



---

# **Universidad de Valladolid**

## **Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales**

**Trabajo de Fin de Grado**

**Grado en: Administración y Dirección de  
Empresas**

**Título del Trabajo Fin de Grado:**

**“LA INVERSIÓN INMOBILIARIA EN  
ESPAÑA: VALORACIÓN DE LAS  
SOCIMIS COTIZADAS”**

Presentado por:

***SERGIO CHAMORRO DEL BARRIO***

Tutelado por:

***JOSÉ MARÍA FORTUNA LINDO***

## **RESUMEN**

El sector inmueble es de los más importantes de la economía española. La inversión inmueble condiciona el funcionamiento de este sector, que se desplomó tras el estallido de la burbuja inmobiliaria provocada por la especulación desmedida que se daba en España desde los 90 hasta la crisis financiera mundial de 2008.

La inversión inmobiliaria aporta grandes ingresos a inversores que se dedican a ello. Existen diferentes tipos de activos inmuebles, desde los activos tradicionales hasta los alternativos que están ganando importancia en los últimos años. Además, existen varias formas de invertir en inmuebles con diferentes características y rentabilidad.

Como alternativa a la inversión particular, aparece la inversión indirecta, o a través de entidades conocidas como SOCIMIs. Estas ofrecen una legalidad y fiscalidad favorables, lo que ha impulsado su creación en España en los últimos años. Además, este trabajo ofrece una valoración de las cuatro SOCIMIs cotizadas más importantes del país.

Palabras clave: Inversión inmueble, SOCIMI, burbuja inmobiliaria, valoración.

## **ABSTRACT**

The real estate sector is one of the most important sectors of the Spanish economy. Real estate investment conditions the functioning of this sector, which collapsed after the bursting of the real estate bubble caused by the excessive speculation that took place in Spain from the 1990s until the global financial crisis of 2008.

Real estate investment offers high returns to dedicated investors. There are different types of real estate assets, from traditional assets to alternative assets that are gaining importance in recent years. In addition, there are various ways to invest in real estate with different characteristics and returns.

As an alternative to private investment, there is indirect investment, or through entities known as REITs. These offer favourable legal and fiscal conditions, which has boosted their creation in Spain in recent years. In addition, this paper offers an assessment of the four most important listed REITs in the country.

Keywords: Real estate investment, SOCIMIs, real estate bubble, assessment.

## ÍNDICE

- 1. INTRODUCCIÓN.**
- 2. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL SECTOR INMOBILIARIO EN ESPAÑA.**
  - 2.1. Creación de la burbuja inmobiliaria.**
  - 2.2. Crisis económica y financiera tras el estallido de la burbuja.**
  - 2.3. Situación actual y perspectivas.**
- 3. LAS INVERSIONES INMOBILIARIAS.**
  - 3.1. Tipos de activos inmueble.**
  - 3.2. Métodos de inversión inmueble.**
  - 3.3. Inversión inmueble en España.**
    - 3.3.1. Evolución, situación actual y tendencia.*
    - 3.3.2. Ubicaciones más atractivas para la Inversión. Precio de la vivienda por regiones.*
- 4. SOCIMIS**
  - 4.1. Legalidad.**
  - 4.2. Fiscalidad.**
  - 4.3. Principales SOCIMIs de España.**
    - 4.3.1. Merlin Properties.*
    - 4.3.2. Inmobiliaria Colonial.*
- 5. VALORACIÓN PROPIA.**
  - 5.1. Métodos.**
    - 5.1.1. CAPM.*
    - 5.1.2. Comparables. Múltiplo PER.*
  - 5.2. Valoración Merlin Properties.**
  - 5.3. Valoración Inmobiliaria Colonial.**
  - 5.4. Análisis comparativo y conclusiones del análisis financiero.**
- 6. CONCLUSIONES.**
- 7. BIBLIOGRAFÍA.**

## **1. INTRODUCCIÓN.**

El sector inmobiliario es uno de los más importantes a nivel mundial, ya que tiene consecuencias en las condiciones económicas de los países, tanto en economías más avanzadas como en países en desarrollo. También, tiene un gran impacto en la economía real y en la estabilidad financiera, ya que está relacionado con sectores tan relevantes como el bancario o la construcción.

La inversión inmobiliaria en España es un tema de gran relevancia debido a la capacidad que ofrece a los inversores de conseguir ingresos a partir de los diferentes métodos de inversión. Invirtiendo a partir de unos conocimientos adecuados sobre el tema, se pueden obtener ingresos extra o incluso llegar a vivir de ello cobrando rentas de forma particular, aunque también mediante sociedades.

El objetivo de este trabajo es ofrecer unos conocimientos básicos sobre la inversión inmueble aportando un punto de vista diferente sobre la inversión inmueble tradicional o particular, la inversión indirecta, es decir, mediante entidades dedicadas a la inversión inmobiliaria conocidas como SOCIMIs.

Se abordará la evolución histórica del sector inmobiliario en España, desde la creación de la burbuja inmobiliaria hasta la situación actual y las perspectivas futuras. Se analizarán los tipos de activos inmuebles y los métodos de inversión inmobiliaria. También, se explorarán las principales ciudades de España para invertir.

Por último, se examinará la inversión inmobiliaria indirecta a través de las SOCIMIs, analizando su legalidad, su evolución desde su regulación en 2009, y su importancia como una forma de inversión inmobiliaria accesible para pequeños inversores. Además, se ofrece un estudio sobre la valoración de las principales SOCIMIs cotizadas de España.

La metodología utilizada para dicho estudio incluye la valoración de entidades a través del modelo CAPM y el método de múltiplo PER. Además del análisis de sus cuentas anuales y el rendimiento por dividendo que ofrecen. Este enfoque permitirá comprender la situación actual y las perspectivas del mercado inmobiliario en España, aportando información importante para obtener unos conocimientos básicos para invertir en este sector.

## **2. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL SECTOR INMOBILIARIO EN ESPAÑA.**

### **2.1 Creación de la burbuja inmobiliaria.**

Antes de la crisis financiera de 2007, el sector inmobiliario en España vivió un crecimiento asombroso impulsado por la entrada en la Unión Europea. A partir de finales de los años 90, la vivienda y sectores relacionados, como la construcción, experimentaron un crecimiento significativo, convirtiéndose en esenciales para la economía española. Durante este período, el mercado inmobiliario experimentó un auge con un aumento en los precios de la vivienda y una alta demanda a unos niveles irreales para un mercado sostenible a medio y largo plazo. La especulación inmobiliaria se hizo muy común, “las personas compraban viviendas por encima de las posibilidades que les podía ofrecer su sueldo, pensando que, si el precio seguía subiendo, tendrían ganancias de capital” (Álvarez, 2017, p. 18).

Esta especulación inmobiliaria se alimentó a través de las hipotecas subprime, el principal detonante de la crisis según la mayoría de los investigadores. Estas hipotecas se otorgaban a prestatarios con escasas garantías de devolver el importe, a menudo superior al costo de la vivienda. Cuando los precios de la vivienda cayeron, como sucedió en 2007, aumentaron los prestatarios incapaces de devolver el crédito. (Álvarez, 2017, p.20).

Según Gonzalo Bernardos Domínguez (2009) en su artículo para la revista ICE, la burbuja inmobiliaria resultó de un impresionante aumento en la demanda de viviendas. A pesar de un incremento considerable en la oferta, no fue suficiente ni lo suficientemente rápido para absorberla sin generar un fuerte aumento en los precios. Además, la Administración desempeñó un papel importante en la creación de la burbuja, incapaz o desinteresada en detener su formación y crecimiento (p. 24).

A pesar de los riesgos a largo plazo, el auge del mercado residencial resultó muy favorable para los sucesivos gobiernos debido a sus beneficios inmediatos en el crecimiento del PIB y la riqueza de las familias. Por tanto, probablemente no les interesó frenarlo (Bernardos, 2009, p.25).

## **2.2 Crisis económica y financiera tras el estallido de la burbuja.**

La economía española se encontraba en una situación de crecimiento irreal e insostenible hasta el estallido de la crisis financiera global en verano de 2007, con inicio en Estados Unidos y extendiéndose en mayor o menor medida a todas las economías del mundo. En el caso español, se puso en evidencia los fallos cometidos durante los años de creación de la burbuja, con unas consecuencias desastrosas para la economía nacional que dejaba un panorama de crisis económica y financiera.

También se debe hablar de la crisis inmobiliaria, ya que, en los años posteriores al estallido de la burbuja se produjo una disminución drástica de la demanda y de los precios de la vivienda, lo que derivó en la caída de la compraventa de viviendas y un exceso de oferta con vendedores luchando por vender sus propiedades en un mercado complicado. Además del aumento de la morosidad y los desahucios (elEconomista, 2020). Otra consecuencia unida a todas las citadas anteriormente fue el stock de vivienda desmedido en numerosos municipios, que dejaron bloques y bloques de viviendas vacíos con un precio que a partir de 2008 se fue reduciendo cada vez más suponiendo la quiebra de numerosas constructoras e inversores (Álvarez, 2017).

Las graves consecuencias que dejó la crisis, supusieron un punto de inflexión para las características del sector en cuanto a la propiedad de los activos inmobiliarios, pasando de inversores inmobiliarios y promotores locales a entidades financieras e inversores extranjeros (Knop y Fuente, 2023, p.53).

