Anatomía del mercado SOCIMI

[iStock]/Thinkstock.

La Ley 11/2009 de 26 de Octubre y la posterior modificación en la Ley 16/2012 de 27 de diciembre, pusieron las bases para el desarrollo del REIT español denominado Sociedad Anónima Cotizada de Inversión Inmobiliaria (SOCIMI) que, tras ocho años, ha ejercido de motor de recuperación del sector inmobiliario en la totalidad de sus segmentos, con elevado atractivo para los inversores tanto nacionales como extranjeros y que en la actualidad supone un mercado de más de 23.000 millones de euros en valor bursátil distribuido entre 66 vehículos inversores a noviembre de 2018. Si bien cuentan con beneficios fiscales similares a sus homólogos europeos y que están actualmente en discusión en nuestro país, es de esperar que en los próximos años este mercado de inversión siga desarrollándose y mostrando su faz más atractiva, además de iniciarse un proceso de concentración con el objetivo de incrementar la dimensión de los vehículos en aras de la consecución de economías de escala en la gestión de los activos.

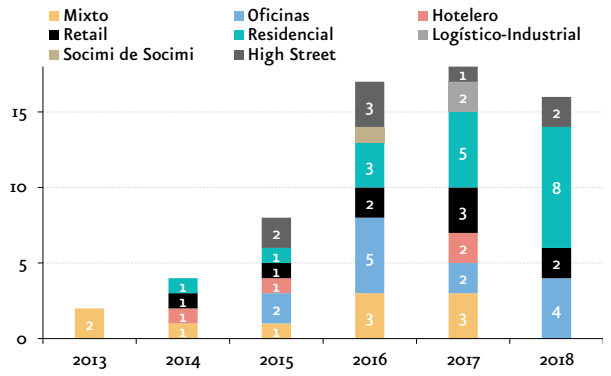
Alberto Segurado @AlbertoSegurado | *Head of Debt Advisory, JLL*
Gonzalo Massó | *Director of Debt Advisory, JLL*

El mercado de Real Estate Investment Trusts (REIT) españoles, esto es, las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMI), colocó su primera piedra a raíz de la Ley 11/2009 del 26 de octubre, en plena crisis económica e inmobiliaria. El objetivo básico del legislador no fue otro que interactuar en un mercado de alquiler deprimido, tratando de impulsarlo y reactivarlo, ofreciendo un mayor nivel de liquidez y acercarlo a los pequeños inversores. Aquella ley pasó sin pena ni gloria y tuvo que esperarse hasta 2012 (Ley 16 del 27 de Diciembre) cuando su reforma parcial otorgó a este tipo de vehículos, desconocidos hasta el momento en el mercado nacional pero en pleno funcionamiento en las economías desarrolladas desde su nacimiento en los años 70 en EE.UU., la tracción necesaria para el desarrollo al que estamos asistiendo, acompañada además por la creación del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y su segmento especializado en SOCIMI, como fórmula inequívoca de hacer líquido un activo que por su naturaleza no lo es lo suficiente.

La reforma de la ley inicial y la adopción de exenciones fiscales a su tributación –principalmente en el impuesto de sociedades– confirió un mayor atractivo

Evolución del mercado SOCIMI 2013-2018. Vehículos y especialización

(número de SOCIMI que han accedido al mercado)



