMI I SAU	BME Growth
37	Elix Vintage Residencial Socimi SA	BME Growth
38	Tander Inversiones	BME Growth
39	Hadley Investments U	BME Growth
40	Azaria Rental Socimi SA	BME Growth
41	Inmofam 99 Socimi SA	BME Growth
42	Urban View Development Spain Socimi SA	BME Growth
43	AP67 Socimi SA	BME Growth
44	JABA I Inversiones Inmobiliarias SOCIMI SA	BME Growth
45	Barcino Property Socimi SA	BME Growth
46	Mistral Patrimonio Inmobiliario Socimi SA	BME Growth
47	Vbare Iberian Properties Socimi SA	BME Growth
48	P3 Spain Logistic Parks Socimi SA	BME Growth
49	Mercal Inmuebles SOCIMI SA	BME Growth
50	RREF II AL Breck Socimi SA	BME Growth
51	Previsión Sanitaria Nacional Gestión Socimi SA	BME Growth
52	Corpfin Capital Prime Retail III Socimi SA	BME Growth
53	Numulae Gestion de Servicios Socimi SA	BME Growth
54	Galil Capital RE Spain Socimi SA	BME Growth
55	Excem Capital Partners Sociedad de Inversion Residencial SL	BME Growth
56	Student Properties Spain Socimi SA	BME Growth
57	Corpfin Capital Prime Retail II Socimi SA	BME Growth
58	Inmobiliaria Park Rose Iberoamericana Socimi SA	BME Growth
59	Almagro Capital Socimi SA	BME Growth
60	Quid Pro Quo Alquiler Seguro Socimi SA	BME Growth
61	Tarjar Xairo Socimi SA	BME Growth
62	Euripo	BME Growth
63	Torbel Investment 2015 Socimi	BME Growth
64	Mistral Iberia Real Estate SA	BME Growth
65	La Finca Global Assets SOCIMI SA	BME Growth
66	Millenium Hotels Real Estate SL	BME Growth
67	Persepolis Investments I Socimi SA	BME Growth
68	Torimbica Socimi SA	BME Growth
69	Trivium Real Estate Socimi SA	BME Growth
70	Inbest Prime I Inmuebles Socimi SA	BME Growth
71	Inbest Prime II Inmuebles Socimi SA	BME Growth
72	Inbest Prime III Inmuebles Socimi SA	BME Growth
73	Inbest Prime IV Inmuebles Socimi SA	BME Growth
74	GREENOAK SPAIN HOLDINGS SOCIMI II, S.A.	BME Growth
75	MANSFIELD INVEST SOCIMI, S.A.	BME Growth
76	Advero Properties SOCIMI, S.A.	BME Growth
77	GAVARI PROPERTIES SOCIMI, S.A.	BME Growth
78	HOME CAPITAL RENTALS SOCIMI, S.A.	BME Growth

Fuente: JLL

Informe SOCIMIs2019

40	GO Madrid Benz Socimi SA	BME Growth
41	Arrienda Rental Properties Socimi SA	BME Growth
42	Gore Spain Holdings SOCIMI I SAU	BME Growth
43	Elix Vintage Residencial Socimi SA	BME Growth
44	Tander Inversiones	BME Growth
45	Hadley Investments U	BME Growth
46	Azaria Rental Socimi SA	BME Growth
47	Inmofam 99 Socimi SA	BME Growth
48	Urban View Development Spain Socimi SA	BME Growth
49	AP67 Socimi SA	BME Growth
50	JABA I Inversiones Inmobiliarias SOCIMI SA	BME Growth
51	Barcino Property Socimi SA	BME Growth
52	Mistral Patrimonio Inmobiliario Socimi SA	BME Growth
53	Vbare Iberian Properties Socimi SA	BME Growth
54	Unica Real-Estate Socimi SA	BME Growth
55	P3 Spain Logistic Parks Socimi SA	BME Growth
56	Mercal Inmuebles SOCIMI SA	BME Growth
57	RREF II AL Breck Socimi SA	BME Growth
58	Previsión Sanitaria Nacional Gestión Socimi SA	BME Growth
59	Corpfin Capital Prime Retail II Socimi SA	BME Growth
60	Numulae Gestion de Servicios Socimi SA	BME Growth
61	Galil Capital RE Spain Socimi SA	BME Growth
62	Domo Activos Socimi SA	BME Growth
63	Excem Capital Partners Sociedad de Inversion Residencial SL	BME Growth
64	Student Properties Spain Socimi SA	BME Growth
65	Corpfin Capital Prime Retail III Socimi SA	BME Growth
66	Inmobiliaria Park Rose Iberoamericana Socimi SA	BME Growth
67	Almagro Capital Socimi SA	BME Growth
68	Quid Pro Quo Alquiler Seguro Socimi SA	BME Growth
69	Tarjar Xairo Socimi SA	BME Growth
70	HEREF Habaneras SOCIMI SA	BME Growth
71	Asgard Investment Hotels Socimi SA	BME Growth
72	Promociones Renta Y Mantenimiento SOCIMI SA	BME Growth
73	Euripo	BME Growth
74	Torbel Investment 2015 Socimi	BME Growth

El análisis de las siguientes páginas se ha realizado a partir de los 78 vehículos inmobiliarios mostrados más St. Croix Socimi, totalizando 79 SOCIMIs



La importante pérdida de valor experimentada por los vehículos más líquidos y por lo tanto de mayor tamaño bursátil, así como la continua entrada de nuevos vehículos al mercado – aunque siempre por el lado de menor valor – ha modificado levemente el perfil de concentración del mercado, si bien este grado de concentración y heterogeneidad se sigue manteniendo en rangos similares. De esta manera, nuestro mercado sigue siendo una plaza con un alto grado de heterogeneidad

en la medida en que en él conviven SOCIMIs de alto valor bursátil, liquidez y profunda negociación diaria de sus acciones con otras, más numerosas, de menor tamaño y donde la difusión de sus acciones sigue siendo escasa y en muchos casos testimonial. Todas estas razones, sin cambios en el último año, siguen mostrando un grado de concentración elevado, donde las cinco primeras SOCIMIs agrupadas por capitalización bursátil representan más del 62% del conjunto del mercado, alcanzando las diez

primeras las tres cuartas partes de la totalidad del mercado. Hay que descender hasta las treinta primeras SOCIMIs – lo que supone un 38% del número de vehículos cotizados - para obtener el 90% del valor total. De igual forma, es BME Growth el que sigue alimentado la entrada en los mercados bursátiles a las SOCIMIs no habiéndose producido, todavía, el traspaso natural de compañías de BME Growth al mercado continuo, proceso que sí se ha efectuado en otros sectores económicos.

Grado de concentración del mercado de SOCIMs. 30 de junio de 2020

# SOCIMIs	% Sobre el total de # de SOCIMIs	Capitalización bursátil (M€)	Capitalización bursátil acumulada (M€)	% Capitalización bursátil acumulada sobre el total	% Capitalización bursátil acumulada sobre el total. 2019
5	6,3%	13.144	13.144	62%	67%
10	12,7%	2.758	15.902	75%	79%
15	19,0%	1.356	17.258	81%	85%
20	25,3%	847	18.105	85%	88%
30	38,0%	1.265	19.369	91%	93%

Fuente: JLL

Consideramos que es muy posible, en los próximos ejercicios y como consecuencia de la crisis que estamos experimentado, que este grado de concentración y heterogeneidad pueda variar próximamente en la medida en que la situación actual sea la condición necesaria – aunque no suficiente - bien para la adquisición de activos de algunos vehículos o bien de fusiones de otros, con el objeto de incrementar el volumen individual y por lo tanto el grado de eficiencia en la gestión al difuminar los costes de estructura entre portfolios más grandes. No obstante, las diferencias existentes entre los perfiles de los accionistas, así como carteras de activos muy heterogéneas, pueden configurarse como el elemento que ralentice un proceso de concentración necesario.

La escasa negociación y profundidad de las acciones de las SOCIMIs de BME Growth, y por lo tanto su limitada correlación con el panorama económico en términos de precio e impacto en el valor de las acciones de los vehículos, hace que el peso en términos de valor de este mercado supere claramente al mostrado por el mercado continuo. De esta manera, a fecha de cierre del primer semestre de 2020, BME Growth muestra un valor de 13.160 millones de euros (62% del total) frente a los 8.100 millones de euros de la Bolsa (38%), lo que supone un 62% más de valor. A cierre de diciembre de 2019 la situación era más equitativa y coincidente con el cierre de 2018, en la medida en que la Bolsa acumulaba valor por importe de

12.700 millones de euros frente a los 12.900 de BME Growth, aspecto que muestra, por la propia configuración de ambos mercados, una paradoja de liquidez. Mientras que las SOCIMIs en Bolsa han perdido valor en un 36% (lo que representa más de 4.600 millones de euros), BME Growth ha ganado un 1,3% (170 millones de euros) correspondiente mayoritariamente, eso sí, al inicio de cotización de nuevos vehículos.

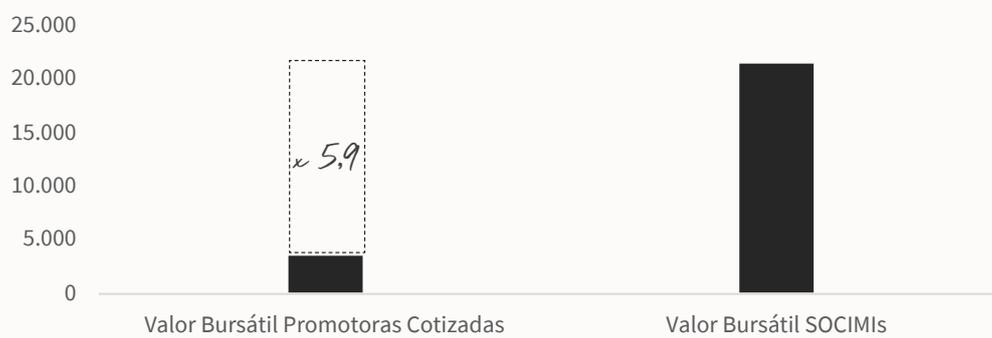
En términos de la distribución del sector inmobiliario cotizado sigue siendo, claramente, el sector patrimonialista frente al promotor el que muestra un mayor valor, con un tamaño 5,9 veces superior.

Distribución Capitalización Bursátil por mercados y tamaño medio (M€). Junio 2020 y diciembre 2019



Fuente JLL

Sector inmobiliario en los mercados bursátiles (M€). Diciembre 2019



Fuente JLL

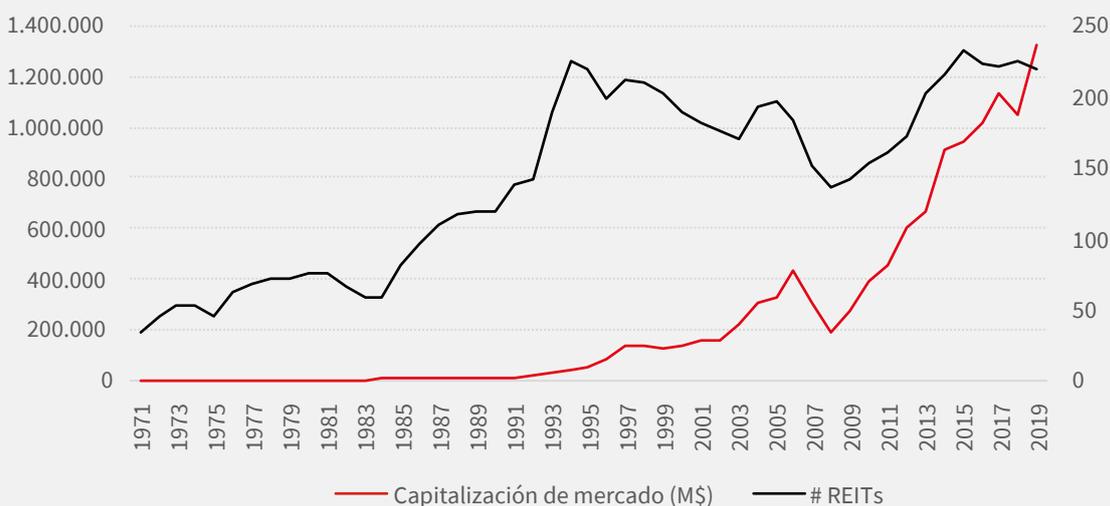
Los Reits en los mercados internacionales

Fuera de nuestras fronteras y con especial atención al mercado inmobiliario norteamericano de REITs, éste sigue siendo el mercado principal para esta clase de vehículos inmobiliarios con una capitalización bursátil de 1,3 billones de dólares distribuida en 219

vehículos cotizados¹¹ con un tamaño medio de más de 6.000 millones de dólares por vehículo, ofreciendo, en consonancia con los últimos años y con la propia evolución de los mercados bursátiles de aquel país, significativas rentabilidades anuales.

Fuente JLL

Evolución REIT (Cotizados): Capitalización de mercado y número de REITs (1971-2019). Mercado US



Fuente: Nareit y elaboración propia

¹¹ La regulación americana permite la creación de REITs no cotizados (privados) así como REITs especializados en deuda hipotecaria.

Mercados internacionales

Mercados internacionales

No obstante, este mercado no ha sido ajeno a los acontecimientos e incertidumbres que rodean las economías mundiales desde el inicio de este año como consecuencia de la pandemia global del Covid 19. De esta forma y en el conjunto del primer cuatrimestre del año, todos

los segmentos marcan significativas rentabilidades negativas – salvo los segmentos especializados en centros de datos e infraestructuras – con una especial incidencia en los segmentos más afectados como el retail, hoteles y los vehículos mixtos con una importante presencia en

el sector retail. Destaca también, como consecuencia de la regulación americana para este tipo de vehículos, el mal comportamiento de los REITs hipotecarios, tanto los especializados en el segmento residencial como en el comercial.

Rentabilidades anuales REITs (1994-2019) por segmentos (%). Mercado USA

	Oficinas	Industrial/Logístico	Retail	Residencial	Mixtos	Sanidad	Hoteler/ Resorts	Almacenamiento	Tierras Forestales	Infraestructuras	Centro de Datos	Otros	Hipotecarios
1994	2,9	18,7	3,0	2,3	-6,0	4,1	-8,9	8,9					-24,3
1995	38,8	16,2	5,1	12,0	21,2	24,9	30,8	34,4					63,4
1996	51,8	37,2	34,6	29,5	34,0	20,4	49,2	42,9					50,9
1997	29,0	19,0	17,0	16,3	21,7	15,8	30,1	3,4					3,8
1998	-17,4	-11,7	-4,7	-8,1	-22,1	-17,5	-52,8	-7,2					-29,2
1999	4,3	3,9	-11,7	9,5	-14,4	-24,8	-16,1	-8,0					-33,2
2000	35,5	28,6	18,0	34,3	24,1	25,9	45,8	14,7					16,0
2001	6,7	7,4	30,4	9,0	12,5	51,9	-8,6	43,2					77,4
2002	-6,3	17,3	21,0	-6,0	4,2	4,8	-1,5	0,6					31,1
2003	34,0	33,1	46,8	25,9	40,3	53,6	31,7	38,1					57,4
2004	23,3	34,1	40,2	32,7	32,4	21,0	32,7	29,7					18,4
2005	13,1	15,4	11,8	13,7	9,9	1,8	9,8	26,5					-23,2
2006	45,2	29,0	29,0	39,0	38,0	44,6	28,2	40,9					19,3
2007	-19,0	0,4	-15,8	-25,1	-22,3	2,1	-22,4	-24,8					-42,4
2008	-41,1	-67,5	-48,4	-24,9	-28,3	-12,0	-59,7	5,1					-31,3
2009	35,6	12,2	27,2	30,8	17,0	24,6	67,2	8,4					24,6
2010	18,4	18,9	33,4	46,0	23,7	19,2	42,8	29,3					22,6
2011	-0,8	-5,12	122	15,4	2,8	13,6	-14,3	35,2	7,7				-2,4
2012	14,2	31,3	26,7	7,0	12,2	20,4	12,5	20,0	37,1	30,0			19,9
2013	5,6	7,4	1,9	-5,4	4,3	-7,0	27,2	9,5	7,9	4,8			-2,0
2014	25,9	21,0	27,6	40,0	27,2	33,3	32,5	31,4	8,6	20,2			17,9
2015	0,3	2,6	4,6	17,1	-0,5	-7,3	-24,4	40,7	-7,0	3,7	1,5	1,7	-8,9
2016	13,2	30,7	1,0	4,5	10,3	6,4	24,3	-8,1	8,3	10,0	26,4	20,0	22,9
2017	5,2	20,6	-4,8	6,6	-0,1	0,9	7,2	3,7	22,0	35,4	28,4	13,2	19,8
2018	-14,5	-2,5	-5,0	3,0	-12,5	7,6	-12,8	3,0	-32,0	7,0	-14,1	-6,7	-2,5
2019	31,4	48,7	10,7	30,9	24,1	21,2	15,7	13,7	42,0	42,0	44,2	27,4	21,3

Fuente: FTSE Nareit US RE, Nareit y elaboración propia

Mercados internacionales

Rentabilidad Mensual Mercado USA 2020 (%)

	Enero	Febrero	Marzo	Abril	YTD 2020
Oficinas	0,7	-10,3	-20,4	7,5	-22,6
Industrial	3,7	-9,0	-5,0	8,0	-3,2
Retail	-3,4	-7,5	-42,7	14,8	-41,2
Residencial	3,7	-7,3	-21,5	8,6	-18,0
Mixtas	1,8	-12,0	-32,0	13,1	-31,2
Hoteles	-10,9	-13,9	-36,6	11,3	-45,8
Sanidad	3,2	-8,0	-33,4	10,0	-30,4
Almacenamiento	4,5	-6,6	-5,6	-6,7	-14,1
Tierras Forestales	-4,4	-11,0	-28,6	22,1	-15,8
Infraestructuras	2,5	-1,4	-1,7	9,6	8,8
Data Centers	1,1	-2,7	10,5	8,1	17,7
Otros	3,9	-7,5	-33,7	6,8	-31,9
Hipotecarios (Residencial)	4,2	-8,1	-54,5	16,8	-49,1
Hipotecarios (Comercial)	2,2	-9,0	-52,1	5,0	-44,3
Total Mercado REITs	1,3	-7,0	-18,7	8,8	-16,7

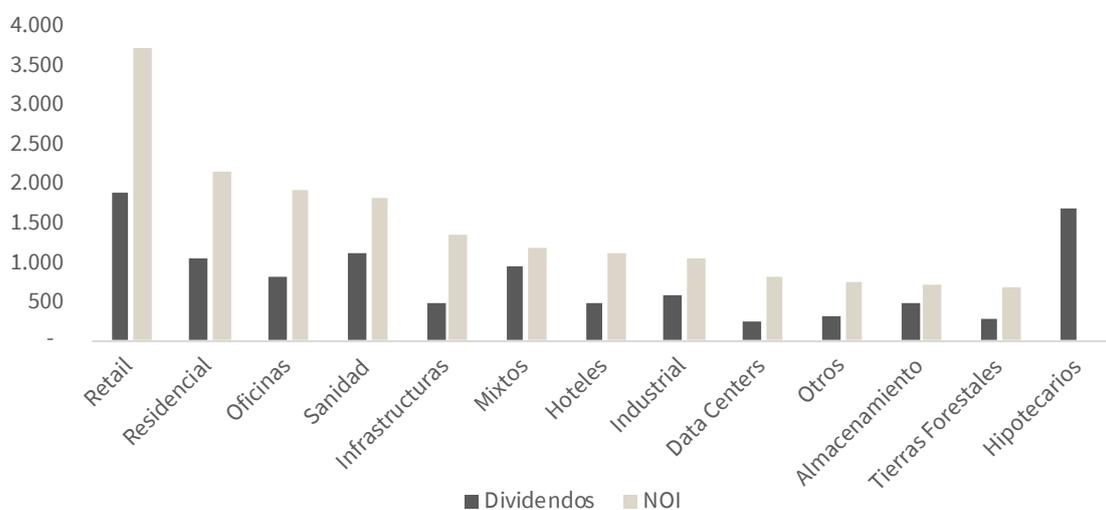
Fuente: FTSE Nareit US RE Idx, Nareit y elaboración propia

Pero más allá de una visión puntual y cortoplacista del momento actual que estamos viviendo, es necesario ampliar el campo de visión y tratar de analizar la importancia de estos vehículos en la economía más importante del globo desde una perspectiva de largo plazo. En este sentido, es importante señalar la

capacidad de los REITs americanos en términos de negocio y dividendos en la última década, para ver cómo el conjunto de los vehículos del mercado americano han otorgado una retribución a sus accionistas de más de 10.200 millones de dólares anuales en dividendos en el periodo 2009-2020 y más de 17.000

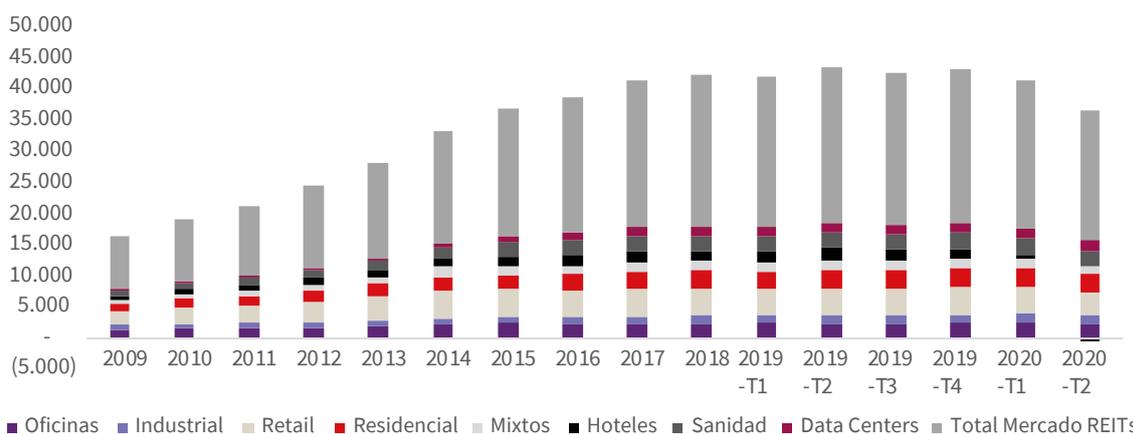
millones de dólares en términos de generación de beneficio operativo (NOI, Net Operating Income). Han sido los segmentos retail, residencial, oficinas, sanidad, infraestructuras y mixtos los que en términos de negocio suponen casi las tres cuartas partes de la contribución promedio anual al conjunto del mercado.

Promedio anual de dividendos y NOI 2009-2020 (M\$)



Fuente: Nareit y elaboración propia

Evolución NOI REITs USA por segmentos (M\$) 2009-2020



Fuente: Nareit y elaboración propia

Crecimiento anual NOI (%) 2010-2019. USA REITs por segmentos

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Oficinas	12%	6%	6%	13%	15%	9%	-2%	2%	-2%	5%
Industrial	-1%	9%	11%	-3%	7%	13%	-3%	6%	19%	9%
Retail	26%	3%	17%	22%	10%	-1%	0%	-1%	-2%	2%
Residencial	7%	11%	10%	17%	13%	6%	4%	12%	6%	6%
Mixtos	10%	7%	9%	7%	107%	-20%	4%	12%	-5%	0%
Hoteles	16%	27%	19%	-2%	12%	16%	1%	15%	-3%	-12%
Almacenamiento	5%	11%	15%	14%	14%	19%	14%	5%	5%	4%
Sanidad	15%	31%	11%	24%	11%	21%	11%	0%	-4%	3%
Tierras Forestales	184%	0%	29%	5%	-19%	-20%	-9%	40%	-34%	-2%
Infraestructuras	na	na	na	20%	95%	31%	11%	33%	22%	-7%
Data Centers	54%	10%	22%	34%	11%	114%	22%	19%	9%	7%
Otros	na	na	na	na	30%	647%	18%	5%	17%	4%
Total Mercado REITs	19,1%	10,1%	19,1%	15,2%	18,7%	14,7%	4,9%	9,1%	3,2%	1,4%

Fuente: Nareit y elaboración propia

Mercados internacionales

Evolución Dividendos REITs US por segmentos (M\$) 2009-2020



Fuente: Nareit y elaboración propia

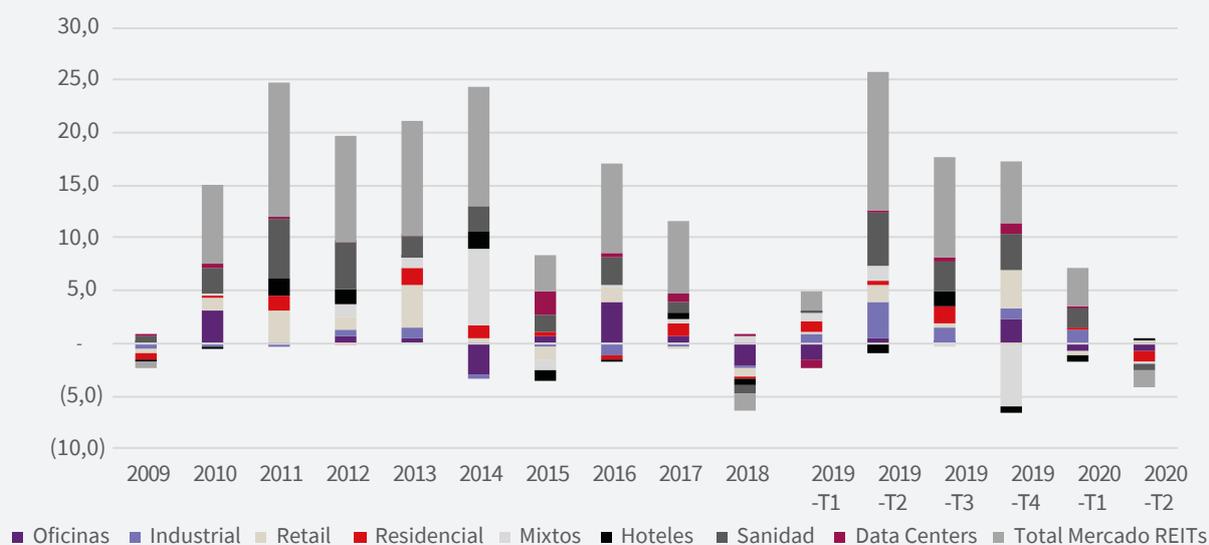


Crecimiento anual dividendos pagados (%) 2010-2019. USA REITs por segmentos

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Oficinas	27%	8%	7%	53%	-7%	7%	25%	-13%	30%	9%
Industrial	2%	7%	15%	20%	24%	6%	-8%	62%	-21%	5%
Retail	80%	40%	53%	-15%	45%	-6%	-6%	15%	-2%	-3%
Residencial	3%	14%	19%	21%	19%	6%	119%	-45%	4%	4%
Mixtos	74%	24%	72%	-6%	128%	-37%	3%	63%	-34%	281%
Hoteles	126%	87%	95%	-4%	27%	30%	2%	11%	0%	-7%
Almacenamiento	17%	11%	98%	-24%	8%	27%	19%	3%	4%	3%
Sanidad	11%	27%	18%	16%	30%	4%	0%	-9%	22%	5%
Tierras Forestales	23%	33%	8%	40%	-4%	1%	-8%	5%	27%	-14%
Infraestructuras	na	na	na	21%	96%	46%	14%	24%	10%	3%
Data Centers	12%	78%	20%	71%	51%	269%	-25%	121%	13%	-43%
Otros	na	na	na	na	11%	334%	25%	-7%	45%	8%
Hipotecarios	32%	71%	28%	-8%	-3%	-8%	-6%	13%	-11%	30%
Total Mercado REITs	30%	35%	39%	3%	26%	4%	11%	6%	1%	20%

Fuente: Nareit y elaboración propia

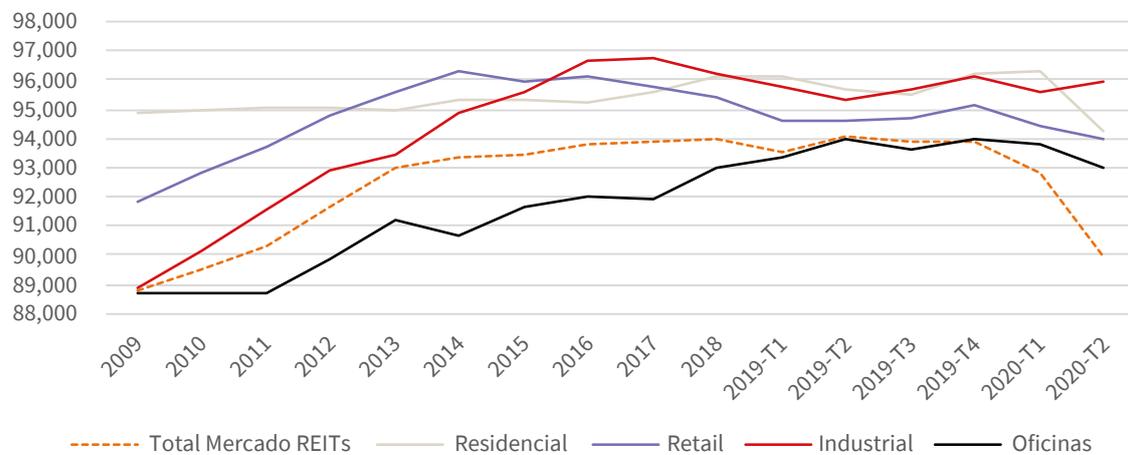
Evolución Adquisiciones Netas REITs US por segmentos (Bn\$) 2009-2020



Fuente: Nareit y elaboración propia



Evolución Ratio de Ocupación (%) 2009-2020



Fuente: Nareit y elaboración propia

Por el lado del **mercado europeo**, la capitalización del mercado de REITs asciende a fecha de junio de 2020, según EPRA, a un total de 175.000 millones

de dólares, lo que supone una pérdida de valor en un año de más de 42.000 millones de dólares (-19,5%) en línea con el conjunto del mercado, habida

cuenta de que el peso de los vehículos patrimonialistas sobre la totalidad de los mercados financieros no se ha visto significativamente modificado.

Países	Comercial RE (\$B)		Capitalización de empresas inmobiliarias cotizadas (\$B)		Número de empresas Inmobiliarias Cotizadas (#)		Capitalización REITs (\$B)		Número de REITs (#)	
	dic-18	dic-19	mar-19	jun-20	mar-19	jun-20	mar-19	jun-20	mar-19	jun-20
Austria	191,4	191,2	8,2	6,9	6	6				
Bélgica	225,7	225,6	22,5	24,7	28	28	16,9	20,0	17	17
Bulgaria	17,8	18,2	1,0	1,3	33	29	0,5	0,6	28	24
Croacia	19,9	20,2	0,1	--	1					
Chipre	9,8	10,0	1,1	0,3	10	10				
R. Checa	91,6	91,8	0,4	2,6	1	1				
Dinamarca	149,0	149,6	2,0	2,5	11	10				
Estonia	10,9	11,5	0,1	0,1	3	3				
Finlandia	115,9	115,5	5,1	6,6	5	4				
Francia	1.184,1	1.182,6	63,1	49,4	47	45	57,7	45,1	29	28
Alemania	1.691,8	1.669,4	112,9	118,7	61	62	4,6	5,0	6	6
Grecia	82,0	82,6	3,5	3,8	12	11	2,7	2,5	5	4
Hungría	52,2	53,6	0,4	0,4	2	2				
Irlanda	151,0	154,3	3,1	1,8	4	3	3,1	1,8	4	3
Italia	887,3	887,8	1,4	1,0	10	9	1,2	0,7	3	3
Letonia	11,8	12,0	0,0	0,0	2	2				
Lituania	18,6	18,9	0,1	0,0	2	2				
Luxemburgo	28,7	28,8	0,0	--						
Malta	5,8	5,9	0,3	0,3	5	6				
Holanda	381,1	382,2	27,0	10,1	9	8	26,8	10,0	5	5
Polonia	184,9	194,5	7,0	5,8	43	42	0,7	0,1	3	3
Portugal	92,3	93,7	0,0	0,0	0	2				
Rumanía	72,3	72,4	6,2	4,5	3	3				
Eslovaquia	38,8	38,7	0,0	--						
Eslovenia	21,8	21,5	0,0	--						
España	601,4	600,2	33,4	27,8	86	93	26,7	23,2	72	77
Suecia	240,7	242,2	58,2	65,2	50	53				
Reino Unido	1.538,8	1.545,2	91,7	75,0	94	86	76,2	65,8	56	53
Unión Europea	8.117,2	8.119,7	448,9	408,9	528	520	217,1	174,8	228	223

Fuente: EPRA y elaboración propia

	Capitalización del Mercado Bursátil (\$B)		Empresas inmobiliarias / Total capitalización Mercado (%)		Capitalización REITs / Total Capitalización total Mercado Bursátil (%)		Capitalización REITs / Commercial RE (%)	
	mar-19	jun-20	mar-19	jun-20	mar-19	jun-20	mar-19	jun-20
Austria	133,2	103,3	6,1%	6,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bélgica	373,1	324,6	6,0%	7,6%	4,5%	6,2%	7,5%	8,9%
Bulgaria	5,7	15,3	16,6%	8,3%	8,0%	3,7%	2,6%	3,1%
Croacia	20,7	19,6	0,4%		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chipre	2,4	3,3	45,5%	8,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
R. Checa	29,0	22,7	1,3%	11,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dinamarca	421,1	503,1	0,5%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Estonia	3,0	2,8	3,6%	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Finlandia	265,0	250,4	1,9%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Francia	2.431,7	2.314,7	2,6%	2,1%	2,4%	1,9%	4,9%	3,8%
Alemania	2.081,4	2.087,1	5,4%	5,7%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%
Grecia	41,1	36,6	8,4%	10,5%	6,7%	6,9%	3,3%	3,1%
Hungría	30,5	22,9	1,4%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Irlanda	108,5	96,8	2,8%	1,9%	2,8%	1,9%	2,0%	1,2%
Italia	631,0	568,1	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Letonia	0,9	1,0	1,1%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Lituania	4,0	4,2	1,2%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Luxemburgo	8,2	6,9	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Malta	5,7	4,9	5,6%	6,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Holanda	547,1	770,7	4,9%	1,3%	4,9%	1,3%	7,0%	2,6%
Polonia	164,3	129,0	4,3%	4,5%	0,4%	0,0%	0,4%	0,0%
Portugal	68,5	65,6	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rumanía	20,4	20,4	30,5%	22,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eslovaquia	7,8	4,4	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eslovenia	8,2	8,7	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
España	697,1	568,9	4,8%	4,9%	3,8%	4,1%	4,4%	3,9%
Suecia	726,9	821,6	8,0%	7,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Reino Unido	3.320,9	2.669,9	2,8%	2,8%	2,3%	2,5%	5,0%	4,3%
Unión Europea	12.157,2	11.447,2	3,7%	3,6%	1,8%	1,5%	2,7%	2,2%

Fuente: EPRA y elaboración propia

No obstante, el mercado español sigue estando muy lejos de sus comparables europeos en términos de tamaño medio por vehículo. Según los

mismos datos de EPRA, el conjunto de la Unión Europea alberga REITs superiores a los 784 millones de euros por unidad, cifras ampliamente

rebasadas por el mercado francés, alemán, holandés y británico, mientras que en España son 2,6 veces inferiores (300 millones de dólares).

Radiografía del conjunto del mercado de SOCIMIs

Diciembre 2019 | Cifras expresadas en M€ y % sobre perímetro homogéneo

#79 vehículos

■ 25.945M€ Capitalización Bursátil	■ 2.060M€ Ingresos por rentas
■ 51.062M€ Gross Asset Value (GAV)	■ 1.393M€ EBITDA (sin ventas de activos)
■ 31.477M€ Net Asset Value (NAV)	■ 1.702M€ EBITDA (con ventas de activos)
■ 44.028M€ Valor en libros Inversiones Inmobiliarias	■ 1.254M€ Dividendos pagados
■ 1.612M€ Revalorización de Activos	■ 4,8% Rentabilidad del dividendo
■ 24.189M€ Patrimonio Neto	■ 1,8% Cash on Cash accionista
■ 19.585M€ Deuda Financiera Neta	

Fuente: JLL

El análisis de las principales magnitudes y epígrafes contables del conjunto del mercado de SOCIMIs español, atendiendo al perímetro anteriormente señalado¹², muestra ante todo una estabilidad con respecto a los años anteriores, así como un cierto margen de mejora. En términos de valor de mercado¹³ el conjunto de las carteras de activos propiedad de las SOCIMIs asciende, a cierre de 2019, a más de 51.000 millones de euros, lo que supone un incremento del 12% en términos de Valor Bruto de Activos (GAV) y de un 17% en términos de Valor Neto de Activos (NAV) descontando la deuda y obligaciones de pago. Una tendencia

parecida muestra el valor en libros de los activos¹⁴ con un incremento del 10% y superando los 44.000 millones de euros, cifra incluso superior a la correspondiente al año anterior con su propio perímetro teniendo en cuenta salidas de vehículos de este año, con alto volumen de inversión y valor. En este sentido, es de destacar también, a cierre del ejercicio 2019, el incremento de valor del conjunto de los activos (revalorizaciones por 1.600 millones de euros) lo que supone un 3,7% del valor razonable y un 6,3% del valor de capitalización del conjunto del sector, pero que presenta el decremento del 9% frente al año anterior y frente a la tendencia de los ejercicios anteriores.