Para frenar estas fuertes consecuencias, se implantaron una serie de medidas en España que incluyeron varias reformas enfocadas al refuerzo del nivel de solvencia de las entidades de crédito, el saneamiento de los balances de las entidades relacionados con el sector inmobiliario y la reestructuración de las entidades más vulnerables. Entre estas medidas se incluye el rescate bancario de 2012 aprobado por el Eurogrupo. Fue inevitable debido a los problemas de estabilidad y solvencia en el sector bancario. (Calvo y Martín de Vidales, 2014, pp. 544-545).

Después de este período, se observó un crecimiento y recuperación en el sector bancario español, con una mayor fortaleza y solvencia de las entidades. La economía española comenzó a mostrar signos de recuperación, lo que tuvo un impacto positivo

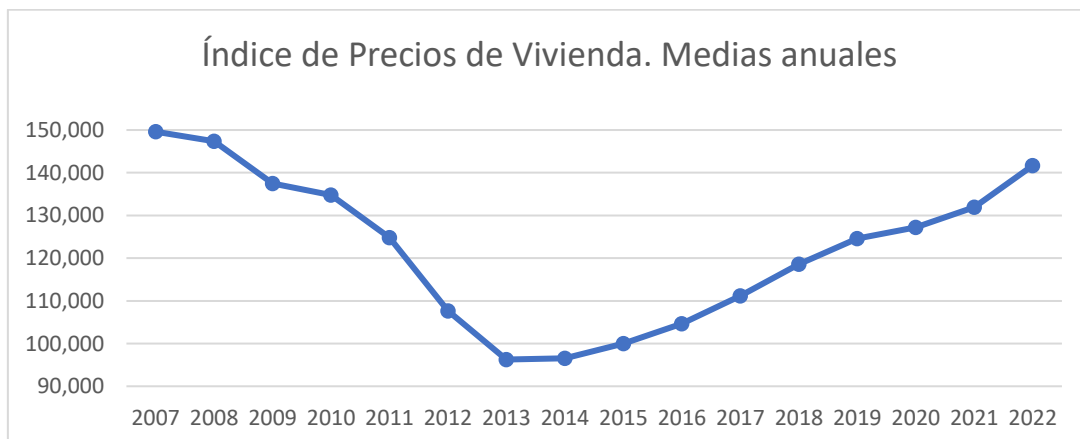
en el sector inmobiliario. El crecimiento económico, la mejora del empleo y las políticas de estímulo del gobierno, como la reducción de impuestos y la facilitación del acceso al crédito hipotecario, contribuyeron a la reactivación del mercado de la vivienda. La vivienda se encontraba en una situación más sostenible en términos de precios y construcción (Calvo y Martín de Vidales, 2014, p.545).

Sin embargo, las características del sector inmobiliario español han cambiado con respecto a los años previos a la crisis. Se ha observado un aumento progresivo en la proporción de hogares que optan por la modalidad de alquiler. La creciente demanda por el alquiler se atribuye, en parte, a las dificultades financieras que enfrentan las familias y a las restricciones que obstaculizan la compra de propiedades. Como resultado, se ha observado un aumento constante en los precios de alquiler, particularmente en ciudades como Madrid y Barcelona.

Un indicador de la reactivación del mercado inmobiliario es el aumento gradual de los precios de la vivienda, aunque todavía se encuentran por debajo de los niveles anteriores a la crisis, como se aprecia en el siguiente gráfico del índice de precios medio en España durante el periodo de 2007 a 2022 elaborado con datos del INE. El gráfico nos muestra como los precios se desplomaron en los años siguientes a la crisis, tras las sucesivas reformas entre 2008 y 2014 consiguen frenar la caída y a partir de 2014 en adelante el sector inmobiliario vuelve a recuperar fuerza llegando en 2022 a niveles de precios parecidos a los años previos a la crisis.

**Gráfico 1**

*Evolución del índice de precios medio general de la vivienda en España (2007-2022).*



*Fuente: elaboración propia a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística, Gobierno de España.*

### **2.3 Situación actual y perspectivas.**

La recuperación del sector inmobiliario alcanzó en 2022 su mejor momento desde antes de la crisis inmobiliaria. Judit Montoriol Garriga, que realiza numerosos informes para CaixaResearch en su sección de inmobiliaria, afirmaba a inicios de 2023:

Hemos dejado atrás un año 2022 en el que la demanda de vivienda batió todas las expectativas, con cerca de 650.000 compraventas (+14,7%), la cifra más alta desde el año 2007. El inicio del ciclo de subidas de los tipos de interés de referencia en verano de 2022 por el BCE apenas conllevó un ligero descenso del ritmo de compraventas en el tramo final del año (Montoriol, 2023c).

Por otro lado, los precios a finales de año comenzaron a ralentizarse por el impacto del aumento de los tipos de interés (Montoriol, 2023c).

Para el año 2023, el informe de CaixaResearch para el segundo trimestre de 2023 indica que el índice del precio de la vivienda del INE, basado en precios de transacción, se aceleró ligeramente en términos interanuales, rompiendo con las perspectivas de deceleración (Montoriol, 2023a).

Montoriol (2023a) afirma: “El precio de la vivienda está mostrando una notable resistencia a corto plazo a pesar de la fuerte alza de los tipos de interés”. Esto se debe a la escasa oferta de vivienda en el mercado. En cuanto a la demanda, “El impacto del aumento de los tipos de interés es cada vez más evidente en la demanda de vivienda, que está acentuando su ritmo de descenso”. Para Juan Moreno, analista del grupo Bankinter, el principal motivo de esta resistencia de los precios frente a la subida de los tipos de interés se debe al mercado laboral, donde la creación de empleo sube a ritmos próximos al 5% interanual. Otros motivos son la escasez de oferta en las grandes ciudades y la subida en el precio de los alquileres (Moreno, 2023).

Las compras de propiedades por parte de extranjeros están mostrando una resistencia notable en comparación con las compras de viviendas principales y secundarias por parte de los españoles. Este sólido desempeño de las adquisiciones de propiedades por extranjeros sigue a un fuerte aumento en 2022, con un crecimiento del 30,7%, en contraste con el 6,4% en el total de transacciones de compra. Esto ha llevado a un



aumento significativo en su participación en el mercado, representando el 19,5% del total de transacciones (Montoriol, 2023b).

Para los próximos años, según el Informe Inmobiliario del grupo Bankinter para su blog de economía y finanzas, las previsiones son las siguientes: “Los precios deberían tender a estancarse e incluso podrían caer ligeramente en 2024. Si bien, de producirse dicha corrección será coyuntural por el entorno de tipos elevados. A partir de 2025 deberían volver a la senda del crecimiento” (Moreno, 2023).

### **3. INVERSIONES INMOBILIARIAS EN ESPAÑA.**

Antes de analizar la evolución, situación actual y tendencia de la inversión inmobiliaria en España, es importante introducir la inversión en bienes inmueble en general, para ello, en los dos primeros subapartados se explican los tipos de activos inmuebles y los principales métodos de inversión en estos activos.

#### **3.1 Tipos de activos inmuebles.**

Para entender los diferentes vehículos de inversión inmueble, es necesario conocer la clasificación de estos bienes. Se dividen según su uso y según su localización.

En cuanto a la localización, existen dificultades para acotar esta variable debido a su extensión, por lo que la clasificación se hace en términos de mejor o peor ubicación: Prime, principal, secundario y periférico (Knop y Fuente, 2023, p.47).

Por otro lado, en función del uso, podemos distinguir inmuebles tradicionales y alternativos. Los tradicionales son los que han sido objeto de inversión habitualmente. Entre los inmuebles de tradicionales para invertir encontramos la siguiente clasificación en función de su uso: residencial, oficinas, comercial e industrial. (Knop y Fuente, 2023, p.48).

Si bien en los últimos 40-50 años, los activos tradicionales han tenido el mayor protagonismo, en los últimos 10 años los operados se han centrado en la “tecnificación

en negocio operativo del inmueble”, diversificando hacia otras industrias complementarias a la inmobiliaria y dando lugar a los activos alternativos (p.53).

Los productos inmobiliarios alternativos se caracterizan por albergar un negocio operativo en su interior. En estos activos la propiedad inmobiliaria no se puede separar de la operativa y la correcta evolución del inmueble debe tener en cuenta ambas variables. En este grupo destaca el sector hotelero, aunque encontramos otros ejemplos como hospitales, clínicas, residencias de tercera edad, estancias para estudiantes, centros educativos, apartamentos turísticos, naves de almacenamiento, espacios de coworking, parques temáticos, etc. (Knop y Fuente, 2023, pp. 54-55).

### **3.2 Métodos de inversión inmueble.**

Una vez conocida la clasificación de los bienes, lo siguiente es analizar las diferentes formas de inversión. Para ello es necesario diferenciar entre la inversión particular o directa y la inversión indirecta a través de entidades como SOCIMI, Fondos de Inversión Inmobiliaria o crowdfunding (modelo de financiación colectiva que permite a un grupo diverso de inversores financiar proyectos inmobiliarios a través de plataformas digitales).

La elección de invertir de forma directa o indirecta viene condicionada por diversos factores. El principal para tener en cuenta es la renta que dispone el inversor para llevar a cabo la inversión, necesitando la inversión directa una gran suma de capital de la que poca gente dispone. Sin embargo, la inversión directa proporciona otra serie de ventajas como mayor control y poder de toma de decisiones y obtención de mayores ingresos potenciales a largo plazo, aunque el riesgo de la operación es más alto, ya que lo soporta un inversor único (Loan, 2023).