2013, 2: Entrecampos Cuatro, Pr. Renta y Patrimonio.
2014, 4: Merlin Properties, Hispania, Lar España y Mercal Inmuebles.
2015, 8: Zambal, URO, Trajano Iberia, Fidere, Zaragoza P., Autonomy, Corpfin C. PR II y Asgard.
2016, 17:GMP, Asturias R&L, Doalca, ISC Fresh Water, Euro Cervantes, Corona, Quonia, Vitrubio, Silvercode, Optimun RE, Hadley, Inmofan 99, Jaba I, Vbare I.P., RREF II Al Break, Corpfin C. PR. III y Habaneras.
2017, 18:Colonial, G.G. Comerciales, Albirana, Olimpo RE, Elaia, AM Locales, Meridia, RE III, G. Ortiz Prop., Optimun III VA, Gore Spain, Barcino P., P2 Spain, PSN Gestión, Colon Vivi., Numulae G., Student P., Tarjar Xairo y Domo Activos.
2018, 16: Testa, Castellana P, Tempore, Serrano 61, Amira RE, Veracruz, GO Madrid Benz, Elix Vintage, Tander, Azaria, AP67, Mistral, Unica, Galil Capital, Excem y Quid Pro Quo.

Fuente: *elaboración propia a partir del INE.*

de estos vehículos, no sólo a los inversores –nacionales y extranjeros– sino también a los tenedores de los inmuebles en renta, dando lugar a que en el periodo 2003-2004, años en los que se vislumbra e inicia una recuperación del entorno macroeconómico de España, se incorporaran al mercado los primeros seis[1] vehículos –tres al mercado continuo y los otros tres al mercado alternativo–. Desde aquel entonces, el mercado, enlazado a la propia recuperación del sector inmobiliario y sus diferentes segmentos, se ha ido desarrollando con fortaleza hasta el punto que, en la actualidad, agrupa a 66 SOCIMI con un valor de mercado global superior a los 23.000 millones de euros. Han sido los años 2016-2018 los de mayor fertilidad y visión de estos vehículos como un activo bursátil atrayente dado que el 77% del censo de SOCIMI se ha estrenado en el mercado a lo largo de este periodo.