¹² El cambio en el perímetro de análisis del mercado como consecuencia de la entrada de nuevos vehículos y salida de algunos, hace que no se puedan comparar datos de este informe con los correspondientes al del ejercicio precedente y que las magnitudes y epígrafes correspondientes a los ejercicios anteriores no coincidan con exactitud.

¹³ El valor de mercado o GAV (Gross Asset Value) viene determinado por valoraciones RICS independientes de cada uno de los activos que conforman el patrimonio de los vehículos, a cierre del ejercicio 2019 y publicados como Hecho Relevante a los mercados financieros.

¹⁴ Solo algunas SOCIMIs llevan la contabilidad de sus activos a valor de mercado por lo que el valor en libros, no tienen reflejo contable del incremento de valor.

Si nos fijamos en la estructura de financiación de los vehículos españoles éstos siguen mostrando un equilibrio adecuado. El conjunto del patrimonio neto asciende a más de 24.000 millones de euros (+14%) siendo la deuda financiera neta de 19.500 millones de euros con una apelación al endeudamiento de menos de la mitad (+6,1%) del crecimiento experimentado por el patrimonio social. Este efecto provoca que el apalancamiento de los REITs españoles haya descendido en dos puntos frente al año anterior, situándose en un 38,4% del valor de mercado de los activos y manteniendo una de sus características principales que le aporta la estabilidad requerida.

En términos de negocio, el perímetro de este año muestra unos ingresos por rentas superiores a los 2.000 millones de euros (+8%) junto con una significativa disminución, tanto en variación anual como en dato absoluto

del concepto “otros ingresos” lo que hace que el EBITDA permanezca muy estable y similar al análisis del ejercicio anterior. No obstante, sí es destacable el incremento en gastos de personal – lo que supone una mayor apuesta por la gestión interna de cada vehículo junto con el mantenimiento y fidelización de equipos especializados – así como la reducción de gastos generales (-11%) fundamentalmente en la parte relativa a servicios exteriores (-28%) y no así en los tributos y tasas que alcanzan un importe total de 138 millones de euros (+4,3%). Todos los conceptos anteriores de ingresos y gastos, con sus movimientos en direcciones contrapuestas, dan como resultado un empeoramiento claro de la eficiencia perdiendo siete puntos y pasando a un 0,43 frente a niveles del 0,36 de ejercicios anteriores. Adicionalmente, si consideramos el efecto neto de las plusvalías contables por las ventas de activos a lo largo del

año dentro del propio cómputo de EBITDA, éste alcanza un importe de 1.700 millones de euros, que junto con el efecto que las revalorizaciones de los activos tienen en la cuenta de resultados, marcaría un récord de beneficio neto contable hasta superar los 2.500 millones de euros.

Desde el punto de vista de la salud financiera de nuestro mercado de SOCIMIs, es la capacidad anual de generación de caja la que debe marcar la pauta del análisis. En este sentido, puede observarse cómo el año 2019 ha marcado un máximo en el flujo de caja de explotación hasta los 1.230 millones de euros con un incremento más que significativo con respecto al año anterior.

CONJUNTO DEL MERCADO (79 Vehículos)					
DATOS DEL MERCADO	uds	2019	2018	2017	Var. 19/18
MERCADO					
Valor de Mercado (Cierre)	M€	25.971	19.881	16.984	30,5%
GAV	M€	51.062	45.390	39.835	12,5%
NAV	M€	31.477	26.934	26.311	16,9%
INVERSIONES - BALANCE DE SITUACIÓN					
Inversiones Inmobiliarias	M€	44.028	40.027	32.524	10,0%
Increment. Valor Razonable	M€	1.612	1.778	2.121	-9,3%
Valor Razonable/Inv. Inmobiliarias	%	3,7%	4,4%	6,5%	
Valor Razonable/Valor de Mercado	%	6,2%	8,9%	12,5%	
Patrimonio Neto	M€	24.189	21.186	18.843	14,2%
DFN	M€	19.585	18.456	13.524	6,1%
Caja	M€	1.756	1.091	2.235	60,9%
Deudas a largo plazo	M€	20.216	18.752	15.201	7,8%
Deudas a corto plazo	M€	1.125	795	559	41,5%
NEGOCIO - CUENTA DE RESULTADOS					
Ingresos por rentas	M€	2.060	1.894	1.481	8,8%
Otros ingresos	M€	64	237	57	-72,9%
Personal	M€	349	138	168	153,1%
G. Explotacion	M€	560	632	378	-11,4%
Amortización	M€	183	140	112	31,2%
Resultado de Explotación	M€	1.210	1.280	979	-5,4%
EBITDA	M€	1.393	1.394	1.096	-0,1%
Resultado enajenaciones y reversiones	M€	309			
Variación Valor Razonable Inv.Inm.	M€	1.612	1.778	2.121	-9,3%
Gastos Financieros	M€	577	522	396	10,5%
Beneficio Neto	M€	2.539	2.283	2.771	11,2%
Beneficio Neto Ajustado	M€	927	505	651	83,6%
NEGOCIO - FLUJO DE CAJA					
Dividendos	M€	1.254	781	536	60,5%
Amortiz. Instrumentos Patrimonio (neto)	M€	-812	130	-895	
CF por explotación	M€	1.230	700	1.321	75,8%
CF por inversión	M€	-957	-2.713	-1.832	-64,7%
>>> Por pago inversiones	M€	-2.759	-4.256	-2.185	-35,2%
>>> Por cobros desinversiones	M€	1.788	1.464	816	22,2%
CF por financiación (E+D)	M€	234	2.007	1.740	-88,3%
>>> Por Instrumentos de patrimonio	M€	819	-125	895	-756,5%
>>> Por Emisión de deuda financiera	M€	3.366	6.188	3.467	-45,6%
>>> Por devolución y amortización de deuda	M€	-2.682	-3.940	-2.219	-31,9%
>>> Por Pago de Dividendos	M€	-1.281	-742	-321	72,7%
Generación de Caja	M€	507	-6	1.229	
RENTABILIDADES					
Rentabilidad Activos inmobiliarios (ROA)	%	3,2%	3,5%	3,4%	
Rentabilidad Financiera (ROE)	%	10,5%	10,8%	14,7%	
Yield Bruta (sobre GAV)	%	4,0%	4,2%	4,8%	
Yield Neta (sobre NAV)	%	6,5%	7,0%	5,6%	
Rentabilidad Dividendo	%	4,8%	3,9%	3,2%	
Cash on Cash	%	1,8%	4,3%	-1,9%	
RATIOS					
Apalancamiento (s/GAV)	%	38,4%	40,7%	33,9%	
Apalancamiento (Deuda / Equity + Deuda)	%	44,7%	46,6%	41,8%	
Tipo medio (deuda) efectivo	p.b	270,5	267,2	251,5	
RCI (Cobertura intereses)	x	3,1 x	2,3 x	4,3 x	
MÁRGENES					
Margen EBITDA	%	65,6%	65,4%	71,3%	
Margen Neto	%	123,3%	120,5%	187,1%	
Eficiencia	x	0,43	0,36	0,36	
PE (VM/BN)	x	10,2	8,7	6,1	
EBITDA/CF_E	%	88,3%	50,2%	120,5%	
Múltiplo EBITDA	x	18,6 x	14,3 x	15,5 x	
Múltiplo Ingresos	x	12,2 x	9,3 x	11,0 x	

Fuente: JLL

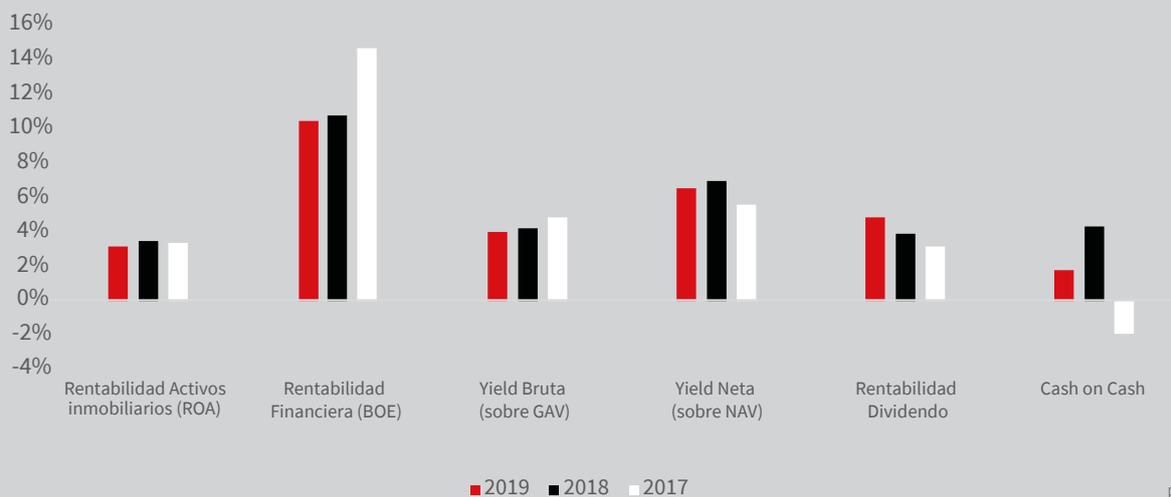
La generación de caja derivada del negocio habitual ha permitido continuar con los procesos de inversión en la cartera de activos, aunque a una velocidad menor – en la medida en que los pagos por inversiones descienden en un 35% frente al periodo anterior, lo que supone casi 1.500 millones de euros menos – y combinada además con la rotación de la cartera por un importe superior a los 1.700 millones de euros. Todo ello ha dado lugar a una menor apelación al endeudamiento – normalmente bancario en 3.300 millones de euros – en casi la mitad de la emisión de deuda realizada en 2018 y a una capacidad

de devolución y de amortización de deudas notable – 2.600 millones de euros – que, unido a un incremento de la emisión de instrumentos de patrimonio (ampliaciones de capital), ha permitido obtener a los accionistas un volumen de 1.200 millones de euros en dividendos pagados¹⁵ situando la rentabilidad de los mismos muy cercana el 5% - pero disminuyendo su cash on cash del año – y manteniendo también otra de sus características básicas como es la adecuada retribución a sus accionistas.

Por último, merece la pena destacar adicionalmente que las rentabilidades

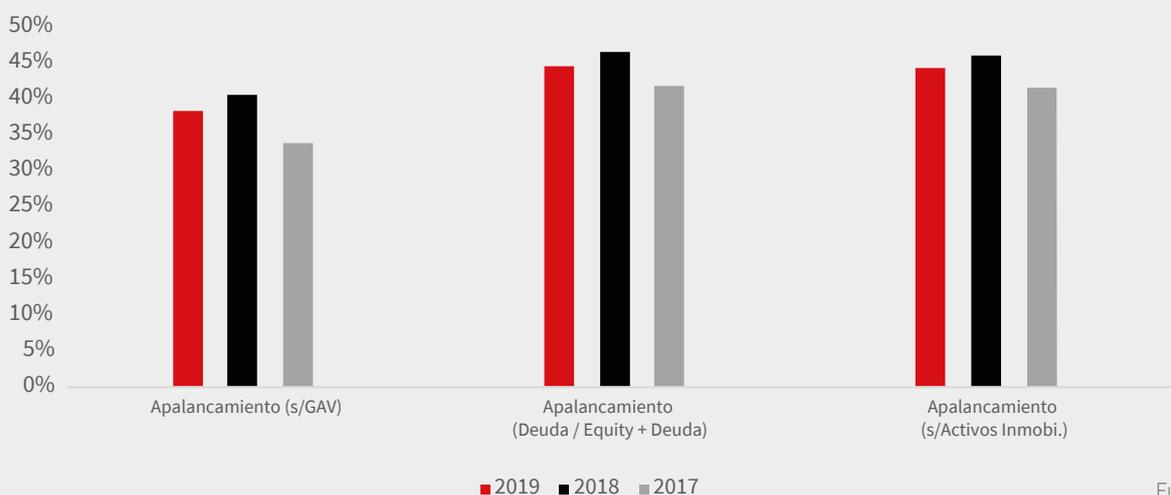
contables de las SOCIMIs se han mantenido estables. En términos de rentabilidad de los activos (ROA), al cierre del ejercicio se sitúa en un 3,2%, nivel similar al mostrado el año pasado, aspecto coincidente en la rentabilidad sobre los fondos propios (ROE) que continúa manteniéndose claramente por encima del 10% anual. No obstante, las rentabilidades más inmobiliarias – yield bruta y yield neta – presentan en 2019 una tendencia claramente bajista correlacionada con la propia evolución del sector inmobiliario a lo largo del año y un proceso continuo de compresión de yields.

Rentabilidades del Mercado de SOCIMIs (%)



Fuente: JLL

Estructura de financiación (%)



Fuente: JLL

¹⁵ Importe de dividendos desembolsados (caja) a lo largo del ejercicio con independencia de la fecha de anuncio.



Radiografía por mercados: Bolsa vs BME Growth

De los 81 vehículos SOCIMIs existentes en nuestro país – 79 a efectos del presente informe- solo cuatro de ellos cotizan en el mercado principal, siendo el resto compañías listadas en BME Growth. La comparativa de ambos mercados, una año más, sigue mostrando conclusiones importantes con respecto al ejercicio 2019. En términos de valor de mercado o capitalización bursátil a cierre del

ejercicio 2019 ambos mercados se situaban parejos aunque con una pequeña diferencia a favor de BME Growth (peso del 50,5%) no siendo así bajo el análisis del valor bruto de los activos donde la Bolsa presenta más de 2.000 millones de euros de diferencia de los 51.000 millones de euros totales declarados en términos de GAV. Ambas diferencias, junto con el importe de la deuda financiera

neta, determina un descuento en la cotización superior en la Bolsa que en BME Growth, como consecuencia de la mayor liquidez del primero frente al segundo (21% frente al 15%) y su capacidad, por ello, de correlación entre la situación económica y la evolución de los mercados financieros.

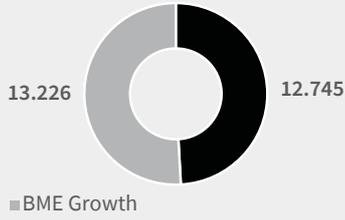
Bolsa # 4 SOCIMIs	BME Growth # 75 SOCIMIs
12.745 M€ Capitalización Bursátil (2019)	13.226 M€ Capitalización Bursátil (2019)
26.720 M€ Gross Asset Value (GAV)	24.342 M€ Gross Asset Value (GAV)
25.637 M€ Valor Libros Inv. Inmobiliarias	18.390 M€ Valor Libros Inv. Inmobiliarias
1.290 M€ Revalorización de Activos	322 M€ Revalorización de Activos
14.952 M€ Patrimonio Neto	9.238 M€ Patrimonio Neto
10.593 M€ Deuda Financiera Neta	8.992 M€ Deuda Financiera Neta
956 M€ Ingresos por rentas	1.104 M€ Ingresos por rentas
437 M€ Dividendos pagado	844 M€ Dividendos pagado
3,4 % Rentabilidad del dividendo	6,2% Rentabilidad del dividendo
2,0% Cash on Cash Accionista	1,5% Cash on Cash Accionista
16.128 Net Asset Value (NAV)	15.349 Net Asset Value (NAV)
674 M€ EBITDA	718 M€ EBITDA
39,6% Apalancamiento (GAV)	36,9% Apalancamiento (GAV)
2,6% ROA	3,9% ROA
11,1% ROE	9,6% ROE
0,27 Eficiencia	0,56 Eficiencia

Fuente: JLL

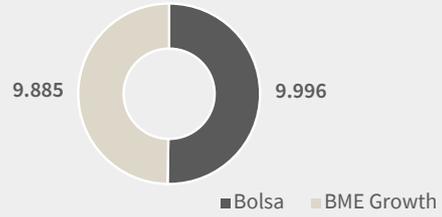
2019

2018

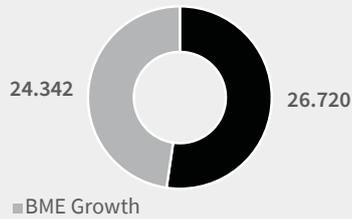
Valor de Mercado (M€)



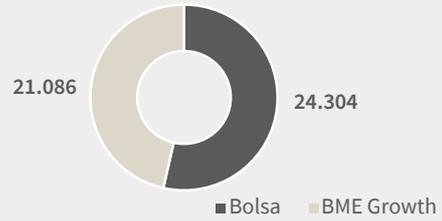
Valor de Mercado (M€)



Gross Asset Value (M€)



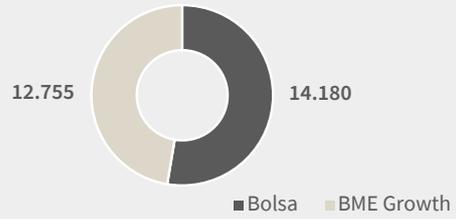
Gross Asset Value (M€)



Net Asset Value (M€)



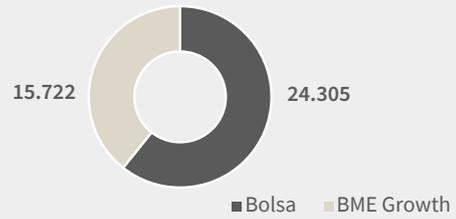
Net Asset Value (M€)



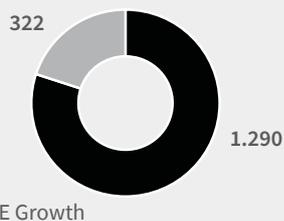
Valor en libros Inversiones Inmobiliarias (M€)



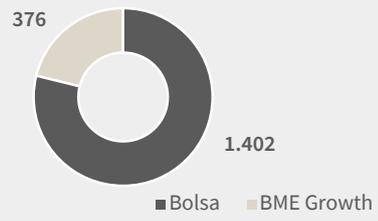
Valor en libros Inversiones Inmobiliarias (M€)



Incremento Valor Razonable Inversiones (M€)



Incremento Valor Razonable Inversiones (M€)



Fuente: JLL

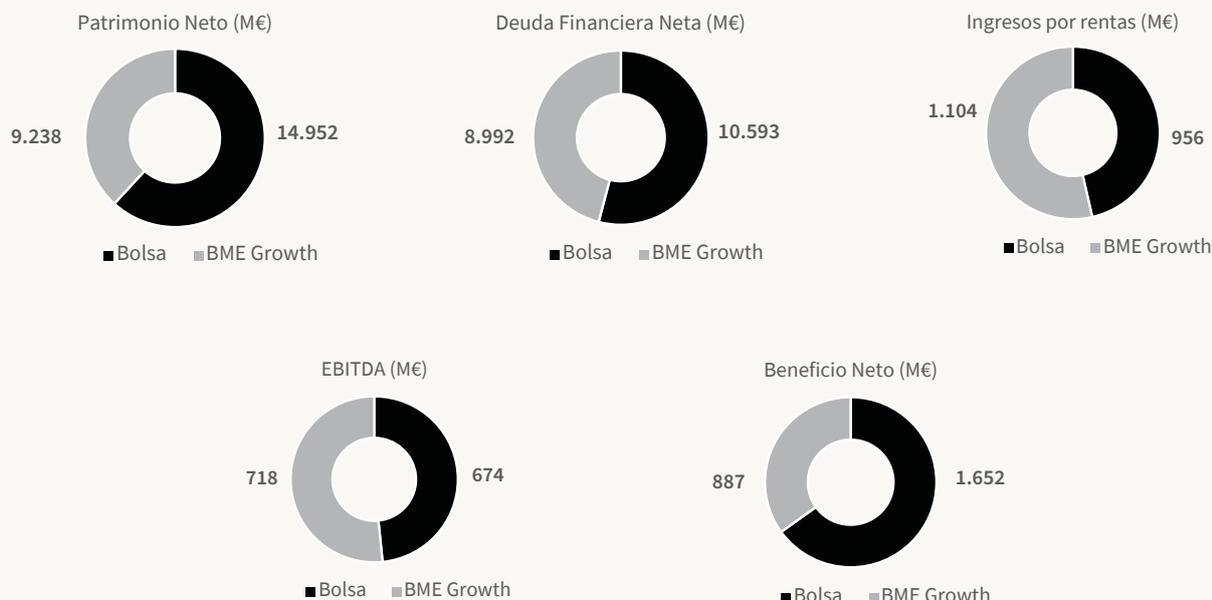
Es en el epígrafe valor en libros donde las diferencias se vuelven mayores a favor de la Bolsa en la medida en que sus cuatro SOCIMIs reflejan los valores de sus inversiones a precios de mercado – contabilidad internacional – reflejando en la cuenta de pérdidas y ganancias el incremento o decremento de valor – inferior al de otros años en un 7,9% y alcanzando los 1.200 millones de euros –, frente a BME Growth, donde se aplica mayoritariamente

el coste de adquisición y donde las revalorizaciones bursátiles descienden en un 14% hasta alcanzar los 322 millones de euros.

La comparativa de ambos mercados en términos de estructura de balance y negocio ofrece también significativas conclusiones. Todos los vehículos, con independencia del mercado donde cotizan sus acciones, han incrementado el volumen de sus fondos propios y su caja disponible,

agrupando el mercado de la Bolsa el 60% de los primeros y el 54% de los segundos, ofreciendo en ambos casos estructuras de financiación más sólidas que años anteriores al rebajar los niveles de deuda en términos relativos sobre el valor de los activos. En este sentido, el endeudamiento de los vehículos ha crecido en el último año en algo más de 1.400 millones de euros siendo los vehículos de BME Growth los que han captado la mayor parte de la deuda.

2019



Fuente: JLL

La capacidad de generación de caja anual muestra a su vez unos indicadores sólidos en la medida en que el conjunto del sector genera, por la explotación de la actividad habitual, más de 1.200 millones de euros, lo que supone crecimientos más que significativos frente al periodo anterior. Esta generación de caja muestra un perfil muy simétrico entre ambos mercados, aunque son

las SOCIMIs de la Bolsa las que se llevan más del 50%, dando lugar a una creación de caja final, tras el efecto de las inversiones y el flujo de caja proveniente de la financiación, cercana a los 300 millones de euros y 500 millones de euros en el total del mercado respectivamente. Estas cuantías vienen explicadas también por la caída significativa en el volumen de inversión en ambos mercados – del

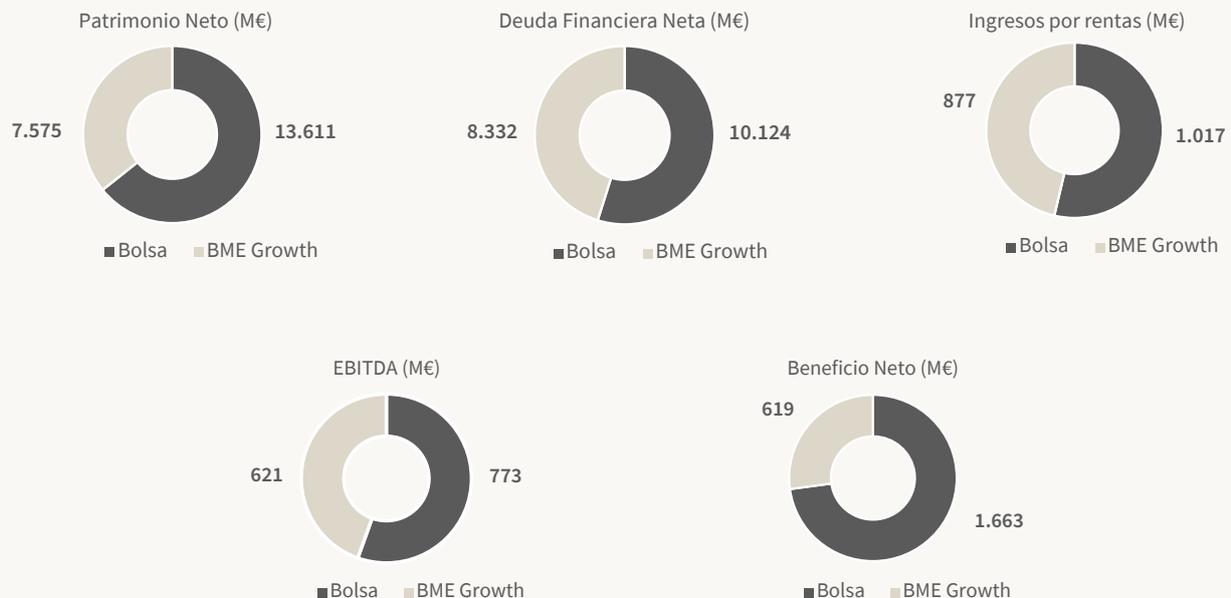
35% – y un crecimiento sustancial de las desinversiones – 22% – que junto a una menor apelación a la financiación – propia y ajena – da lugar a saldos de caja muy positivos. No obstante, entrando en detalle, puede apreciarse cómo la financiación propia – emisión de instrumentos de patrimonio – se ha incrementado en 819 millones de euros, mayoritariamente en BME

La estructura del negocio muestra a su vez que es BME Growth el mercado que agrupa mayores ingresos por rentas – con un crecimiento del 25% frente al año anterior en comparativa de este perímetro y superando los 1.000 millones de euros – frente a una reducción cercana al 6% en las SOCIMIs del mercado continuo. No obstante, la mayor eficiencia de estas últimas en términos de gasto, así como una mayor rotación en la cartera de activos, hace que en

términos de EBITDA – computando las plusvalías netas por ventas - los dos mercados se sitúen en cuantías muy similares y crecimiento positivo frente al ejercicio anterior. Es el epígrafe de beneficio neto, en el que ya se han tenido en cuenta el efecto contable de las revalorizaciones de activos, el que otorga una preponderancia muy superior a las SOCIMIs de la Bolsa en la medida en que éstas duplican el beneficio neto de las SOCIMIs de BME Growth (1.650 millones de euros

frente a 887). Destaca en este sentido además, que los beneficios netos de las SOCIMIs más líquidas y de menor tamaño no han registrado un crecimiento significativo a lo largo del 2019, mientras que el beneficio de los vehículos de BME Growth crecen en más de un 43% con respecto al año anterior.

2018



Fuente: JLL

Growth, mientras que el efecto neto de la financiación ajena – emisión y amortización de deuda – ascendió a 684 millones de euros, con mayor incidencia en las SOCIMIs de la Bolsa. Toda la generación de caja

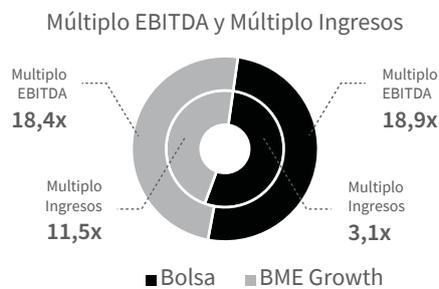
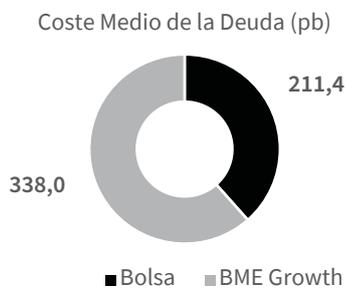
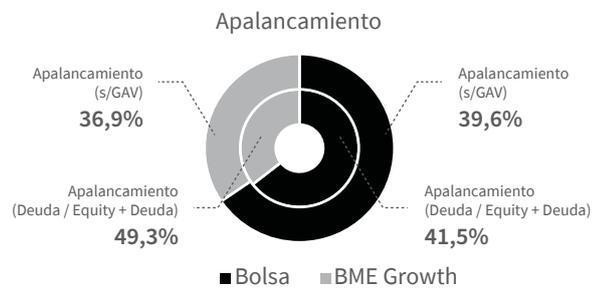
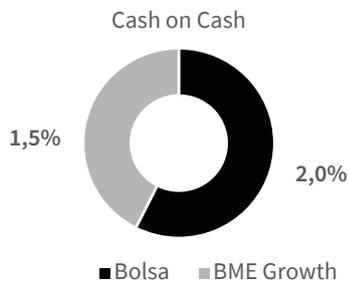
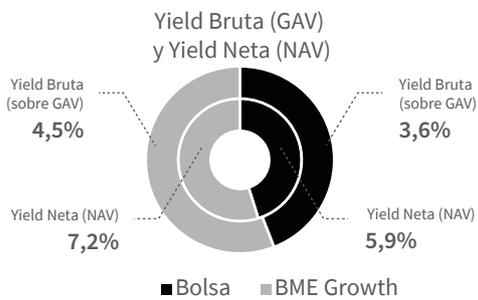
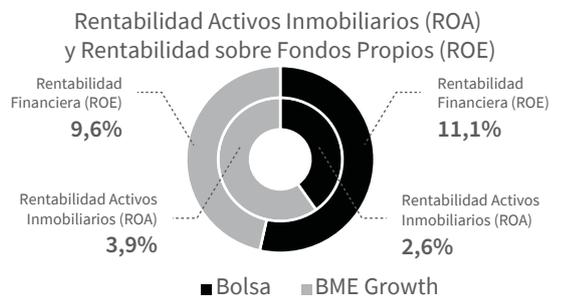
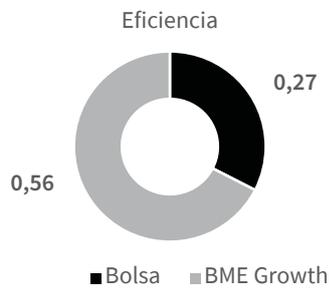
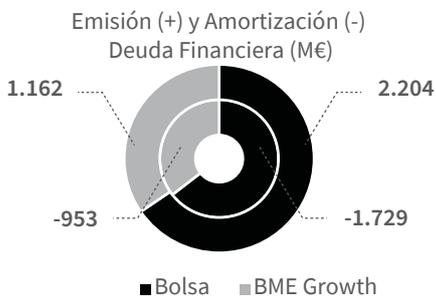
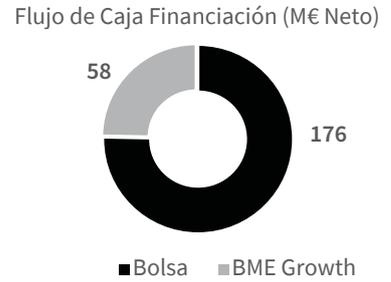
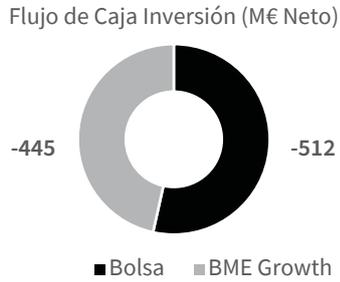
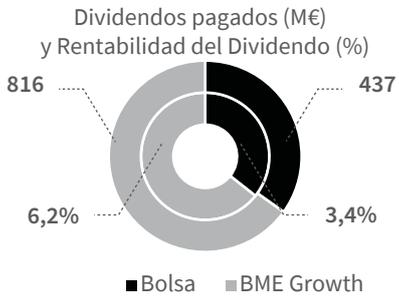
anteriormente explicada ha permitido el pago de dividendos¹⁶ récord en el sector y que ascienden a más de 1.200 millones de euros – frente a los 800 del año anterior – siendo los vehículos de BME Growth los que han retribuido

en mayor medida y en valor absoluto a sus accionistas, obteniendo una rentabilidad al dividendo global del 4,9% - 3,4% en la Bolsa y 6,3%¹⁷ en BME Growth -.

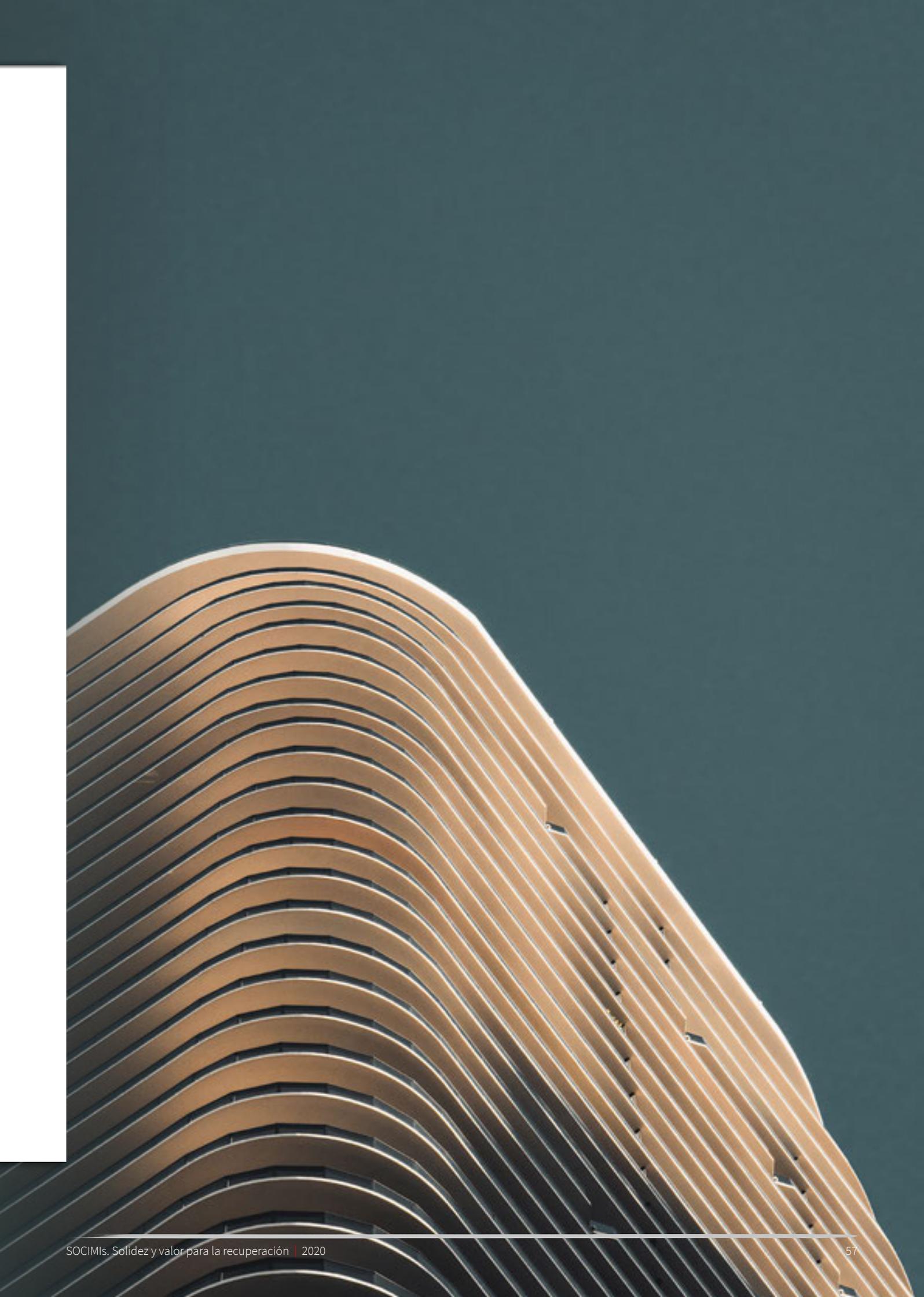
¹⁶ El importe de los dividendos pagados hace mención al epígrafe “pago de dividendos” del estado de flujos de caja de cada uno de los vehículos y por lo tanto, son dividendos abonados a lo largo del año sin reflejar la temporalidad de los mismos o al ejercicio contable que pertenecen.