Por otro lado, la inversión indirecta es más accesible debido a que no requiere de un capital inicial tan elevado. Además, permite una mayor diversificación de la inversión y un menor riesgo soportado si la operación fracasa. La gran diferencia son las ganancias potenciales a largo plazo en comparación a las obtenidas en inversión directa, así como las barreras de entrada que encontramos en la inversión directa (Loan, 2023).

A continuación, se exponen los métodos utilizados tanto por los inversores particulares como por las entidades de inversión para obtener rendimientos:

- I. Compra y venta: consiste en comprar una propiedad con la expectativa de venderla en el futuro a un precio superior. Esta estrategia implica esperar a que la propiedad se revalorice con el tiempo, lo que puede llevar meses o incluso años, dependiendo de las condiciones del mercado.

Para este método el factor localización es clave, buscando los inversores zonas con un posible aumento futuro de demanda. Los bienes más interesantes para este modelo de inversión son: pisos, terrenos y solares (Redondo, 2020).

- II. Compra y alquiler: es probablemente la inversión más conocida de todas y, además, una de las más interesantes porque permite generar ingresos pasivos mensuales. Consiste en comprar un inmueble para luego alquilarlo. Este método ofrece una buena rentabilidad, además de que existe mucha variedad de opciones: pisos tradicionales, pisos vacacionales, pisos compartidos, habitaciones, parkings, trasteros, naves, terrenos (principalmente para explotación agrícola) (Redondo, 2020).

Comprar bienes para alquilar es el método que ofrece más variantes para el inversor:

- a. Invertir con apalancamiento: “consiste en adquirir el bien mediante préstamo bancario y pagar las cuotas del mismo mediante el alquiler”. Este método permite autofinanciar la compra sin recurrir a tus ahorros.
  - b. Alquilar la vivienda como un alojamiento turístico: en los últimos años se ha producido un gran auge de esta modalidad potenciada por plataformas como Airbnb o Booking. Sin embargo, requiere mayor coste de gestión y mantenimiento (StockCrowd IN, 2018).
  - c. Alquilar y vender con contrato de alquiler en curso: el hecho de traspasar un bien con contrato de alquiler en curso puede suponer un valor añadido para el comprador (StockCrowd IN, 2018).
- III. Compra y Reforma: otra opción es adquirir propiedades subvaloradas o en mal estado, realizar mejoras y reformas significativas, y luego venderlas a un precio más alto. Esta estrategia agrega valor al inmueble y puede generar un margen

significativo en un corto plazo, pero requiere una fuerte inversión inicial en la compra y en la renovación (StockCrowd IN, 2018). En este método es fundamental conseguir una buena ubicación, además, como apunta Redondo: “Cuanto peor sea el estado en el que se encuentra el bien, mayores reformas habrá que hacer, pero por lo general, mayor será también la plusvalía que se podrá obtener” (2020).

### **3.3 La inversión inmueble en España**

#### *3.3.1 Evolución, situación actual y tendencia.*

La situación de la inversión inmobiliaria en España antes de la crisis de 2008 se caracterizaba por una combinación de factores que alimentaron la euforia en el mercado de bienes raíces. En primer lugar, la burbuja inmobiliaria que comenzó en 1997 creó un ambiente de optimismo. Los precios de las viviendas continuaron aumentando año tras año, lo que atrajo a numerosos inversores con la intención de obtener ganancias significativas a corto y largo plazo (Álvarez, 2017, p.17).

La inversión en bienes raíces se consideraba una inversión segura y rentable, y muchos españoles veían la compra de propiedades como una forma de asegurar su futuro financiero. Además, la entrada de España en el sistema euro en 2002 tuvo un impacto significativo en la inversión inmobiliaria. La estabilidad económica y la adopción de una moneda fuerte atrajeron no solo a inversores nacionales, sino también a inversores extranjeros. El país se convirtió en un destino atractivo para aquellos que buscaban oportunidades de inversión (Álvarez, 2017, p.17)

Después del estallido de la burbuja en 2008, los precios de la vivienda en España experimentaron una caída significativa. Esta corrección de precios fue necesaria para ajustar el mercado a niveles más realistas. Durante estos años, la inversión en bienes raíces disminuyó considerablemente, ya que los inversores eran cautelosos debido a la incertidumbre económica y la dificultad para obtener financiamiento hipotecario, ya que los bancos redujeron las facilidades de crédito. Esto limitó el acceso a la compra de viviendas y como consecuencia se redujo la inversión inmobiliaria. Otra consecuencia de la crisis fue la reducción de la construcción. Durante estos años, se produjo una drástica disminución en la construcción de nuevas viviendas, ya que el mercado estaba sobresaturado y la demanda era débil (Álvarez, 2017, pp. 8-13).

Como consecuencia de la recuperación económica que se inició lentamente en el año 2014, el sector inmobiliario también comenzó a mejorar y los precios de la vivienda alcanzaron niveles más realistas y asequibles después de la caída brusca experimentada durante la crisis.

Además, la mejora gradual de la economía española, con un aumento en el empleo y la confianza del consumidor, jugó un papel crucial en la revitalización del sector inmobiliario. Esto atrajo a compradores que antes no podían permitirse adquirir propiedades. Por otro lado, la inversión extranjera también desempeñó un papel destacado, ya que inversores de diferentes partes del mundo encontraron oportunidades atractivas en el mercado español (Álvarez, 2017, p. 12-13).

A pesar de la recuperación de las economías europeas después de la pandemia, se enfrentan a desafíos debido a las repercusiones de la guerra en Ucrania, que ha tenido un impacto indirecto en el sector inmobiliario europeo, principalmente a través del encarecimiento de la energía y la inflación, que se ha disparado debido a estos factores. A medida que los costes de la energía aumentan, las perspectivas del sector inmobiliario para el próximo año se ven afectadas, además del aumento de los tipos de interés (PWC, 2022).

No obstante, la mayoría de los líderes del sector consultados en el informe sostienen que las perspectivas del mercado inmobiliario no han colapsado por completo. Esto se debe en parte a que las propiedades inmobiliarias han sido consideradas durante mucho tiempo como una inversión sólida ante la inflación (PWC, 2022).

El panorama en España sigue la tendencia del europeo, pero con matices que lo caracterizan. La inversión en el mercado inmobiliario en el año 2023 está experimentando una drástica reducción, alcanzando niveles mínimos que no se habían visto en al menos una década. Esto se debe en gran medida al aumento de las tasas de interés aplicado por el Banco Central Europeo, lo que ha tenido un impacto significativo en la adquisición de propiedades (Simón, 2023).

Según las estimaciones realizadas por la consultora inmobiliaria Colliers, pronostica una caída drástica de hasta el 50% en comparación con el año 2022. La incertidumbre generada por el aumento de los tipos de interés ha llevado a una marcada

desaceleración en el mercado inmobiliario, lo que está afectando significativamente a la inversión en este sector (Simón, 2023).

Según Díaz de Colliers, "El enfoque principal de los inversores se concentra en hoteles urbanos y de ocio, gracias al sólido desempeño del sector turístico" (Díaz, 2023, como se citó en Simón, 2023). Además, el experto de Colliers señala que los inversores están mostrando un creciente interés por lo que se conoce como "activos alternativos", como residencias para estudiantes, residencias para personas mayores y en infraestructuras como los centros de datos.

Manuel Ibáñez, director de inmobiliario de DWS (gestora vinculada a Deutsche Bank) coincide en que la actividad inversora se encuentra en su punto más bajo en una década. "Creemos que los precios de los inmuebles de lujo alcanzarán su punto mínimo durante el segundo semestre de este año y que el crecimiento se reanudará en todos los sectores a partir de 2024" (Ibáñez, 2023, como se citó en Simón, 2023).

El estudio realizado por el analista Juan Moreno de Bankinter en abril de 2023 pronostica el crecimiento de los inmuebles con fin logístico. Según indica el estudio, la demanda de activos logísticos está experimentando un notable crecimiento, impulsado por varios factores: el auge del comercio electrónico y del comercio internacional de mercancías, los cuales han generado la necesidad de adaptación de las cadenas de suministro en los últimos años, siendo de gran importancia el espacio de almacenamiento en la logística. Por lo tanto, se ha vuelto aún más crucial contar con activos logísticos eficientes y bien ubicados para gestionar eficazmente la demanda en constante aumento (Moreno, 2023).

En cuanto a las oficinas y locales comerciales o grandes superficies comerciales, que históricamente eran de los activos inmuebles más demandados, están atravesando un periodo de adaptación y estabilización tras el COVID. Esto se debe al auge de la era digital tras la pandemia, dando lugar a cambios en cuanto a la ubicación para trabajar (teletrabajo) o impulsando el comercio online. Por ello, la demanda de locales para su uso tradicional ha disminuido (Moreno, 2023).