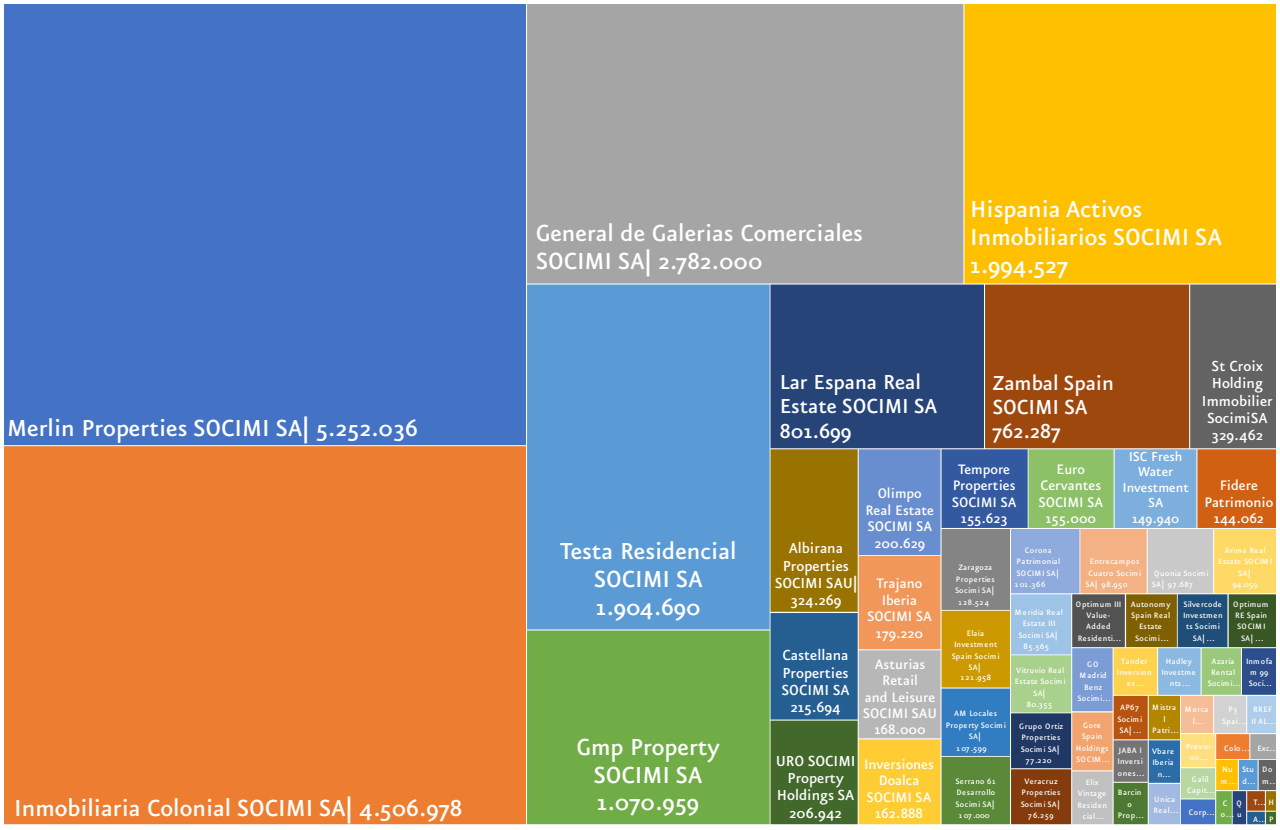
No obstante, el mercado español, como mercado en desarrollo, es extremadamente heterogéneo en la medida en que conviven sociedades con una alta capitalización y liquidez –cotizadas en el mercado continuo SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil Español)– junto a otras, en el mercado alternativo, con capitalizaciones reducidas y sin apenas negociación diaria. Incluso este mercado agrupa vehículos de muy diferente valor. De hecho, podría afirmarse que en el mercado español existen dos tipologías de SOCIMI bien diferenciadas; por un lado, estructuras societarias operativas de elevada liquidez y profundidad de mercado, con portfolios de activos amplios y alineados a una estrategia específica –diversificada por segmentos inmobiliarios o bajo una estrategia de especialización– y por otro, sociedades que aprovechan las ventajas fiscales diferenciadoras con portfolios reducidos tanto en número como valor, con apenas negociación diaria y casi inexistente *free float*. Esta heterogeneidad da lugar a una elevada concentración, de manera que las primeras cinco SOCIMI por volumen de capitalización bursátil suponen prácticamente el 70% del valor total del mercado (el 52% sólo las tres primeras), las primeras diez rozan el 83% del valor y las quince mayores, el 87%.

Pese a estos aspectos, el mercado ha ido evolucionando y muestra ya unos números convincentes. A fecha actual, el valor total de los activos inmobiliarios en manos de vehículos SOCIMI alcanza un importe de 42.000 millones de euros (en términos de *Gross Asset Value* y 34.900 en valor en libros) y 27.800 millones en términos de *Net Asset Value* ofreciendo una rentabilidad bruta de los ingresos (*yield*) del 3,96% y cotizando en términos medios con un descuento del 17% sobre el valor neto de los activos. Por el lado de la generación de negocio, el segmento de SOCIMI generó en 2017 un EBITDA –sin contar la revalorización de los activos– de 1.200 millones de euros, un 50% más que en el ejercicio anterior y cerca de 1.400 millones en términos de flujo de caja de explotación apelando a un apalancamiento reducido.

Al igual que la heterogeneidad en la propia concepción de los vehículos, esta también se identifica desde el punto de vista contable, de manera que conviven sociedades con estados financieros bajo las Normas Internacionales con otras que mantienen las normas del Plan General de Contabilidad. Más allá de los detalles que esto supone en la comparación de los estados financieros, sí destaca fundamentalmente el capítulo de los incrementos de valor de la cartera de activos inmobiliarios ligado a una senda alcista de las rentas y una progresiva reducción de las tasas de capitalización. En este sentido, en el ejercicio 2017 el incremento del valor razonable de los activos ascendió a 2.400 millones de euros (1.600 millones de euros en 2016) lo que supone un incremento del 7% anual del valor en libros y un múltiplo de x2 con respecto a la generación de EBITDA, en línea con lo acaecido en el ejercicio 2016. En lo que respecta a la retribución al inversor, el conjunto del mercado ha originado dividendos en 2017 por importe de 558 millones de euros (rentabilidad media del 2,4% anual, 2,8% en el mercado continuo y 2% en el mercado junior) concentrados en un 60% en el mercado continuo.