¹⁷ Recordar en este punto que algunas ventas de activos de SOCIMIs de BME Growth o un re apalancamiento de sus activos, han permitido la distribución entre sus accionistas de dividendos de carácter extraordinario como es el caso de Tempore, Go Madrid, Corona, Trajano, Hadley, Gore Spain entre otras, con distribuciones de cuantías elevadas.

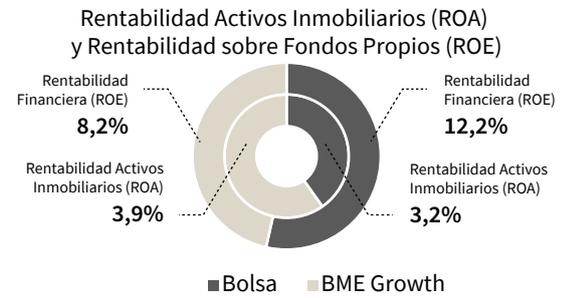
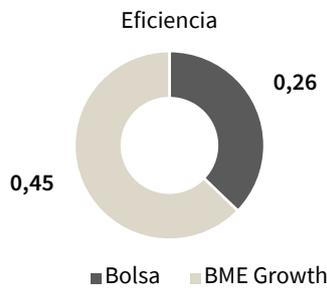
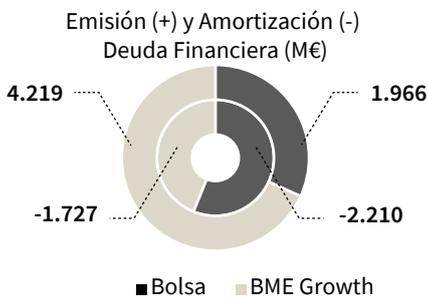
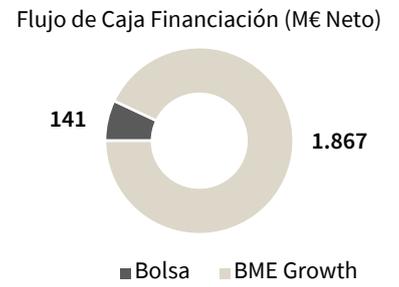
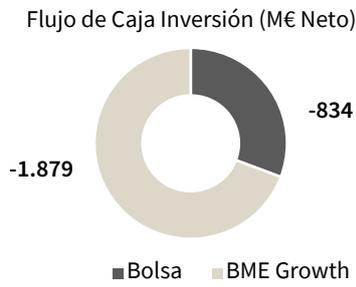
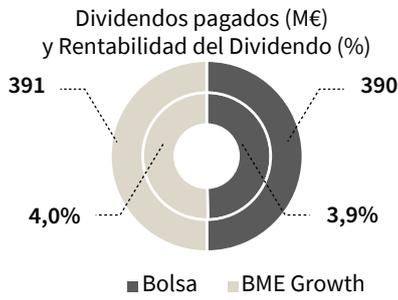
2019



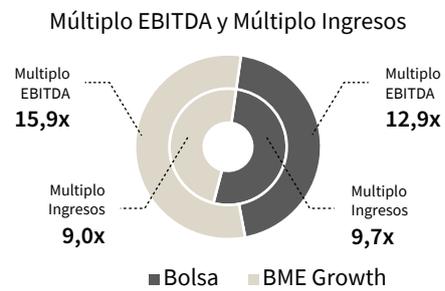
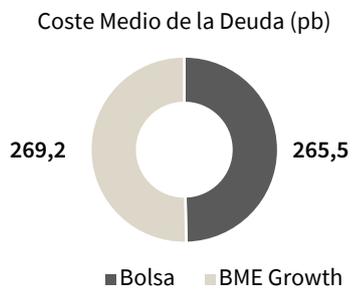
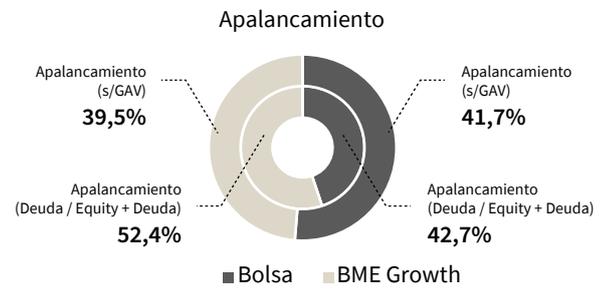
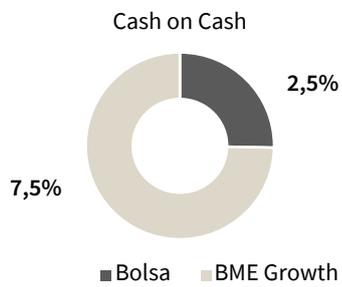
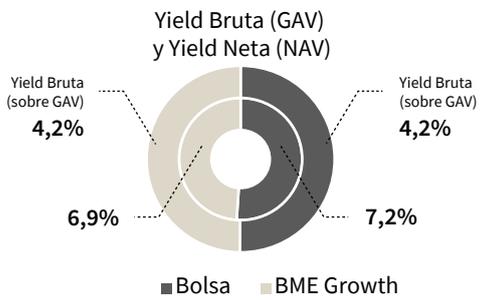
Fuente: JLL



2018



Fuente: JLL



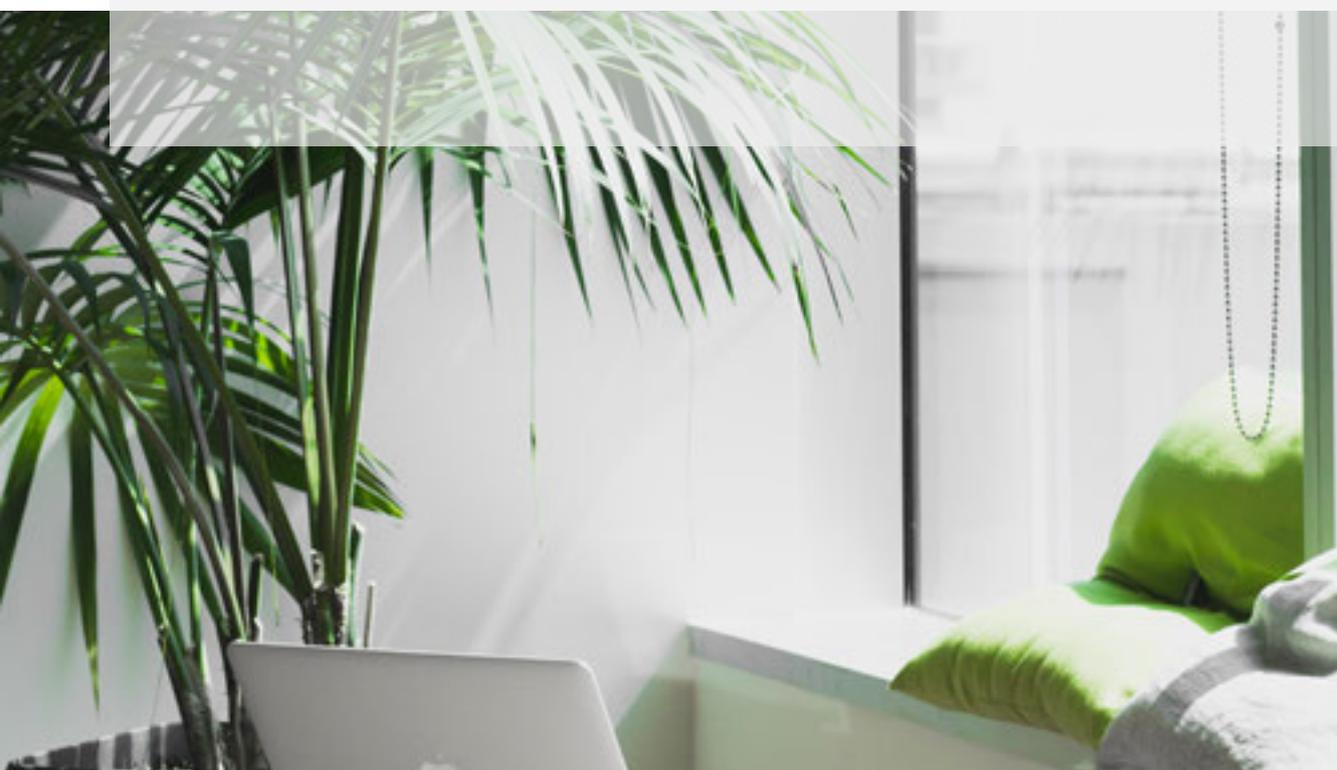
Fuente: JLL



Sin embargo, son las rentabilidades en menor medida y sobre todo, la eficiencia, la piedra en el zapato de nuestros vehículos REITs. Si bien las SOCIMIs pertenecientes a la Bolsa han sido capaces de mantener los niveles de eficiencia del año pasado – 27 pb -, las correspondientes a BME Growth han visto cómo desmejoraba este ratio en más de 10 puntos, pasando del nivel de 0,45 pb a 0,56 pb - como consecuencia directa de un crecimiento en su estructura de costes. Por lo que

respecta a las rentabilidades, si bien en términos globales se han mantenido – ROA del 3,2% vs 3,5% del año anterior y ROE del 10,5% vs 10,8% - el desglose por mercados muestra comportamientos dispares. Puede apreciarse una caída de la rentabilidad contable de las SOCIMIs de la Bolsa (3,2% vs 2,6%) mientras se observa un mantenimiento de los vehículos cotizados en BME Growth (3,9%). En términos de rentabilidad a los fondos propios, el movimiento es similar, con una caída entre las

SOCIMIs de la Bolsa pero con un incremento en el caso de BME Growth (9,6% en 2019 frente a 8,2% del año anterior). Las rentabilidades inmobiliarias, por el contrario, han seguido una correlación al propio mercado inmobiliario, en la medida en que se ven determinadas por el estrechamiento de las yields en casi todos los segmentos inmobiliarios pasando de una yield bruta del 4,2% al 4%, descenso más acusado en las SOCIMIs cotizadas en la Bolsa.



La salud financiera de las SOCIMIs en términos de capacidad de generación de caja anual no solo ha permitido retribuir satisfactoriamente a los accionistas, sino que además, el saldo neto de captación de recursos ajenos en el año sobre el incremento del valor de los activos ha permitido reducir significativamente los niveles de apalancamiento situándose en un 38%, 2 puntos menos que en

el ejercicio anterior para el mismo perímetro, con un volumen de deuda neta total que asciende a 19.500 millones de euros. Han sido las SOCIMIs de BME Growth aquellas que han conseguido rebajar con mayor ímpetu el grado de apalancamiento al computar un descenso de más de 2,5 puntos frente a los 2 puntos de sus hermanas de la Bolsa.

DESGLOSE POR MERCADO 2019

Datos en Millones de euros, % , o Indicado	Uds	Bolsa	BME Growth	Total
MERCADO				
Valor de Mercado (Equity Value)	M€	12.745	13.226	25.971
GAV	M€	26.720	24.342	51.062
NAV	M€	16.128	15.349	31.477
INVERSIONES - BALANCE DE SITUACIÓN				
Inversiones Inmobiliarias (BV neto).	M€	25.637	18.390	44.028
Increment. Valor Razonable. (Cuenta de Resultados)	M€	1.290	322	1.612
Valor Razonable /Inv. Inmobiliarias	%	5,0%	1,8%	3,7%
Valor Razonable/Valor de Mercado	%	10,1%	2,4%	6,2%
Patrimonio Neto	M€	14.952	9.238	24.189
DFN	M€	10.593	8.992	19.585
Caja	M€	785	971	1.756
Deudas a largo plazo	M€	10.620	9.596	20.216
Deudas a corto plazo	M€	758	367	1.125
NEGOCIO - CUENTA DE RESULTADOS				
Ingresos por rentas	M€	956	1.104	2.060
Otros ingresos	M€	16	48	64
Personal	M€	116	234	349
G. Explotación	M€	147	413	560
Servicios Exteriores	M€	48	301	349
Tributos	M€	73	65	138
Provisiones y otros	M€	0	81	81
Amortización	M€	9	174	183
Resultado de Explotacion	M€	665	545	1.210
EBITDA	M€	674	718	1.393
Resultado enajenaciones y reversiones	M€	40	269	309
Variación Valor Razonable Inv.Inm.	M€	1.290	322	1.612
Gastos Financieros	M€	241	337	577
Beneficio Neto	M€	1.652	887	2.539
Beneficio Neto Ajustado	M€	362	565	927
NEGOCIO - FLUJO DE CAJA				
Dividendos	M€	437	816	1.254
Amortiz. Instrumentos Patrimonio (neto)	M€	-139	-680	-819
CF por explotación	M€	634	596	1.230
CF por inversión	M€	-512	-445	-957
>>> Por pago inversiones	M€	-1.201	-1.558	-2.759
>>> Por cobros desinversiones	M€	689	1.099	1.788
CF por financiación (E+D)	M€	176	58	234
>>> Por Instrumentos de patrimonio	M€	139	680	819
>>> Por Emisión de deuda financiera	M€	2.204	1.162	3.366
>>> Por devolución y amortización de deuda	M€	-1.729	-953	-2.682
>>> Por Pago de Dividendos	M€	-437	-844	-1.281
Generación de Caja	M€	299	208	507
RENTABILIDADES				
Rentabilidad Activos inmobiliarios (ROA)	%	2,6%	3,9%	3,2%
Rentabilidad Financiera (ROE)	%	11,1%	9,6%	10,5%
Yield Bruta (sobre GAV)	%	3,6%	4,5%	4,0%
Yield Neta (sobre NAV)	%	5,9%	7,2%	6,5%
Rentabilidad Dividendo	%	3,4%	6,2%	4,8%
Cash on Cash	%	2,0%	1,5%	1,8%
RATIOS				
Apalancamiento (s/GAV)	%	39,6%	36,9%	38,4%
Apalancamiento (Deuda / Equity + Deuda)	%	41,5%	49,3%	44,7%
Tipo medio (deuda) efectivo	p.b	211,4	338,0	270,5
RCI (Cobertura intereses)	x	3,6	2,8	3,1
MÁRGENES				
Margen EBITDA	%	69,4%	62,4%	65,6%
Margen Neto	%	172,8%	80,4%	123,3%
Eficiencia	x	0,27	0,56	0,43
PE (VM/BN)	x	7,7	14,9	10,2
EBITDA /CF_E	%	94,1%	82,9%	88,3%
Múltiplo EBITDA	x	18,9	18,4	18,6
Múltiplo Ingresos	x	13,1	11,5	12,2

Fuente: JLL

DESGLOSE POR MERCADO 2018

Datos en Millones de euros, % , o Indicador	Uds	Bolsa	BME Growth	Total
MERCADO				
Valor de Mercado (Equity Value)	M€	9.996	9.885	19.881
GAV	M€	24.304	21.086	45.390
NAV	M€	14.180	12.755	26.934
INVERSIONES - BALANCE DE SITUACIÓN				
Inversiones Inmobiliarias (BV neto).	M€	24.305	15.722	40.027
Increment. Valor Razonable. (Cuenta de Resultados)	M€	1.402	376	1.778
Valor Razonable /Inv. Inmobiliarias	%	5,8%	2,4%	4,4%
Valor Razonable/Valor de Mercado	%	14,0%	3,8%	8,9%
Patrimonio Neto	M€	13.611	7.575	21.186
DFN	M€	10.124	8.332	18.456
Caja	M€	487	605	1.091
Deudas a largo plazo	M€	10.228	8.524	18.752
Deudas a corto plazo	M€	382	413	795
NEGOCIO - CUENTA DE RESULTADOS				
Ingresos por rentas	M€	1.017	877	1.894
Otros ingresos	M€	16	221	237
Personal	M€	104	34	138
G. Explotación	M€	172	460	632
Servicios Exteriores	M€	95	391	487
Tributos	M€	77	56	132
Provisiones & Otros	M€	-	2	2
Amortización	M€	5	134	140
Resultado de Explotación	M€	768	512	1.280
EBITDA	M€	773	621	1.394
Resultado enajenaciones y reversiones	M€	-	-	-
Variación Valor Razonable Inv.Inm.	M€	1.402	376	1.778
Gastos Financieros	M€	282	241	522
Beneficio Neto	M€	1.663	619	2.283
Beneficio Neto Ajustado	M€	262	243	505
NEGOCIO - FLUJO DE CAJA				
Dividendos	M€	390	391	781
Amortiz. Instrumentos Patrimonio (neto)	M€	-45	175	130
CF por explotación	M€	451	249	700
CF por inversión	M€	-834	-1.879	-2.713
>>> Por pago inversiones	M€	-1.973	-2.274	-4.247
>>> Por cobros desinversiones	M€	1.203	261	1.464
CF por financiación (E+D)	M€	141	1.867	2.007
>>> Por Instrumentos de patrimonio	M€	45	-175	-130
>>> Por Emisión de deuda financiera	M€	1.966	4.219	6.185
>>> Por devolución y amortización de deuda	M€	-2.210	-1.727	-3.937
>>> Por Pago de Dividendos	M€	-390	-352	-742
Generación de Caja	M€	-242	236	-6
RENTABILIDADES				
Rentabilidad Activos inmobiliarios (ROA)	%	3,2%	3,9%	3,5%
Rentabilidad Financiera (ROE)	%	12,2%	8,2%	10,8%
Yield Bruta (sobre GAV)	%	4,2%	4,2%	4,2%
Yield Neta (sobre NAV)	%	7,2%	6,9%	7,0%
Rentabilidad Dividendo	%	3,9%	4,0%	3,9%
Cash on Cash	%	2,5%	7,5%	4,3%
RATIOS				
Apalancamiento (s/GAV)	%	41,7%	39,5%	40,7%
Apalancamiento (Deuda / Equity + Deuda)	%	42,7%	52,4%	46,6%
Tipo medio (deuda) efectivo	p.b	265,5	269,2	267,2
RCI (Cobertura intereses)	x	2,6	2,0	2,3
MÁRGENES				
Margen EBITDA	%	74,8%	56,6%	65,4%
Margen Neto	%	163,6%	70,6%	120,5%
Eficiencia	x	0,27	0,45	0,36
PE (VM/BN)	x	6,0	16,0	8,7
EBITDA /CF_E	%	58,3%	40,1%	50,2%
Múltiplo EBITDA	x	13,0	15,9	14,3
Múltiplo Ingresos	x	9,7	9,0	9,3

Fuente: JLL



3 El mercado de SOCIMIs por segmentos

Al igual que desarrollamos en el informe correspondiente al ejercicio 2018 un análisis específico atendiendo a los diferentes segmentos, en el informe actual hemos repetido dicho análisis en la medida en que el sector SOCIMI cada vez cuenta con un mayor grado de especialización por activos y la heterogeneidad del mercado ofrece comportamientos y perfiles muy diferenciados. Las dos variables empleadas en la discriminación de los segmentos son, por un lado, las características inmobiliarias de la cartera de activos de cada SOCIMI y por otro, su tamaño en términos de capitalización bursátil.

El mercado de SOCIMIs por segmentos inmobiliarios

Bajo el primer criterio se ha segmentado el conjunto de los vehículos atendiendo a las categorías de **Mixtas** (aquellas cuya cartera de activos a cierre del ejercicio 2019 corresponden a tres o más segmentos inmobiliarios), **Oficinas** (para inversiones y portfolios mayoritarias en el alquiler de edificios de oficinas), **Retail** (para centros comerciales y parque de medianas), **Hotelero** (en el

caso de establecimientos hoteleros o modelos de negocio similares como hostels o residencias de estudiantes), **Residencial** (portfolios de activos mayoritariamente compuestos por viviendas en alquiler bien en formato granular o edificios completos), **High Street** (para locales comerciales de calle incluyendo sucursales bancarias) y **Logística** (portfolios de naves y activos industriales). Quedan fuera de estos segmentos inmobiliarios aquellas SOCIMIs denominadas Holding¹⁸ cuyo activo está compuesto por acciones de una o varias SOCIMIs cotizadas.

Segmento Mixto

Merlin Properties
St Croix Holding Immobilier
Trajano Iberia
Grupo Ortiz Properties
Vitruvio Real Estate
Entrecampos Cuatro
Arrienda Rental Properties Socimi
Quonia Socimi SA
Hadley Investments U
Previsión Sanitaria Nacional Gestión Socimi SA
Gore Spain Holdings SOCIMI I SAU
Torimbía Socimi SA
Greenoak Spain Hold. Socimi

Segmento Oficinas

Colonial
Gmp Property
Zambal Spain
Inversiones Doalca
Aríma Real Estate SOCIMI SA
Meridia Real Estate III
GO Madrid Benz Socimi SA
Corona Patrimonial
Azaria Rental Socimi SA
JABA I Inversiones Inmobiliarias SOCIMI SA
La Finca Global Assets SOCIMI SA

Segmento Residencial

Testa Residencial Socimi SA
Vivenio Residencial Socimi SA
Albirana Properties
Fidere Patrimonio
Tempore Properties
Euripo
Torbel Investment Socimi
Optimum III Value-Added Residential
Optimum RE Spain
Elix Vintage Residencial Socimi SA
AP67 Socimi SA
Vbare Iberian Properties SOCIMI SA
Urban View Development Spain Socimi SA
Mercial Inmuebles SOCIMI SA
Barcino Property Socimi SA
Mistral Patrimonio Inmobiliario Socimi SA
Galil Capital RE Spain Socimi SA
Almagro Capital SOCIMI SA
RREF II AL Breck Socimi SA
Excem Capital Partners Sociedad de
Inversión Residencial SL
Quid Pro Quo Alquiler Seguro Socimi SA
Persepolis Investments I Socimi SA
Advero Properties SOCIMI, S.A.
Gavari Properties Socimi
Home Capital Rentals Socimi SA

Logístico

P3 Spain Logistic Parks Socimi SA
Tarjar Xairo Socimi SA

Segmento High Street

URO Socimi Property Holdings SA
ISC Fresh Water Investment SA
AM Locales Property
Tander Inversiones
Inmofam 99 Socimi SA
Park Rose Socimi
Corpfin Capital Prime Retail II Socimi SA
Corpfin Capital Prime Retail III Socimi SA
Inbest Prime I Inmuebles Socimi SA
Inbest Prime II Inmuebles Socimi SA
Inbest Prime III Inmuebles Socimi SA
Inbest Prime IV Inmuebles Socimi SA

Segmento Retail

General de Galerías Comerciales
Lar España Real Estate
Castellana Properties SOCIMI SA
Olimpo Real Estate
Serrano 61 Desarrollo Socimi SA
Veracruz Properties Socimi SA
Numulae Gestion de Servicios Socimi SA
Trivium Real Estate Socimi SA

Segmento Hoteles

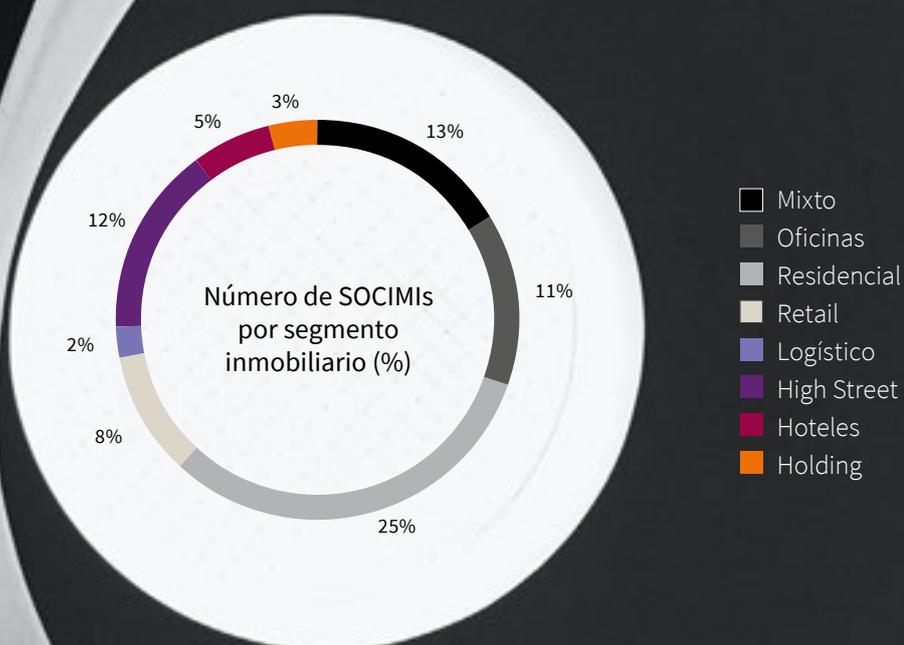
ATOM Hoteles Socimi SA
Elaia Investment Spain
HISPANOTELS Inversiones Socimi SA
Student Properties Spain Socimi SA
Millenium Hotels Real Estate SL

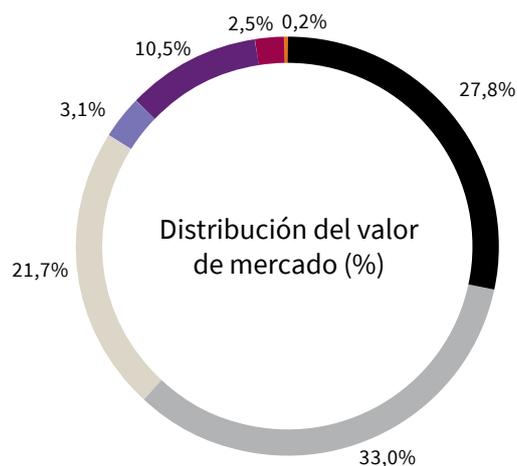
¹⁸ A efectos del análisis es el caso de Euro Cervantes (accionistas de GMP), Mansfield Iberian Real Estate (accionistas de La Finca) y Mistral Iberian Real Estate (SOCIMI de SOCIMIs).

La mayor concentración del número de vehículos SOCIMI atendiendo a su distribución por segmentos inmobiliarios donde ejercen su actividad se concentra fundamentalmente en residencial, mixto, oficinas y high street, que agrupan más del 80% del número total de vehículos cotizados, siendo el segmento residencial el que lidera el número de vehículos con 25 SOCIMIs especializadas. Pero desde el punto

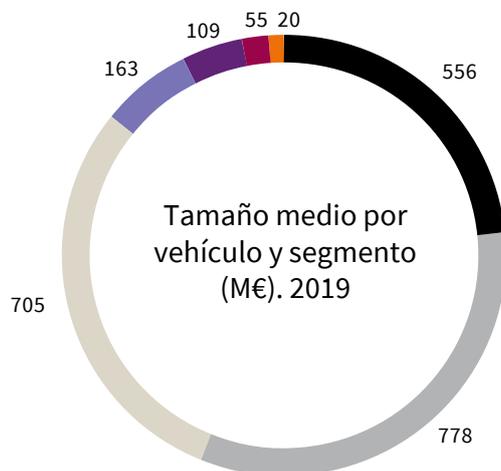
de vista de su capitalización bursátil, el ranking muestra valores diferentes en la medida en que son los vehículos especializados en oficinas, mixtos y retail los que agrupan más del 80% del valor bursátil y más del 75% del valor de mercado de los activos. Son asimismo estos tres segmentos, más antiguos en el mercado, los que presentan un tamaño medio unitario por vehículo mayor, siendo el segmento logístico y de locales

comerciales los más pequeños, con tamaños de 20 y 48 millones de euros respectivamente. Sorprende nuevamente el reducido peso de vehículos especializados en logística al ser éste uno de los segmentos estrella en la reciente evolución del mercado inmobiliario, si bien es cierto que los vehículos considerados Mixtos cuentan con importantes inversiones en esta clase de activos.





- Mixto
- Oficinas
- Retail
- Hotelero
- Residencial
- High Street
- Logístico



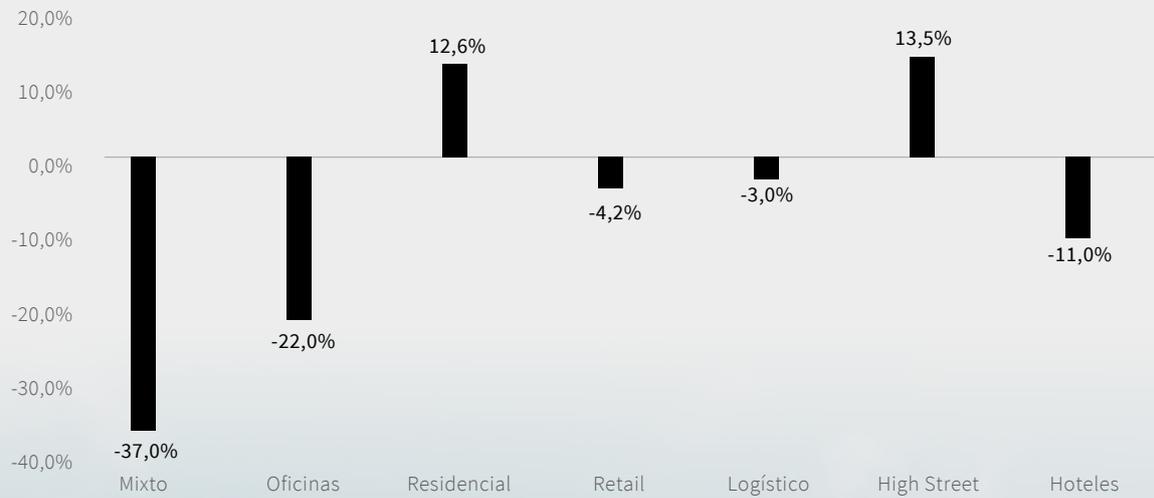
Fuente: JLL

Si consideramos el incremento en términos de valor bursátil entre el ejercicio 2019 y 2018 – a cierre de ambos ejercicios – se aprecian conclusiones paradójicas, en la medida en que casi todos los segmentos incrementan notablemente su valor en dos dígitos con especial atención al segmento hotelero y residencial – favorecido por las nuevas entradas de vehículos – pero también el sector

retail, fundamentado principalmente por el efecto de Galerías Comerciales sobre este segmento. Si adelantamos seis meses esta misma comparativa hasta los cierres de junio de 2020, podemos apreciar claramente que el sector ha perdido en términos globales más de un 17% de su valor en Bolsa, siendo los segmentos mixtos, oficinas, hoteles y en menor medida retail, los que encabezan los

primeros puestos de las pérdidas. Por el contrario, el segmento residencial y el High Street incrementan su valor. No obstante, estas comparaciones hay que tomarlas con cierta precaución en la medida en que estamos comparando SOCIMIs cotizadas en dos mercados bursátiles con una liquidez, negociación y profundidad de mercado muy diferentes y por lo tanto no perfectamente comparables.

Pérdida Capitalización Bursátil (%) Diciembre 2019 vs junio 2020



Fuente: JLL

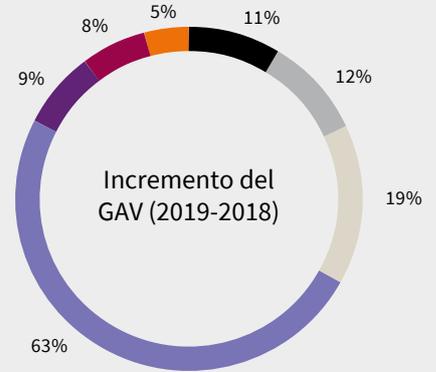
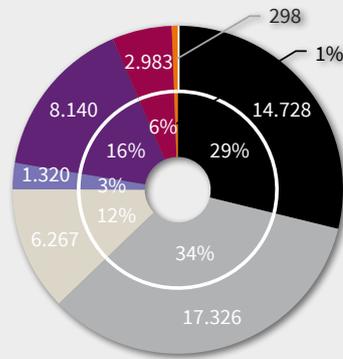
Desde la óptica del valor de los activos tanto en términos brutos como netos (GAV y NAV) son cuatro los segmentos – oficinas, mixto, residencial y retail – los que

agrupan en ambos casos más del 90% del valor de las carteras, pero es el sector hotelero el que experimenta el mayor crecimiento a cierre del ejercicio 2019.

En este sentido, la exclusión de Hispania del mercado ha sido compensada con creces por la entrada de otros vehículos especializados en este asset class.

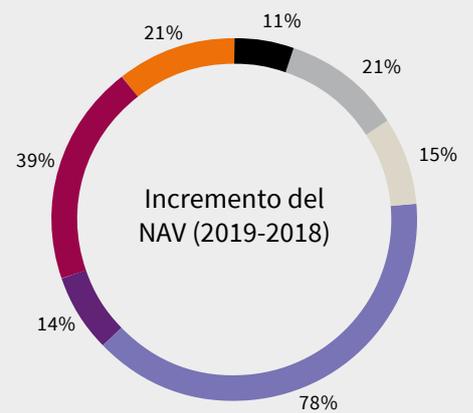
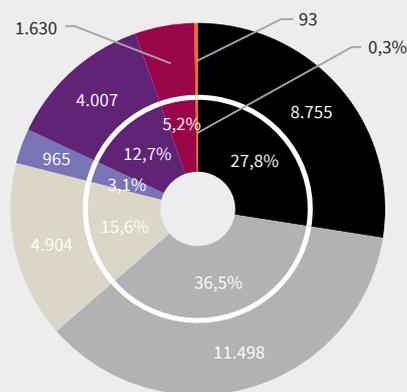


Distribución del GAV 2019 (M€ y %)



■ Mixto ■ Oficinas ■ Retail ■ Hotelero ■ Residencial ■ High Street ■ Logístico

Distribución del NAV 2019 (M€ y %)



■ Mixto ■ Oficinas ■ Retail ■ Hotelero ■ Residencial ■ High Street ■ Logístico

Fuente: JLL

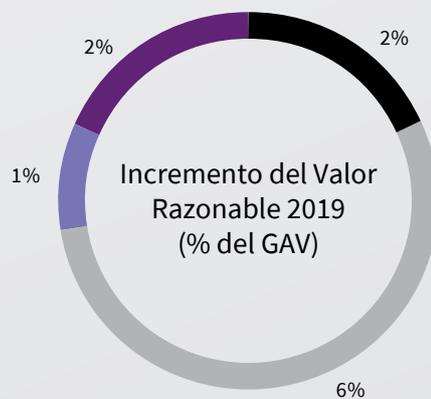
La positiva evolución de las magnitudes del sector inmobiliario a lo largo de 2019, su capacidad de inversión y la consideración de activo refugio de alguno de sus segmentos, el proceso continuo de compresión de rentas así como el incremento de las rentas y la disminución de los ratios de disponibilidad y desocupación, han dado lugar a que en el cierre de este año, las ganancias de capital (*capital*

gains) de las SOCIMIs que se rigen bajo el estándar internacional de contabilidad (o lo que se denomina incremento del valor razonable de los activos) ofrezcan una tendencia y valores positivos en 1.600 millones de euros, siendo nuevamente el segmento oficinas el que ha concentrado mayoritariamente el incremento de valor de los activos (más de 1.000 millones de euros, lo que supone un 6% del GAV del ejercicio),

seguido, a una significativa distancia, por el segmento mixto – inversiones en oficinas y logística principalmente – y el segmento residencial. No obstante, en este epígrafe, se aprecia una tendencia claramente a la baja en términos de crecimiento, llegando a un punto de agotamiento que la crisis del Covid-19 iniciada en marzo de este año puede potenciar en próximos ejercicios.



- Mixto
- Oficinas
- Retail
- Hotelerero
- Residencial
- High Street
- Logístico



El análisis del negocio de arrendamiento de cada uno de los segmentos considerados a lo largo del ejercicio 2019 muestra también signos positivos, aunque desigualmente repartidos. Los ingresos por rentas ascendieron a más de 2.000 millones de euros frente a los 1.900 del periodo anterior para el mismo perímetro, lo que lleva asociado un incremento del 7,5% anual. El conjunto de los ingresos viene concentrado mayoritariamente de los tres segmentos principales en los vehículos cotizados es decir, el segmento mixto y oficinas – prácticamente en un nivel muy similar – y retail, siendo los ingresos del resto de segmentos significativamente menores. Si bien el crecimiento global en su actividad de negocio es positivo, la descomposición por segmentos muestra un perfil diferenciado, en la medida en que son las SOCIMIs de

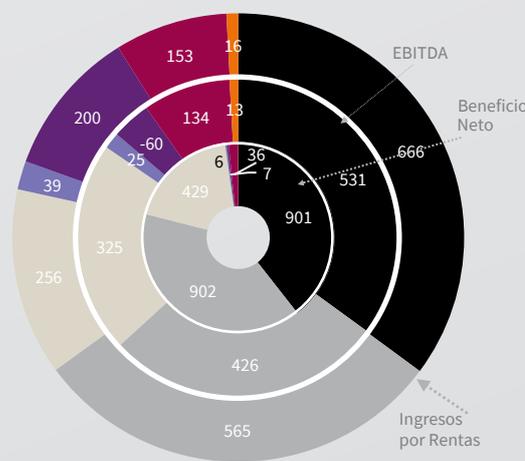
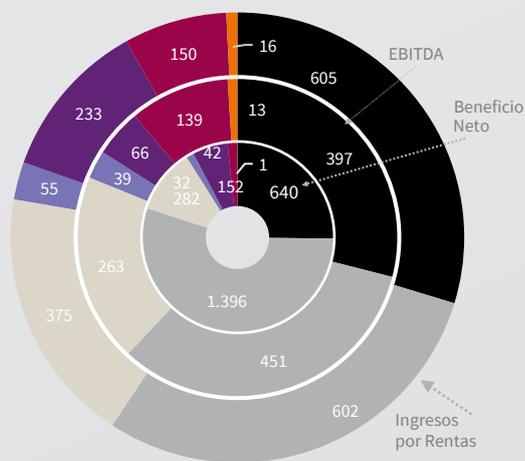
carácter mixto las que más sufren – 9% de caída – junto con la actividad de locales comerciales. Por el contrario, oficinas, hoteles, residencial y retail – en este caso por el crecimiento de Galerías Comerciales – muestran crecimientos importantes, en algunos casos de dos dígitos.