El sector hotelero mantiene una demanda muy sólida tras la pandemia, además el sector muestra un incremento de precios que superan en un 25% a los niveles de 2019,

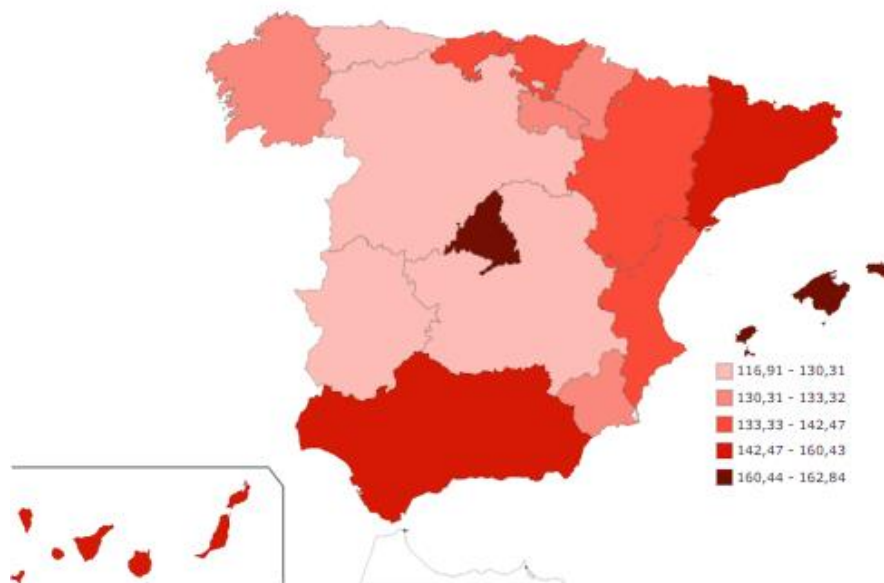
previos a la pandemia. Las buenas perspectivas del sector hotelero deberían dar estabilidad a la valoración de estos activos. Sin embargo, las transacciones se reducirán debido a los mayores costes de financiación. Por ello, ganarán importancia los inversores extranjeros sin problemas de financiación como inversores de Oriente Medio (Moreno, 2023).

### 3.3.2. Ubicaciones más atractivas para la Inversión. Precio de la vivienda por regiones.

En el apartado 3.1 clasificamos los activos inmuebles por su ubicación en 4 grupos: prime, principal, secundario y periférico. Esta clasificación se entiende mejor en el contexto de una ciudad o provincia. En contexto nacional, incluyendo todas las comunidades de España, el índice de precios de la vivienda es un indicativo de las zonas más demandadas y, por tanto, más atractivas para la inversión.

**Figura 2**

*Índice de Precios de la Vivienda General por Comunidades Autónomas 2023 T2.*



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

Como se aprecia en la Figura 2 elaborada por el INE (2023), las comunidades con los precios de vivienda más altos son Madrid, Baleares y Cataluña; también destacan Canarias, Andalucía y en el norte: Cantabria y País Vasco.

Si nos centramos en las ciudades más prometedoras, cabe destacar Madrid, Barcelona, Valencia, Málaga, Sevilla y Bilbao.

Madrid, con una población que supera los 3 millones de habitantes, experimenta una demanda vigorosa en el mercado de viviendas, resultando en un aumento de precios. Su atractivo laboral, cultural y turístico, la convierten en un imán para inversores. Según un informe reciente de CBRE (inmobiliaria estadounidense), durante el primer trimestre de 2023, Madrid y Barcelona concentraron aproximadamente el 60% de la inversión inmobiliaria, marcando una tendencia no vista desde 2019 (Bardolla, 2023).

Barcelona emerge como una ciudad cosmopolita y turística con una economía diversificada. Con casi 2 millones de habitantes y un crecimiento demográfico en ascenso, la demanda de bienes raíces permanece sólida.

Valencia, con su buen clima, ubicación estratégica y calidad de vida, se consolida como una de las mejores alternativas de inversión. Con una población en crecimiento y un turismo en auge, la demanda de propiedades, tanto en venta como en alquiler, se mantiene elevada.

Málaga, con un gran potencial turístico, se presenta como una elección idónea para inversiones inmobiliarias. La alta demanda de viviendas para venta o alquiler, tanto para residencia como para fines turísticos en toda su provincia, junto a la calidad de vida que ofrece la consolidan como una localización muy interesante para inversores locales y extranjeros.

Sevilla, con el incremento de precios de propiedades en los últimos años, brinda a los inversores la oportunidad de obtener rentabilidades atractivas a través de alquileres. La ciudad, con una amplia variedad de actividades culturales, turísticas y una sólida oferta de empleo, se presenta como un destino atractivo para aquellos que buscan invertir en bienes raíces.

En el norte de España, Bilbao surge como una de las mejores opciones, con una economía robusta impulsada por el sector de la construcción y la manufactura. Ostenta una demanda elevada de viviendas, por su crecimiento demográfico y por su ubicación estratégica en el norte del país (Bardolla, 2023).



#### **4. SOCIMIS.**

Una vez explicadas los métodos de inversión inmueble particular o directa, es necesario conocer una forma de inversión inmueble indirecta, a través de entidades que se dedican a ello.

La definición de Socimi (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria) según el portal de economía EIEconomista es: “son sociedades anónimas cotizadas cuya actividad principal es la adquisición, promoción y rehabilitación de activos de naturaleza urbana para su arrendamiento, bien directamente o bien a través de participaciones en el capital de otras SOCIMI”.

Estas sociedades permiten al pequeño inversor con un capital limitado invertir en bienes raíces a un riesgo más bajo y con una rentabilidad estable.

##### **4.1. Legalidad.**

Las SOCIMIs en España tuvieron sus inicios en el año 2009, cuando se regularon por primera vez con la Ley 11/2009, de 26 de octubre, que posteriormente se modificó en 2012 (Ley 16/12). Este régimen de inversión inmobiliaria se originó a partir de los REITs (Real Estate Investment Trusts), siendo España uno de los últimos países desarrollados en adoptar este régimen. La Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario recogida en el BOE contiene los siguientes requisitos para las SOCIMIs (Ley 11/2009 por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario. 26 de octubre de 2009. D.O. No. 259):

Requisitos de inversión: Las SOCIMI deben tener invertido al menos el 80% del valor de su activo en bienes inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento, terrenos para la promoción de bienes inmuebles destinados al alquiler, o participaciones en el capital de otras entidades con objetivos similares. Además, los activos adquiridos deben permanecer al menos tres años en el balance de la Compañía.

Obligación de negociación en mercado regulado: Las acciones de las SOCIMI deben estar admitidas a negociación en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación.

Capital social mínimo: Las SOCIMI deben tener un capital social mínimo de 5M€.

Distribución de resultados: Las SOCIMI están obligadas a distribuir en forma de dividendos a sus accionistas el 80% de los beneficios obtenidos por la empresa del ejercicio de sus rentas por el alquiler de los inmuebles gestionados (BOE, 2009).

#### **4.2. Fiscalidad.**

Los requisitos fiscales de las entidades sociales y sus particularidades en cuanto a la tributación son uno de los aspectos más relevantes en la consideración de estas entidades como un medio de inversión.

Las normas de tributación que siguen actualmente las SOCIMIs en España son muy diferentes a las que se establecieron en la primera legislación del año 2009. La más relevante está relacionada con el Impuesto de Sociedades. En un primer momento, la Ley establecía que las SOCIMIs estaban sujetas a una tributación del 19% sobre sus rentas percibidas, mientras que los dividendos recibidos por los accionistas o personas físicas estaban exentos de este tipo impositivo.

Sin embargo, la Ley fue reformada en el año 2012 ante la falta de éxito de la primera, entendiendo como falta de éxito los bajos niveles de formación de nuevas sociedades y el escaso impulso inversor que se generó en el sector.

Con esta reforma se establecieron unas ventajas todavía más considerables para las SOCIMIs, que las igualaban en tratamiento al que recibían empresas con las mismas características en otros mercados a nivel global.

Actualmente, las SOCIMIs que cumplan los requisitos mencionados en el punto 4.2. (Legalidad) para su formación se acogerán a un 0% de tipo impositivo sobre el Impuesto de Sociedades.

A partir de 2021, se introdujo una nueva reforma por parte del Gobierno dentro de la Ley 11/2021, de 9 de julio, de medidas de prevención y lucha contra el fraude fiscal. Esta nueva medida obliga a las SOCIMIs a tributar a un tipo impositivo mínimo del 15% para sus beneficios no distribuidos (Agencia Tributaria, 2023). Es decir, podrán evitar este tipo de interés si reparten la totalidad de sus beneficios.

#### **4.3. Principales SOCIMIs en España.**

En la actualidad, España ostenta 106 SOCIMIS, consolidándose como el segundo país con mayor número de empresas de este tipo a nivel mundial. De este conjunto, 95 están listadas en el mercado BME Growth, mientras que 27 figuran en el Euronext Access, destinado a compañías de menor envergadura. Cabe destacar que las cuatro SOCIMIS más prominentes también cotizan en el IBEX 35 y en el Mercado Continuo.

Entre las principales SOCIMIS establecidas en España, se encuentran las siguientes: Merlin Properties, Inmobiliaria Colonial, Lar España y Árima.

Merlin Properties, fundada en 2014 por antiguos ejecutivos de Deutsche Bank, se ha consolidado como la principal compañía inmobiliaria cotizada en la Península Ibérica. Su presencia se extiende tanto en la bolsa española (IBEX-35) como en la bolsa portuguesa. La actividad principal de la empresa se centra en la adquisición y gestión de activos inmobiliarios comerciales, abarcando diversos segmentos como oficinas, logística, centros comerciales y data centers (Wikipedia, 2024).

En cuanto a su cartera de activos, Merlin supera los 4 millones de metros cuadrados en alquiler en la Península Ibérica. Esta cartera abarca 120 edificios de oficinas, 63 naves logísticas, 12 centros comerciales y 4 data centers en construcción (Merlin Properties, 2024).