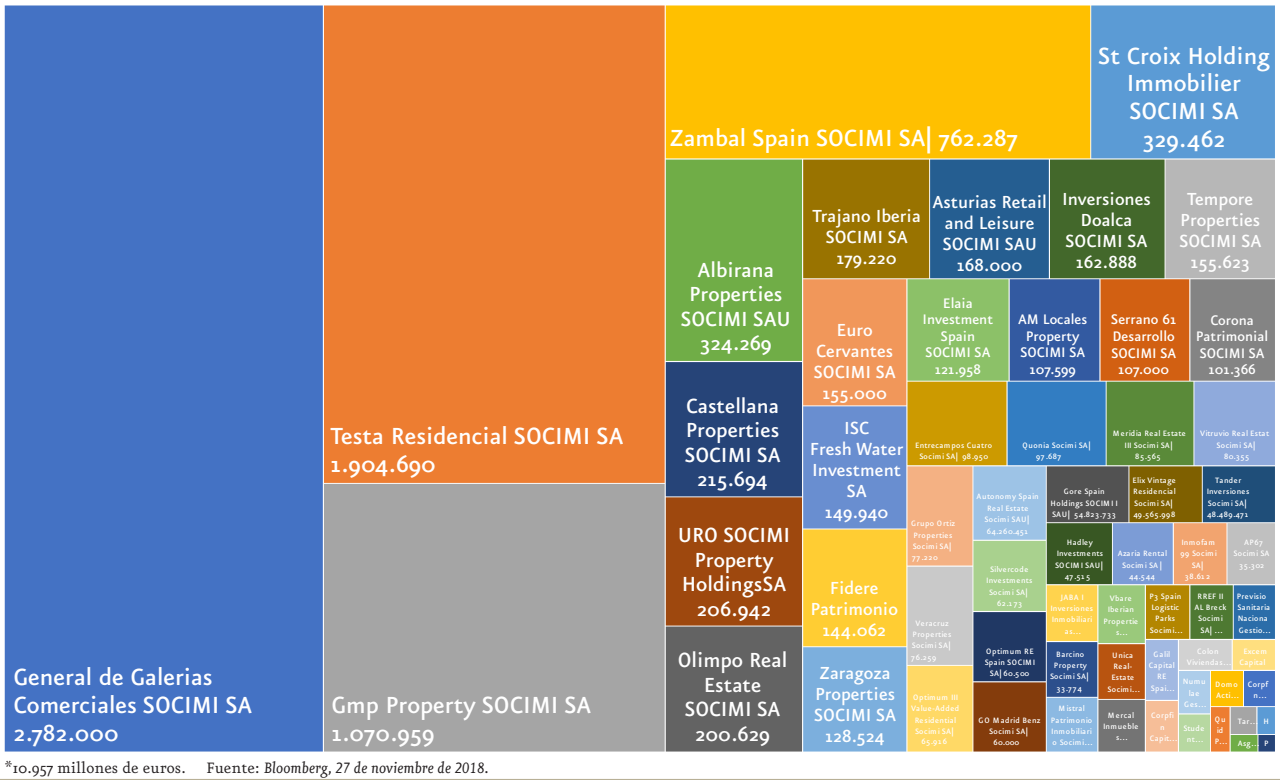
La comparativa por mercados –fundamentalmente SIBE y MaB– presenta también importantes dife-

DISTRIBUCIÓN DE LA CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL MERCADO SOCIMI* (MILES DE EUROS)