Atendiendo a la generación de beneficio recurrente, sin tener en cuenta ventas de activos y revalorizaciones de cartera (EBITDA), la foto distribuida por segmentos sigue el mismo patrón, aunque en este caso se aprecia una ligera caída entre los dos últimos ejercicios cercana al 2%. Si bien a lo largo de 2018 – y siempre considerando el mismo perímetro de análisis – los segmentos mixtos, oficinas y retail eran mayoritarios en términos de EBITDA, a lo largo de 2019 puede verse que, aun

siendo todavía mayoritarios – los tres suponen un 81% de la generación de EBITDA anual aunque mostrando caídas en mixto y retail – la contribución del resto de segmentos ha ido en aumento – 258 millones de euros frente a 113 del ejercicio 2018 – destacando sin duda el incremento en el sector residencial y hotelero. La contribución positiva del incremento de los valores razonables de los activos, junto con los efectos de la rotación de cartera, hacen a su vez que el sector SOCIMIs marque un récord en la generación de beneficio neto con un saldo final superior a los 2.500 millones de euros, lo que supone un incremento superior al 11% en un año. Sin embargo, en este caso, la concentración se produce en los tres segmentos más grandes – mixto, oficinas y retail – agrupando los tres el 90% de la generación de beneficio neto contable.

Ingresos por rentas, EBITDA y Beneficio Neto. M€ (2019)

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

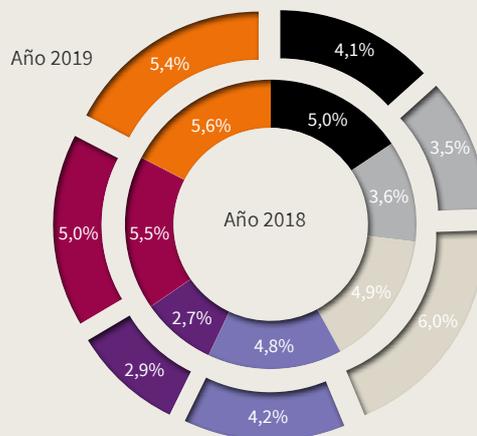


■ Mixto ■ Oficinas ■ Retail ■ Hotelero ■ Residencial ■ High Street ■ Logístico

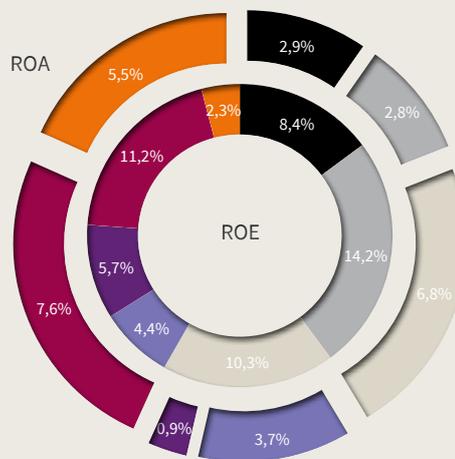
Fuente: JLL

La tendencia positiva a lo largo de 2019 del sector inmobiliario y de su atractivo para los inversores y ahorradores ha hecho que el proceso de compresión de yields de los últimos años siguiera avanzando, mostrando el mercado cotizado también este efecto en las yields brutas. Este proceso de compresión se ve claramente en el segmento mixto – con una reducción de 90 pb – junto con el hotelero y el segmento de locales comerciales – 62 y 52 pb respectivamente – mientras que, por el lado contrario, los segmentos de centros comerciales y residencial han experimentado incrementos significativos – 112 pb el primero y 17 pb el segundo – cuyo origen debe buscarse en razones bien distintas.

Yield Bruta sobre GAV 2019 vs 2018



ROA vs ROE 2019



- Mixto
- Oficinas
- Retail
- Hotelero
- Residencial
- High Street
- Logístico

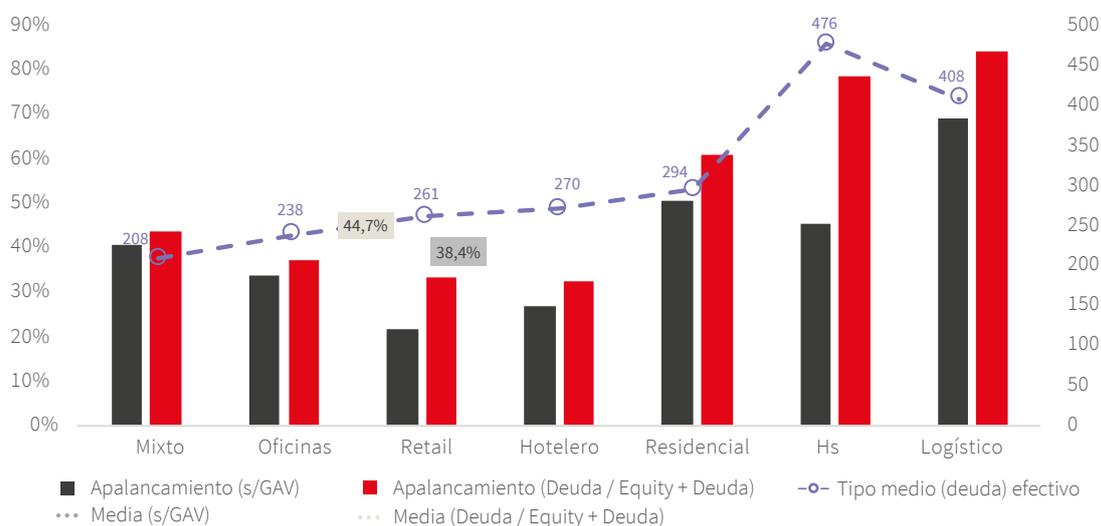
Fuente: JLL

Complementariamente a las rentabilidades inmobiliarias, las rentabilidades contables sobre activos muestran cómo el segmento Hight Street sigue siendo el de mayor rentabilidad anual seguido de retail y logístico. Pero en términos de rentabilidad sobre los recursos propios invertidos – ROE – es el segmento oficinas el que ofrece una mayor retribución anual a diferencia de lo que veíamos en el estudio anterior donde retail se situaba a la cabeza en ambos epígrafes.

Donde sí se aprecian importantes diferencias entre los segmentos es en la estructura financiera empleada y más concretamente en los diversos grados de apalancamiento que las cuentas anuales correspondientes a 2019 nos muestran. Si bien en términos medios ya hemos visto que el apalancamiento se ha reducido con respecto al año anterior – medido éste como deuda financiera neta entre el valor de mercado de los activos – alcanzando un nivel del 38%, tres segmentos – oficinas, retail (este como

consecuencia del efecto de Galerías Comerciales) y hotelero – se sitúan por debajo de la media, mientras que el resto muestran valores superiores. Puede apreciarse también, cómo a efectos de la financiación de los activos inmobiliarios, son el sector residencial y logístico por un lado, junto con oficinas por otro, los que cuentan con un mayor grado de atractivo para prestamistas, aunque a costes medios superiores por el efecto, en estos dos segmentos, de la financiación de los propios accionistas.

Apalancamiento (%). 2019



Fuente: JLL

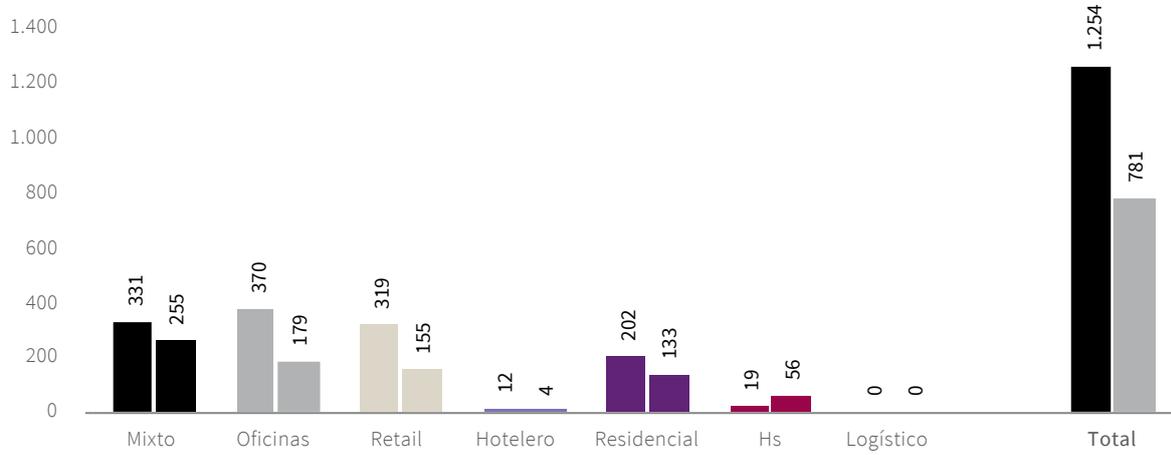
La generación de flujo de caja anual por la actividad – flujo de caja de explotación – ha alcanzado los 1.250 millones de euros en el año 2019, concentrada básicamente en los segmentos más consolidados y voluminosos – mixto, oficinas y retail – lo que ha permitido retribuir a sus accionistas mediante dividendos por importe de 1.000 millones de euros y rentabilidades entre el 4,3% y el 5,7%. Destaca también en este ámbito, el segmento residencial con más de 200 millones de euros abonados en formato dividendo -aunque concentrados, casi exclusivamente, en una sola entidad –,

así como la aportación residual, tanto en importe absoluto como relativo, del resto de segmentos.

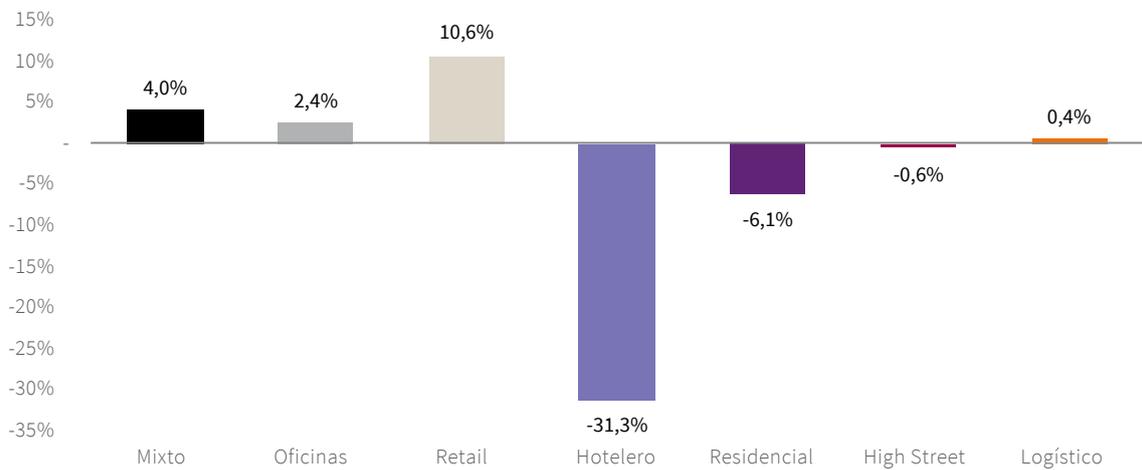
Por el contrario, el volumen de inversión efectuada a lo largo del 2019 sí se muestra muy repartido entre casi todos los segmentos. Si el análisis de las cuentas de 2018 para el mismo perímetro considerado ofrecía una concentración en el segmento residencial y oficinas, el ejercicio 2019, además de mostrar un volumen neto inferior y por debajo de la mitad del año anterior, ofrece un cierto equilibrio inversor entre todos los segmentos,

aunque son los vehículos de oficinas los que muestran una inversión neta negativa producto de la rotación de su cartera y a su vez una generación de caja mayor. Si focalizamos el análisis en la financiación de las inversiones vemos cómo nuevamente oficinas, acompañado por retail, han disminuido su volumen de financiación – propia y ajena – en términos netos, siendo el hotelero y residencial los que mayor apelación a accionistas y prestamistas han efectuado, y con ello reducido, las métricas de cash on cash para el accionista.

Dividendos pagados 2019 y 2018. M€

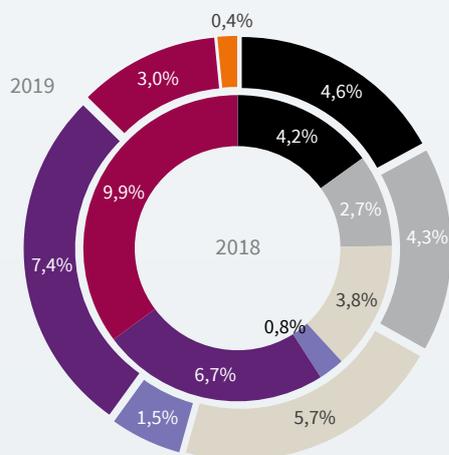


Cash on Cash 2019. %

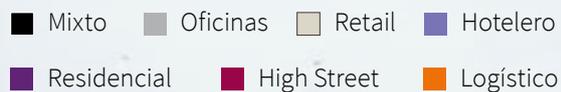
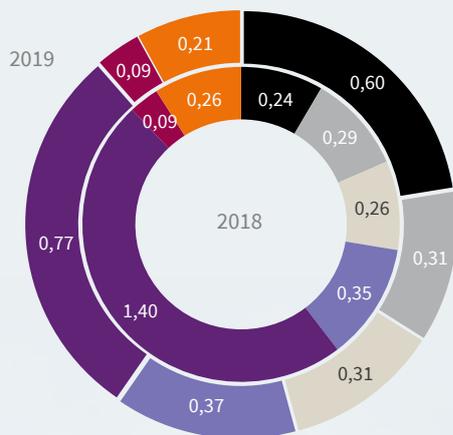


Fuente: JLL

Rentabilidad del Dividendo (%). 2019 y 2018



Eficiencia. 2019 y 2018



Fuente: JLL

Por último, es necesario también señalar la evolución de los niveles de eficiencia mostrada por cada uno de los segmentos, dado que se conforma, a nuestro entender, en uno de los ratios más importantes en la gestión de los vehículos SOCIMIs. Ya avanzábamos anteriormente que este ratio (cuanto menor importe mayor es la eficiencia) se ha visto claramente desmejorado con respecto al año anterior, pasando de niveles de 0,36 pb del perímetro en 2018 a 0,43 pb para 2019. De forma exclusiva ha sido el segmento residencial – con ganancias de 62 pb ligadas a su crecimiento en términos de economías de escala pero todavía con un nivel más ineficiente – acompañado del logístico – +5pb – los únicos que han mejorado en este parámetro mientras que, en el lado contrario, se sitúa el segmento mixto, que ha visto cómo desaparecían más de 30 pb de eficiencia ligada fundamentalmente a su caída de ingresos. No obstante, sigue siendo el segmento de locales comerciales – con una gestión comparativamente más sencilla – el más eficiente (menor ratio), seguido de los vehículos especializados en oficinas y retail.

DESGLOSE POR SEGMENTO INMOBILIARIO - 2019

Datos en millones de euros, % o indicado

TIPOLOGÍAS		MIXTO	OFICINAS	RETAIL	HOTELERO	RESIDENCIAL	HS	LOGÍSTICO	TOTAL (1)
MERCADO									
Valor de Mercado									
Capitalización Bursátil	M€	7.232	8.557	5.639	817	2.735	655	39	25.971
GAV	M€	14.728	17.326	6.267	1.320	8.140	2.983	298	51.062
NAV	M€	8.755	11.498	4.904	965	4.007	1.630	93	31.477
BALANCE DE SITUACIÓN - INVERSIONES									
Inversiones Inmobiliarias (BV neto).	M€	13.573	15.930	3.873	1.067	7.002	1.832	242	44.028
Increment. Valor Razonable	M€	361	1.034	17	19	182	0	-	1.612
Valor Razonable /Inv. Inmobiliarias	%	2,7%	6,5%	0,4%	1,8%	2,6%	-	-	3,7%
Valor Razonable/Valor de Mercado	%	5,0%	12,1%	0,3%	2,3%	6,7%	0,0%	-	6,2%
Patrimonio Neto	M€	7.656	9.862	2.726	732	2.668	371	39	24.189
DFN	M€	5.973	5.828	1.363	355	4.132	1.353	206	19.585
Caja	M€	299	615	303	90	321	106	8	1.756
Deudas a largo plazo	M€	6.184	5.768	1.613	426	4.250	1.384	206	20.216
Deudas a corto plazo	M€	88	675	53	18	203	76	8	1.125
CUENTA DE RESULTADOS - NEGOCIO									
Ingresos por rentas	M€	605	602	375	55	233	150	16	2.060
Otros ingresos	M€	15	37	5	1	4	1	1	64
Personal	M€	269	50	11	6	13	1	-	349
G. Explotación	M€	102	148	109	15	169	13	4	560
Servicios Exteriores	M€	42	78	60	11	144	10	3	349
<i>Svcos. Profesionales Independientes</i>	M€	17	21	3	8	57	2	2	111
<i>donde Comisión de Gestión /Admon</i>	M€	0	0	0	4	0	0	-	4
<i>Reparaciones y Conservación</i>	M€	3	16	0	0	27	0	0	46
<i>Suministros</i>	M€	5	3	1	1	6	0	0	16
<i>Otros gastos</i>	M€	12	11	21	1	49	5	0	101
Tributos	M€	56	49	9	4	17	2	1	138
Provisiones & Otros	M€	1	1	2	0	77	0	-	81
Amortización	M€	22	42	29	12	45	29	4	183
Resultado de Explotación	M€	374	409	234	27	22	110	10	1.210
EBITDA	M€	397	451	263	39	66	139	13	1.393
<i>Variación Valor Razonable II</i>	M€	361	1.034	17	19	182	0	-	1.612
<i>Gastos Financieros</i>	M€	131	154	44	12	131	69	9	577
Beneficio Neto	M€	640	1.396	282	32	152	42	1	2.539
Beneficio Neto Ajustado	M€	279	362	265	13	-30	42	1	927
FLUJO DE CAJA									
Dividendos	M€	331	370	319	12	202	19	0,2	1.254
Amortiz. Instrumentos Patrimonio (neto)	M€	-25,6	-134,9	-29,6	-241,7	-365,6	-21,6	0,0	-819
CF por explotación	M€	334,2	468,1	342,4	27,0	-44,2	73,7	7,8	1.230
CF por inversión	M€	-285,6	291,1	-231,4	-391,2	-260,4	-72,0	-1,9	-957
>>> Por pago inversiones	M€	-789,9	-558,1	-351,1	-403,2	-556,3	-86,6	-1,9	-2.759
>>> Por cobros desinversiones	M€	490,7	849,1	119,7	12,0	296,1	14,6	0,0	1.788
CF por financiación (E+D)	M€	13,1	-474,4	-92,5	395,3	395,3	4,3	-3,1	234
>>> Por Instrumentos de patrimonio	M€	25,6	134,9	29,6	241,7	365,6	21,6	0,0	819
>>> Por Emisión de deuda financiera	M€	1.726,8	662,5	219,6	198,6	478,7	71,7	0,0	3.366
>>> Por devolución y amortización de deuda	M€	-1.394,2	-884,1	-22,7	-28,1	-252,6	-86,4	-2,6	-2.682
>>> Por Pago de Dividendos	M€	-340,5	-387,9	-319,4	-12,3	-201,7	-19,4	-0,2	-1.282
Generación de Caja	M€	61,7	284,7	18,5	31,1	90,8	5,9	2,8	507,0
RENTABILIDADES									
Rentabilidad Activos inmobiliarios (ROA)	%	2,9%	2,8%	6,8%	3,7%	0,9%	7,6%	5,5%	3,2%
Rentabilidad Financiera (ROE)	%	8,4%	14,2%	10,3%	4,4%	5,7%	11,2%	2,3%	10,5%
Yield Bruta (sobre GAV)	%	4,1%	3,5%	6,0%	4,2%	2,9%	5,0%	5,4%	4,0%
Yield Neta (sobre NAV)	%	6,9%	5,2%	7,6%	5,7%	5,8%	9,2%	17,3%	6,5%
Rentabilidad Dividendo	%	4,6%	4,3%	5,7%	1,5%	7,4%	3,0%	0,4%	4,8%
Cash on Cash	%	4,0%	2,4%	10,6%	-31,3%	-6,1%	-0,6%	0,4%	1,8%
RATIOS									
Apalancamiento (s/GAV)	%	40,6%	33,6%	21,8%	26,9%	50,8%	45,4%	69,0%	38,4%
Apalancamiento (Deuda / Equity + Deuda)	%	43,8%	37,1%	33,3%	32,7%	60,8%	78,5%	84,0%	44,7%
Tipo medio (deuda) efectivo	p,b	208,5	238,3	261,3	270,8	294,6	476,0	408,2	270,5
RCl (Cobertura intereses)	x	3,6 x	4,0 x	8,9 x	3,2 x	0,7 x	2,1 x	1,9 x	2,1 x
MÁRGENES									
Margen EBITDA	%	64,1%	70,6%	69,3%	70,0%	28,1%	91,9%	78,7%	65,6%
Margen Neto	%	105,9%	231,8%	75,3%	58,6%	65,2%	27,7%	5,6%	123,3%
Eficiencia	x	0,60	0,31	0,31	0,37	0,77	0,09	0,21	0,43
PE (VM/BN)	x	11,3	6,1	20,0	25,3	18,0	15,8	4,383,5%	10,2
PE Ajustado (VN/BNa)	x	25,9	23,6	21,3	61,5	-90,4	15,8	43,8	28,0
EBITDA/CF_E	%	84,2%	103,8%	130,0%	68,8%	-66,6%	53,1%	58,0%	88,3%
Múltiplo EBITDA	x	18,2 x	19,0 x	21,4 x	20,8 x	41,3 x	4,7 x	294,4%	18,6 x
Múltiplo Ingresos	x	11,7 x	13,4 x	14,8 x	14,6 x	11,6 x	4,3 x	231,7%	12,2 x
Reval Activos / EBITDA	x	0,9 x	2,3 x	0,1 x	0,5 x	2,7 x	0,0 x	-	1,2 x
EBITDA / V.Mercado	%	5,5%	5,3%	4,7%	4,8%	2,4%	21,2%	34,0%	5,4%
EBITDA+Rev. / V.Mercado	%	10,5%	17,4%	5,0%	7,1%	9,1%	21,2%	34,0%	11,6%

(1) El sumatorio corresponde a la totalidad del mercado incluyendo la tipología Holding

DESGLOSE POR SEGMENTO INMOBILIARIO - 2018

Datos en millones de euros, % o indicado

TIPOLOGÍAS		MIXTO	OFICINAS	RETAIL	HOTELERO	RESIDENCIAL	HS	LOGÍSTICO	TOTAL (1)
MERCADO									
Capitalización Bursátil	M€	6.051	6.523	4.105	465	1.980	565	37	19.881
GAV	M€	13.307	15.513	5.262	812	7.452	2.760	284	45.390
NAV	M€	7.863	9.497	4.259	542	3.527	1.171	77	26.935
BALANCE DE SITUACIÓN - INVERSIONES									
Inversiones Inmobiliarias (BV neto).	M€	12.885	14.775	3.264	677	6.327	1.855	244	40.027
Increment. Valor Razonable	M€	637	830	96	1	213	0	-	1.778
Valor Razonable /Inv. Inmobiliarias	%	4,9%	5,6%	3,0%	0,1%	3,4%	-	-	4,4%
Valor Razonable/Valor de Mercado	%	10,5%	12,7%	2,3%	0,2%	10,8%	0,0%	-	8,9%
Patrimonio Neto	M€	7.209	8.521	2.475	415	2.202	303	39	21.186
DFN	M€	5.444	6.017	1.004	270	3.926	1.589	207	18.456
Caja	M€	203	226	271	38	231	116	5	1.091
Deudas a largo plazo	M€	5.537	5.740	1.258	300	4.103	1.607	206	18.752
Deudas a corto plazo	M€	109	502	18	8	54	97	6	795
CUENTA DE RESULTADOS - NEGOCIO									
Ingresos por rentas	M€	666	565	256	39	200	153	16	1.894
Otros ingresos	M€	17	26	189	0	3	1	1	237
Personal	M€	75	40	8	0	13	1	0	138
G. Explotación	M€	90	132	109	13	271	13	4	632
Servicios Exteriores	M€	41	84	90	11	249	9	3	487
<i>Svcos. Profesionales Independientes</i>	M€	17	21	49	9	162	2	2	262
<i>donde Comisión de Gestión /Admon</i>	M€	4	0	17	3	141	1	-	166
<i>Reparaciones y Conservación</i>	M€	4	4	0	0	30	0	0	39
<i>Suministros</i>	M€	4	3	0	0	2	0	0	10
<i>Otros gastos</i>	M€	11	23	11	1	47	5	1	100
Tributos	M€	49	48	11	3	18	3	1	132
Provisiones & Otros	M€	1	0	8	0	-2	-5	-	2
Amortización	M€	17	28	16	8	38	28	4	140
Resultado de Explotación	M€	514	398	308	17	-72	106	9	1.280
EBITDA	M€	531	426	325	25	-60	134	13	1.394
<i>Variación Valor Razonable II</i>	M€	637	830	96	1	213	0	-	1.778
<i>Gastos Financieros</i>	M€	127	189	37	9	81	71	9	522
Beneficio Neto	M€	901	902	429	6	7	36	0	2.283
Beneficio Neto Ajustado	M€	263	72	333	5	-206	36	0	505
FLUJO DE CAJA									
Dividendos	M€	254,7	178,8	155,1	3,6	132,7	55,7	0,3	781
Amortiz. Instrumentos Patrimonio (neto)	M€	37,3	-244,3	-50,3	-242,1	631,3	-1,8	0,0	130
CF por explotación	M€	290,4	263,5	130,8	15,2	-75,2	68,1	6,8	700
CF por inversión	M€	-111,9	-1.171,5	119,5	-467,7	-1.104,0	25,9	-3,1	-2.712
>>> Por pago inversiones	M€	-683,9	-1.492,6	-446,5	-477,6	-1.140,3	-1,1	-4,5	-4.246
>>> Por cobros desinversiones	M€	582,0	381,6	326,8	9,9	108,6	53,1	1,5	1.464
CF por financiación (E+D)	M€	431,0	-60,7	79,9	463,6	1.169,1	-72,9	-2,6	2.007
>>> Por Instrumentos de patrimonio	M€	-37,3	244,3	50,3	242,1	-631,3	1,8	0,0	-130
>>> Por Emisión de deuda financiera	M€	381,1	1.859,9	379,3	245,0	3.242,8	75,3	1,8	6.185
>>> Por devolución y amortización de deuda	M€	-554,3	-1.838,7	-196,7	-24,7	-1.309,0	-9,8	-3,9	-3.937
>>> Por Pago de Dividendos	M€	-254,7	-178,8	-155,1	-3,6	-132,7	-16,9	-0,3	-742
Generación de Caja	M€	609,4	-968,7	330,3	11,0	-10,1	21,1	1,2	-6
RENTABILIDADES									
Rentabilidad Activos inmobiliarios (ROA)	%	4,1%	2,9%	9,9%	3,7%	-0,9%	7,2%	5,4%	3,5%
Rentabilidad Financiera (ROE)	%	12,5%	10,6%	17,4%	1,5%	0,3%	12,0%	1,2%	10,8%
Yield Bruta (sobre GAV)	%	5,0%	3,6%	4,9%	4,8%	2,7%	5,5%	5,6%	4,2%
Yield Neta (sobre NAV)	%	8,5%	5,9%	6,0%	7,2%	5,7%	13,1%	20,6%	7,0%
Rentabilidad Dividendo	%	4,2%	2,7%	3,8%	0,8%	6,7%	9,9%	na	3,9%
Cash on Cash	%	0,3%	-1,6%	-1,0%	-29,8%	8,5%	-0,1%	na	4,3%
RATIOS									
Apalancamiento (s/GAV)	%	40,9%	38,8%	19,1%	33,2%	52,7%	57,6%	73,0%	40,7%
Apalancamiento (Deuda / Equity + Deuda)	%	43,0%	41,4%	28,9%	39,4%	64,1%	84,0%	84,3%	46,6%
Tipo medio (deuda) efectivo	p.b	224,51	302,10	290,23	302,11	194,64	415,79	na	267,20
RCI (Cobertura intereses)	x	2,3 x	1,4 x	3,5 x	1,6 x	-0,9 x	1,0 x	77,7%	1,3 x
MÁRGENES									
Margen EBITDA	%	77,8%	72,1%	73,0%	63,8%	-29,6%	87,2%	79,6%	65,4%
Margen Neto	%	135,3%	159,8%	167,9%	16,0%	3,6%	23,8%	2,8%	120,5%
Eficiencia	x	0,24	0,29	0,26	0,35	1,40	0,09	0,26	0,36
PE (VM/BN)	x	6,7	7,2	9,6	74,8	275,2	15,5	84,1	8,7
PE Ajustado (VN/BNa)	x	23,0	90,6	12,3	87,1	-9,6	15,5	84,1	39,4
EBITDA /CF_E	%	54,7%	61,9%	40,3%	60,6%	125,3%	50,6%	52,0%	50,2%
Múltiplo EBITDA	x	11,4 x	15,3 x	12,6 x	18,6 x	-33,0 x	4,2 x	284,2%	14,3 x
Múltiplo Ingresos	x	8,9 x	11,0 x	9,2 x	11,8 x	9,7 x	3,7 x	226,3%	9,3 x
Reval Activos / EBITDA	x	1,2 x	1,9 x	0,3 x	0,0 x	-3,6 x	0,0 x	-	1,3 x
EBITDA / V.Mercado	%	8,8%	6,5%	7,9%	5,4%	-3,0%	23,8%	35,2%	7,0%
EBITDA+Rev. / V.Mercado	%	19,3%	19,2%	10,3%	5,6%	7,7%	23,8%	35,2%	16,0%

(1) El sumatorio corresponde a la totalidad del mercado incluyendo la tipología Holding

Aunque la economía española se contrajo bruscamente en abril debido al Covid-19 y las medidas de contención a la movilidad impuestas por el Gobierno, los últimos datos muestran que la actividad se está ahora recuperando a medida que se levantan dichas restricciones.

El segmento de oficinas sigue siendo uno de los activos más tradicionales, líquidos y preferidos por los inversores tanto nacionales como internacionales. Cierto es, que tras estos meses se ha incrementado la incertidumbre con respecto al futuro de su comportamiento, ya no sólo en términos transaccionales sino también en cuanto al futuro de la alternativa del teletrabajo y con ello la necesidad de espacio actual o potencial, su impacto en las rentas o el aumento de la disponibilidad. Muchas preguntas inquietan a los inversores donde no existe una respuesta clara todavía. No obstante, lo que la realidad muestra es un comportamiento estable de las rentas en niveles de diciembre de 2019, si bien es cierto que los propietarios han mostrado mayor flexibilidad

a la hora de conceder carencias, bonificaciones y otros incentivos.

Las oficinas siguen siendo un producto de elevada inversión anual, con mucha competencia y escasez de producto, y aunque tras la situación provocada por la pandemia son muchos los inversores que están modificando sus criterios de inversión, sigue siendo un sector muy demandado. Es cierto que no toda la tipología de oficinas se ha comportado, ni lo hará de la misma manera. El producto más *Core*, con contratos a largo plazo, sigue siendo un activo muy demandado ya que la incertidumbre es prácticamente nula y cuenta con ingresos fijos asegurados. Por otro lado, si hablamos de producto *Value Add* e incluso *Oportunista*, donde la incertidumbre es mayor, hay que apostar por zonas más periféricas, crecimiento de rentas y en definitiva, reposicionamiento de los inmuebles o incluso desarrollos, esperamos mayores ajustes en precio, ya que oferta y demanda están aún lejos de cruzarse y la financiación o bien se ha encarecido y disminuido su grado de apalancamiento o bien es inexistente. Se trata de un segmento donde las

SOCIMIs han puesto su foco en los últimos años ya que mediante dicho reposicionamiento han obtenido un mayor recorrido en sus inversiones.

Los volúmenes de inversión en oficinas de los dos últimos años han alcanzado niveles máximos, lo que ha derivado en una disminución y compresión de las yields, situándose las prime yields en el entorno del 3% para los mejores activos y registrando valores máximos históricos en los *Capital Values*.

En definitiva, seguimos considerando el activo oficinas como uno de los segmentos estrella del sector inmobiliario y aunque se verá afectado por la situación provocada por la pandemia global y seguramente de forma parcial y asimétrica – en función de su tipología –, por cambios en los perfiles y usos tanto de inversores como de usuarios, sin duda seguirá siendo activo refugio para el inversor de Real Estate.

Oficinas

Paola Erhardt

Directora Capital Markets Oficinas

El mercado residencial se ha mostrado como uno de los segmentos que mejor está soportando la actual situación de incertidumbre. Es un mercado aún embrionario y con mucho recorrido, que está atrayendo el apetito del inversor institucional elevando así su exposición al sector inmobiliario. Si bien el sector residencial español tuvo un gran protagonismo dentro de Europa en el ciclo anterior, donde todo el producto que se construía se destinaba a la venta, la foto actual, algo más de una década más tarde, es totalmente distinta, perfilándose de una manera más parecida a la de otros países de nuestro entorno geográfico y económico.

En la actualidad, el parque de viviendas en España se distribuye a grandes rasgos en un 20% alquiler y un 80% vivienda en propiedad, frente al mayor equilibrio que existe en Europa, estando menos del 10% del producto alquilado en manos de compañías especializadas. Con vistas a medio plazo, se espera que España siga el camino de Irlanda, donde la vivienda en alquiler pasó de representar el 18% (en 2004) a situarse en el entorno del 30% (en los últimos tres años).

No obstante, el sector residencial en alquiler o PRS sigue enfrentándose a una de sus principales claves para permitir su continua expansión consistente en la

falta de producto fundamentalmente en el centro de las grandes ciudades para que éste pueda ser destinado íntegramente al alquiler profesional. En este sentido, las previsiones de JLL apuntan a que se crearán cerca de 120.000 nuevos hogares al año durante los próximos 15 años, de los cuales es previsible que un porcentaje creciente opte o necesite optar por el alquiler como régimen de acceso a la vivienda. Adicionalmente, dada la antigüedad del parque de viviendas en alquiler, es previsible que algunas de ellas vayan saliendo del mercado por obsolescencia.

Estos factores hacen prever que existan necesidades de viviendas en alquiler para hasta 100.000 hogares cada año. Esta estimación supone que una parte significativa de los nuevos hogares – en torno a un 50% –, pueda ser en alquiler y otros 40.000 estén sujetos a obsolescencia o salida del mercado de viviendas actualmente alquiladas. Estos factores, a su vez, se ven impulsados por el difícil acceso a la financiación de la primera vivienda, donde la contención de salarios y la deflación de los mismos con origen en la crisis anterior y todavía no del todo recuperada, hace que la población joven, además de contar con un sesgo cultural diferente, vea el alquiler como la opción más óptima.