La segunda Socimi de España en cuanto a capitalización es Inmobiliaria Colonial, fundada en diciembre de 1946 por el Banco Hispano Colonial. Actualmente, es una de las SOCIMIs de referencia en España y Europa, cotizando en el IBEX-35 desde 2017, siendo la única SOCIMI junto a Merlin Properties que cotizan en ese mercado. Colonial se dedica principalmente a liderar el sector de oficinas prime en Europa, centrándose

en tres ciudades clave: Madrid, Barcelona y París. En estas ubicaciones, la empresa administra más de ochenta activos inmobiliarios de alta calidad (Inmobiliaria Colonial, 2023).

Lar España Real Estate Socimi es una compañía cotizada en el mercado continuo, fundada en marzo de 2014. Se centra en el segmento de retail, es decir, invierten en locales comerciales para su posterior alquiler a comercios o venta. Se trata de la empresa líder del mercado español en ese segmento con 1.400M€ en valor de activos (Lar España, 2023).

Fundada en 2015, Árima cotiza en el Mercado Continuo Español, consolidándose como una entidad relevante en el ámbito inmobiliario. Árima se presenta como una SOCIMI con diversos activos inmobiliarios en España y Portugal. Trabajan principalmente en la ciudad de Madrid, siendo el 90% de sus inversiones en oficinas, el resto en logístico y otros activos (Árima, 2023).

## **5. VALORACIÓN PROPIA.**

En este punto se lleva a cabo la valoración de las principales SOCIMIs cotizadas en el IBEX-35: Merlin Properties e Inmobiliaria Colonial y en el mercado continuo: Grupo LAR España y Árima. Se comparará el precio de mercado de una acción con su valor contable, el valor obtenido al descontar su beneficio neto por la tasa de coste del capital ( $K_s$ ) y el valor ajustado de sus acciones por el método PER.

### **5.1. Métodos.**

#### *5.1.1 CAPM.*

Es un modelo de valoración de activos financieros desarrollado por William Sharpe que permite estimar su rentabilidad esperada para el inversor o el coste del capital propio para la empresa en función de su riesgo sistemático.

La fórmula básica del modelo CAPM es la siguiente:

$$K_s = R_f + \beta_s * (E(R_m) - R_f)$$

En este cálculo se encuentran las siguientes variables:

- $K_s$ : coste del capital propio, representa la tasa porcentual a la que los accionistas descuentan los dividendos esperados de la organización para calcular su valor de inversión o el rendimiento mínimo que un accionista considera como aceptable.
- $R_f$ : tasa libre de riesgo del mercado o rendimiento del activo sin riesgo.
- $E(R_m)$ : rendimiento esperado del mercado.
- $E(R_m) - R_f$ : prima de riesgo del mercado.
- $\beta_s$ : variación de la rentabilidad del activo respecto al mercado donde opera, es decir, el riesgo sistemático de dicha acción.

Posteriormente, descontando el beneficio neto de la empresa a la tasa  $K_s$  se obtiene el valor total de los fondos propios por el método CAPM ( $S$ ), siendo este valor el precio unitario de la acción si se divide entre el número de acciones de la empresa.

Para llevar a cabo este estudio, se han recopilado los datos de sus cuentas anuales para el periodo 2018-2022. A partir de estos datos, se ha procedido al cálculo del  $K_s$  para cada uno de estos años a partir de la fórmula básica del modelo. Además, es necesario delimitar el periodo a estudiar y los datos de rendimientos a estudiar, ya que estos últimos pueden ser diarios, semanales, mensuales, etc.

En este caso, se ha determinado un periodo de 5 años (2018-2022) y el uso de rendimientos diarios y semanales. Lo que quiere decir que se obtendrán diferentes valores de  $S$  para la misma empresa en el mismo año.

De esta manera se han obtenido los valores de las variables que componen la fórmula del modelo. Para la tasa libre de riesgo ( $R_f$ ), se ha utilizado el bono español a 10 años. A partir de sus datos históricos, hemos seleccionado su valor al cierre de cada año a estudiar.

Para obtener la prima de riesgo del accionista se ha acudido a los datos presentados por el profesor Damodaran siendo esta prima de riesgo en España del 6,94% (Aswath Damodaran, 2024).

Para el cálculo de la  $\beta_s$ , se necesita conocer la covarianza entre la rentabilidad del mercado donde opera y la rentabilidad de las acciones de la empresa. Para ello, es necesario utilizar el mismo periodo de tiempo y las mismas rentabilidades (diaria o semanal). Por ejemplo: la covarianza ( $R_m, R_i$ ) semanal entre Colonial y el IBEX-35 para el año 2022 se calcula haciendo la covarianza entre los rendimientos semanales de Colonial y los rendimientos semanales del IBEX-35 para el periodo 2018-2022.

Después, se necesita la Varianza de los rendimientos del mercado desde cada año a estudiar cinco años atrás. Con estos datos ya se puede calcular la  $\beta_s$  tanto semanal como diaria a 5 años a partir de la siguiente fórmula:

$$\beta_s = Cov(R_m, R_i) / Var(R_m)$$

#### 5.1.2. Comparables. Múltiplo PER.

El ratio financiero PER (Price to Earnings Ratio) compara el precio de una acción con el beneficio por acción de una empresa. El valor PER se obtiene de la siguiente fórmula:

$$PER = \frac{\text{Precio Acción}}{B^o \text{ Acción}}$$

Este ratio nos indica cuanto está dispuesto a pagar un inversor por cada euro de beneficio, además nos dice cuántos años necesitamos para recuperar el dinero invertido en la compra de las acciones. Nos permite la comparación entre empresas del mismo sector que cotizan en bolsa. Sin embargo, puede tener limitaciones derivadas de los ciclos económicos, o cuando el beneficio neto está alterado por amortizaciones o depreciaciones.

Además, se puede obtener el precio ajustado de la acción en comparación al resto del sector. Para ello, se han obtenido los PER de las cuatro SOCIMIs a estudiar en el periodo 2018-2022 y se ha obtenido un valor medio de 10,57x, descartando los valores del año 2020 (claramente afectados por la crisis del COVID-19) y los valores más elevados afectados por las alteraciones contables referentes al beneficio neto como depreciaciones y amortizaciones de activos.

## 5.2. Valoración Merlin Properties.

Para valorar las cuatro principales Socimis de España, es importante comparar los valores obtenidos por CAPM y PER con su valor de mercado y su valor contable. Se han utilizado los precios unitarios de una acción de la empresa calculada por los diferentes métodos y su valor de cotización de mercado al cierre de cada año.

El valor de cotización de Merlin se encontraba en 10,70€ y 12,79€ para 2018 y 2019 respectivamente. Sin embargo, en 2020 descendió a mínimos históricos en torno a los 5€, recuperando ese mismo año cierto valor, siendo de 7,78€ al cierre. Posteriormente, para 2021 y 2022 su valor creció y se mantiene más estable en torno a los 8-9€.

Merlin cuenta con un valor de sus fondos propios al cierre de 2022 de 6.849M€, manteniendo sus valores habituales desde 2018 que se encuentran entre 6.500M€ y 7.000M€. Manteniendo el mismo número de acciones en circulación desde 2018, el valor contable de sus acciones se encuentra entre los 13,6€ y 15€.

Por otro lado, el valor de sus activos fijos es muy relevante al tratarse de una empresa dedicada al sector inmobiliario. A finales de 2022, el valor de sus activos fijos es de 11.512M€ con un descenso interanual del 13%, ya que dicho valor en 2021 era de 13.234M€. La compañía acusó el descenso en la valoración de activos debido a la subida de los tipos de interés.

En cuanto a la estructura de financiación de la empresa, solía mantenerse en torno al 50% de deuda, pero para 2022 la empresa bajó ese porcentaje al 43%, representando un descenso del 28% de endeudamiento. Además, el coste de su deuda ( $K_d$ ) calculado como:

$$\frac{\text{Gastos financieros}}{\frac{\text{Deuda lp } (n) + \text{Deuda lp } (n - 1)}{2}}$$

Resulta del 3,6% para 2022, mientras los años previos desde 2018 se encontraba en torno al 2,5%. Este incremento se debe a la subida de los tipos de interés generales. Por otro lado, su coste de capital propio o  $K_s$ , calculado por la fórmula básica del modelo CAPM, también se ha incrementado con un valor en torno al 10% para 2022,

mucho más elevado que los años previos, donde se situaba en torno al 6%. Este valor se ve claramente afectado por las condiciones económicas, ya que este incremento es consecuencia de la subida del tipo de interés libre de riesgo y la inflación global. Por lo tanto, los inversores exigirán una mayor rentabilidad mínima (Ks) para elegir los activos financieros de la empresa.

El resultado del ejercicio se salda en 263M€ al cierre de 2022, suponiendo un descenso del 49% con respecto al 2021 donde se cerraba el ejercicio con un beneficio de 512M€. Esta caída en cuanto al resultado del ejercicio es consecuencia directa del impacto contable de la caída del valor de sus activos, sobre todo los centros comerciales (EUROPA PRESS, 2023). A pesar de este efecto contable, los ingresos de explotación para 2022 fueron de 460M€, un 8% más que el año anterior y un EBITDA (ingresos antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones) que crece en 2022 un 18,4% interanual.