*23.130 millones de euros. Fuente: *Bloomberg, 27 de noviembre de 2018.*

DISTRIBUCIÓN DE LA CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL MERCADO SOCIMI–MAB* (MILES DE EUROS)



*10.957 millones de euros. Fuente: *Bloomberg, 27 de noviembre de 2018.*

BREAKDOWN POR MERCADO Y MÉTRICAS

Breakdown by market

Datos en millones de euros Datos del mercado	unidades	5#'s SIBE - Otros	61#'s MAB	66#'s Total
Valor				
Valor de Mercado (Equity Value)	millones de euros	**12.175**	**10.957**	**23.131**
GAV	millones de euros	26.765	15.404	**42.168**
NAV	millones de euros	**17.658**	**10.156**	**27.813**
Prima/ (Descuento) sobre NAV	%	-31	8	-17
Prima/ (Descuento) sobre Patrimonio Neto	%	-13	70	13
Estados Financieros				
Inversiones Inmobiliarias (BV neto)	millones de euros	22.808	12.145	**34.953**
Increm. Valor Razonable.	millones de euros	2.243	181	2.423
Valor Razonable /Inv. Inmobiliarias	%	9,8	1,5	6,9
Valor Razonable/Valor de Mercado	%	18,4	1,6	10,5
Patrimonio Neto	millones de euros	13.984	6.442	**20.426**
DFN	millones de euros	9.107	5.248	14.355
Ingresos por rentas	millones de euros	966	702	**1.668**
Otros ingresos	millones de euros	27	46	73
EBITDA	millones de euros	689	568	**1.257**
Beneficio Neto	millones de euros	2.565	434	**3.000**
Beneficio Neto ajustado	millones de euros	323	254	576
Dividendos	millones de euros	339	219	**558**
CF por explotación	millones de euros	1.050	339	1.388
CF por inversión	millones de euros	-938	-779	-1.717
CF por financiación	millones de euros	937	399	1.336
Generación de Caja	millones de euros	1.049	-42	1.008

Breakdown by market

Datos en millones de euros Datos del mercado	unidades	5#'s SIBE - Otros	61#'s MAB	66#'s Total
Rentabilidades				
Rentabilidad Activos inmobiliarios (ROA)	%	3,0	4,7	3,6
Rentabilidad Financiera (ROE)	%	18,3	6,7	14,7
Yield (% BV)		4,2	5,8	4,8
Yield Bruta (sobre GAV)	%	3,6	4,6	4,0
Yield Neta (EBITDA sobre GAV)	%	2,6	3,7	3,0
Rentabilidad Dividendo	%	2,8	2,0	2,4
Apalancamiento				
Apalancamiento (s/GAV)	%	34,0	34,1	34,0
Apalancamiento (s/Activos Inmobi.)	%	39,9	43,2	41,1
Apalancamiento (s/Patrimonio)	%	65,1	81,5	70,3
Apalancamiento (s/Equity Value)	%	74,8	47,9	62,1
Tipo medio (deuda) efectivo	p.b	226,5	339,6	266,6
RCI (Cobertura intereses)	x	4,3 x	1,7 x	3,1 x
Márgenes				
Margen EBITDA	%	69,4	76,0	72,2
Margen Neto	%	265,5	61,9	179,9
Eficiencia	x	0,29	0,43	0,35
Eficiencia (en G. Generales)	x	0,19	0,37	0,26
Ratios				
PE (VM/BN)	x	4,75	25,23	7,71
PE Ajustado (VN/BNa)	x	37,71	43,22	40,13
EBITDA /CF_E	%	152,3	59,6	110,4
Múltiplo EBITDA	x	17,7 x	19,3 x	18,4 x
Múltiplo Ingresos	x	12,3 x	14,7 x	13,3 x
Reval Activos/EBITDA	x	3,3 x	0,3 x	1,9 x
EBITDA/V.Mercado	%	5,66	5,18	5,43

Otros: SIBE, Luxemburgo, Euronext.