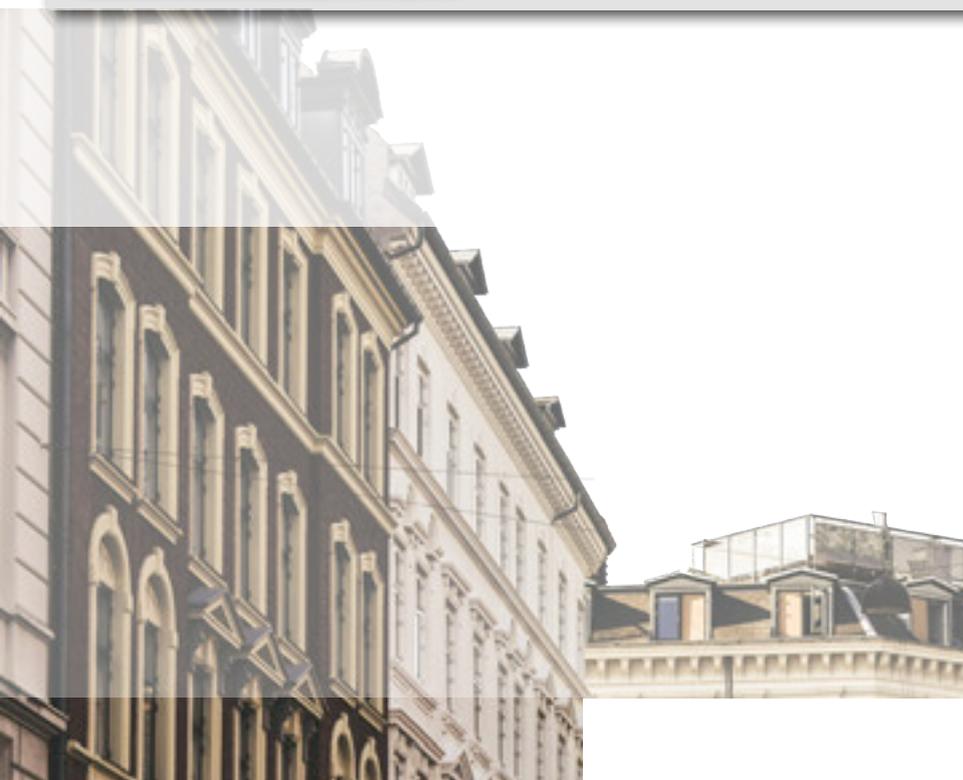
Dado el creciente interés de inversores institucionales en el sector, así como el ajuste de los modelos de negocio de los principales promotores nacionales respondiendo a una demanda creciente, el mercado BTR (*built to rent*) se está convirtiendo cada vez más en el punto de encuentro entre inversores y promotores, donde los primeros impulsan la financiación de la construcción mediante compromisos de compra a plazo que elimina el riesgo comercial y los segundos modifican sus criterios comerciales, de negocio y técnicos diseñando y construyendo un producto más apto para el alquiler que la venta.

Desde el punto de vista de regulación, además de la modificación de la LAU de 2019, cabe destacar que recientemente el gobierno central anunció la creación del Sistema Estatal de Índices de Alquiler de Vivienda – como medida de choque para impedir un crecimiento desmedido en precios –, si bien su implantación, medición y consecuencias generan muchas dudas, sobre todo en una situación de inestabilidad económica como la actual.

Residencial

Juan Manuel Pardo

Director Mercado Living



El sector retail vive sin duda desde hace algunos años un momento de gran transformación. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la crisis generada por el Covid-19 en realidad ha venido a acelerar un proceso de cambio que ya se vivía desde hacía años, consistente en la adaptación del segmento retail a distintos formatos, modelos de venta y relación con los clientes. Al haber vivido un periodo donde una gran mayoría de las tiendas físicas han permanecido cerradas, como consecuencia de las medidas sanitarias y las restricciones de movilidad para paliar los efectos de la pandemia, se ha podido testear su importancia para los consumidores así como los límites de la venta online. Y aunque es del todo imposible prever el futuro, sí creemos que hay pistas suficientes para analizar y obtener algunas conclusiones en lo que se refiere a la vertiente inmobiliaria de este segmento.

Una de las principales conclusiones es la importancia de la tienda física, que va mucho más allá de un sencillo y tradicional punto de venta. Una tienda es una parte de una larga red que sirve para presentar producto, trasladar una imagen de marca, entregar mercancía, recoger devoluciones y dar atención al cliente. Es un elemento relevante de toda

la cadena de suministro omnicanal.

Este cambio de papel de la tienda también conlleva transformaciones en el papel del inmobiliario. Con el crecimiento del comercio online, los retailers pueden reducir la dimensión de sus cadenas de tiendas físicas, pero sin obviar que la ubicación es cada vez más importante. No solamente hay que estar en zonas de elevado tránsito de potenciales consumidores, sino que además deben ser ubicaciones prácticas desde el punto de vista logístico y de cobertura de mercado. Las “menos tiendas” han de convertirse en “mejores tiendas”.

Para los inversores, el mensaje es claro. Se incrementa la polarización del Retail, donde el concepto prime sale cada vez más reforzado al igual que otros formatos, como parques de medianas, muy prácticos y donde se permite incrementar el potencial logístico de la gran dimensión de las tiendas. Como consecuencia, a la inversa, en las ubicaciones secundarias la mejor opción puede pasar por cambios de uso, dejando el Retail y cambiando a logística o residencial.

Finalmente, todo el *stress test* de Retail que hemos vivido también nos ha

permitido ver la fuerza y resiliencia de la distribución alimentaria, y en particular de los supermercados urbanos. Este es un formato muy apetecible para inversores, por la solidez financiera de los grandes grupos de alimentación, y por la tendencia reforzada de la búsqueda de ubicaciones urbanas por las cadenas de supermercados. Son sin duda activos atractivos sujetos, mayoritariamente, a contratos de arrendamiento a largo plazo y no expuestos a priori a las consecuencias directas e indirectas que la pandemia global puede tener sobre el sector inmobiliario.

En definitiva, este momento transformador que vivimos hace resaltar los factores más relevantes del Retail destacando aquellos formatos que efectivamente tienen un mejor y más claro futuro, pero a la vez, incrementando la velocidad de cambio en la concepción del segmento, proceso que ya estábamos viviendo con anterioridad, pero a un ritmo mucho más lento.

Retail

Augusto Lobo

Director Mercado Retail

En la coyuntura actual con la pandemia global del Covid-19 y las restricciones adoptadas por el Gobierno para su contención desde el punto de vista sanitario y a la movilidad de los ciudadanos, la economía española se ha visto bruscamente afectada con una caída sin precedentes del PIB en el segundo trimestre del año y presenta grandes incertidumbres en cuanto a la velocidad de recuperación en los próximos trimestres.

En este contexto económico, el sector High Street y por ende las SOCIMIs cuyo mayor componente son los locales comerciales en calle se han visto muy perjudicados durante esta crisis actual. La etapa del confinamiento ha provocado el cierre de algunos negocios que no han vuelto a abrir sus puertas al no haber logrado superar la crisis y ha obligado a otros a renegociar sus contratos acordando rentas más ajustadas y bonificaciones que les permitan

seguir adelante en esta etapa.

Ante esta situación, la reacción de los propietarios de locales ha sido potenciar la flexibilidad, dando el suficiente aire a sus arrendatarios antes de ejercitar otro tipo de medidas más severas acordes con las cláusulas contractuales, manteniendo con ello los locales. La situación, sin precedentes, no merecía otro tipo de medidas.

No obstante, esta crisis está siendo asimétrica en lo que respecta a su impacto en el segmento High Street. Las zonas más afectadas están siendo las secundarias, donde la presencia de locales vacíos es cada vez mayor. Se trata de inmuebles con elevada gestión y un perfil value add, que se conforman los primeros en recibir el impacto del mercado. Por el contrario, el efecto en aquellas zonas prime y locales de carácter core, el impacto es mínimo, dando una mayor tranquilidad a los

inversores. Este es el caso de alguna transacción reciente, de volumen de inversión alto y ubicación en una de las principales calles comerciales de España, donde la transacción se ha cerrado a niveles de yield del 3%, en línea con los niveles anteriores a la crisis en este segmento.

En definitiva, toda crisis genera oportunidades y el segmento HS no escapa a esta tónica general. Serán los inversores institucionales tanto nacionales como extranjeros, SOCIMIs y los grandes patrimonios, los que podrán aprovechar potenciales inversiones con elevada rentabilidad a precios más competitivos.

HS

Patricia Fías

Directora Inversión High Street

El mercado inmobiliario logístico se ha consolidado como uno de los principales destinos de inversión para los inversores nacionales e internacionales, y ya no hablamos de un subsector dominado por los grandes especialistas, únicos interesados en este tipo de producto hasta hace escasos años. Los principales motivos para este creciente interés son las rentabilidades atractivas que ofrecen, en el caso de España bastante por encima de Alemania, Reino Unido y Francia, y el enorme crecimiento potencial de la demanda de espacios logísticos en el mercado español, con el auge del comercio electrónico como pilar fundamental.

Otros aspectos que han favorecido al sector logístico son su enorme liquidez en el mercado, la rapidez en la construcción, certidumbre en el delivery, escaso mantenimiento de los edificios, property management muy limitado en los casos de grandes plataformas y la aceptación gradual de los contratos triple neto por los que los inquilinos se responsabilizan no solo del pago de la renta sino también del resto de costes relacionados con comunidades, tasas e impuestos.

Si a los factores anteriores le añadimos la obsolescencia de gran parte del stock

logístico, podemos entender el alto volumen de promoción de parques logísticos en nuestro mercado en los últimos años. La logística española tiene mucho potencial pero tiene un tamaño muy pequeño comparado a los grandes mercados europeos, y el desequilibrio entre las expectativas de crecimiento de los grandes fondos y la oferta existente ha generado el interés promotor, que tampoco estuvo nunca como prioridad en ese tipo de capital.

Este escenario positivo pre-covid no se ha visto alterado de forma drástica durante el periodo de confinamiento, y lo que es más interesante, las expectativas para el sector siguen siendo muy optimistas.

El principal punto positivo es que la demanda de espacios logísticos entra en una nueva dimensión. El *ecommerce* ha crecido mucho en los últimos meses por motivos obvios y no se trata de un fenómeno coyuntural, sino que empresas que todavía no habían iniciado sus negocios online, se han visto forzadas a ejecutar planes de actuación en tiempo récord. Destacan por su dinamismo los sectores de alimentación y textil, así como las empresas farmacéuticas. La pandemia les obligará a acelerar sus planes de

inversión en tecnología teniendo su repercusión en el mercado inmobiliario al utilizar esos activos como mecanismo para apalancar las inversiones.

El crecimiento de plataformas logísticas last mile es otro de los retos que está generando el crecimiento imparable del *ecommerce*. Ya estamos viendo la construcción de nuevas promociones de naves y veremos adaptaciones de edificios existentes y transformación de zonas de retail para poder atender la demanda. Los edificios automatizados serán el siguiente paso junto con la transacción de activos industriales – fábricas – con contratos de arrendamiento a muy largo plazo, en aras de encontrar los recursos financieros necesarios para seguir creciendo o incluso la separación y encapsulación del riesgo operativo y del riesgo inmobiliario. En definitiva, factores que aceleran un cambio de paradigma que permite otorgar al sector logístico, en su sentido amplio, un ramo de nuevas oportunidades.

Logística

Pere Morillo

Director Mercado Industrial y Logístico y
Director Oficina Barcelona



España se ha constituido siempre como uno de los mercados turísticos más importantes del mundo, recibiendo año tras año más de 80 millones de turistas. En Europa, España ocupa el segundo lugar en términos de llegadas internacionales, justo por detrás de Francia con 90 millones de euros. La actividad turística constituye una de las actividades económicas más importantes en lo que respecta a la generación de riqueza nacional, con un 12% del PIB. Han sido y son las cadenas hoteleras españolas, muchas ya constituidas como empresas multinacionales, las líderes del sector y uno de los principales motores de innovación de la industria.

Desde el punto de vista de la inversión en activos hoteleros, España cerró el ejercicio 2019 como tercer país europeo receptor de inversión institucional, con más de 2.400 millones de euros – por detrás de Reino Unido y Alemania. Contrariamente a lo acaecido en los últimos años, fueron en 2019 los inversores locales los que aportaron más del 50% del volumen de inversión efectuado, donde las SOCIMIs cotizadas – caso de Millenium y Atom – y no cotizadas todavía – Mazabi – han tenido un fuerte protagonismo inversor sobre la base, siempre de adquisiciones con contratos de arrendamiento a largo plazo.

El sector turístico ha sido el más afectado por el Covid-19 crisis

(*) Fuente: Simon-Kucher & Partners

provocada por las restricciones a la movilidad global y cuarentenas impuestas a viajeros. Como un mercado que depende en gran medida de la demanda internacional, se prevé que España perderá 54 millones de turistas internacionales* en 2020, una caída del 65% en comparación con 2019. La reacción del Gobierno, mediante la puesta en marcha de herramientas económicas y laborales – préstamos ICO y Expedientes de Regulación Temporal de Empleo (ERTE) – ha permitido durante los primeros meses de la pandemia dar oxígeno financiero a las compañías proveyendo de una liquidez necesaria para mantener las estructuras empresariales. La temporada de verano ha demostrado la resistencia del sector de ocio, impulsado en gran parte por la demanda local. Esto ha permitido a los propietarios compensar las pérdidas de los hoteles urbanos de su cartera, la mayoría de los cuales permanecen cerrados desde el principio de la crisis con planes de reabrir en septiembre.

Aunque la situación actual ha sido perjudicial para el sector hotelero con una caída del 25% en volúmenes de transacciones hoteleras durante el primer semestre del 2020, al mismo tiempo esto podría resultar en grandes oportunidades en el mundo de la inversión hotelera. En este sentido, grandes inversores institucionales y HNWI's – grandes patrimonios individuales – a pesar

de que pueden ajustar ligeramente su coste de capital, todavía están interesados en desplegar su capital en activos *core* y *core plus*. Operaciones en formato *sale&lease back* con los activos hoteleros de las mejores cadenas, en excelentes ubicaciones y con buena operativa, se verán potenciadas en los próximos meses ante una falta de ingresos recurrente, entrada de caja y mantenimiento de costes de estructuras. Dependiendo de la duración de las iniciativas gubernamentales mencionadas anteriormente veremos también operaciones en formato *distress*, como consecuencia de la caída de los valores de mercado de los activos inmobiliarios y por ende la ruptura de los *covenants* de las financiaciones ligadas a ellos.

En este escenario, las SOCIMIs especializadas en esta tipología de activos, con una buena combinación de riesgos – hoteles costa vs urbanos – tienen una gran oportunidad de crecimiento en un segmento que, pese a la situación actual, se recuperará con fuerza. Esta misma conclusión es válida para que la industria camine nuevamente hacia una concentración del sector con el objetivo de alcanzar economías de escala en la gestión.

Hoteles

Ana Ivanovic

Directora Capital Markets Hoteles



El mercado de SOCIMIs por tamaño

El segundo análisis supone la distribución de la totalidad de los vehículos SOCIMIs en función de su capitalización bursátil a cierre de junio de 2020, distribuyendo los vehículos¹⁹ entre cuatro categorías: **Grande** con valor de mercado por encima de los 1.000 millones de euros; **Mediana** para aquellos entre los 999 millones y 200 millones de euros; **Pequeña** para los vehículos con capitalización bursátil comprendida entre 199 millones de euros y 50 millones de euros; y **Micro** para todos aquellos con un valor bursátil inferior a los 50 millones de euros.



Categoría: Grande (CB>1.000M€)	CB (Jun 2020)	CB 2019
Colonial	3.983.620	5.772.184
General de Galerías Comerciales	3.744.000	3.744.000
Merlin Properties	3.466.908	6.008.368
Gmp Property	1.109.208	1.090.083

Categoría: Mediana (200M€<CB<999M€)	CB (Jun 2020)	CB 2019
Testa Residencial Socimi SA	839.916	846.529
Zambal Spain	768.748	794.588
Vivenio Residencial Socimi SA	643.666	503.126
Castellana Properties Socimi SA	612.524	603.897
Lar España Real Estate	407.059	643.172
Atom Hoteles Socimi S.A.	326.116	355.176
Albirana Properties U	324.269	324.269
St Croix Holding Immobilier	291.619	336.141
Arima Real Estate Socimi SA	250.179	321.252
Trivium Real Estate Socimi SA	247.000	249.000
Millenium Hotels Real Estate SL	243.000	270.000

Categoría: Pequeña (199M€<CB<50M€)	CB (Jun 2020)	CB 2019
URO Socimi Property Holdings SA	184.449	192.547
Olimpo Real Estate	178.009	194.728
La Finca Global Assets Socimi SA	170.178	170.934
Inversiones Doalca	159.242	159.242
Euro Cervantes Socimi SA	155.000	155.000
Fidere Patrimonio	145.070	145.070
Meridia Real Estate III	144.814	134.996
Torimbia Socimi SA	144.358	144.358
ISC Fresh Water Investment SA	141.693	145.442
Tempore Properties Socimi SA	135.370	136.724
Trajano Iberia Socimi SA	120.903	138.682
Mansfield Invest Socimi, S.A.	112.776	115.440
AM Locales Property Socimi SA	110.616	110.616
Serrano 61 Desarrollo Socimi SA	106.000	106.000
Euripo Socimi SA	103.000	110.000
Vitruvio Real Estate Socimis SA	102.509	108.317
Grupo Ortiz Properties	100.238	105.806
Entrecampos Cuatro	96.764	97.858
Torbel Investments 2015 Socimi SA	87.789	0
Veracruz Properties Socimi SA	85.222	80.319
Elaia Investment Spain	79.612	112.924
Elix Vintage Residencial Socimi SA	74.275	52.270
Optimum RE Spain	65.500	65.500
Hipanoltes Inversiones Socimi SA	63.697	63.697
Optimum III Value-Added Residential	62.135	66.457
Arrienda Rental Properties Socimi, S.A	58.520	56.872
Tander Inversiones Socimi SA	51.897	51.111

Categoría: Micro (CB<49M€)	CB (Jun 2020)	CB 2019
Home Capital Rentals Socimi, S.A.	48.925	0
AP67 Socimi SA	48.733	50.863
Vbare Iberian Properties Socimi SA	48.732	48.371
Quonia Socimi SA	48.597	48.597
Hadley Investments U	39.455	39.667
Urban View Development Spain Socimi SA	38.227	38.227
Greenoak Spain Hol. Socimi II, S.A.	37.592	98.266
JABA I Inversiones Inmobiliarias Socimi SA	37.027	34.713
Mercal Inmuebles Socimi SA	36.796	33.669
Persepolis Investments 1 Socimi SA	36.649	0
Inmofam 99 Socimi SA	36.186	37.510
Inbest Prime IV Inmuebles Socimi SA	36.124	0
Barcino Property Socimi SA	34.712	33.775
Mistral Patrimonio Inmobiliario Socimi SA	33.165	33.165
Azaria Rental Socimi SA	33.097	29.552
Galil Capital RE Spain Socimi SA	32.591	32.591
Previsión Sanitaria Nacional Gestión Socimi SA	31.870	31.870
P3 Spain Logistic Parks Socimi SA	29.952	30.754
Almagro Capital Socimi SA	27.275	26.301
Inbest Prime I Inmuebles Socimi SA	26.367	0
Mistral Iberia Real Estate SA	25.313	0
RREF II AL Breck Socimi SA	23.256	21.336
Numulae Gestion de Servicios Socimi SA	20.485	18.099
Park Rose Socimi SA	20.367	15.470
Gore Spain Holdings Socimi I SAU	16.497	16.990
Student Properties Spain Socimi SA	14.300	14.960
Advero Properties Socimi, S.A.	14.174	13.034
Inbest Prime III Inmuebles Socimi SA	13.621	0
Excem Capital Partners Sociedad de Inversión Residencial SL	11.630	14.962
Corona Patrimonial	10.865	47.345
Corpfin Capital Prime Retail II Socimi SA	10.770	11.061
Quid Pro Quo Alquiler Seguro Socimi SA	10.607	11.137
Inbest Prime II Inmuebles Socimi SA	8.597	0
Gavari Properties Socimi, S.A.	8.313	0
Tarjar Xairo Socimi SA	8.288	8.669
Corpfin Capital Prime Retail III Socimi SA	6.699	6.699
GO Madrid Benz Socimi SA	4.950	2.420

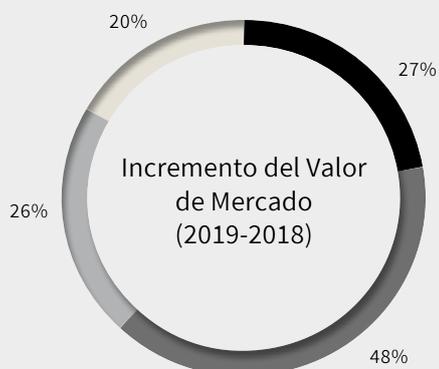
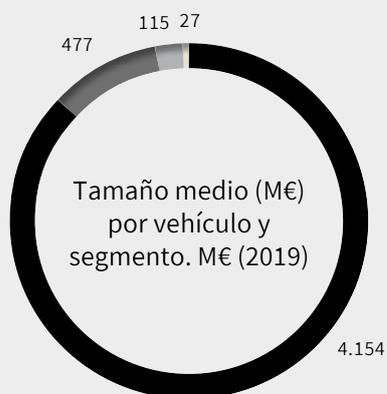
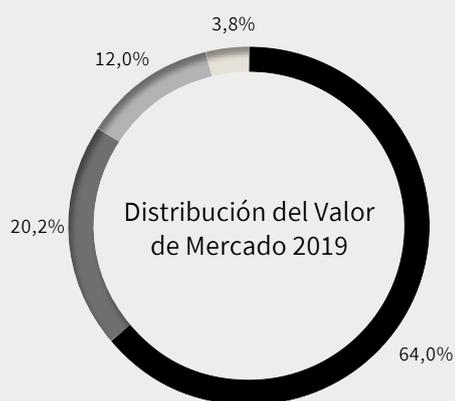
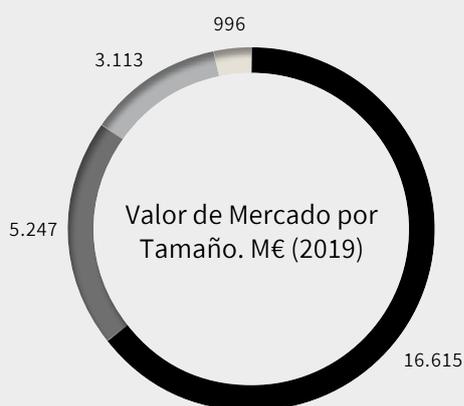
¹⁹ Distribución realizada en función de la capitalización bursátil (CB) a cierre de junio de 2020. Se incluyen las SOCIMIs holding – aquellas cuyos activos son acciones de otras SOCIMIs - a efectos de valor de mercado pero no a efectos de los epígrafes contables, márgenes y ratios de sus cuentas anuales correspondientes a 2019.



Dado el grado de concentración que ya pudimos analizar al inicio de este apartado, el 81% (64) de los vehículos SOCIMIs corresponden a las dos últimas

categorías con un valor bursátil por debajo de los 200 millones de euros concentrando apenas el 15% del total del mercado y dando con ello

a tamaños medios individuales muy reducidos que apenas alcanzan los 23 millones de euros.



■ Grande ■ Mediana ■ Pequeña ■ Micro

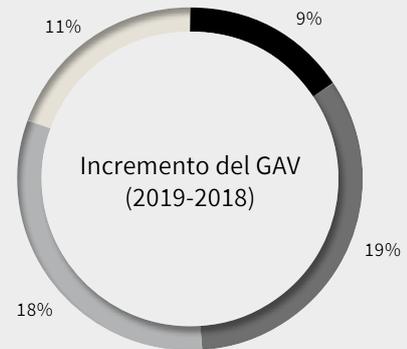
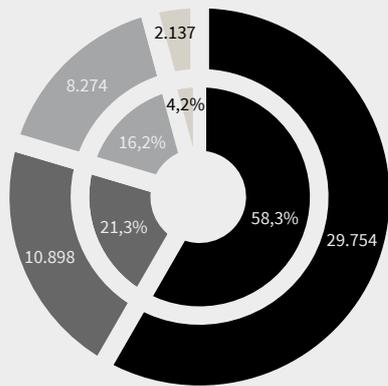
Fuente: JLL

El análisis de las carteras de activos en términos de su valor ofrece resultados análogos en la medida en que el valor bruto y neto de los activos está concentrado en los vehículos grandes y medianos, no

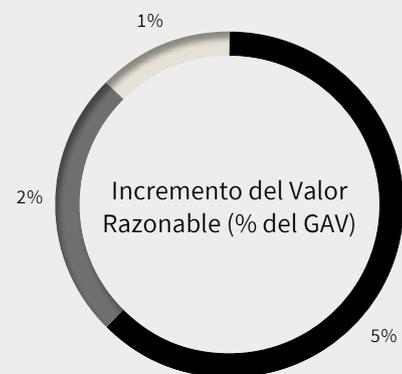
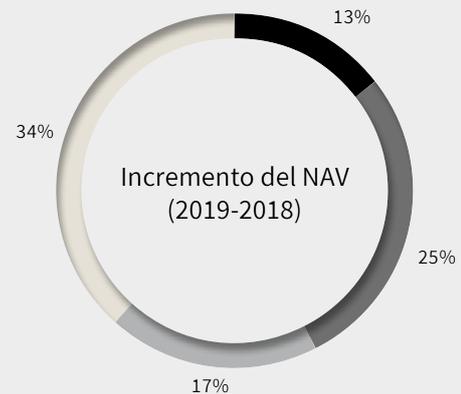
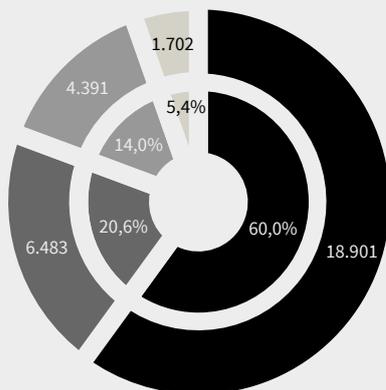
llegando las otras dos categorías a un peso del 20% del total, aunque son estas dos categorías más pequeñas las que experimentan un mayor crecimiento en ambos epígrafes. Idéntica conclusión ocurre bajo el

prisma del análisis del incremento del valor razonable (revalorización de la cartera) en la medida en que son las grandes carteras las que registran su contabilidad bajo estándares internacionales.

Distribución del GAV 2019 (M€ y %)



Distribución del NAV 2019 (M€ y %)



■ Grande ■ Mediana ■ Pequeña ■ Micro

Fuente: JLL

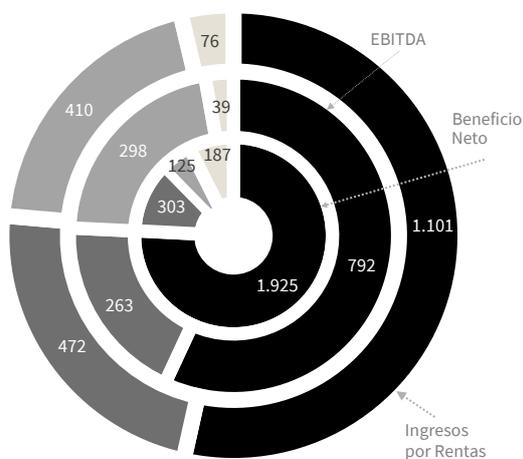
La concentración se reproduce también en términos de negocio tal y como se desagrega en los gráficos siguientes. No obstante, son las SOCIMIs medianas y pequeñas las que en proporción han incrementado más sus ingresos con respecto a los del ejercicio 2018 – +38% y +31% respectivamente – frente a las

más grandes y las micro – -4% y -19%– ofreciendo una tendencia similar en términos de beneficio operativo EBITDA.

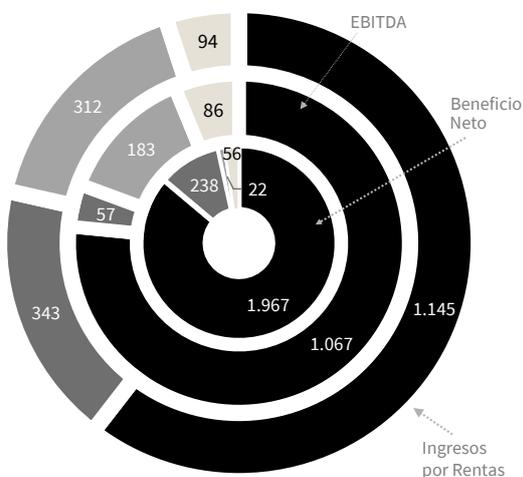
Desde la óptica de las rentabilidades inmobiliarias han sido las categorías grande y micro las que se han visto más influenciadas por el proceso de

compresión de yield ejercido por el mercado, viendo ambas cómo su yield bruta sobre el GAV se ha reducido notablemente. Por el contrario, han sido las dos categorías medias las que han conseguido incrementar sus yields a lo largo de 2019 y mantenerlas por encima de la media del mercado.

Ingresos por rentas, EBITDA y Beneficio Neto. M€ (2019)



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



■ Grande ■ Mediana ■ Pequeña ■ Micro

Fuente: JLL

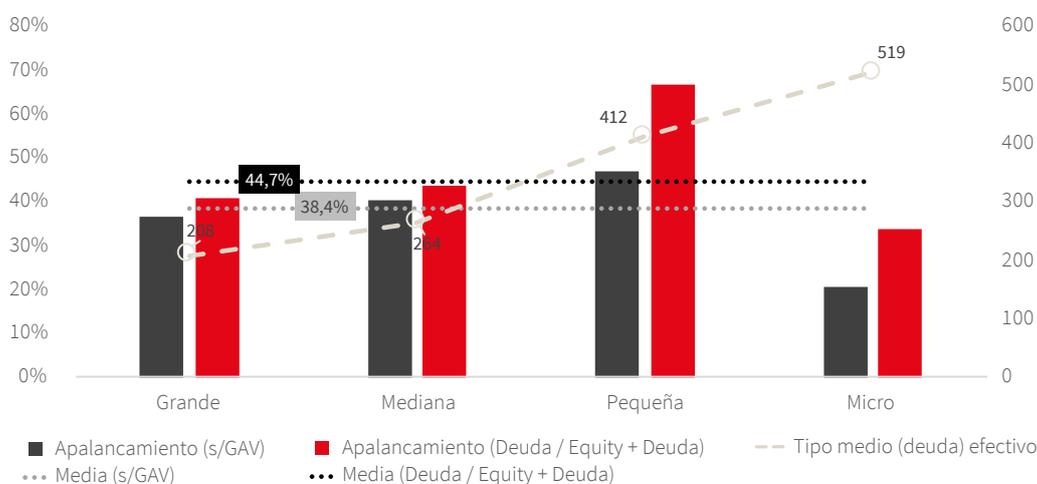
En el caso de las rentabilidades contables, tanto sobre activos como sobre recursos invertidos, es la categoría mediana la que presenta una rentabilidad sobre activos inferior al resto y al conjunto del mercado, mientras que son las pequeñas las que batan al mercado por segundo año consecutivo. En términos de rentabilidad sobre los recursos, salvo medianas y

pequeñas, el resto se sitúa por encima de la media del mercado, destacando las micro por el peso de la revalorización de sus carteras sobre su beneficio neto y éste, en términos relativos, sobre sus fondos propios.

Tan sólo son las SOCIMIs de tamaño pequeño las que presentan un perfil

de apalancamiento consistentemente superior a la media del mercado mientras que el resto de las categorías se sitúan en niveles de endeudamiento sobre GAV inferior al 39% del conjunto del mercado, con especial mención a la categoría más pequeña cuyo endeudamiento relativo al valor de sus activos es muy reducido.

Apalancamiento (%). 2019



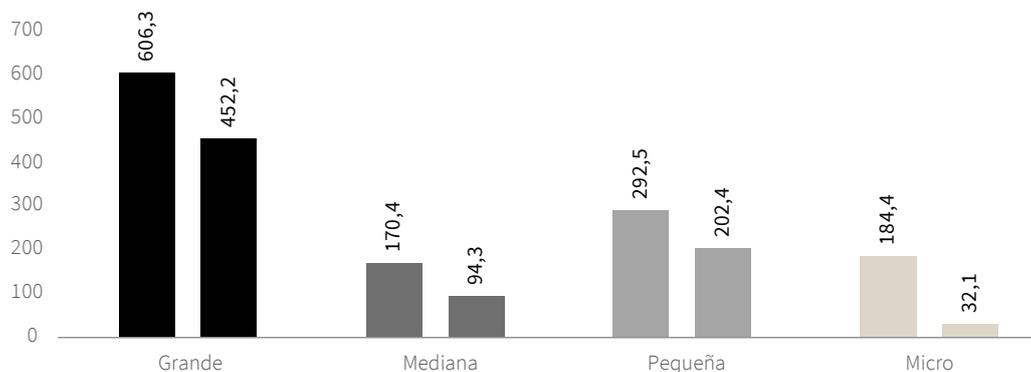
Fuente: JLL

El volumen de inversión anual en términos de caja y la apelación a los recursos ajenos se ha concentrado en más de un 80% y un 75% respectivamente en las dos categorías de mayor valor, pero todas ellas muestran un flujo de caja

de explotación positivo que, junto con el efecto neto de la financiación y la menor cuantía dedicada a las inversiones, ha permitido incrementar significativamente el retorno a los accionistas a través de los dividendos. En este sentido, destaca de forma

sorprendente la rentabilidad al accionista ofrecida en 2019 por la categoría micro al mostrar valores de dos dígitos. No obstante, este efecto se debe al reparto de ventas de los activos de la cartera de varias SOCIMIs consideradas en esta categoría²⁰.

Dividendos pagados 2019 y 2018 M€

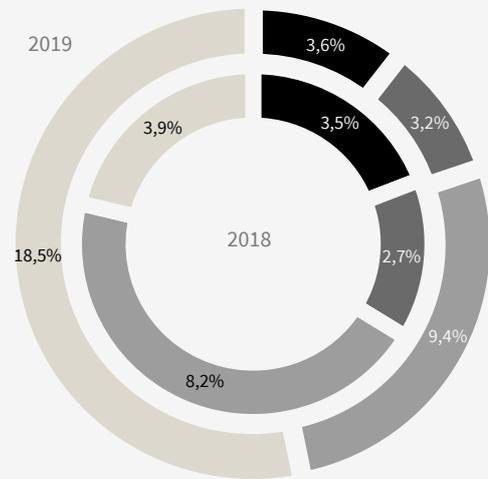


Fuente: JLL

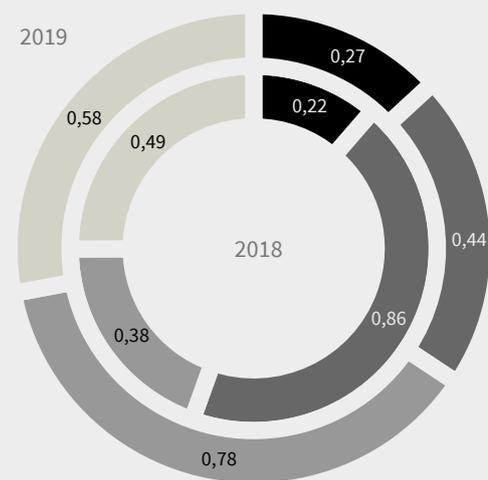
²⁰ Es el caso de las ventas de activos producidas a lo largo del año por las SOCIMIs Go Madrid, Corona, All break y Gore Spain entre otras. Asimismo, este hecho tiene un doble impacto en la medida en que la venta de los activos y su consecuente disminución de GAV tienen su impacto en el valor bursátil y por lo tanto en la categorización que sirve a efectos de este análisis. En este sentido, Corona y Go Madrid pasan a formar parte de la categoría Micro cuando en el informe anterior se situaban en la categoría Pequeña.

Desde el punto de vista de la eficiencia, son las SOCIMIs consideradas como medianas las que peor resultado obtienen al casi duplicar la eficiencia del conjunto del mercado en 2019 y mostrar un registro más negativo que el año pasado. Adicionalmente, siguen siendo las grandes SOCIMIs las que obtienen una mejor nota, aunque todas, salvo los vehículos de tamaño mediano, marcan registros peores que los del año precedente para el mismo perímetro analizado, como consecuencia de una mayor estructura de costes en función de la generación de ingresos.