**Tabla 1**

Valoración Merlin Properties

<b>Merlin Properties</b>					
<b>Precio por acción</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>
<b>Valor de mercado</b>	8,77	9,57	7,78	12,79	10,70
<b>Valor Contable</b>	14,6	15,0	14,3	14,3	13,6
<b>Valor CAPM (diaria)</b>	5,90	18,41	2,04	23,91	30,61
<b>Valor CAPM (semanal)</b>	5,38	16,09	1,76	23,68	29,79
<b>Valor ajustado PER</b>	5,92	11,53	1,27	12,68	19,24

*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ORBIS e Investing.com.*

La tabla muestra como los valores obtenidos por el modelo CAPM sufren variaciones interanuales más pronunciadas. Esto se debe a que para el cálculo del valor de los fondos propios o S se descuenta el Beneficio Neto a la tasa mínima exigida Ks. Por lo tanto, es un modelo muy sensible a las condiciones económicas, aunque sigue la tendencia del valor de mercado con variaciones más acentuadas. En cuanto a la comparación de los dos valores obtenidos por CAPM, se observa como el uso de betas obtenidas a través de rendimientos diarios provoca que el valor sea ligeramente superior a los calculados con betas obtenidas de rendimientos semanales.



Además, el precio ajustado obtenido por PER nos indica que la acción de la empresa se encontraba infravalorada en 2018 con respecto al resto del sector, aunque la tendencia cambió con la crisis del COVID-19 en 2020 donde la acción de Merlin estaba claramente sobrevalorada, recuperando una correcta valoración para 2021 y sobrevalorada para 2022, lo que se puede asociar al descenso contable de su Bº Neto.

### **5.3. Valoración Inmobiliaria Colonial.**

Las acciones de Colonial alcanzaron un máximo en febrero de 2020 con un valor de 12,79€/acc., momento previo a la crisis del COVID-19, que impactó en el valor de mercado de las acciones con valores en torno a los 7€ por acción para finales de ese mismo año. Tras la crisis del COVID, sus acciones recuperaron valores en torno a 8-9€ en 2021. Sin embargo, en 2022 y 2023 su precio es de en torno a los 5-6€ por acción.

El valor del Capital Social de Colonial al cierre de 2022 es de 7.342M€, siguiendo una línea ascendente desde 2018. El crecimiento en el periodo 2018-2022 es del 20,3%, con un aumento total de 1.240M€.

En cuanto al valor de los activos fijos de la empresa (que se corresponden con prácticamente los activos totales de la entidad al tratarse de una SOCIMI) es de 12.700M€, también en línea ascendente durante los últimos 5 años, con un crecimiento del 13,14% para este periodo.

Durante los últimos años, Colonial mantiene su estructura de financiación en torno al 45% de financiación ajena, con valor total de 6.126M€ al cierre de 2022, que corresponde con un incremento del endeudamiento interanual del 10,5%. En cuanto a coste de la financiación o Kd para 2022 se encuentra en el 1,66%, siendo este el valor más bajo del periodo a estudiar, debido a un descenso de los gastos financieros. En los años previos encontramos valores en torno al 2,5%.

El resultado del ejercicio al cierre de 2022 es de 7,86M €, lo cual llama la atención si lo comparamos con el año previo, donde dicha cifra era de 486M€, un 98% menos. Esto se debe a los efectos de la subida de los tipos de interés que han llevado a la valoración a la baja de los activos de la entidad. Si tenemos en cuenta el valor bruto de

los activos de Colonial, como ya hemos comentado sigue en línea ascendente, sin embargo, el consejero delegado de la empresa, Pere Viñolas, explicó que el valor neto de los activos sí descendió, lo que explicaría la caída del beneficio neto (Europa Press, 2023).

Al igual que sucede con Merlin Properties, en 2021 tuvieron un beneficio neto muy alto por el efecto positivo de la revalorización de sus activos tras la pandemia, efecto contrario que en 2022 donde la revalorización fue a la baja y sus beneficios netos muy bajos. Este efecto en las SOCIMI es solo contable y no tiene impacto en la caja de la compañía (Europa Press, 2023). Por ello es importante analizar el valor de los ingresos por rentas y su EBITDA. Los datos aportados por Colonial marcan un 13% de incremento interanual de sus ingresos por rentas para 2022, llegando a 354 M€. En cuanto al EBITDA, también creció un 14% interanual en 2022 (Colonial, 2023).

**Tabla 2**

Valoración Inmobiliaria Colonial

<b>Inmobiliaria Colonial</b>					
<i>Precio por acción</i>	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>
<i>Valor de mercado</i>	6,01	8,01	7,791	11,36	8,135
<i>Valor Contable</i>	13,6	13,3	13,4	13,7	12,0
<i>Valor CAPM (diaria)</i>	0,15	14,09	0,08	34,96	11,55
<i>Valor CAPM (semanal)</i>	0,13	11,43	0,06	32,10	15,72
<i>Valor ajustado PER</i>	0,97	11,11	1,31	20,65	14,11

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ORBIS e Investing.com.

A partir de la fórmula del modelo CAPM se ha obtenido un  $K_s$  de 9,49% y 10,4% calculados con Beta a partir de rendimientos diarios y Beta a partir de rendimientos semanales respectivamente. Aumentando los valores de los años previos que se encontraban entre el 5% y 7%.

El precio por acción calculado por CAPM sigue la tendencia del valor de mercado, pero con una sensibilidad a los cambios económicos mucho más pronunciada. Como se observa para 2020 o 2022, el descenso del beneficio neto contable provoca valores cercanos a 0€. En 2020 se asocia a la crisis del COVID, pero para 2022 es consecuencia de los efectos contables negativos ya mencionados.

El precio ajustado obtenido por PER, nos indica una clara sobrevaloración en 2022, aunque conociendo el motivo podría tratarse de una oportunidad para los inversores por las bajas expectativas que muestran los números de las cuentas anuales.

#### **5.4. Valoración Grupo LAR España.**

El valor de mercado de las acciones de Lar España era de 7€ en 2018, aunque la tendencia hasta 2022 ha sido descendente, marcando un precio de 4,22€ al cierre de 2022.

El valor contable de sus activos fijos es de 1.218M€ para 2022, con un descenso del 16% en su valor afectado por la revalorización a la baja para 2022, al igual que sufrió Merlin Properties.

En el 2022 se financió con deuda ajena en un 48%, manteniendo la línea de años previos. El coste de la deuda para el Grupo Lar España es del 2% en 2022, el cual es el valor más bajo del periodo estudiado. Coincide con la subida de los tipos de interés, junto al descenso interanual de los gastos financieros para 2022, podría indicar una medida para contener la subida de los intereses a través de la reducción de la financiación ajena con interés.

El beneficio neto de la empresa para 2022 es de 72.921M€, lo que supone un aumento del 183% con respecto al 2021, ofreciendo resultados positivos en todo el periodo analizado salvo en 2020 donde se registraron 53M€ de pérdida. Según los informes reportados por la empresa, sus ingresos operativos ascendieron a 84M€ para 2022, lo cual supone un 6% más que el año previo. Además, el EBITDA para 2022 fue de 60M€, un 18,4% más interanual.

Al igual, que las entidades anteriores, el Ks para Grupo Lar ha ascendido en 2022 de forma notable. Es destacable la diferencia de calcular las betas con rendimientos diarios y las betas calculadas con rendimientos semanales. A partir de las primeras se obtiene un 8,6% de coste de capital, mientras a partir de las segundas el Ks es del 10,5%.

Por otro lado, llama la atención como en el año 2022 su valor de mercado es el más bajo del periodo, mientras su valor por CAPM y PER se acerca más al Valor contable. Esto puede indicar una clara infravaloración de las acciones del grupo Lar, con base en su información financiera (como se ha comentado anteriormente el Beneficio Neto y el EBITDA han aumentado significativamente).

**Tabla 3**

Valoración Lar España

<b>Lar España</b>					
<b>Precio por acción</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>
<b>Valor de mercado</b>	4,22	4,96	4,44	6,75	7,01
<b>Valor Contable</b>	10,74	10,22	9,81	11,21	11,51
<b>Valor CAPM (diaria)</b>	10,05	5,33	-14,06	44,84	54,16
<b>Valor CAPM (semanal)</b>	8,27	4,04	-9,39	26,03	35,63
<b>Valor ajustado PER</b>	9,21	3,26	-6,47	0,97	15,60

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ORBIS e Investing.com.

### 5.5. Valoración Árima.

Antes de analizar la SOCIMI Árima es necesario mencionar que su capitalización bursátil es mucho más pequeña que las anteriores empresas, por lo tanto, no es comparable en cifras totales con ellas.

En cuanto a su valor bursátil, las acciones de Árima se han mantenido estables entre los 7-9€, salvo para 2019 donde alcanzó su máximo histórico de 11,3€. Al cierre de 2022 su precio es de 7,5€, más bajo que al cierre de 2020.

Es destacable el crecimiento de la cartera de activos valorada en 360M€ según el informe ofrecido por la propia empresa, corresponde a un 11% más que en 2021.

Además, llama la atención el porcentaje de financiación ajena que ofrece en este periodo, todos los años en torno al 27%. Esto contrasta con las otras tres SOCIMIs analizadas, con mayor capacidad de captación de financiación ajena debido a su posición. Por ello, los gastos financieros de Árima son también menores, lo que supone un Kd para 2022 del 1,29%, manteniendo la línea de los años previos.