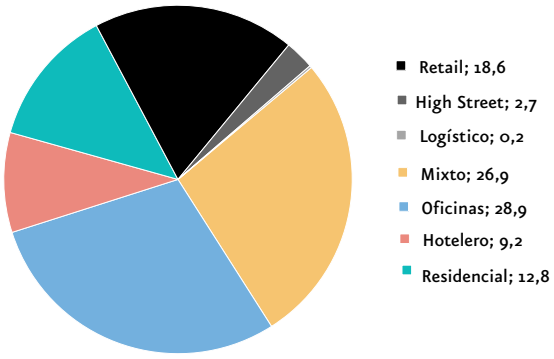
Fuente: *Bloomberg y elaboración propia.*

rencias. Si bien en términos de valor son mercados casi parejos (12.000 millones de euros en el SIBE frente a 11.000 millones en el MaB) no lo son en términos de número de entidades (4 frente a 61) ni tampoco en términos financieros. En la tabla comparativa que se presenta a continuación puede apreciarse como el descuento sobre NAV de las sociedades del mercado continuo es mayor que en el MaB, producto de la liquidez y profundidad propia de ese mercado. En términos de cifras de negocio sí existe un cierto equilibrio en ingresos y EBITDA pero no así en beneficio neto como consecuencia del efecto contable de las revalorizaciones de activo y de una rotación de la cartera superior entre las compañías cotizadas en el mercado senior ni tampoco en términos de generación de caja. En lo que respecta a las rentabilidades de los activos, los vehículos del mercado junior baten al senior excepto en términos de ROE y de rentabilidad de dividendos. En lo que sí destacan las SOCIMI del mercado continuo es en términos de optimización de su estructura de costes y ratio de eficiencia, muy por encima de sus congéneres del mercado alternativo.

La división por segmentos inmobiliarios del conjunto de las SOCIMI cotizadas muestra una distribución que pondera en mayor medida la especialización frente a la tenencia de porfolios mixtos de activos. En este sentido, los vehículos especializados en el segmento oficinas tienen un peso mayoritario en el mercado con casi un 30% tanto del valor de mercado como del conjunto de los ingresos por rentas. *Retail* y residencial aportan un 19% y un 13% respectivamente en términos de valor bursátil pero solo un 14% y un 7% en términos de rentas. Por el contrario, la actividad logística y *Hight Street* (locales comerciales) tiene todavía un peso residual en términos de valor, pero es destacable el peso de las rentas de estos últimos. Frente a la actividad más especializada, el mercado concentra gran parte de su valor en vehículos mixtos –aquellos invertidos en más de dos tipologías de activos y donde destaca Merlín Properties la SOCIMI más grande del mercado con una capitalización superior a 5.200 millones de euros– con un 27% del valor total (Merlín supone un 23%) y un 32% del total de rentas (28% Merlín). Esta distribución mostraría claramente una preferencia del mercado por estrategias de especialización en segmentos inmobiliarios frente a una estrategia de diversificación de riesgos atendiendo a inversiones en diferentes segmentos con ciclos diferenciales. O lo que es lo mismo, la preferencia de los inversores por la minimización de costes y la obtención de economías de escala derivadas de un alto conocimiento y equipos de gestión especializados en determinados productos. Pese a ello, los datos de los

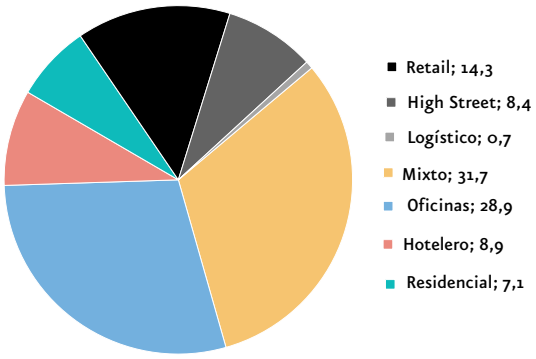
Mercado SOCIMI: peso de cada segmento en el valor del mercado