Rentabilidad del Dividendo (%). 2019 y 2018

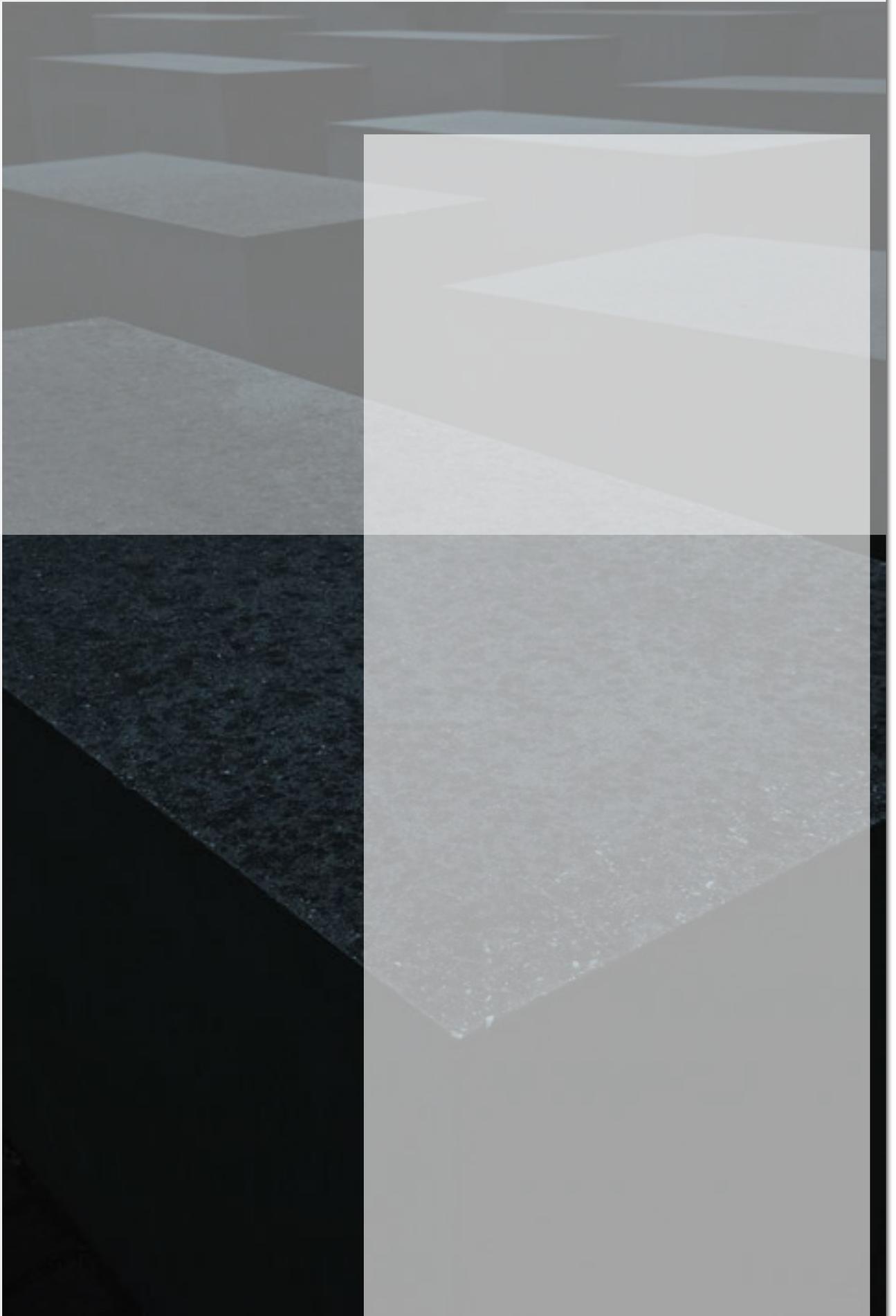


Eficiencia (%). 2019 y 2018



■ Grande ■ Mediana ■ Pequeña ■ Micro

Fuente: JLL



DESGLOSE POR SEGMENTO INMOBILIARIO - 2019

Datos en millones de euros, % o indicado

Número de SOCIMIs en cada segmento

TIPOLOGÍAS		4 # 's	11 # 's	27 # 's	37 # 's	79 # 's
		Grande (CB>1000M€)	Mediana (200M€<CB<999M€)	Pequeña (199M€<CB<50M€)	Micro (CB<49M€)	TOTAL
MERCADO						
Valor de Mercado						
Capitalización Bursátil	M€	16.615	5.247	3.113	996	25.971
GAV	M€	29.754	10.898	8.274	2.137	51.062
NAV	M€	18.901	6.483	4.391	1.702	31.477
BALANCE DE SITUACIÓN - INVERSIONES						
Inversiones Inmobiliarias (BV neto).	M€	26.430	10.221	6.209	1.168	44.028
Increment. Valor Razonable	M€	1.367	225	6	15	1.612
Valor Razonable /Inv. Inmobiliarias	%	5,2%	2,2%	0,1%	1,3%	3,7%
Valor Razonable/Valor de Mercado	%	8,2%	4,3%	0,2%	1,5%	6,2%
Patrimonio Neto	M€	15.730	5.666	1.933	860	24.189
DFN	M€	10.853	4.414	3.882	435	19.585
Caja	M€	633	669	310	144	1.756
Deudas a largo plazo	M€	10.769	4.921	3.993	532	20.216
Deudas a corto plazo	M€	717	162	199	47	1.125
CUENTA DE RESULTADOS - NEGOCIO						
Ingresos por rentas	M€	1.101	472	410	76	2.060
Otros ingresos	M€	22	6	20	16	64
Personal	M€	120	31	195	3	349
G. Explotación	M€	186	181	142	51	560
Servicios Exteriores	M€	85	118	113	33	349
<i>Svcs. Profesionales Independientes</i>	M€	19	38	39	15	111
<i>donde Comisión de Gestión /Admon</i>	M€	0	4	0	0	4
<i>Reparaciones y Conservación</i>	M€	3	18	16	9	46
<i>Suministros</i>	M€	1	2	11	1	16
<i>Otros gastos</i>	M€	19	48	27	8	101
Tributos	M€	85	21	27	5	138
Provisiones & Otros	M€	3	4	74	0	81
Amortización	M€	20	59	89	15	183
Resultado de Explotación	M€	772	204	210	25	1.210
EBITDA	M€	792	263	298	39	1.393
<i>Variación Valor Razonable II</i>	M€	1.367	225	6	15	1.612
<i>Gastos Financieros</i>	M€	240	135	173	30	577
Beneficio Neto	M€	1.925	303	125	187	2.539
Beneficio Neto Ajustado	M€	558	78	119	172	927
FLUJO DE CAJA						
Dividendos	M€	606	170	292	184	1.254
Amortiz. Instrumentos Patrimonio (neto)	M€	4,0	-781	-23	-18	-818
CF por explotación	M€	906	164	135	24	1.230
CF por inversión	M€	-299	-1.010	17	335	-957
>>> Por pago inversiones	M€	-1.032	-1.212	-257	-257	-2.759
>>> Por cobros desinversiones	M€	734	202	261	592	1.788
CF por financiación (E+D)	M€	-302	929	-106	-287	234
>>> Por Instrumentos de patrimonio	M€	-4	781	23	18	818
>>> Por Emisión de deuda financiera	M€	2.028	550	533	255	3.366
>>> Por devolución y amortización de deuda	M€	-1.720	-216	-354	-392	-2.682
>>> Por Pago de Dividendos	M€	-606	-183	-310	-181	-1.281
Generación de Caja	M€	306	83	46	72	507
RENTABILIDADES						
Rentabilidad Activos inmobiliarios (ROA)	%	3,0%	2,6%	4,8%	3,3%	3,2%
Rentabilidad Financiera (ROE)	%	12,2%	5,3%	6,4%	21,8%	10,5%
Yield Bruta (sobre GAV)	%	3,7%	4,3%	5,0%	3,6%	4,0%
Yield Neta (sobre NAV)	%	5,8%	7,3%	9,3%	4,5%	6,5%
Rentabilidad Dividendo	%	3,6%	3,2%	9,4%	18,5%	4,8%
Cash on Cash	%	3,9%	-10,8%	13,9%	19,4%	1,8%
RATIOS						
Apalancamiento (s/GAV)	%	36,5%	40,5%	46,9%	20,4%	38,4%
Apalancamiento (Deuda / Equity + Deuda)	%	40,8%	43,8%	66,8%	33,6%	44,7%
Tipo medio (deuda) efectivo	p.b	208,8	264,8	412,0	519,7	270,5
RCI (Cobertura intereses)	x	4,8 x	2,2 x	1,8 x	1,8 x	2,1 x
MÁRGENES						
Margen EBITDA	%	70,5%	55,0%	69,5%	42,2%	65,6%
Margen Neto	%	174,8%	64,0%	30,4%	246,1%	123,3%
Eficiencia	x	0,27	0,44	0,78	0,58	0,43
PE (VM/BN)	x	8,6	17,3	25,0	5,3	10,2
PE Ajustado (VN/BNa)	x	29,8	67,4	26,2	5,8	28,0
EBITDA/CF_E	%	114,4%	62,5%	45,3%	62,3%	88,3%
Múltiplo EBITDA	x	21,0 x	19,9 x	10,4 x	25,5 x	18,6 x
Múltiplo Ingresos	x	14,8 x	11,0 x	7,2 x	10,8 x	12,2 x
Reval Activos / EBITDA	x	1,7 x	0,9 x	0,0 x	0,4 x	1,2 x
EBITDA / V.Mercado	%	4,8%	5,0%	9,6%	3,9%	5,4%
EBITDA+Rev. / V.Mercado	%	13,0%	9,3%	9,8%	5,4%	11,6%

Fuente: JLL

DESGLOSE POR SEGMENTO INMOBILIARIO - 2018

Datos en millones de euros, % o indicado

Número de SOCIMIs en cada segmento

TIPOLOGÍAS		4 # 's	11 # 's	27 # 's	37 # 's	79 # 's
		Grande (CB>1000M€)	Mediana (200M€<CB<999M€)	Pequeña (199M€<CB<50M€)	Micro (CB<49M€)	TOTAL
MERCADO						
Valor de Mercado (Diciembre 2018)	M€	13.034	3.537	2.480	830	19.881
GAV	M€	27.291	9.165	7.013	1.922	45.390
NAV	M€	16.737	5.170	3.755	1.272	26.934
BALANCE DE SITUACIÓN - INVERSIONES						
Inversiones Inmobiliarias (BV neto).	M€	25.248	8.432	5.058	1.289	40.027
Increment. Valor Razonable	M€	1.459	278	8	32	1.778
Valor Razonable /Inv. Inmobiliarias	%	5,8%	3,3%	0,2%	2,5%	4,4%
Valor Razonable/Valor de Mercado	%	11,2%	7,9%	0,3%	3,9%	8,9%
Patrimonio Neto	M€	14.443	4.299	1.797	646	21.186
DFN	M€	10.554	3.994	3.257	650	18.456
Caja	M€	328	472	216	76	1.091
Deudas a largo plazo	M€	10.511	4.297	3.335	608	18.752
Deudas a corto plazo	M€	370	170	138	117	795
CUENTA DE RESULTADOS - NEGOCIO						
Ingresos por rentas	M€	1.145	343	312	94	1.894
Otros ingresos	M€	209	6	17	6	237
Personal	M€	116	15	5	3	138
G. Explotación	M€	181	284	120	46	632
Servicios Exteriores	M€	92	259	97	38	487
<i>Svcos. Profesionales Independientes</i>	M€	9	188	44	21	262
<i>donde Comisión de Gestión /Admon</i>	M€	0	148	11	7	166
<i>Reparaciones y Conservación</i>	M€	2	19	13	5	39
<i>Suministros</i>	M€	1	1	5	3	10
<i>Otros gastos</i>	M€	30	40	23	6	100
Tributos	M€	83	23	20	6	132
Provisiones & Otros	M€	6	-1	-3	0	2
Amortización	M€	13	45	65	17	140
Resultado de Explotación	M€	1.054	13	118	95	1.280
EBITDA	M€	1.067	57	183	86	1.394
<i>Variación Valor Razonable II</i>	M€	1.459	278	8	32	1.778
<i>Gastos Financieros</i>	M€	285	69	129	40	522
Beneficio Neto	M€	1.967	238	22	56	2.283
Beneficio Neto Ajustado	M€	508	-41	14	24	505
FLUJO DE CAJA						
Dividendos	M€	452	94	202	32	781
Amortiz. Instrumentos Patrimonio (neto)	M€	57	191	-83	-35	130
CF por explotación	M€	539	125	31	5	700
CF por inversión	M€	-989	-1.597	-83	-44	-2.713
>>> Por pago inversiones	M€	-1.855	-1.922	-341	-128	-4.247
>>> Por cobros desinversiones	M€	926	325	105	107	1.463
CF por financiación (E+D)	M€	-51	1.721	269	68	2.007
>>> Por Instrumentos de patrimonio	M€	-57	-191	83	35	-130
>>> Por Emisión de deuda financiera	M€	1.891	2.942	1.139	213	6.185
>>> Por devolución y amortización de deuda	M€	-2.164	-942	-671	-160	-3.937
>>> Por Pago de Dividendos	M€	-452	-94	-163	-32	-742
Generación de Caja	M€	-501	249	217	29	-6
RENTABILIDADES						
Rentabilidad Activos inmobiliarios (ROA)	%	4,2%	0,7%	3,6%	6,7%	3,5%
Rentabilidad Financiera (ROE)	%	13,6%	5,5%	1,2%	8,6%	10,8%
Yield Bruta (sobre GAV)	%	4,2%	3,7%	4,4%	4,9%	4,2%
Yield Neta (sobre NAV)	%	6,8%	6,6%	8,3%	7,4%	7,0%
Rentabilidad Dividendo	%	3,5%	2,7%	8,2%	3,9%	3,9%
Cash on Cash	%	0,2%	2,1%	-1,2%	-1,8%	4,3%
RATIOS						
Apalancamiento (s/GAV)	%	38,7%	43,6%	46,4%	33,8%	40,7%
Apalancamiento (Deuda / Equity + Deuda)	%	42,2%	48,2%	64,4%	50,2%	46,6%
Tipo medio (deuda) efectivo	p.b	261,61	154,57	371,32	546,08	267,20
RCI (Cobertura intereses)	x	1,9 x	1,8 x	0,2 x	0,1 x	1,3 x
MÁRGENES						
Margen EBITDA	%	78,9%	16,4%	55,8%	86,0%	65,4%
Margen Neto	%	171,9%	69,2%	7,0%	59,2%	120,5%
Eficiencia	x	0,22	0,86	0,38	0,49	6
PE (VM/BN)	x	6,6	14,9	113,8	14,9	8,7
PE Ajustado (VN/BNa)	x	25,6	-87,2	182,9	35,0	39,4
EBITDA/CF_E	%	50,5%	219,0%	16,8%	5,4%	50,2%
Múltiplo EBITDA	x	12,2 x	61,9 x	13,5 x	9,6 x	14,3 x
Múltiplo Ingresos	x	9,6 x	10,1 x	7,5 x	8,3 x	9,3 x
Reval Activos / EBITDA	x	1,4 x	4,9 x	0,0 x	0,4 x	1,3 x
EBITDA / V.Mercado	%	8,2%	1,6%	7,4%	10,4%	7,0%
EBITDA+Rev. / V.Mercado	%	19,4%	9,5%	7,7%	14,2%	16,0%

Fuente: JLL

El efecto COVID sobre las valoraciones

El Covid-19 sigue presente en nuestros días, habiendo transcurrido ya más de seis meses desde que oímos por primera vez hablar de este virus. La pandemia ha afectado todas las facetas de nuestra realidad, tanto en el terreno económico y financiero, como en el área social, política y sanitaria. El sector inmobiliario no ha sido inmune a este efecto, y como resultado de ello, nos enfrentamos a la compleja tarea de valorar los activos inmobiliarios.

Es relativamente sencillo hacer una valoración de un activo inmobiliario en un contexto de certidumbre, cuando existe una actividad recurrente de inversión, en un mercado líquido, con rentas de mercado estables, con oferta y demanda que se cruzan de manera natural y con tasas de retorno esperadas aceptadas por los distintos intervinientes. La pandemia ha trastocado las anteriores reglas del juego, dando lugar a un contexto de incertidumbre nunca antes conocida en donde, como resultado de la misma, la actividad de inversión ha caído más de un -38% respecto al año pasado, los inmuebles han permanecido durante meses cerrados y sus inquilinos reclaman ayudas a los propietarios de los inmuebles para poder salvar sus negocios, y los propietarios arrendadores buscan la manera de apoyar para evitar con ello que sus inmuebles queden desocupados, mientras que a la vez revisan sus planes de negocio para seguir dando la respuesta esperada a sus inversores y financiadores. Todo ello además en un contexto económico muy debilitado, donde la preocupación fundamental se

centra en el mantenimiento de la salud de la población y donde el efecto del confinamiento ha causado un profundo impacto negativo en la generación de riqueza nacional, en el ahorro, en los mercados financieros y en la confianza de los consumidores, ahorradores e inversores.

El sector inmobiliario no está viviendo este momento de una manera uniforme: Podemos observar que, de manera general, el segmento retail, que ya se encontraba en un momento de profunda reconversión antes de la pandemia, ha sufrido un impacto mayor, junto con el sector hotelero. Por el contrario, otros sectores como el logístico, han mantenido e incrementado su atractivo y niveles de crecimiento, ya no sólo ante la perspectiva, sino ante el hecho de su importancia como consecuencia de la explosión de la demanda online. Incluso el sector de oficinas, uno de los más tradicionales e inmerso en diferentes visiones en cuanto a su futuro, como consecuencia de la fuerte llegada del teletrabajo, se mantiene resiliente, sobre todo en las áreas de CBD.

A los factores anteriores, ligados a la operatividad de los activos y sobre todo a su capacidad de generación de flujos de caja, hay que añadirles otros de carácter estrictamente financiero. Elementos tan básicos y vitales en los procesos de valoración como el efecto de la financiación de los mismos – ya no solo en términos de coste sino también en su capacidad de apalancamiento – o incluso las tasas de descuento aplicadas a la generación de flujos futuros, están suponiendo importantes cambios que han de ser tratados con el mayor cuidado, en la medida en que esa generación de valor de los activos inmobiliarios tiene su impacto, a su vez,

en las propias cuentas de resultados de sus propietarios y en la propia dinámica del sector.

Pero otra de las tendencias que actualmente tiene y tendrá un mayor impacto en las valoraciones de los activos inmobiliarios viene determinada por la sostenibilidad de los mismos, así como su impacto sobre criterios ESG (Environmental, Social and Governance). Recordemos que el sector inmobiliario es uno de los sectores económicos con mayor impacto sobre el medio ambiente y son cada vez más inversores y propietarios los que otorgan a este punto una mayor relevancia. De hecho, podemos afirmar que la pandemia actual que estamos viviendo ha permitido, desde este punto de vista, canalizar las preocupaciones existentes en aras de generar un entorno económico a medio plazo mucho más sostenible que el actual, haciendo que el desarrollo económico, la generación de riqueza y la sostenibilidad futura, caminen en un mismo sentido y a una misma velocidad.

En definitiva, meses de incertidumbre que nos han llevado a reflejar en nuestras valoraciones de los activos inmobiliarios el conjunto de todos los factores anteriores. Ahora bien, esta incertidumbre se está convirtiendo en una nueva realidad que permanecerá en el sector por un largo tiempo, razón por la cual nuestra recomendación es que estas valoraciones se hagan de manera más recurrente, a medida que vayamos avanzando en esta situación de pandemia.

Con todo ello, el sector inmobiliario sigue acaparando la atención de

los inversores y del conjunto de los agentes del mercado. Recientemente, el Gobernador del Banco de España, en su artículo “Evolución reciente de las SOCIMIs en España” hacía mención a que los riesgos para la estabilidad financiera asociados a la actividad de estas sociedades son, en principio, limitados. La transformación que se ha experimentado en el sector en los últimos años tras la crisis de 2008-2013, en donde se ha pasado de un modelo extraordinariamente cíclico basado en la construcción y venta de viviendas, a otro más estable, donde el arrendamiento es el protagonista, junto con una inversión recurrente en transparencia en la gestión, profesionalidad de la misma y una apelación conservadora a la financiación, hace que las empresas inmobiliarias españolas y en particular las SOCIMIs, cuenten con una posición sólida, estable y con garantías suficientes para soportar y superar la crisis actual.

Sin duda en los próximos meses, las valoraciones de activos inmobiliarios se conformarán como elementos indispensables, no sólo para los propietarios de los mismos, sino también para inversores, ahorradores y financiadores. Y éstas han de hacerse con arreglo a la situación que estamos viviendo y siempre desde la perspectiva de la profesionalidad, la coherencia, la excelencia y la ética, contando siempre con expertos y equipos capacitados en la lectura y entendimiento, no sólo del sector y sus diferentes segmentos, sino también de la situación en cada momento.

JLL

Silvia Damiano

Directora de Valoraciones, JLL



4

Comparativa del mercado de SOCIMs por segmentos inmobiliarios con sus homólogos europeos

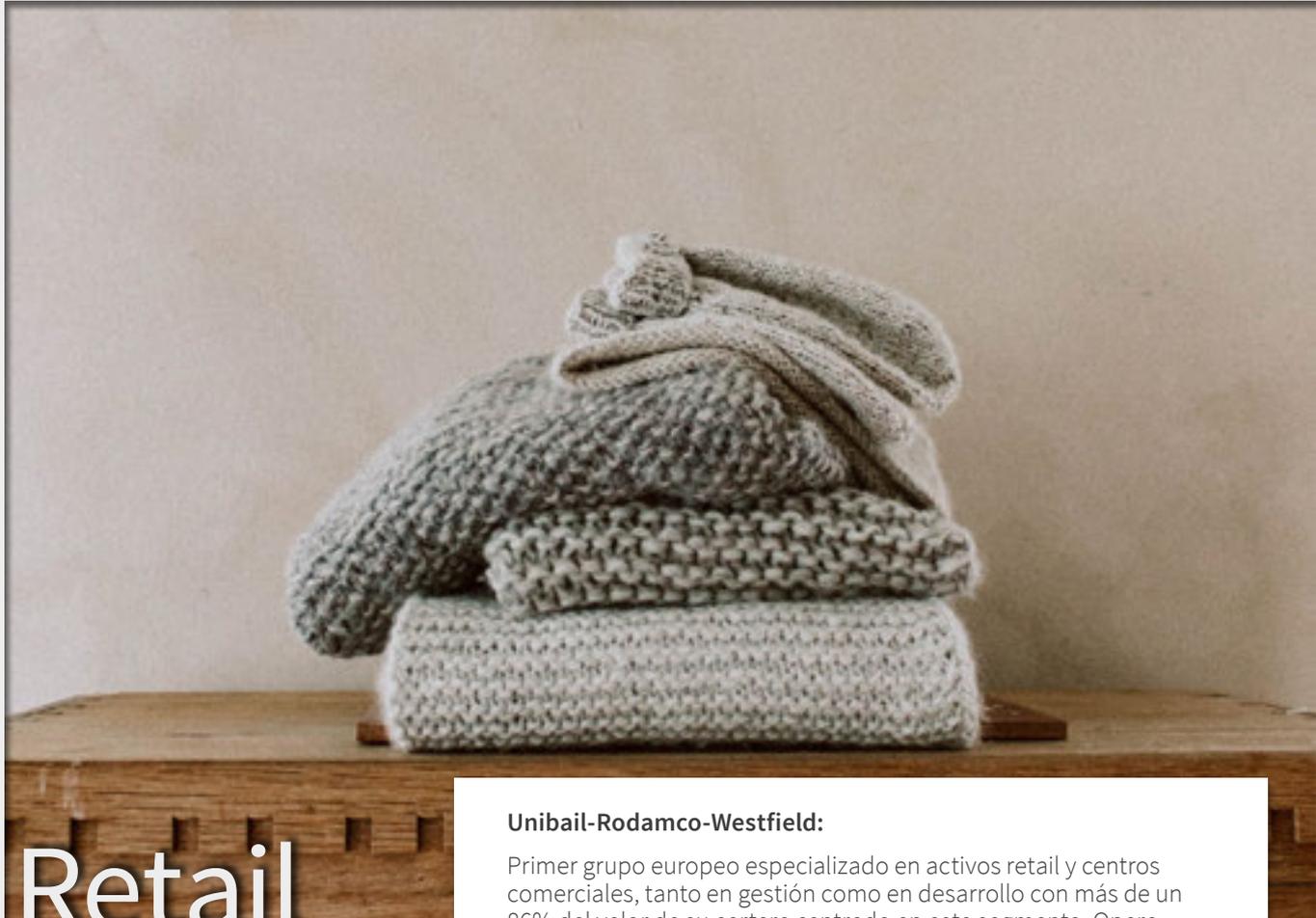
En aras de una mayor comprensión de nuestro mercado de SOCIMIs y con el objetivo de posicionar nuestros vehículos en el contexto europeo al que pertenecen, hemos incorporado al análisis del mercado de SOCIMIs un

comparativo entre nuestros vehículos y los REITs líderes en los segmentos inmobiliarios de mayor relevancia en nuestro país. De esta manera, se ha procedido al análisis de las cuentas correspondientes a 2019 del top 4 de

los principales REITs de cada uno de los segmentos – los cuales se muestran en la tabla siguiente –, de manera que, en términos relativos, podemos comparar sus ratios con los que desprende nuestro mercado.

Nombre Vehículo	País	Segmento	Cap. Bursátil dic-2019 (M)	
Unibail-Rodamco-Westfield	NL	Retail	6.946	EUR
Klepierre SA	FR	Retail	5.319	EUR
Shaftesbury PLC	UK	Retail	1.622	GBP
Capital & Counties Properties PLC	UK	Retail	1.243	GBP
Gecina SA	FR	Oficinas	8.405	EUR
PSP Swiss Property AG	CH	Oficinas	4.894	CHF
Derwent London PLC	UK	Oficinas	3.108	GBP
Fabege AB	SE	Oficinas	36.022	SEK
Segro PLC	UK	Logístico	10.659	GBP
Warehouses De Pauw CVA	BE	Logístico	4.246	EUR
Sagax AB	SE	Logístico	43.981	SEK
Tritax EuroBox PLC	UK	Logístico	431	GBP
Vonovia SE	DE	Residencial	29.597	EUR
Deutsche Wohnen SE	DE	Residencial	14.374	EUR
LEG Immobilien AG	DE	Residencial	8.066	EUR
Kojamo Oyj	FI	Residencial	4.646	EUR
Aroundtown SA	DE	Mixto	7.873	EUR
Fastighets AB Balder	SE	Mixto	63.918	SEK
Swiss Prime Site AG	CH	Mixto	6.653	CHF
Covivio	FR	Mixto	6.094	EUR

Fuente: JLL



Retail

Unibail-Rodamco-Westfield:

Primer grupo europeo especializado en activos retail y centros comerciales, tanto en gestión como en desarrollo con más de un 86% del valor de su cartera centrado en este segmento. Opera actualmente más de 89 centros comerciales en las principales ciudades de Europa y en Estados Unidos (2 continentes, 12 países), con más de 1,2 billones de visitas anuales, una cartera de desarrollo de 6,2 billones de euros y una plantilla superior a las 3.400 personas.

Klepierre:

REIT de origen francés especializado en la propiedad y gestión de centros comerciales en Europa, presente en 12 países, más de 100 centros con 1,1 billones de visitas cada año y ofreciendo sus activos a más de 150 millones de consumidores. Participa en su capital con un 21% el fondo de inversión inmobiliario Simon Property Group así como el fondo de pensiones holandés APG con un 7%. Dos terceras partes de su accionariado es líquido y en manos de inversores institucionales.

Shaftesbury:

REIT británico especializado en retail cuyo portfolio de inversiones se centra en Londres (West End) con una valoración de 3,8 billones de libras. Sus centros están situados en Carnaby, Covent Garden, China Town, Soho y Fitzrovia.

Capital & Counties Properties (Capco):

Vehículo cotizado en la Bolsa de Londres y en Johannesburgo especializado mayoritariamente en centros comerciales y cuyo centro estrella se sitúa en Covent Garden, Londres. Cuenta también con oficinas y residencial. Con más de 85 años de historia cuenta con un valor de mercado de sus propiedades de 2,2 billones de libras.



Oficinas

Gecina:

REIT francés especializado en oficinas donde el 97% de su cartera se ubica en Île-de-France y cuyo modelo de negocio se centra en el diseño, construcción y gestión de edificios de oficinas (82%) con más de 1,6 millones de m². Cuentan también con inversiones residenciales y en el segmento de residencias de estudiantes (6.000 unidades y 3.200 camas respectivamente).

PSP Swiss Property AG:

Empresa inmobiliaria suiza fundada en 1999 por la compañía de seguros Zurich. La empresa cotiza en el mercado SIX Swiss Real Estate. Especializada en el segmento de las oficinas, cuenta con más de 160 propiedades, repartidas en los centros económicos de Zúrich, Ginebra, Basilea, Berna y Lausana.

Derwent London PLC:

REIT inglés cotizado en el FTSE 250 Index, especializado en la inversión en el mercado de oficinas. La compañía es fruto de la fusión de London Merchant Securities PLC y Derwent London. Con una cartera de activos muy centrada en Londres (en el barrio de Fitzrovia).

Fabege AB:

REIT sueco con una cartera de activos localizados principalmente en Estocolmo, valorados en 73,6M SEK (aprox. 7.000 M€). Con 192 empleados y 1,2 M de m² bajo gestión repartidos en 6 distritos de la capital sueca.



Logístico

Segro PLC:

REIT inglés que opera y explota activos logísticos en Inglaterra y Europa continental especializado en realizar inversiones y gestionar activos logísticos próximos a centros urbanos. Desde 2007 la compañía se estableció como REIT y cotiza en el índice FTSE 100 de Londres, siendo la empresa de propiedad industrial más grande de Europa. Entre sus activos destaca “Slough Trading Estate”, la propiedad comercial más grande de propiedad única en Europa.

Warehouses De Pauw CVA:

REIT belga especializado en el segmento logístico. Fundada en 1977 salió a cotizar en 1999. Cuenta con inversiones en otros países de Europa además de Bélgica (Holanda y Rumanía).

Sagax AB:

REIT sueco cotizado en el Nasdaq Stockholm, especializado en la inversión en naves industriales y logísticas. Cuenta con un total de 533 propiedades (3M m²) repartidos en varios países (Suecia, Finlandia, Francia, Países Bajos, Alemania, Dinamarca y España).

Tritax EuroBox PLC:

REIT inglés con un amplio número de inversiones en activos industriales y almacenes. Cuenta con presencia en un amplio número de países de la Unión Europea (España, Italia, Bélgica, Alemania, Holanda y Polonia).



Residencial

Vonovia SE:

Vonovia es un grupo inmobiliario alemán con sede en Bochum. La compañía posee más de 400.000 inmuebles en Alemania, Suecia y Austria. Sus inicios se remontan a la compañía alemana Deutsche Annington, que en el año 2001 solicitó con éxito la compra de varias viviendas ferroviarias.

Deutsche Wohnen SE:

Deutsche Wohnen SE es una empresa inmobiliaria alemana y una de las 30 empresas que componen el índice DAX. Cuenta con una cartera de 165.000 unidades inmobiliarias (de las que 162.000 son residenciales y el resto activos comerciales), localizadas exclusivamente en Alemania.

LEG Immobilien AG:

Es una empresa inmobiliaria alemana. A partir de 2016, forma parte del índice bursátil alemán MDAX (de empresas alemanas de mediana capitalización). La empresa se estableció como proveedor de viviendas que opera en el territorio alemán de Renania del Norte-Westfalia.

Kojamo Oyj:

Empresa finlandesa cotizada en el índice Nasdaq de Helsinki, fundada en 1969. Inicialmente fundada para proveer de hogar a las personas que se desplazaban de zonas rurales a urbanas para búsqueda de trabajo. Actualmente es uno de los mayores tenedores de viviendas de Finlandia.



Mixto

Aroundtown SA:

Empresa cotizada alemana, con sede en Luxemburgo, especializada en inversión en activos residenciales y comerciales en Alemania y Holanda.

Fastighets AB Balder:

Balder posee, gestiona y desarrolla propiedades residenciales y comerciales y hoteles en Suecia, Dinamarca, Noruega, Finlandia, Reino Unido y Alemania. Fundada en 2005, desde entonces ha ido adquiriendo un amplio número de propiedades hasta convertirse en uno de los principales inversores inmobiliarios europeos.

Swiss Prime Site AG:

Swiss Prime Site AG es una empresa inmobiliaria que cotiza en Bolsa en Olten, Suiza. La cartera tiene un valor de alrededor de 10 mil millones CHF y está formada principalmente por bienes raíces comerciales y minoristas. Las inversiones inmobiliarias, junto con los servicios inmobiliarios de la filial Wincasa AG, forman la división inmobiliaria.

Covivio:

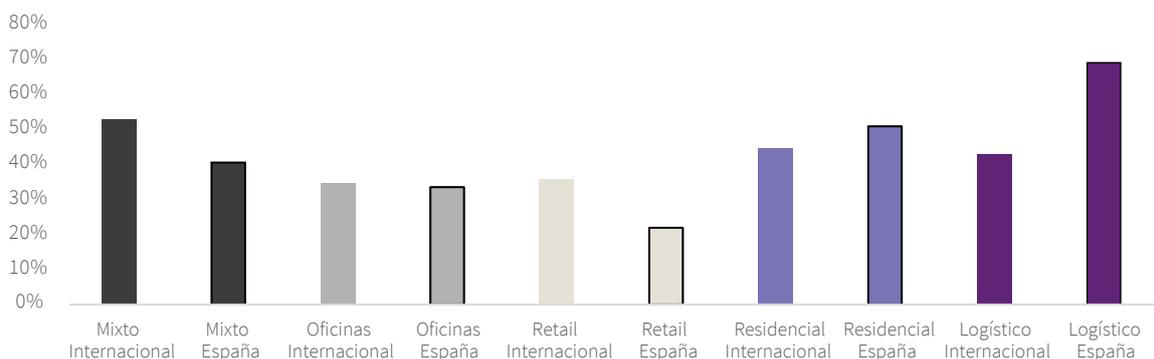
Real Estate Covivio es una empresa francesa especializada en inversión inmobiliaria con una cartera de 24.000 M€ localizados principalmente en Francia, Alemania, Italia, Reino Unido, España y Bélgica, con ratios de ocupación cercanos al 100%.

En términos de apalancamiento puede apreciarse como los REITs europeos en casi todos los segmentos muestran niveles algo superiores a los españoles salvo en el caso del sector residencial –

influenciado por la financiación de accionistas en nuestras SOCIMIs – y el sector logístico, que apenas tiene peso en nuestro mercado. En los segmentos más tradicionales puede apreciarse claramente cómo en

mixtos y retail la apelación a los recursos ajenos en los vehículos europeos es muy superior, por encima del 50% en el caso de los mixtos y del 35% en el caso de los centros comerciales.

Apalancamiento (s/GAV)

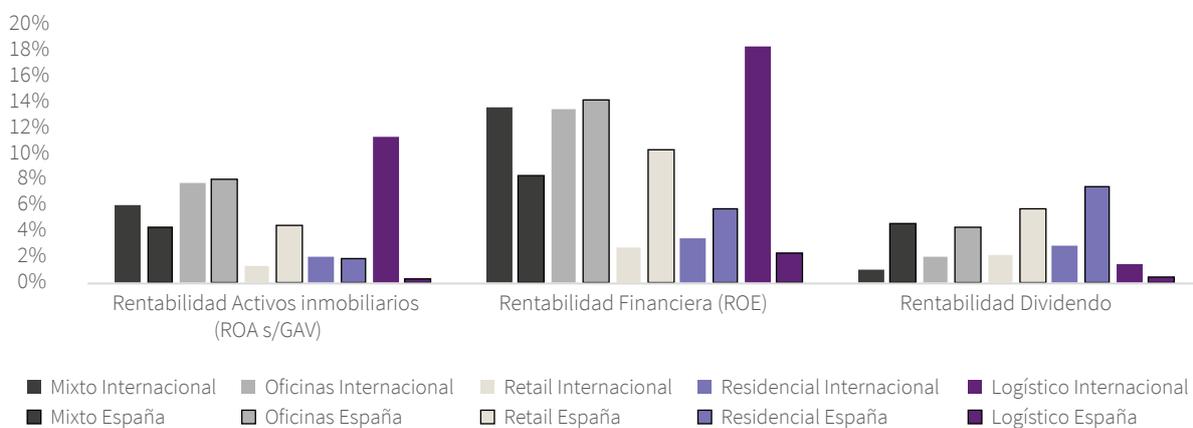


Fuente: JLL

Desde el punto de vista de las rentabilidades, tanto contables como inmobiliarias, destacan varios aspectos. Si bien las rentabilidades sobre activos – esta vez calculadas sobre el valor de mercado de la cartera de activos – son, tal y como hemos visto en el capítulo anterior, diferentes en función del segmento que se trate, la comparación internacional muestra una elevada diferencia

en los vehículos especializados en logística fundamentalmente porque en el mercado español su peso es casi residual y gran parte de dichos activos se encuentran en manos de SOCIMIs de carácter mixto. Adicionalmente, también es el sector retail el que sorprende, dado que las rentabilidades de los vehículos españoles – sobre activos, fondos propios y dividendos – superan con

creces la de sus homólogos europeos. En el resto de los segmentos las diferencias son menos apreciables si bien el residencial español muestra un mejor comportamiento, seguramente influenciado por el hecho de ser un segmento en crecimiento y por alguna de las operaciones y características comentadas ya previamente con respecto a alguna de las SOCIMIs que conforman este grupo.