En cuanto al beneficio neto, se aprecia un descenso en 2022, en concreto la empresa registro en sus cuentas anuales un descenso del 60%. Este descenso se debe a la menor revalorización de activos, en la misma línea del resto de entidades del sector. Sin embargo, los ingresos totales aumentaron un 34% interanual en 2022 con respecto al 2021, al igual que sucede con su EBIDTA que crece un 16% interanual, aunque sigue siendo negativo en 2022. Lo cual indica una posición de mercado totalmente diferente a las SOCIMIs ya analizadas, mucho más consolidadas a nivel nacional y con una cartera de activos muy superior.

**Tabla 4**

Valoración Árima

<u>Árima</u>					
<i>Precio por acción</i>	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>
<i>Valor de mercado</i>	7,5	9,18	8,3	11,3	9
<i>Valor Contable</i>	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
<i>Valor CAPM</i>	4,19	16,04	8,87	9,66	1,71
<i>Valor ajustado PER</i>	3,90	9,71	4,87	5,72	1,19

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ORBIS e Investing.com.

Para aplicar el modelo CAPM a esta empresa, se ha tomado como  $\beta$ s el valor medio para el sector de las SOCIMIs que recoge el profesor Damodaran en su web, ya que no existían datos históricos más atrás de 2018, por lo que no se puede calcular la beta a 5 años.

El coste del capital para los accionistas ( $K_s$ ) en este periodo se ha mantenido entre el 5-6%, salvo en el año 2022, donde llama la atención el ascenso hasta el 8,7%. Lo cual, es común en todas las empresas del sector, donde la subida de la tasa libre de riesgo exige una mayor rentabilidad mínima. El valor obtenido por CAPM, sigue la misma tendencia que el valor de mercado, al igual que sucede con el precio ajustado obtenido por PER. Llama la atención como el valor ajustado obtenido por PER siempre es inferior al valor de mercado salvo en 2021, lo cual indica una sobrevaloración de los activos de Árima, o bien las entidades comparadas son muy grandes para una comparativa adecuada.

## 5.6. Análisis comparativo y conclusiones del análisis financiero.

Una vez analizadas las cuatro SOCIMIs cotizadas de España, se pueden comparar de forma relativa, ya que los valores totales de Merlin o Colonial están muy alejados de Lar España y por supuesto de Árima al tratarse de una SOCIMI joven.

Para ello, el dato del dividendo por acción repartido en 2023 con cargo a los resultados de 2022 es uno de los más representativos para los inversores. Merlin Properties distribuyó un dividendo de 0,24€ por acción con un precio medio de mercado de 9,5€ en 2022. Por otro lado, inmobiliaria Colonial repartió un dividendo de 0,2€ por acción con un precio medio de 6,6€ por acción para ese año. Por su parte el Grupo Lar España repartió un dividendo de 0,6€ por acción sobre los resultados de 2022 con un precio medio en ese año de 4,7€. Árima no repartió dividendos en ese año.

A partir de los anteriores datos se puede calcular la rentabilidad por dividendo de las tres SOCIMIs cotizadas más importantes del país. Se calcula de la siguiente forma:

$$\frac{\text{Dividendo por acción}}{\text{Precio por acción}} * 100$$

De esta manera obtenemos los siguientes resultados:

**Tabla 5**

Rentabilidad por dividendo Colonial, Merlin y Lar España 2022.

	Colonial	Merlin	Lar España
Precio acción	6,60 €	9,54 €	4,69 €
Dividendo por acción	0,20 €	0,24 €	0,60 €
Rentabilidad por dividendo	3,03%	2,52%	12,79%

Fuente: Elaboración propia.

Grupo Lar ofrece una gran rentabilidad por acción, con el precio de mercado más bajo y el mayor dividendo de las tres. La rentabilidad por dividendo que ofrecen Merlin y Colonial son bastante parecidas, sin embargo, la acción de Colonial es 3€ más barata.

Por otro lado, la comparativa por el método PER, ofrece los siguientes precios ajustados de las acciones a partir del PER medio del sector (10,57x):

**Tabla 6**

PER y Precio Ajustado de las cuatro SOCIMIs cotizadas de España (2021 y 2022).

	2022			2021		
	P. Mercado	P. Ajustado	PER	P. Mercado	P. Ajustado	PER
<b>Merlin</b>	8,77 €	5,92 €	15,67x	9,57 €	11,53 €	8,78x
<b>Colonial</b>	6,01 €	0,97 €	65,36x	8,01 €	11,11 €	7,62x
<b>Grupo Lar</b>	4,22 €	9,21 €	4,84x	4,96 €	3,26 €	16,10x
<b>Árma</b>	7,50 €	3,90 €	20,35x	9,18 €	9,71 €	9,99x

Fuente: Elaboración Propia.

El precio ajustado de Merlin Properties nos indica una ligera infravaloración en 2021, con un PER cercano al PER medio calculado para el sector. Sin embargo, en 2022 su PER fue de 15,67x, más distante de la media, lo cual deriva en un precio ajustado de 5,92€ con respecto a un precio de mercado de 8,77€ lo cual indica sobrevaloración en las acciones de Merlin para este año. Conociendo el crecimiento de los ingresos y EBIDTA de Merlin, esta sobrevaloración se debe a un efecto contable.

En cuanto a Colonial, sucede lo mismo que en el caso de Merlin, una ligera infravaloración en 2021, pero un valor muy elevado de PER en 2022: 65,36x y un precio ajustado de 0,97€. Como ya se ha explicado, esto se debe al descenso del beneficio neto de la empresa afectado por la revalorización a la baja de sus activos, aunque mantiene el crecimiento en ingresos y EBIDTA.

El Grupo Lar España llama la atención con un PER de 4,84x para 2022, lo cual indica una clara infravaloración de sus acciones con un precio ajustado al sector de 9,21€ con respecto a su precio de mercado de 4,22€ al cierre de 2022. En el análisis llevado a cabo en el punto 5.4, confirmaba como el valor obtenido por PER y CAPM era más cercano al valor contable que al valor de mercado. Además, en el año 2022 Lar incremento sus beneficios en un 183% interanual, pero su valor de mercado ha descendido con respecto al 2021.

En una posición totalmente diferente para hacer la comparativa se encuentra Árma, la SOCIMI más joven de las cuatro estudiadas y con una capitalización bursátil muy inferior. No repartió dividendos en 2023 sobre los resultados del 2022 y además aún no ha registrado un año con EBIDTA negativo. Se puede decir en lo que a su PER se refiere que en 2021 se encontraba muy cercano al valor medio del sector, pero en

2022, el descenso de sus beneficios netos muestra un PER de 20,35x y un precio ajustado de 3,90€, inferior a su precio de mercado de 7,50€ para ese año.

En resumen, del análisis individual y comparativo llevado a cabo, se aprecia como Merlin y Colonial mantienen el crecimiento en el periodo estudiado, pero sus beneficios se ven claramente alterados por amortizaciones y depreciaciones. Por ello, es necesario analizar el crecimiento de ingresos y EBIDTA, los cuales mantienen su crecimiento a lo largo del periodo, por lo que se pueden considerar opciones seguras de inversión debido a su posición en el mercado, donde se prevé crecimiento y estabilidad en el futuro.

Aunque según los datos obtenidos, Grupo Lar España es la SOCIMI que ofrece una mejor oportunidad de inversión, ya que, a pesar de ser una empresa más pequeña, se encuentra en crecimiento con beneficio y EBIDTA positivos en los últimos años, lo cual ofrece seguridad al inversor. Además, ofrece una rentabilidad por dividendo del 12,79% en 2022 y muestra una clara infravaloración de sus activos financieros con respecto a su valor de mercado por PER y CAPM.

## **6. CONCLUSIONES.**

Entre las conclusiones de este trabajo encontramos aspectos importantes sobre la inversión inmobiliaria en España. En primer lugar, se destaca la resistencia de los precios de la vivienda a corto plazo, a pesar del aumento de los tipos de interés, debido a la escasez de oferta en el mercado y al sólido desempeño de las adquisiciones de propiedades por parte de extranjeros. Además, se prevé que los precios de la vivienda tiendan a estancarse o incluso caer ligeramente en 2024, pero se espera que retomen su senda de crecimiento a partir de 2025.

En cuanto a los tipos de activos inmuebles, se identifican los tradicionales (residencial, oficinas, comercial e industrial) y los alternativos (sector hotelero, hospitales, clínicas, residencias de tercera edad, entre otros), destacando el crecimiento de los activos alternativos en los últimos años. Destaca la creciente demanda de inmuebles con fines logísticos como almacenes.



El estudio llevado a cabo para las principales SOCIMIs de España nos aporta varias conclusiones. Sobre las SOCIMIs en general, podemos concluir que son un gran vehículo de inversión diferente a la inversión particular más prohibitiva por su capital inicial y riesgos elevados. Además, la fiscalidad en nuestro país para estas entidades es bastante ventajosa e impulsa su creación.

De forma más específica para las SOCIMIs analizadas se puede observar cómo son empresas muy consolidadas que ofrecen bastantes garantías para confiar en la inversión en ellas. Las cuatro analizadas se encuentran en crecimiento y reportando beneficios, destacando el caso de Lar España como alternativa a las más poderosas: Merlin y Colonial.

Al realizar la valoración mediante el modelo CAPM, es destacable la subida del  $K_s$  para todas empresas en 2022, exigiendo los inversores una rentabilidad mínima más elevada debido a la subida de los tipos de interés generales. Además, el uso de betas calculadas a partir de rendimientos diarios y semanales ofrece unos valores muy similares de  $K_s$ , poco destacables, salvo en el caso de Lar España.