(%)



Mercado SOCIMI: peso de cada segmento sobre las rentas totales

(%)



Fuente: *Información financiera cuentas anuales financieras publicadas & Información de mercado disponible en Bloomberg a fecha 5 de noviembre de 2018.*

estados financieros muestran que el segmento más eficiente de SOCIMI es el segmento *High Street* seguido del segmento mixto – con una eficiencia media en 2017 del 0,29 – proporción de gastos de estructura por cada unidad de ingreso – y por oficinas y hotelero (0,31 y 0,36 respectivamente), siendo el residencial, último segmento incorporado al mercado y que agrupa actualmente 18 vehículos, el más ineficiente.

Desde JLL, si bien consideramos que existen luces y sombras que acechan al mercado, apostamos por el desarrollo de las SOCIMI y consideramos que su futuro a corto y medio plazo es prometedor.

Por el lado positivo, destaca el ritmo de vehículos que han salido al mercado así como el creciente interés por parte de los fondos internacionales –principales compradores de producto inmobiliario en los últimos años a través de REO's o carteras NPL's– en este mercado como herramienta para maximizar la liquidez de sus compras. Adicionalmente, la escasez actual de producto inmobiliario hace que los porfolios de las SOCIMI se conviertan en alternativa de compra lo que redundará en un proceso de concentración –ya iniciado– en aras de incrementar el tamaño individual de los vehículos y con ello, mitigar uno de los aspectos menos positivos, representado por la falta de liquidez real de los vehículos cotizados en el mercado alternativo. Sin embargo, será necesario mostrar atención a los planes del Gobierno con respecto a las posibles modificaciones fiscales de estos vehículos con respecto al Impuesto de Sociedades –actualmente tributan a través del reparto de dividendos– que, de producirse finalmente, afectarán notablemente a su evolución y perjudicarán su comparación e igualdad de condiciones con sus homólogos europeos ::

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

Notas:

• La legislación determina que para que una sociedad pueda ser considerada SOCIMI al menos el 80% de sus activos deben ser considerados «cualificados» o lo que es lo mismo, (i) bienes inmuebles de naturaleza urbana, (ii) terrenos adquiridos para promoción de inmuebles que vayan a destinarse al arrendamiento siempre y cuando la promoción se inicie dentro de los tres años siguientes a su adquisición, (iii) participaciones en otras SOCIMI, REIT, SOCIMI no cotizadas e IICs Inmobiliarias. Quedan excluidos los «bienes inmuebles de características especiales» (Art. 8 RD 1/2014 del 5 de Marzo). Asimismo, el número de activos para la constitución de una SOCIMI es uno y su tenencia en el balance es por un mínimo de tres años. Adicionalmente el MAB establece (i) un capital mínimo de 5 millones de euros, (ii) acciones nominativas, (iii) mínimo 50 accionistas, (iv) no limitaciones al apalancamiento y (v) un capital mínimo en el mercado bursátil equivalente a 2 millones de euros o un 25% del capital de la sociedad.

• Las SOCIMI presentan importantes beneficios fiscales que se manifiestan fundamentalmente en un tipo efectivo del 0% en el Impuesto de Sociedades pero también con bonificaciones fiscales del 95% en el ITP y AJD y la exención de Actos Jurídicos Documentados en la constitución de la sociedad o en las ampliaciones de capital. Por el contrario, están obligadas al reparto del 80% del beneficio derivado de las rentas en dividendos así como el 50% de las plusvalías por venta de activos y el 100% de los dividendos recibidos por su participación en otras SOCIMI.

• La circular del MaB establece que las SOCIMI deben colocar el 25% de su capital o, al menos, acciones por valor de dos millones de euros, entre accionistas minoritarios, cada uno de los cuales ostentará un porcentaje de participación inferior al 5%.