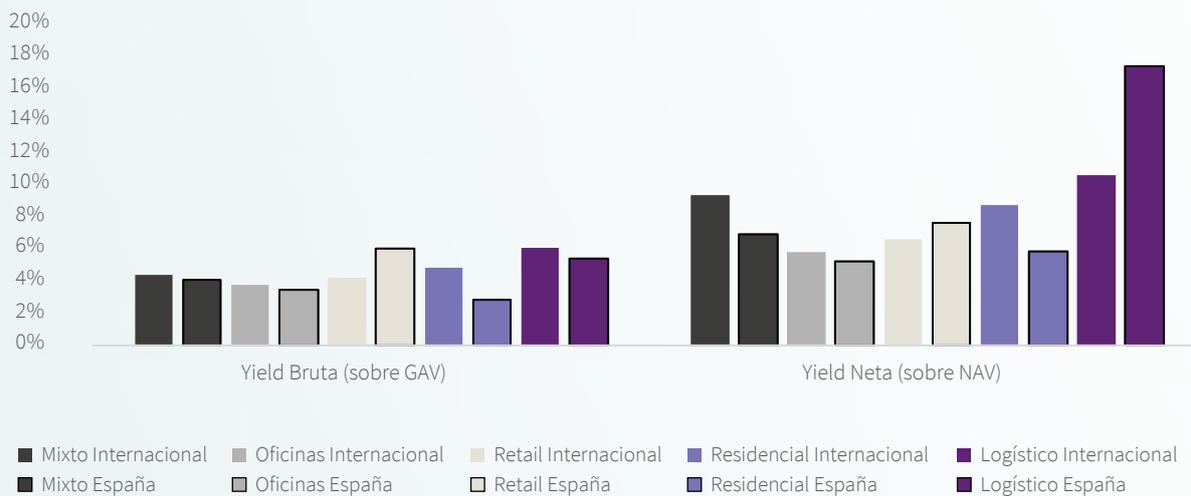


Fuente: JLL

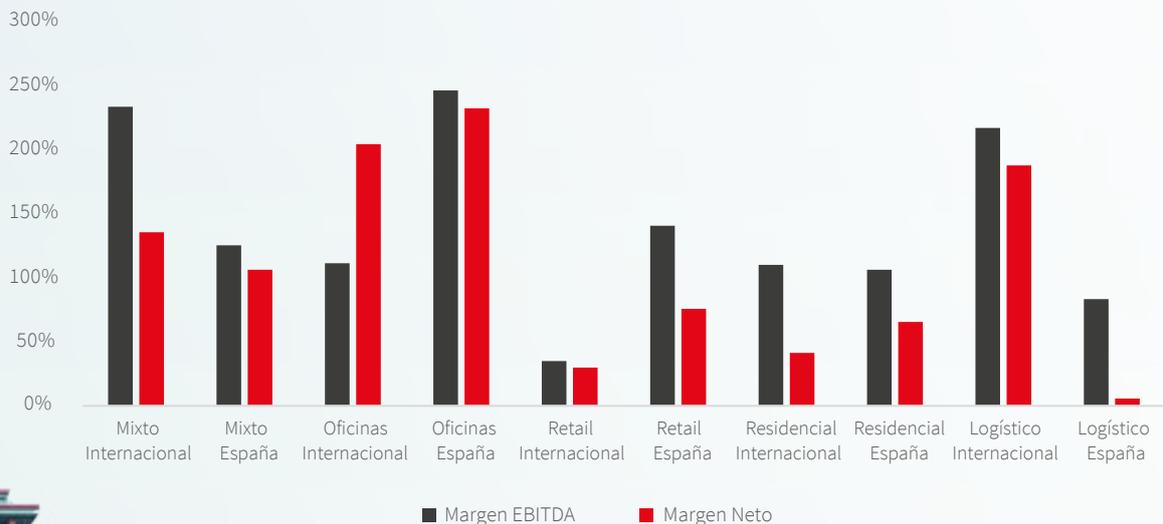
En los segmentos más tradicionales podemos apreciar, además, cómo las rentabilidades inmobiliarias se sitúan en un orden de magnitud más parejos, aunque es en el caso del Retail español donde la yield bruta sobre el valor de los activos supera al del resto de segmentos.

El atractivo del mercado inmobiliario para el conjunto de los inversores a lo largo de los últimos años, la demanda de inversión y por lo tanto la competencia e incremento en precios de los activos, unido además a la inexistencia de otras tipologías de inversiones generadoras

de rentabilidades a largo plazo para un mismo nivel de riesgo, ha dado lugar a un proceso de compresión de yields en la mayor parte de los segmentos, y con ello, a que los vehículos españoles muestren rentabilidades menores que sus comparables europeos.

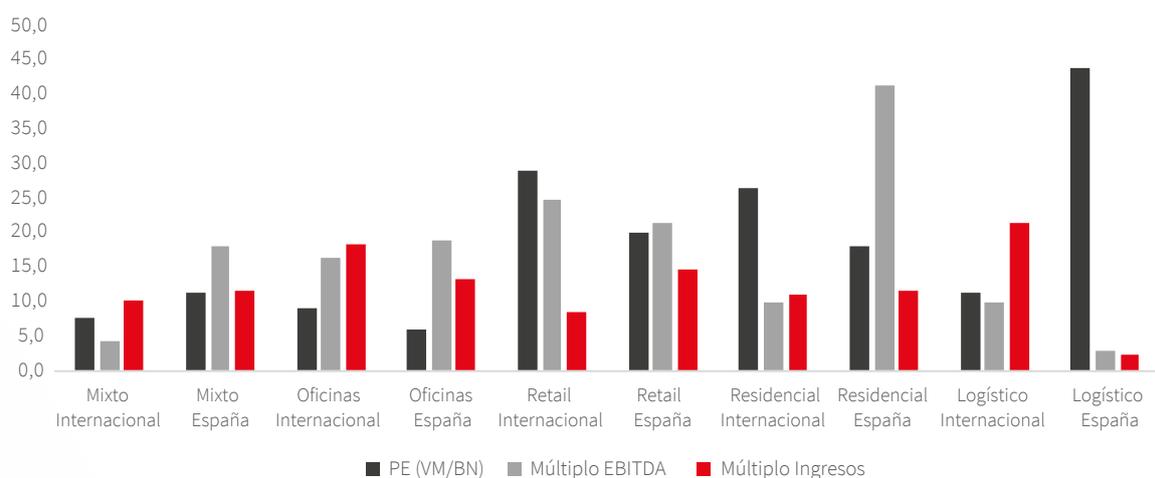


■ Mixto Internacional ■ Oficinas Internacional ■ Retail Internacional ■ Residencial Internacional ■ Logístico Internacional
 ■ Mixto España ■ Oficinas España ■ Retail España ■ Residencial España ■ Logístico España



■ Margen EBITDA ■ Margen Neto

Fuente: JLL



Comparativa Internacional SOCIMIs-REITs por segmentos inmobiliarios. Datos 2019

Datos en millones de euros, % o indicado

Tipologías	Mixto Internacional	Mixto España	Oficinas Internacional	Oficinas España	Retail Internacional	Retail España	Residencial Internacional	Residencial España	Logístico Internacional	Logístico España
Número de Vehículos en cada segmento	4 # 's	13 # 's	4 # 's	11 # 's	4 # 's	8 # 's	4 # 's	25 # 's	4 # 's	2 # 's

MERCADO

Capitalización Bursátil	M€	87.270	7.232	74.296	8.557	34.849	5.639	52.472	2.735	61.678	39
GAV	M€	190.480	14.728	107.099	17.326	95.573	6.267	99.054	8.140	47.491	298
NAV	M€	89.849	8.755	70.040	11.498	61.366	4.904	54.901	4.007	27.099	93
Prima/ (Descuento) sobre NAV	%	-3%	-17%	6%	-26%	-43%	15%	-4%	-32%	128%	-57%

RENTABILIDADES

Rentabilidad Activos inmobiliarios (ROA s/GAV)	%	6,0%	4,3%	7,7%	8,1%	1,3%	4,5%	2,0%	1,9%	11,3%	0,3%
Rentabilidad Financiera (ROE)	%	13,5%	8,4%	13,4%	14,2%	2,8%	10,3%	3,5%	5,7%	18,2%	2,3%
Yield Bruta (sobre GAV)	%	4,4%	4,1%	3,8%	3,5%	4,2%	6,0%	4,8%	2,9%	6,0%	5,4%
Yield Neta (sobre NAV)	%	9,4%	6,9%	5,8%	5,2%	6,6%	7,6%	8,7%	5,8%	10,6%	17,3%
Rentabilidad Dividendo	%	1,0%	4,6%	2,1%	4,3%	2,2%	5,7%	2,8%	7,4%	1,4%	0,4%

RATIOS

Apalancamiento (s/GAV)	%	52,8%	40,6%	34,6%	33,6%	35,8%	21,8%	44,4%	50,8%	42,9%	69,0%
Apalancamiento (Deuda / Equity + Deuda)	%	54,4%	43,8%	37,5%	37,1%	44,2%	33,3%	43,3%	60,8%	40,8%	84,0%
Tipo medio (deuda) efectivo	p.b	165,7	208,5	165,7	238,3	256,9	261,3	714,3	294,6	234,4	408,2
RCI (Cobertura intereses)	x	2,8 x	3,6 x	4,8 x	4,0 x	3,3 x	8,9 x	0,8 x	0,7 x	439,9%	189,0%

MÁRGENES

Margen EBITDA (inc. Revalorización)	%	233,0%	125,3%	111,7%	246,6%	34,8%	140,5%	109,8%	106,7%	216,9%	83,4%
Margen Neto	%	135,0%	105,9%	203,8%	231,8%	29,6%	75,3%	41,5%	65,2%	188,1%	5,6%
PE (VM/BN)	x	7,67	11,30	9,00	6,13	29,03	19,99	26,41	18,02	11,44	43,83
Múltiplo EBITDA	x	4,4 x	18,2 x	16,4 x	19,0 x	24,7 x	21,4 x	10,0 x	41,3 x	9,9 x	2,9 x
Múltiplo Ingresos	x	10,3 x	11,7 x	18,3 x	13,4 x	8,6 x	14,8 x	10,9 x	11,6 x	21,5 x	2,3 x
EBITDA / V.Mercado	%	22,5%	5,5%	6,1%	5,3%	4,1%	4,7%	10,0%	2,4%	10,1%	34,0%

Fuente: JLL

5

Análisis comparado de las estructuras fiscales y legislativas de los REITs

Introducción

Los REITs (Real Estate Investment Trust), que tienen su origen en Estados Unidos en la década de los sesenta del siglo pasado, nacen como un instrumento de inversión híbrido entre la gestión directa de inmuebles y la inversión en acciones o fondos. Uno de sus objetivos principales es eliminar las barreras de entrada (sobre todo las relativas al capital) en el mercado inmobiliario a inversores minoritarios, que de esta forma pueden participar en carteras diversificadas y profesionalizadas de inmuebles.

El régimen fiscal especial de estas sociedades se basa en que los beneficios no se sujetan a tributación directa en la sociedad si se cumplen algunos requisitos. Esto no quiere decir, aunque sea un error bastante extendido, que los beneficios de los REITs no tributen. Generalmente, son los accionistas los que pagan impuestos sobre los beneficios cuando éstos se distribuyen, bien en el país de la sociedad o en su país de residencia.

Más de cuarenta países, entre otros Alemania, Francia, Portugal o el Reino Unido, han importado los REITs a su legislación interna.

España ha adoptado un modelo propio con las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI), que se inspira fundamentalmente en el régimen de las Sociétés d'Investissement Immobilier Cotées francesas.

En los distintos países, estas entidades tienen, por lo general, características comunes, aun cuando algunos presentan peculiaridades locales propias. La mayoría de los países plantea requisitos estrictos sobre la inversión en activos y la obtención de rentas para garantizar que solo puedan acceder a los beneficios fiscales del régimen las sociedades dedicadas al arrendamiento inmobiliario. Algunos países, como el caso de Reino Unido, exigen, además, que las sociedades diversifiquen su patrimonio inmobiliario. Sin embargo, lo habitual es que haya cierta libertad. Así por ejemplo, en muchos países los REITs pueden constituirse con un solo activo arrendado.

También es bastante habitual que tengan que distribuir una parte relevante de sus beneficios al menos una vez al año. Este requisito suele imponerse por las características del régimen fiscal, que no grava las rentas obtenidas por la sociedad con carácter

general, sino solo los dividendos que se distribuyen a los accionistas.

Por otra parte, el régimen generalmente se condiciona a que haya cierta dilución del accionariado, precisamente porque la finalidad del régimen fiscal especial es dirigirse de forma preferente a los pequeños y medianos accionistas. En algunos casos, se requiere adicionalmente que los REITs sean sociedades cotizadas en un mercado bursátil, aunque en el caso norteamericano, por ejemplo, no es obligatorio.

En este capítulo, se realiza un análisis comparado de los requisitos regulatorios de los REITs y su régimen fiscal en una muestra de países de los cinco continentes. En este sentido, hemos analizado el régimen en diez países, además de España, en lo que respecta al test de inversión y de rentas, la distribución obligatoria de dividendos, el requisito de dilución del accionariado y la tributación de las rentas en la sociedad y los accionistas.

Toda la información contenida en esta sección ha sido recopilada y elaborada de fuentes públicas, cuya veracidad no puede garantizarse y excede de nuestra práctica profesional.

El test de activos. ¿En qué pueden invertir los REITs?

En la mayoría de los países, los REITs sólo pueden invertir en activos o derechos sobre inmuebles que se destinen al arrendamiento o en acciones que inviertan en activos inmobiliarios (directa o indirectamente) para explotarlos en régimen de alquiler. Con menos frecuencia, se permite que estas entidades realicen actividades de promoción inmobiliaria o inviertan en títulos de deuda o derivados sobre inmuebles.

País	Activos en los que puede invertirse	Requisitos cuantitativos
Alemania	Puede invertirse en activos y derechos inmobiliarios, así como en participaciones en sociedades bajo ciertos requisitos.	Al menos el 75% de los activos deben ser inmuebles. Los activos destinados al desarrollo de actividades secundarias no pueden exceder el 20% de los activos de la sociedad. Las sociedades no tienen obligación de diversificar su patrimonio.
Australia	Puede invertirse en activos inmobiliarios y en participaciones en fondos y sociedades inmobiliarias, créditos y derivados. La inversión en activos inmobiliarios debe hacerse con el objetivo de obtener rendimientos.	No se prevén límites cuantitativos.
Dubái	Puede invertirse en activos inmobiliarios para arrendar, fondos inmobiliarios, derechos y bonos. También en la promoción inmobiliaria, con ciertas condiciones.	El valor contractual de los activos en promoción debe ser inferior al 30% del activo total de la sociedad. La tesorería y bonos no pueden ser superiores al 40% del valor del activo.
España	Puede invertirse en activos o derechos inmobiliarios para arrendar y participaciones en fondos y sociedades inmobiliarias. Cabe la promoción inmobiliaria si es para arrendar.	Al menos el 80% de los activos deben ser activos inmobiliarios, derechos o participaciones en fondos o sociedades inmobiliarias. No es necesario diversificar los activos.
Estados Unidos	Puede invertirse en activos o derechos inmobiliarios (incluyendo derechos hipotecarios) y bonos.	Al menos el 75% de los activos de la sociedad deben ser activos o derechos inmobiliarios, bonos o tesorería. No se permite poseer más del 10% de las participaciones en otras sociedades que no sean REITs.
Francia	Puede invertirse en activos y derechos inmobiliarios para arrendar (con destino residencial, comercial o industrial), promoción inmobiliaria y participaciones en fondos y sociedades inmobiliarias. Además, puede invertirse en el arrendamiento financiero de propiedades.	Los activos destinados al desarrollo de actividades auxiliares (promoción y arrendamiento financiero) no pueden superar el 20% de los activos.
India	Puede invertirse en activos inmobiliarios diferentes de terrenos, en acciones de sociedades tenedoras de activos inmobiliarios que deberán de generar rendimientos durante un plazo de tres años o bonos del Estado.	Un máximo del 20% del total del activo debe invertirse en activos aptos.
Japón	Puede invertirse en activos y derechos inmobiliarios o sobre materias primas, participaciones y derechos derivados.	No pueden poseer más del 50% de las participaciones de otra sociedad, salvo si se trata de una sociedad extranjera dedicada al sector inmobiliario. Determinadas categorías especiales de activos, como activos energéticos, no pueden superar el 50% del activo total.
México	Se podrá invertir en activos inmobiliarios o derechos que permitan obtener ingresos de arrendamientos u otros activos inmobiliarios y bonos del Estado y participaciones en determinados fondos.	El 70% de las inversiones deberán consistir en activos inmobiliarios o derechos que permitan obtener ingresos de arrendamientos u otros activos inmobiliarios. El 30% de las inversiones deberán consistir en bonos del Estado y participaciones en determinados fondos.
Reino Unido	No existen tipologías de activos vedadas a la inversión siempre y cuando se respeten los límites cuantitativos.	Cada activo inmobiliario no puede representar más de un 40% del total de activos y debe tener al menos tres activos. El 75% de los activos debe dedicarse al arrendamiento.
Sudáfrica	No se permite la inversión en productos derivados que no se encuentren dentro del objeto social.	La participación en activos emitidos por una única sociedad no puede superar el 10% del valor de mercado de la totalidad de activos.

El test de rentas. ¿Qué ingresos pueden tener los REITs?

Como ocurre con el test de activos, la mayoría de los países de nuestro entorno obliga a que los REITs obtengan la mayoría de las rentas de actividades (directas o indirectas) relacionadas con el arrendamiento de inmuebles. Para dar algo de flexibilidad a este requisito, suele permitirse que estas sociedades obtengan otras rentas que no se deriven del alquiler, aunque por lo general es necesario que tengan algún vínculo con la actividad inmobiliaria (por ejemplo, ventas de activos que no cumplen ciertos requisitos, ingresos derivados de otras formas de explotación de los activos, etc.).

País	Rentas que pueden obtenerse	Requisitos cuantitativos
Alemania	Las rentas deben proceder del arrendamiento, leasing, cesión o venta de activos inmobiliarios y de actividades secundarias (actividades al servicio de la cartera de inversiones de terceros).	Al menos el 75% de las rentas deben proceder del arrendamiento, leasing, cesión y venta de activos inmobiliarios. Las rentas procedentes de actividades secundarias no pueden exceder el 20% de los ingresos brutos de la sociedad.
Australia	Las rentas deben provenir de los activos permitidos para la inversión.	Se permite que el 25% de los ingresos provengan de inversiones inmobiliarias, no de arrendamientos, siempre y cuando las transacciones se consideren incidentales y relevantes para el negocio de inversión elegible.
Dubái	Las rentas deben provenir de los activos permitidos para la inversión.	Las rentas de la sociedad deben provenir de al menos dos arrendamientos.
España	Las rentas deben proceder del arrendamiento de inmuebles, de dividendos de participaciones en sociedades inmobiliarias o de la venta de inmuebles o participaciones en algunos casos. Las sociedades pueden realizar otras actividades (no inmobiliarias) accesorias a la principal.	Al menos el 80% de las rentas deben ser rentas procedentes de inmuebles o de participaciones en fondos o sociedades inmobiliarias.
Estados Unidos	Las rentas deben proceder del arrendamiento de inmuebles, intereses de hipotecas o de la tenencia de participaciones en sociedades.	Al menos el 75% de las rentas deben ser rentas procedentes de arrendamientos o de intereses en créditos hipotecarios sobre bienes inmuebles. Además, se exige que al menos el 95% proceda de una combinación de las anteriores con rentas pasivas.
Francia	Las rentas deben proceder del arrendamiento de inmuebles, de participaciones en sociedades y fondos inmobiliarios, promociones y de actividades auxiliares.	No se establecen límites cuantitativos.
India	Las rentas deben provenir de los activos permitidos para la inversión.	Al menos el 51% de los ingresos consolidados deben provenir de rentas, arrendamientos u otras utilidades de los activos inmobiliarios.
Japón	Las rentas deben provenir de los activos permitidos para la inversión.	No se establecen límites cuantitativos.
México	Las rentas deben provenir de los activos permitidos para la inversión.	No se establecen límites cuantitativos.
Reino Unido	Las rentas deben provenir de los activos permitidos para la inversión.	Al menos el 75% del beneficio neto debe provenir del arrendamiento de inmuebles.
Sudáfrica	No existen limitaciones.	Al menos el 75% de las rentas deben provenir de inversiones en propiedad inmobiliaria o dividendos.

El requisito de dilución de los accionistas

Uno de los objetivos fundamentales del régimen es, precisamente, que los accionistas minoritarios puedan acceder a la inversión inmobiliaria para el alquiler. Este objetivo se logra fundamentalmente a través de la obligación de que las acciones del REITs coticen en mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación. La mayoría de los países también refuerza la dilución del accionariado a través de limitaciones a la participación en la sociedad o la imposición de un número mínimo de accionistas.

País	Número mínimo de accionistas	Obligación de cotizar
Alemania	Al menos el 15% de las acciones deben estar poseídas por accionistas minoritarios. Un mismo accionista no puede poseer más del 10% de las acciones de la sociedad.	Sí.
Australia	Es necesario que la sociedad tenga al menos 50 accionistas (o que el 20% de las acciones estén poseídas por determinadas entidades exentas).	No es obligatorio, pero es común que las sociedades opten por cotizar.
Dubái	No.	Sí.
España	No, aunque deberán cumplirse las normas de dilución del mercado donde se cotice.	Sí.
Estados Unidos	Es necesario que la sociedad tenga al menos 100 accionistas. No se permite que 5 o menos personas o entidades posean más del 50% de las acciones.	No.
Francia	No se permite que un único accionista posea más del 60% de las acciones en la sociedad.	Sí.
India	Parte de las acciones deben ser ofrecidas al público de acuerdo con el cumplimiento de determinados ratios.	Sí.
Japón	El 50% del capital debe ser ofrecido entre accionistas japoneses. Ningún accionista puede tener una participación superior al 50% del capital social.	Sí.
México	No, aunque deberán cumplirse las normas de dilución del mercado donde se cotice. Las sociedades no cotizadas deben tener al menos 10 inversores.	No.
Reino Unido	Los accionistas corporativos (sociedades) que tengan más del 10% del capital social de la entidad tienen que pagar impuestos adicionales.	Sí.
Sudáfrica	No.	Sí.

Fiscalidad de la sociedad y de los accionistas

Los REITs no suelen estar sujetos a tributación efectiva por las rentas que obtienen, siempre que cumplan ciertos requisitos de distribución a sus accionistas. En algunos casos, sobre todo en relación con rentas que no caen dentro del propósito del régimen, las sociedades deben tributar en el Impuesto sobre Sociedades según las normas generales. No suele haber reglas comunes sobre la tributación de los accionistas de estas entidades (cada país fija las suyas propias), aunque lo habitual es que estén sujetos a tributación en el país de residencia de la sociedad.

País	Fiscalidad de la sociedad	Fiscalidad de los accionistas
Alemania	La sociedad está exenta de tributación, con independencia de si los rendimientos se derivan de activos inmobiliarios o no.	Tributación en el país de residencia de la sociedad.
Australia	La sociedad no está sujeta a tributación si distribuye la totalidad de sus ingresos entre los accionistas. En caso contrario, tributará al tipo general.	Tributación en el país de residencia de la sociedad.
Dubái	La sociedad no está sujeta a tributación si está domiciliada en el Dubai International Finance Center.	No hay.
España	La sociedad tributa a un tipo especial del 0%. Las rentas que no puedan beneficiarse del régimen estarán sujetas al tipo general.	Según disposiciones generales de normativa interna. Se prevé un tipo de gravamen mínimo si un accionista con más del 5% del capital social de la entidad no acredita que el dividendo ha tributado al menos a un tipo del 10%.
Estados Unidos	La sociedad está exenta de tributación si distribuye la totalidad de sus ingresos entre los accionistas. Existe obligación de tributar sobre las rentas no distribuidas.	Tributación en el país de residencia de la sociedad.
Francia	La sociedad está exenta de tributación por los rendimientos obtenidos en ejercicio de su actividad principal, determinada conforme a las reglas aplicables. Las rentas procedentes de actividades auxiliares estarán sujetas a tributación conforme a las reglas generales.	Según disposiciones generales de normativa interna. Se prevé un tipo de gravamen mínimo si un accionista con más del 10% del capital social de la entidad no acredita que el dividendo ha tributado al menos a un tipo del 11,11%.
India	Las rentas derivadas de activos cualificados no tributan.	Tributación en el país de residencia de la sociedad.
Japón	Tributará de acuerdo con las disposiciones generales. Sin embargo, cumpliendo determinados requisitos los dividendos serán deducibles.	Tributación en el país de residencia de la sociedad. Los no residentes no suelen tributar por las ganancias en la venta de las acciones en la sociedad.
México	Debe practicar retenciones a cuenta por la tributación de los partícipes sobre las rentas obtenidas.	Según disposiciones generales de normativa interna. Se concede un crédito fiscal por las cantidades retenidas por el REIT.
Reino Unido	Las rentas provenientes de los arrendamientos y ganancias de capital de bienes inmuebles no tributan. El resto de rentas tributan según el tipo general.	Según disposiciones generales de normativa interna.
Sudáfrica	La sociedad tributa al tipo ordinario por las rentas recibidas, pudiendo deducirse los resultados distribuidos de rentas cualificadas. Las ganancias de capital no tributan.	Tributación en el país de residencia de la sociedad.

6

Radiografía de la actividad bursátil del mercado de SOCIMIs



Si algún sector de actividad ha sido protagonista de la Bolsa española en el último año y medio este ha sido el constituido por las SOCIMIs. Este tipo de empresas han constituido un instrumento indispensable para impulsar la reactivación del sector inmobiliario, uno de los más castigados por la crisis. Este sector pasó 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 julio de 2020 el sector inmobiliario (SOCIMI incluidas) valía en Bolsa 24.085 millones de euros, tras perder un 21% de su valor en el ejercicio y aumentando su peso en el valor bursátil del total de las acciones españolas cotizadas hasta el 4,54%, ya que el conjunto de estas ha perdido en el mismo período un 25%.

Desde que las SOCIMIs entraron con fuerza en el mercado español en 2014 su participación en la capitalización del sector inmobiliario se ha ido incrementado hasta representar alrededor del 85% en la actualidad. 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 un máximo de 26.352 millones de euros el 31 de enero de 2020 con 81 SOCIMIs admitidas en aquel momento. Al cierre del mes de julio de 2020 había 82 SOCIMIs admitidas en los sistemas de BME con un valor de 20.424 millones de euros tras digerir la primera oleada de efectos de la crisis sanitaria y económica mundial.

El protagonismo de la figura de las SOCIMIs en el mercado de valores español en los últimos años es indiscutible según los datos. Desde

enero de 2018 hasta julio de 2020 se han incorporado al mercado de valores español 59 compañías (sin tener en cuenta SICAV ni SIL), de ellas 46 han sido SOCIMIs. En el último año y medio han sido 21 de 26 y en 2020 han sido 4 de las 6 incorporaciones al mercado. El crecimiento de estas sociedades es clave para el panorama económico español al estar vinculada su actividad directamente con la producción, el empleo y los ingresos públicos.

Al cierre de julio de 2020 cotizaban en la Bolsa cuatro SOCIMIs: Inmobiliaria Colonial, Merlin Properties, Lar España y Arima Real Estate, con un valor de mercado de 7.598 millones de euros. Las otras 78 SOCIMIs se negocian en BME Growth y su valor de mercado era de 12.824 millones de euros, con 5 de ellas que superan el valor de mercado de dos de las cuatro que figuran en Bolsa. En concreto una de ellas, General de Galerías Comerciales, capitalizaba cerca de 3.600 millones de euros rivalizando con las grandes de la Bolsa (Merlin y Colonial).

En el año 2019 el comportamiento en Bolsa de la cotización de las SOCIMIs fue muy positivo. La revalorización fue del 23,5% y 4,5 puntos porcentuales superior (28%) si hubiésemos reinvertido los dividendos repartidos en el ejercicio. Esta revalorización que prácticamente dobló a la del conjunto del mercado en 2019, se quebró con dureza en la declaración de Estado de Alarma provocada por la Covid-19 en España en marzo de 2020 cuando en cuatro semanas el valor de las SOCIMIs españolas cayó alrededor de un 48%. Al cierre de agosto de 2020 pierden casi un 38% en el año (2 puntos menos con dividendos), algo más que el conjunto

de REITs europeos más relevantes cuya cotización se deja casi un 30% en el año.

A pesar de todo, en los ya casi siete años transcurridos desde que las primeras SOCIMIs se incorporaron al mercado se ha afianzado la presencia de este subsector en la economía española y los mercados. En lo que va de año hasta agosto las SOCIMIs han protagonizado 21 de las 60 ampliaciones llevadas a cabo en los mercados gestionados por BME, es decir algo más del 30% del total y el 60% de las realizadas por empresas admitidas a negociación en cualquier segmento de BME Growth. Lógicamente, por la atomización del sector, en términos de valor efectivo captado mediante dichas ampliaciones, los 254 millones de euros obtenidos son el 2,5% de los casi 10.000 millones de euros del total de las compañías cotizadas en la Bolsa española entre enero y agosto de 2020.

En términos de retribución al accionista las SOCIMIs repartieron en 2019 cerca de 950 millones de euros en dividendos y 181 millones de euros más en la primera mitad del año 2020. Desde 2014 estas empresas han repartido entre sus accionistas dividendos por importe de 2.466 millones de euros.

Por último, mencionar la amplia apertura al capital exterior de las SOCIMIs. Según datos recientemente publicados por el Banco de España y extraídos de la SHSS (Security Holdings Statistics by Sector) la mayor parte del capital de las SOCIMIs cotizadas en la Bolsa estaría en manos de no residentes con el 72 % en 2018. Para el caso de las admitidas a negociación en BME Growth este porcentaje sería del 43%.

El MARF, una vía para diversificar la financiación

La puesta en marcha del MARF en octubre de 2013 respondió a una clara voluntad de ampliar los canales a través de los que las medianas y pequeñas empresas podían obtener recursos para financiar su actividad productiva en un momento de crisis, cuando el sector financiero se vio incapaz de proveer de fondos a la economía.

Como consecuencia de la anterior crisis, y la contracción del crédito que trajo aparejada la desaparición de la mitad de las entidades de crédito que venían operando en nuestro país, muchas empresas tuvieron serios problemas de financiación. En un estudio publicado en el Boletín Trimestral I/2012 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores se concluía: “el 84% de las pequeñas y medianas empresas españolas tiene problemas para acceder al crédito, mientras que a, prácticamente, la mitad se les ha denegado directamente”.

La contracción del crédito bancario se convirtió, por tanto, en un dañino factor para el sector empresarial. Este elemento, unido a la tradicional – excesiva – dependencia en España del crédito bancario, amplificó el problema en los primeros años de la anterior crisis financiera y extendió la crisis del sector financiero al resto de la economía real, comprometiendo la sostenibilidad y las posibilidades de expansión y crecimiento de muchas empresas que tuvieron que cerrar por falta de liquidez.

Con el fin de dar cumplimiento a los requerimientos del MOU firmado por

el Gobierno español con la “troika” en el verano de 2012, y siguiendo la iniciativa planteada por el Ministerio de Economía y Competitividad, BME desarrolló el marco jurídico y tecnológico de un nuevo entorno de mercado que facilitase el acceso a la emisión de instrumentos de renta fija por parte de las empresas medianas y pequeñas. El trabajo, realizado en coordinación con el Ministerio y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, concluyó con el nacimiento del MARF, cuyo lanzamiento oficial tuvo lugar el 7 de octubre de 2013.

Afortunadamente, en paralelo con el nacimiento del MARF, entre 2014 y 2019, el panorama crediticio español cambió mucho. De una situación de desierto financiero, y gracias a las sucesivas políticas de quantitative easing (programas e inyecciones de liquidez del Banco Central Europeo), pasamos a un oasis en el que las empresas han disfrutado de las mejores condiciones de liquidez, precios, plazos y flexibilidad en la financiación que nadie recordaba. Un quinquenio en el que ha existido una total predisposición por parte de las entidades financieras para prestar, a las que se han unido la aparición de nuevas fórmulas de financiación bilateral como los Fondos de Deuda o el direct lending.

En poco tiempo, muchas empresas han sabido aprovechar la oportunidad que se les abrió con el nacimiento del MARF para diversificar sus fuentes de financiación y acceder a los mercados de renta fija por primera vez. Las ventajas asociadas a la tenencia de una estructura de fuentes de financiación más diversificada ya han sido detalladamente analizadas en la literatura económico-académica reciente y no nos vamos a detener

en ellas. La mejor prueba práctica de estos efectos positivos está en la propia evolución que ha registrado el MARF en sus casi siete años de vida.

En este tiempo hemos visto la llegada de ochenta nuevas compañías emisoras al mercado, 6 de ellas portuguesas; cifras de crecimiento de doble dígito año tras año en el número de emisiones registradas, hasta superar en 2019 los 10.000 millones de euros emitidos; un saldo vivo en el mercado, equivalente a la financiación real aportada por el MARF a las empresas, de 5.200 millones de euros; un grado de evolución y sofisticación en el tipo de estructuras utilizadas por las compañías para financiarse nunca visto hasta ahora, en el que la utilización de instrumentos financieros tan avanzados como los bonos de proyecto o las emisiones de titulización corporativa se han unido a los clásicos programas de pagarés o emisiones de bonos, abriéndose un abanico de enormes posibilidades ante los Directores Financieros de los emisores. Ya nadie pone en duda que el MARF es una pieza más, fundamental, dentro del ecosistema financiero de las empresas y que como tal convive con otras fuentes de financiación, aportando valor añadido a las compañías.

Sin embargo, en este proceso se echa de menos la presencia en MARF de empresas de uno de los sectores que, de la mano de los mercados, más se ha desarrollado en los últimos años: las SOCIMIs. Probablemente la gran atomización del sector y su juventud han obstaculizado hasta la fecha un uso relativamente frecuente del MARF para financiar programas de crecimiento. El propio desarrollo del sector y los efectos derivados de la

crisis de la Covid-19 apuntan a un próximo proceso de consolidación de entidades (especialmente las admitidas en BME Growth) que debería facilitar un reequilibrio de las estructuras financieras de las SOCIMIs con mayor presencia de financiación con instrumentos de deuda negociados en los mercados. Es aquí donde el MARF puede aportar alternativas muy interesantes, como ya advirtió la SOCIMI Saint Croix en los momentos de arranque del mercado cuando registró un Programa de Bonos de 80 millones de euros en este mercado.

El déficit de tamaño empresarial es una lacra que afecta negativamente a España en los sucesivos procesos de reactivación económica a los que nos estamos enfrentando desde hace una década. El Banco de España se hace eco de esta problemática de manera muy clara en sus últimos informes de coyuntura. Una de las fórmulas más eficaces que se conocen para promover el aumento del tamaño de las empresas es a través de su presencia en los mercados. La combinación de las fórmulas habilitadas por BME como gestor de los mercados en España se están

mostrando como una herramienta eficaz en este sentido. Es preciso acelerar y es necesario que sectores pujantes como las SOCIMIs incorporen a su disciplina de crecimiento las posibilidades que ofrece la emisión de deuda como parte natural de sus estructuras de financiación. Estamos seguros de que este paso importante se va a dar en un futuro no muy lejano.