Por su parte, el coste de la deuda o  $K_d$  también ha sufrido la subida de los tipos de interés generales, por lo que algunas de las empresas han adoptado medidas de reducción de gasto financiero.

Al realizar el análisis comparativo por PER, Lar España destacó como la empresa más infravalorada para 2022 y la que más rentabilidad por dividendo ofrece, lo cual indica una gran oportunidad para inversores. Por otro lado, las acciones de Merlin, Colonial y Árima se encuentran sobrevaloradas con respecto al PER medio del sector, aunque su explicación podría ser simplemente contable. Por ello, es importante analizar el crecimiento de los ingresos y EBIDTA de las entidades, para no tener en cuenta depreciaciones de activos, siendo las SOCIMIs especialmente sensibles a estas correcciones de valor.

## 7. BIBLIOGRAFÍA

- Agencia Tributaria (26 de julio de 2023). *Régimen fiscal especial de la sociedad en el Impuesto sobre Sociedades*. Agencia Tributaria. Recuperado el 15 de enero de 2024 de <https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/ayuda/manuales-videos-folletos/manuales-practicos/manual-sociedades-2020/capitulo-10-regimenes-tributarios-especiales-ii/regimen-fiscal-especial-socimis/regimen-fiscal-especial-sociedad-is.html#:~:text=La%20participaci%C3%B3n%20en%20el%20capital%20social%20de%20la,a%20un%20tipo%20inferior%20al%2010%20por%20ciento>.
- Agencia Tributaria (26 de julio de 2023). *SOCIMI*. Agencia Tributaria. Recuperado el 15 de enero de 2024 de <https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/ayuda/manuales-videos-folletos/manuales-practicos/manual-sociedades-2021/principales-novedades-impuesto-sobre-sociedades-2021/socimi.html#:~:text=Con%20efectos%20para%20los%20per%C3%ADodos%20impositivos%20que%20se,b%29%20del%20art%C3%ADculo%206.1%20de%20la%20Ley%2011%2F2009>.
- Álvarez Alba, J. (2017). Crecimiento y estallido de la burbuja inmobiliaria en España: causas y consecuencias, (Trabajo Universidad de Salamanca), 17-34. Disponible en <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/6245302.pdf>
- Árima (2024). *Sobre Árima*. Recuperado el 16 de febrero de 2024 de <https://www.arimainmo.com/es/quienes-somos/sobre-arima>
- Bardolla, A. (6 de agosto de 2023). *Las Mejores Ciudades De España Para Invertir En Vivienda 2023*. Alfio Bardolla Training Group. Recuperado el 10 de noviembre de 2023. <https://www.alfiobardolla.es/las-mejores-ciudades-de-espana-para-invertir-en-vivienda/>
- Bernardos Domínguez, G. (septiembre-octubre 2009). Creación y destrucción de la burbuja inmobiliaria en España, *Revistas de Información Comercial Española*, (850), 24-25. Disponible en <https://revistasice.com/index.php/ICE/article/view/1268/1268>
- Calvo Bernardino, A y Martín de Vidales Carrasco, I. (2014). Crisis y cambios estructurales en el sector bancario español: Una comparación con otros sistemas financieros. *Estudios de Economía Aplicada*, 32(2), 536-566. Disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4680116>
- *ELEconomista* (15 de febrero de 2020). La transformación del mercado inmobiliario desde la burbuja de 2008 para sobrevivir a una nueva realidad económica.

- ElEconomista*. Disponible en [La transformación del mercado inmobiliario desde la burbuja de 2008 para sobrevivir a una nueva realidad económica \(eleconomista.es\)](https://www.eleconomista.es)
- *ElEconomista*. Socimi. *ElEconomista.es*. Disponible en <https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/socimi>
  - EUROPA PRESS (27 de febrero de 2023). *Merlin recorta a la mitad su beneficio en 2022, hasta 263 millones de euros, por la caída de las valoraciones*. <https://www.europapress.es/economia/noticia-merlin-recorta-mitad-beneficio-2022-263-millones-euros-caida-valoraciones-20230227202653.html>
  - Instituto Nacional de Estadística (2023). *Índice de Precios de la Vivienda (IPV), Comunidades y Ciudades Autónomas, General, Índice, 2023T2* [Imagen]. INE. <https://www.ine.es/jaxiT3/Datos.htm?t=25171#!tabs-mapa>
  - Inmobiliaria Colonial (2023). *Informe anual*. Recuperado el 18 de enero de 2024 de <https://www.inmocolonial.com/accionistas-e-inversores/informacion-financiera/informe-anual>
  - Investing.com (2024). <https://es.investing.com/>
  - Knop, R. y Fuente, F. (2023). *Manual de finanzas Inmobiliarias*. (pp. 47-55). Editorial Almuzara.
  - Lar España (2024). *Quiénes somos*. Recuperado el 16 de febrero de 2024 de <https://www.arimainmo.com/es/quienes-somos/sobre-arima>
  - Loan, A. (21 de julio de 2023). *Inversión directa vs. inversión indirecta: las puertas que se abren a los inversionistas en activos inmobiliarios*. *Julius Bär*. Disponible en <https://www.juliusbaer.com/es/insights/wealth-insights/bienes-inmuebles/inversion-directa-vs-inversion-indirecta-las-puertas-que-se-abren-a-los-inversionistas-en-activos-inmobiliarios/>
  - Merlin Properties (2024). *Información financiera*. Recuperado el 17 de enero de 2024 de <https://ir.merlinproperties.com/inversores/datos-financieros-relevantes/>
  - Merlin Properties (2024). *Somos Merlin*. Recuperado el 15 de enero de 2024 de <https://www.merlinproperties.com/conocenos/>.
  - Montoriol Garriga, J. (20 de septiembre de 2023a). *El precio de la vivienda avanza un 0,3% intertrimestral en el 2T 2023*. *CaixaBank Research*. Disponible en <https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/notas-brevs-actualidad-economica-y-financiera/espana/precio-vivienda-avanza-03>
  - Montoriol Garriga, J. (7 de julio de 2023b). *Nuevas perspectivas para el sector inmobiliario español: el mercado de la vivienda se desacelera*. *CaixaBank Reserach*. Disponible en <https://www.caixabankresearch.com/es/analisis->

- [sectorial/inmobiliario/nuevas-perspectivas-sector-inmobiliario-espanol-mercado-vivienda-se?19](#)
- Montoriol Garriga, J. (12 de abril de 2023c). Sector inmobiliario español: balance 2022 y perspectivas 2023. *CaixaBank Research*. <https://www.caixabankresearch.com/es/analisis-sectorial/inmobiliario/sector-inmobiliario-espanol-balance-2022-y-perspectivas-2023?19>
  - Moreno, J. (20 de octubre de 2023). Informe Inmobiliario Bankinter: Los precios de vivienda sorprenden positivamente en 2023. ¿Caerán en 2024? *Bankinter*. Disponible <https://www.bankinter.com/blog/finanzas-personales/informe-inmobiliario-bankinter-precio-vivienda>
  - Moreno, J. (2023). *Sector Inmobiliario: Los precios de vivienda sorprenden positivamente en 2023. ¿Caerán en 2024?* Bankinter. [https://broker.bankinter.com/www/eses/cgi/broker+binarios?secc=ASES&subs=IESP&nombre=Sector\\_Inmobiliario.pdf](https://broker.bankinter.com/www/eses/cgi/broker+binarios?secc=ASES&subs=IESP&nombre=Sector_Inmobiliario.pdf)
  - Ley 11/2009. Por la cual se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario. 26 de octubre de 2009. D.O. No. 259. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2009-17000>
  - Orbis (2024). [https://almena.uva.es/discovery/fulldisplay?context=L&vid=34BUC\\_UVA:VU1&search\\_scope=MyInstitution&tab=LibraryCatalog&docid=alma991001796989705774](https://almena.uva.es/discovery/fulldisplay?context=L&vid=34BUC_UVA:VU1&search_scope=MyInstitution&tab=LibraryCatalog&docid=alma991001796989705774)
  - PWC (2022). ¿Cuáles son las tendencias en el mercado inmobiliario de Europa para 2023? *PWC*. <https://www.pwc.es/es/real-estate/tendencias-mercado-inmobiliario-europa-2023.html>
  - Redondo, A. (2020). Megaguía de Inversión Inmobiliaria. Estrategias que existen para invertir en bienes inmuebles. *El club de la Inversión*. Disponible en [\[Inversión inmobiliaria\] ✓ MEGAGUÍA paso a paso \(elclubdeinversion.com\)](#)
  - Simón, A. (7 de agosto de 2023). *La inversión inmobiliaria se hundirá en 2023 un 50% hasta los 9.000 millones*. Cinco Días. <https://cincodias.elpais.com/companias/2023-08-07/la-inversion-inmobiliaria-se-hundira-en-2023-un-50-hasta-los-9000-millones.html>
  - StockCrowd IN (2018). Guía para invertir en bienes raíces en España. *StockCrowd IN*. <https://blog.stockcrowdin.com/guia-invertir-bienes-raices-espana>
  - Wikipedia (8 de octubre de 2023). *Merlin Properties*. Recuperado el 15 de enero de 2024 de [https://es.wikipedia.org/wiki/Merlin\\_Properties](https://es.wikipedia.org/wiki/Merlin_Properties).