BME

Gonzalo Gómez Retuerto

Director General de BME Renta Fija y del MARF

Las SOCIMIs aportan buenas sensaciones en un entorno económico castigado por la pandemia

La pandemia que nos toca vivir está afectando a todos los sectores económicos, si bien con diferente incidencia. La inversión inmobiliaria ha generado tradicionalmente un interés creciente por parte de todo tipo de inversores y en este momento este interés no ha desaparecido, si bien algunas decisiones de inversión parece que se han ralentizado. De hecho, 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 muchos de ellos.

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 ido 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 despertando el interés de los inversores.

Esta trayectoria y aumento del peso de las actividades inmobiliarias en la economía a través de las SOCIMIs es una noticia muy positiva para los tiempos que corren por varias razones.

Como apunta un reciente estudio del Banco de España, los riesgos para la estabilidad financiera macro asociados a la actividad de las SOCIMIs serían, en principio, limitados. La exposición directa de los bancos españoles (a través de participaciones en el capital y de la concesión de préstamos) a las SOCIMIs es reducida, tanto en valores absolutos como en términos de su peso en los balances bancarios. Además, la estructura de estos vehículos es, en principio, más sólida frente a eventuales episodios de crisis bursátiles e inmobiliarias, en comparación con las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria, ya que las SOCIMIs no están obligadas a reembolsar a sus partícipes sus aportaciones cuando estos las reclaman, sino que se pueden vender libremente en el mercado, con lo que se reduce el riesgo de que se produzcan episodios de ventas aceleradas de carteras de activos poco líquidos en períodos de crisis, que suelen generar efectos amplificadores de las caídas de los precios inmobiliarios.

Por otro lado, en los últimos años se observa un aumento del peso del negocio residencial en el ámbito de las SOCIMIs, especialmente en grandes áreas metropolitanas. Esta tendencia favorece el aumento de la oferta de vivienda en alquiler en los próximos años, lo que puede contribuir a contener los precios en un bien esencial para los hogares en momentos complicados que ya son tremendamente difíciles para muchas familias.

Desde 2016, el sector Real Estate es considerado 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 al cierre del mes de junio de 2020 se acercaba a los 1,43 billones de dólares y su peso en el índice está próximo al 2,9%. A esa fecha, el valor de los REITs era de 1,07 billones de dólares, un 75% del sector.

En España, las 81 SOCIMIs negociadas en junio de 2020 tienen un valor de mercado actual cercano a los 21.050 millones de euros. Suponen un 85% del sector inmobiliario representado en la Bolsa española y el 3,81% de la capitalización de todas las empresas españolas 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, sobre todo para inversores minoristas. Tanto en términos de diversificación de riesgos (por la posibilidad de invertir en carteras con distintos inmuebles), como por la profesionalización de la gestión, son una opción interesante. Además, los dividendos que estas empresas han de repartir suponen un gran atractivo en un entorno de tipos de interés muy bajos.

BME

Jesús González Nieto-Márquez

Director Gerente de BME Growth.

Las SOCIMIs fortalecen la estructura de negocio y capital del sector inmobiliario español

Después de las actividades económicas ligadas al Comercio, Transporte y Hostelería que aportan alrededor del 21% del Valor Añadido Bruto del PIB español, el sector inmobiliario, con un peso de entre el 9% y el 12% sostenido durante más de una década, es el más relevante de nuestro entramado económico.

Esta importancia para la economía española tiene refrendo en los niveles de inversión y proporcionalmente ha aumentado en los seis primeros meses de 2020 por el descenso del volumen de actividad en el comercio, los transportes y la hostelería a consecuencia del Covid-19.

Las SOCIMIs están sirviendo para consolidar en España un sector inmobiliario saludable, renovado y abierto al capital internacional. La consolidación de un vehículo colectivo líquido de inversión patrimonial inmobiliario profesionalizado es una gran alternativa para muchos inversores y para la economía en su conjunto.

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 51% del valor de las empresas españolas presentes en los mercados está en manos de inversores extranjeros. Según datos recientemente publicados por el Banco de España y extraídos de la SHSS (Security Holdings Statistics by Sector), la mayor parte del capital de las SOCIMIs cotizadas en la Bolsa estaría en manos de no residentes (el 72% en 2018), mientras que, en el caso de las admitidas a BME Growth, este porcentaje sería menor (el 43%). Singularmente, la mayoría de los accionistas no residentes procedería de países de fuera del área del euro con más del 50% del capital de las SOCIMIs en sus manos al cierre del cuarto trimestre de 2019.

Paralelamente, el desarrollo de las SOCIMIs y su presencia en los mercados contribuye a ampliar la oferta de instrumentos de inversión disponibles para los ahorradores. Frente a la inversión directa en inmuebles, estos vehículos ofrecen a los pequeños inversores la posibilidad de invertir en ellos beneficiándose de la diversificación de riesgos, la escalabilidad y la profesionalización de la gestión de forma simple. Al cierre de 2019, el porcentaje de capital de las SOCIMIs

en manos de los hogares españoles era del 21,9 %, según datos de la mencionada SHSS.

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. 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.

El proyecto de Unión de los Mercados de Capitales (CMU) respalda estas ideas y realidades y por ello plantea un impulso decidido de los gobiernos de las alternativas de mercado como medios para mejorar el equilibrio y la salud de la economía. Un aspecto que debe tenerse en cuenta en la orientación de las medidas de política económica destinadas a modelar y reconstruir un ecosistema productivo con empresas de mayor tamaño y más sólidamente asentadas.

BME

Jorge Uzaguirre

Director de Mercados y Market Data de BME

Una financiación diferente para un entorno diferente. El foco en la sostenibilidad

A lo largo de las líneas del presente informe pueden apreciarse las diferencias y heterogeneidad de nuestro mercado de vehículos inmobiliarios cotizados, no sólo con respecto a los homólogos europeos en los diferentes segmentos inmobiliarios, sino también entre ellos mismos, atendiendo a su tamaño por capitalización bursátil pero de la misma manera sobre la base de cualquiera de las variables elegidas que puedan servir de comparativa. Un mercado que denota, entre otras cosas, su juventud y, en algunos aspectos, su estado embrionario y bisoñez, en comparación con el existente en otros países de nuestro entorno.

Si bien son muchas las diferencias, es necesario señalar un par de factores que destacan notablemente sobre el resto y hacen referencia a la estructura de financiación de nuestras SOCIMIs. En este informe queda patente que el grado de apelación al endeudamiento es relativamente conservador, en la medida en que, por una lado, venimos de situaciones históricas donde no existió tal moderación y un empleo desmesurado de la deuda colapsó el sector inmobiliario y por otro, se trata de sociedades y vehículos con una obligatoriedad legal de reparto de dividendos a sus accionistas, por lo que un servicio de la deuda elevado lastrará al vehículo en términos de la caja necesaria para el abono de dichas distribuciones a sus propietarios. Dicho lo anterior, destaca en el ecosistema de las SOCIMIs – fundamentalmente entre

las de tamaño medio e inferiores – un endeudamiento tradicional, concedido por instituciones financieras en formato bilateral y activo a activo, a largo plazo, con estructuras de amortización anual del capital, con notable influencia en la caja de las sociedades así como en el cash-out de los accionistas y con un conjunto amplio de bancos propietarios cada uno con su propia garantía hipotecaria. No quiere decir ello que sean estructuras de financiación poco válidas, pero sí que su perfil responde a un crecimiento de la cartera de activos de forma paulatina y activo a activo, dando lugar a que, alcanzado un determinado tamaño de portfolio, la estructura de financiación creada no sea la más eficiente. Adicionalmente, es en pocos casos donde se pueden ver estructuras de financiación sindicadas por parte de un conjunto de entidades financieras que comparten riesgo y garantías, apostando por una estructura más eficiente y acorde con la filosofía de las SOCIMIs.

Tampoco se ven financiaciones de carácter corporativo, salvo de coberturas puntuales de necesidades de circulante y tampoco, por supuesto, de aprovechamiento de un mercado alternativo de renta fija como es el MARF de BME, adaptado a las compañías de mediana dimensión. Más allá de las grandes SOCIMIs cotizadas en la Bolsa que sí tienen un mix de endeudamiento basado en prestamos bancarios (algunos en formato sindicado) y emisión de títulos negociables – bonos corporativos –, el resto de nuestras SOCIMIs no han considerado todavía este mercado como una herramienta de financiación en mercados mayoristas y como

fórmula de diversificar sus fuentes financieras. El perfil de amortización de los bonos, la existencia de un BME Growth para empresas de baja capitalización donde puedan negociarse, junto con los protocolos de transparencia existentes en los mercados organizados tanto en renta variable como en renta fija, que influyen positivamente sobre las opciones de refinanciación, hacen de esta fuente de recursos financieros una de las más óptimas para los vehículos inmobiliarios.

El segundo de los factores a destacar tiene que ver con las financiaciones verdes y sostenibles con subyacente inmobiliario. Según el reciente informe de JLL “2019 Global Sustainability Summary”²¹ y utilizando como fuente la Agencia Internacional de Energía²² se estima que el sector inmobiliario representa aproximadamente el 36% del consumo total de energía final y casi el 40% del total directo e indirecto. La inversión con criterios socialmente responsables (ESG²³) ya no es una moda pasajera sino una mega tendencia que ha llegado para quedarse en la totalidad de los sectores económicos. Más allá de la búsqueda de una rentabilidad económico-financiera, son cada vez más los inversores que tienen como requisito indispensable que sus decisiones de inversión tengan un impacto positivo en la sociedad y a largo plazo. Así lo demuestra el hecho de que los fondos sostenibles recaudaron en Europa más de 30.000 millones de euros en el primer trimestre de 2020 según información de Morningstar. Desde JLL consideramos esta tendencia como una necesidad imperiosa como demuestra nuestra estrategia de *Building a Better Tomorrow* que abarca la totalidad de

²¹ <https://www.jll.es/content/dam/jll-com/documents/pdf/other/JLL-2019-Global-Sustainability-Summary-Report.pdf>

²² <https://www.iea.org/topics/energyefficiency/buildings/>

²³ Por sus siglas en inglés Environmental, Social and Governance.

nuestro negocio, en donde creemos que las organizaciones más exitosas del mañana necesitan cada vez más situar su propósito empresarial por encima de los éxitos financieros y objetivos a corto plazo y aportar las pautas necesarias para adaptar las carteras inmobiliarias a criterios medioambientales y sostenibles, actuando fundamentalmente sobre seis objetivos de desarrollo del milenio declarados por las Naciones Unidas²⁴. Con ello, no solo ayudan a mejorar la huella de sus negocios, sino que destacan como una pieza clave en su estrategia de financiación. Adicionalmente, JLL participa como fundador en la iniciativa *Bloomberg Green*, plataforma global focalizada en el cambio climático.

Si nos fijamos en el mercado original de bonos verdes, creado en 2007, el importe emitido en este tipo de instrumentos alcanza a nivel global un volumen, a cierre de 2019, de 754.000 millones de dólares en más de 5.931 emisiones con 927 emisores según las estadísticas proporcionadas por la institución Climate Bonds Initiative²⁵. Destaca Estados Unidos como el principal mercado emisor con más de 172.000 millones de dólares, seguido de China y Francia con 107.000 y 86.000 millones de dólares respectivamente. Aunque a lo largo del primer semestre de 2020, el comportamiento de los mercados financieros no ha acompañado por la situación de pandemia y sus efectos económicos, en el primer semestre se emitieron más de 90.000 millones de dólares nuevos (-26% frente al primer semestre de 2019) en más de 439 operaciones por 221 emisores de 34 países diferentes, lideradas por estadounidenses, suecos, japoneses y alemanes. Esta misma

institución destaca, en su informe anual, la expectativa de crecimiento de la emisión de bonos verdes para el bienio 2020-2021, focalizado en instituciones financieras y emisores soberanos, así como, el creciente uso de otro tipo de “etiquetas” de emisión tales como bonos de sostenibilidad y bonos sociales.

Una mirada rápida al ranking de los principales emisores en la historia de los bonos verdes permite ver, en el primer puesto y con significativa ventaja sobre el resto, a Fannie Mae con casi 30.000 de dólares de emisión en más de 991 operaciones. No debe ser necesario recordar en este punto la relación existente entre esta compañía estatal americana y el sector inmobiliario, en la medida que garantiza gran parte de las hipotecas firmadas en Estados Unidos. La evolución del mercado en el primer semestre del actual ejercicio muestra cómo más de un 20% de las emisiones de bonos verdes durante 2019 han ido destinadas a la categoría de construcción-edificación (porcentaje superior al mismo periodo del año anterior) y un 30% de los ingresos obtenidos en las emisiones correspondientes al mismo ejercicio. El sector inmobiliario se coloca en segundo lugar por destino de las emisiones de papel verde, por detrás del energético (32% de los ingresos de las emisiones en 2019) y por delante del sector de transportes y agua con un 20% y un 9% respectivamente.

La financiación verde ya es un mercado absolutamente global, creciente en todas las regiones y países y lo que es mejor noticia, liderado por Europa en los últimos años donde ha crecido en 2019 más de un 74% frente a 2018 y donde las compañías privadas no

financieras y compañías con respaldo público encabezan el crecimiento. Un mercado con más de 269 emisores y un saldo superior a los 300.000 millones de dólares, donde Francia, Alemania y Holanda han tomado la batuta y España se encuentra en la zona media.

La pregunta que surge a continuación es, ¿puede el sector inmobiliario español aprovechar esta mega tendencia? ¿Pueden emisores inmobiliarios españoles lograr una financiación verde sobre la base del respaldo de sus activos? ¿Pueden establecerse programas de financiación verde que permitan la transformación de las carteras de activos bajo criterios ESG? Y ya en faena, ¿es posible que, en los próximos años, las SOCIMIs españolas, de diferente tamaño y composición de activos, puedan aprovechar la financiación de los mercados de capitales y en concreto los mercados de bonos y bonos verdes, para financiar inversiones destinadas a la renovación o desarrollo de activos inmobiliarios sostenibles? La respuesta es claramente afirmativa, no sólo desde la perspectiva de los mercados de capitales sino también desde la perspectiva de la financiación bancaria tradicional, aunque en este caso, sí sería interesante, como elemento impulsor, una reflexión en términos de regulación bancaria para que esta tipología de financiaciones, bajo criterios ESG, tenga un impacto en términos de consumo de capital de estas instituciones.

JLL

Alberto Segurado

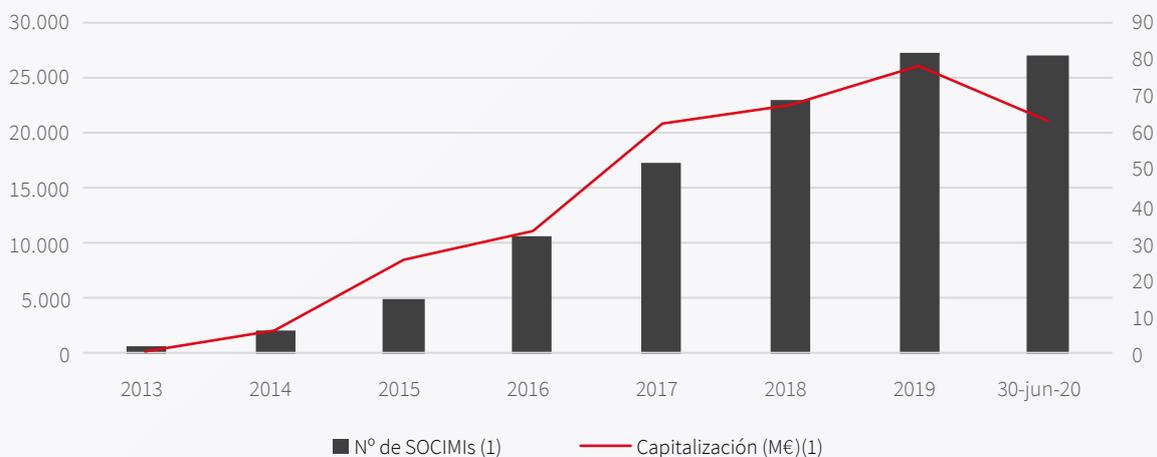
Director de Deuda y Finanzas Corporativas

²⁴ Los objetivos son: salud y bienestar (3), igualdad de género (5), trabajo decente y crecimiento económico (8), ciudades y comunidades sostenibles (11), producción y consumo responsable (12) y acción por el clima (13).

²⁵ Informe Green Bonds, Global State of the Market 2019 (https://www.climatebonds.net/system/tdf/reports/cbi_sotm_2019_vol1_04d.pdf?file=1&type=node&id=47577&force=0)

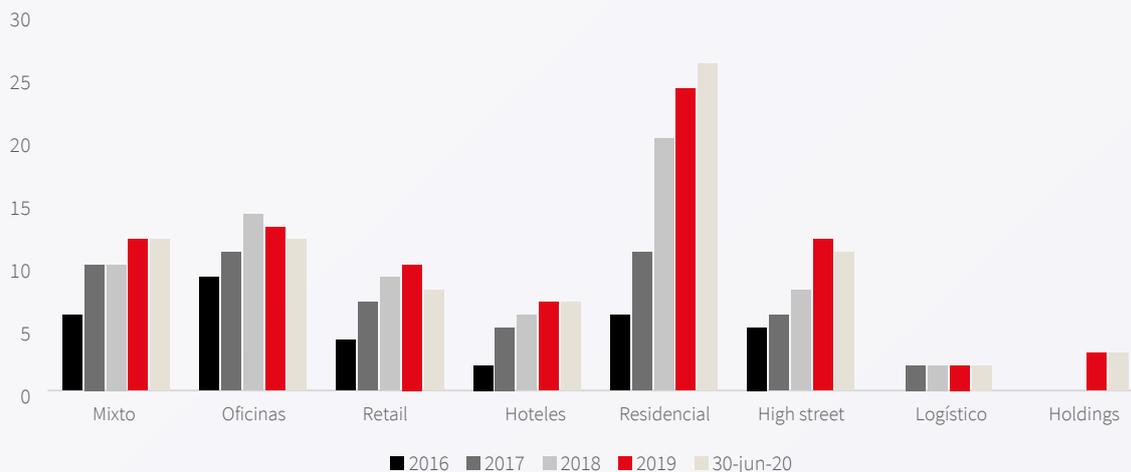
Número de SOCIMIs admitidas en la Bolsa española y BME Growth y capitalización.

Valores a fecha de cierre de cada ejercicio



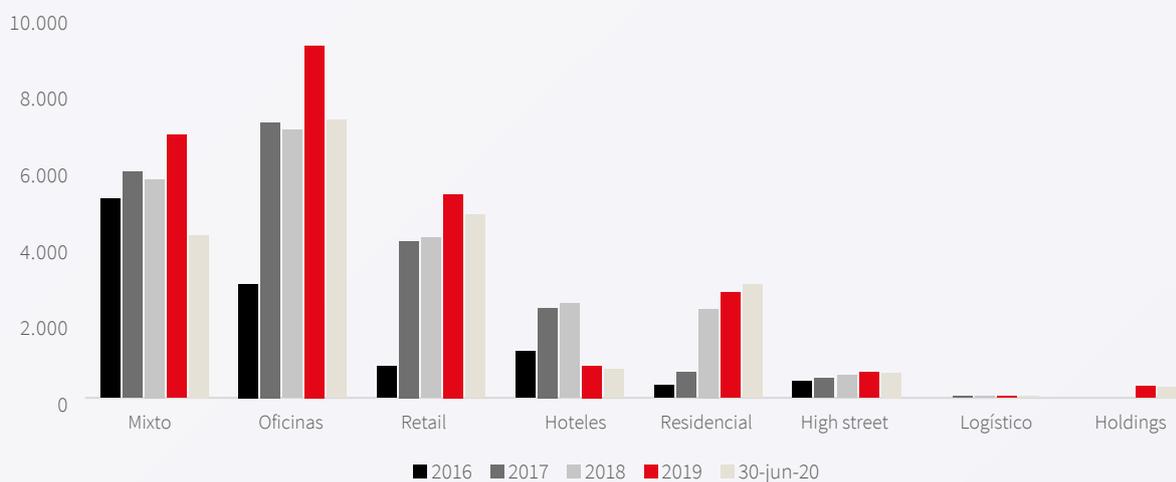
Fuente: BME

Número de SOCIMIS listadas en la Bolsa española por tipología y año



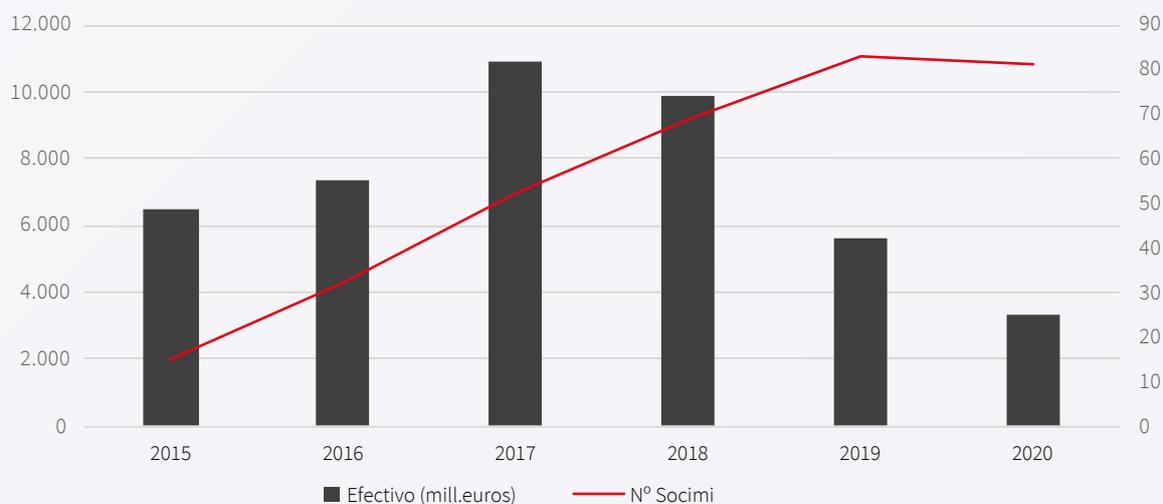
Fuente: BME

Capitalización SOCIMIs admitidas en la Bolsa por tipología y año



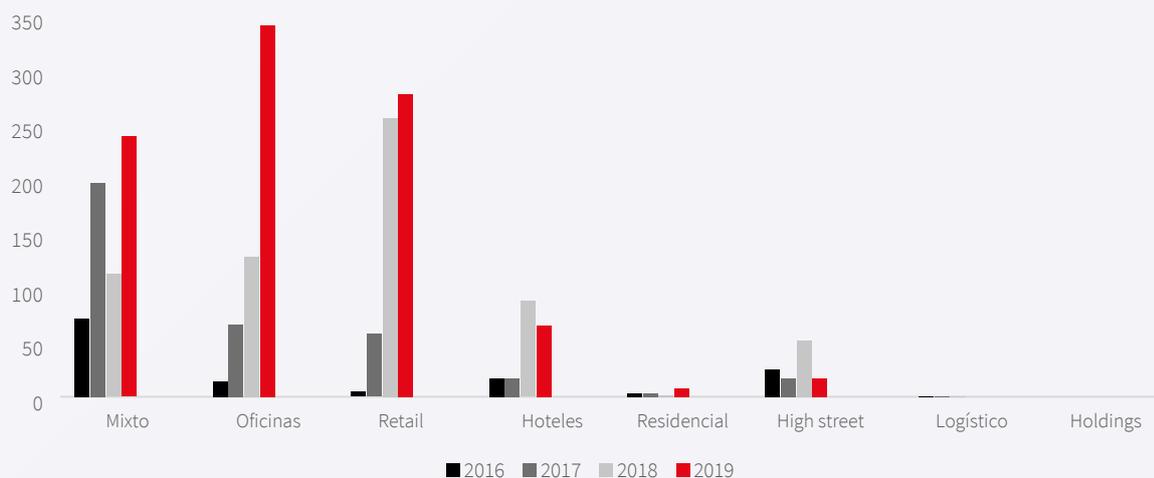
Fuente: BME

Volumen efectivo negociado por las SOCIMIs (M€) 2015-2020 (junio)



Fuente: BME

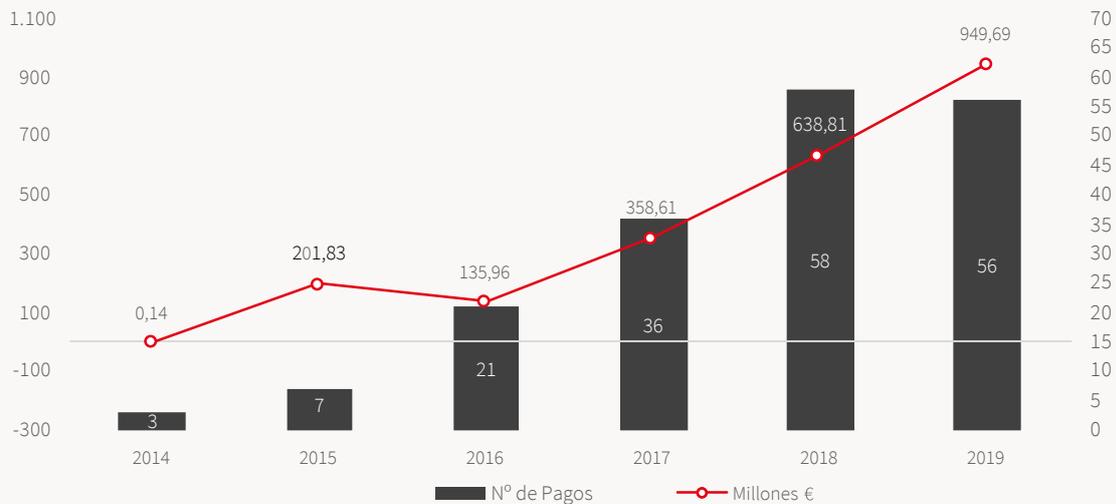
Dividendos pagados por las SOCIMIS (2014-2019)



Fuente: BME

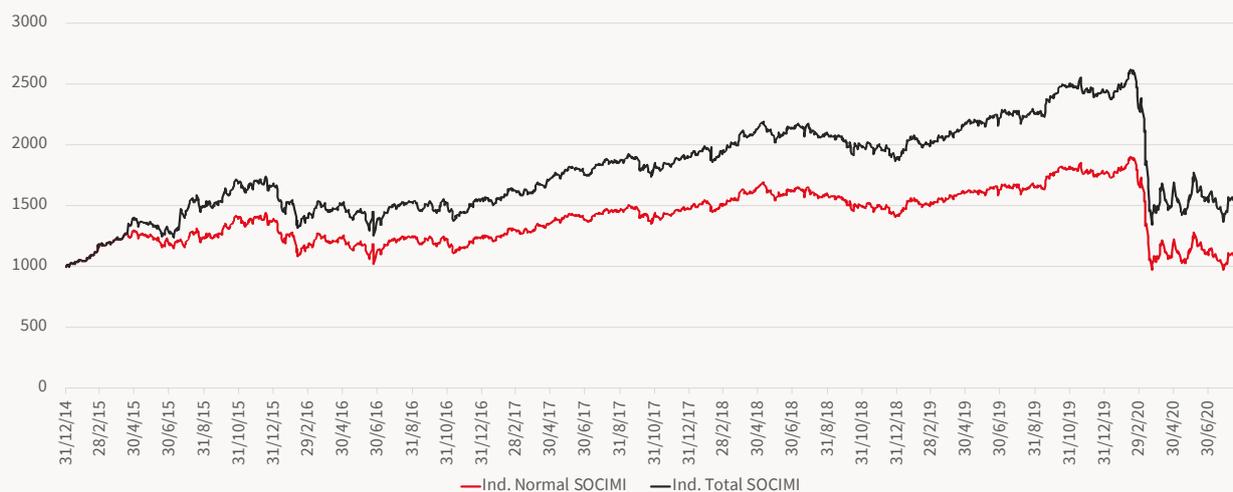


Dividendos pagados por las SOCIMIs por tipología (2014-2019)



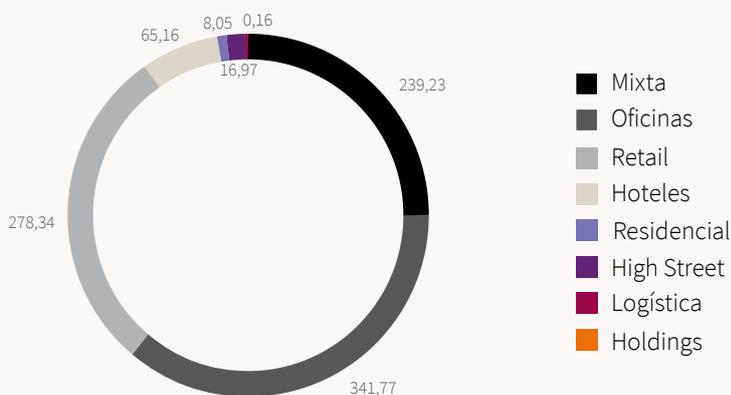
Fuente: BME

Cotización SOCIMIs en Bolsa Española. Base 1000= 31/12/2014, datos diarios hasta 30 de junio 2020



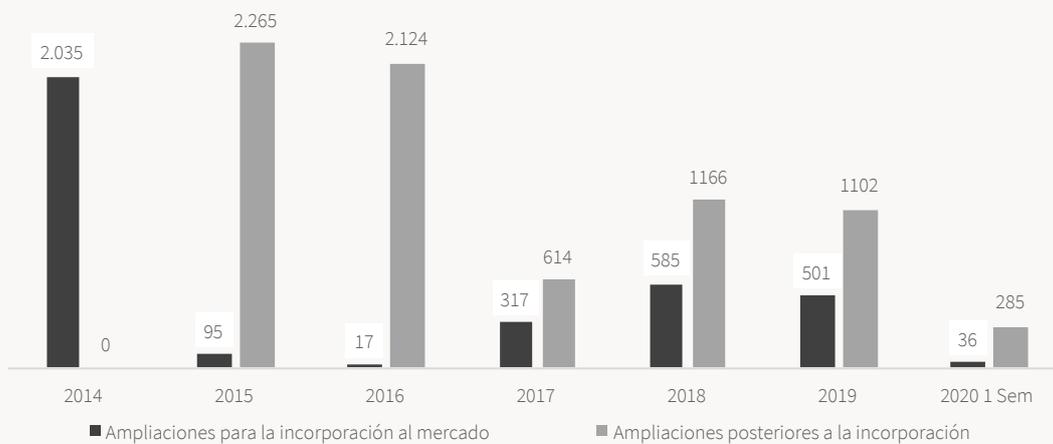
Fuente: BME

Dividendos brutos pagados por las SOCIMIs admitidas en la Bolsa española por tipología



Fuente: BME

Valor de las ampliaciones de SOCIMIs en la Bolsa española



Fuente: BME

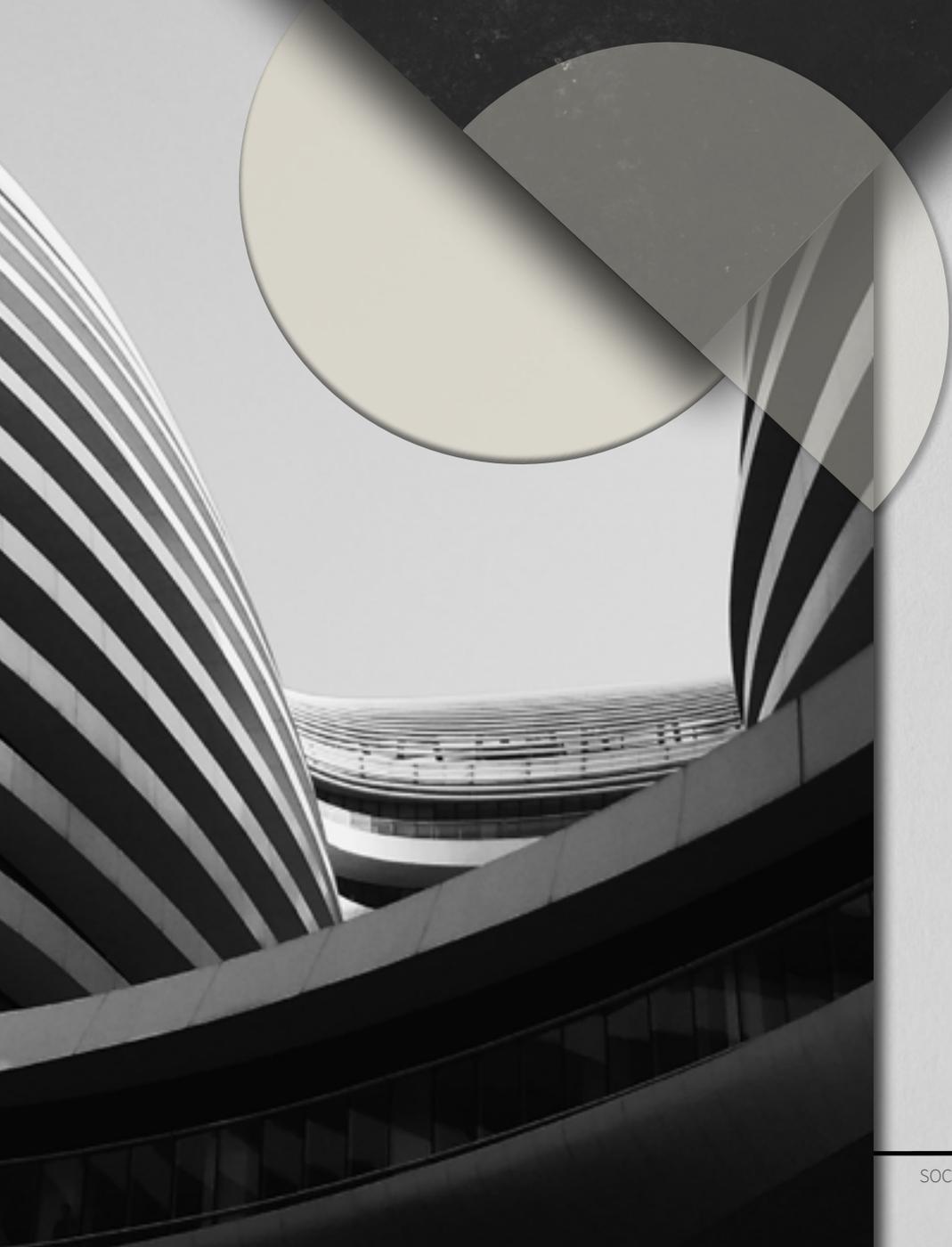
Número de ampliaciones de SOCIMIS



Fuente: BME



7 Nota Metodológica



El presente informe se ha realizado a partir del análisis de las cuentas auditadas consolidadas y memorias de cada una de las SOCIMIs que cotizan en el mercado español correspondientes a los ejercicios 2019, 2018 y 2017, 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 Immobilier Socimi SA, vehículo cotizado en la Bolsa de Luxemburgo. A este respecto, no se han tenido en cuenta las SOCIMIs españolas cotizadas en BME Growth. 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 aquellas cuyo activo está compuesto por acciones de otras SOCIMIs (caso de Euro Cervantes SOCIMI SA, Mansfield SOCIMI y Mistral Iberian SOCIMI) así como otras cuyas acciones están suspendidas de negociación (Asgard) o están en proceso de renuncia a su estatus de SOCIMI (Domo).

Con el objetivo de mejorar la comprensión y lectura de este informe y particularmente los capítulos dedicados al análisis de los estados contables, se hacen las siguientes aclaraciones de carácter metodológico:

- **Deudas a largo plazo y deudas a corto plazo:** recoge el endeudamiento financiero a más de un año y menos de un año respectivamente tanto con prestamistas financieros como accionistas.
- **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 ni las ventas netas de carteras.
- **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 pagados 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.



BME X
BOLSA Y MERCADOS ESPAÑOLES
a SIX company

SOCIMIS.

Solidez y
valor para la
recuperación

Contactos

*Capital Markets - Deuda y
Finanzas Corporativas*

Alberto Segurado
Gonzalo Massó
marketing.spain@eu.jll.com

Research

Inés Araguás
research.spain@eu.jll.com

Cómo cotizar en Bolsa
info@grupobme.es

BME Growth
infoBMEGrowth@grupobme.es

Datos de mercado
estudios@grupobme.es

JLL es Asesor Registrado en el mercado BME Growth

JLL España

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

Barcelona
Torre Glòries
Diagonal 211 Pl.26
08018
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