

→ Después de tres años de gran actividad, el mercado inmobiliario promete seguir siendo protagonista de importantes operaciones corporativas. La concentración de las SOCIMIs, la apuesta de los inversores internacionales, ahora más de largo plazo, y el sector residencial, que requiere de mayor especialización, estarán en el punto de mira de futuros deals.

Sector inmobiliario, hacia una clara concentración

LA CONCENTRACIÓN DE LAS SOCIMIS ES UNA NECESIDAD

LA FUSIÓN DE SOCIMIS, MÁS QUE UNA POSIBILIDAD, ES UNA NECESIDAD. AL MENOS ESO ASEGURA LUIS MARTÍN GUIRADO, DE GESVALT, QUIEN ASEGURA QUE EL TAMAÑO, LA ESPECIALIZACIÓN, LAS SINERGIAS EN LA GESTIÓN Y LA DIVERSIFICACIÓN DEL RIESGO PROVOCARÁN OPERACIONES ENTRE ESTAS SOCIEDADES.

El sector inmobiliario en España lleva varios años en el punto de mira de los inversores y se ha convertido en uno de los principales protagonistas dentro del mercado de M&A, tanto por número como por volumen, con un total de €11.100M invertidos durante 2016, según datos de Capital & Corporate. Desde 2014 comenzó el gran movimiento de las SOCIMIS y algunas inmobiliarias llevaron a cabo grandes ampliaciones de capital para captar fondos. Desde entonces, el sector no ha parado de crecer. **Carmina Ganyet, Directora General Corporativa de Colonial**, explica que “esto ha dado a las compañías la posibilidad de tener cierta masa crítica para acceder a los mercados de capitales, hecho que les hubiera sido muy difícil con un crecimiento orgánico. En estos momentos existe un sector cotizado en el que conviven compañías consolidadas, SOCIMIS con una finalidad de desinversión, compañías con poca masa crítica, y algunas con una estrategia poco definida y con falta de especialización. Este panorama, da pie a pensar que existe margen para operaciones de concentración y de especialización”. Y es que nos encontramos ante un mercado todavía muy atomizado, en manos de una gran diversidad de accionistas: family offices, compañías de seguros, mutualidades y fondos “long only” con visión a largo plazo, e incluso hedge funds o fondos especialistas con una visión más cortoplacista. No obs-

“Estamos viviendo una transformación gradual del mercado desde un perfil más oportunista a inversiones más estables, con unas expectativas de retorno y riesgo menores”

tante, esta maduración del mercado ha provocado una compresión de yields en casi todos los segmentos. **José Luis García-Manso, Socio de Corporate Real Estate de Pérez-Llorca**, considera que “este hecho dificulta a los fondos oportunistas encontrar proyectos en los que puedan obtener los retornos que buscan. No obstante, la mejora de la situación económica abre la puerta a inversores más institucionales con un menor coste de capital”.

De una manera u otra, está claro que vamos a seguir viendo deals en este mercado. Según **Enrique Used, Socio Responsable de Deals Real Estate en PwC**, hay varias razones que nos hacen pensar eso: “por una parte, continúa el proceso de desapalancamiento de la banca, lo que contribuye a facilitar la desinversión de la exposición inmobiliaria; por otra, las perspectivas macroeconómicas del país son muy atractivas en el contexto internacional, lo que facilita un continuo flujo de inversión; también estamos viviendo una transformación gradual del mercado desde un perfil más oportunista (binomio riesgo / retorno más elevado) a inversiones más estables (core), con unas expectativas de retorno y riesgo menores; adicionalmente, nos encontramos con un marco regulatorio favorable a la inversión inmobiliaria, con la figura de la SOCIMI, y a la formación de vehículos de inversión para canalizar la inversión; finalmente, el sector promotor residencial, tras años de muy baja actividad da muestras de recuperación inequívocas, atrayendo capital internacional.

LAS SOCIMIS HAN SIDO UNA DE LAS GRANDES PROTAGONISTAS DE LAS OPERACIONES DEL MERCADO DE REAL ESTATE, ¿CREE QUE SEGUIRÁ SIENDO ASÍ?

Las SOCIMIS han llegado sin duda para quedarse y, en nuestra opinión, serán las grandes protagonistas del mercado inmobiliario español como lo son los denominados REITs en otros mercados internacionales. De hecho, podríamos decir que aún estamos en la primera ola de desarrollo de las SOCIMIS en España y que lo mejor está por venir, con nuevas SOCIMIS más especializadas o que permitan la entrada de inversores particulares. Ahora bien, será necesario contar con un buen análisis de riesgos, benchmarking, rating y mucho asesoramiento para saber distinguir de los buenos vehículos para invertir en inmobiliario de los que no.

SE HA HABLADO TAMBIÉN DE LA POSIBILIDAD DE QUE SE FUSIONEN O COMPREN SOCIMIS...

Más que una posibilidad, es una necesidad por tamaño, por especialización y por las sinergias que se pueden lograr en la gestión. Ello ayudará también a que el riesgo de cada SOCIMI esté más diversificado cuanto mayor sea su volumen.

¿HAY MUCHO DEAL FLOW? ¿MUCHAS POTENCIALES COMPAÑÍAS QUE PUEDEN SER ADQUIRIDAS?

Es difícil de evaluar, pero sí que es cierto que hay un interés creciente y el número de SOCIMIS cotizadas -actualmente 32- se verá incrementado, según nuestras previsiones, hasta cerca de 50 este año. Más allá de las SOCIMIS sí vemos que pueden producirse otros movimientos corporativos en torno a las pequeñas promotoras o constructoras, lo mismo en el mundo de los servicers, donde la adquisición de Aktua por Lindorff ha sido sólo el principio.

DESDE EL PUNTO DE VISTA DEL ASESOR, ¿ES DIFERENTE LLEVAR UN PROCESO DE M&A PROTAGONIZADO POR UNA SOCIMI QUE POR OTRO TIPO DE INVERSOR?

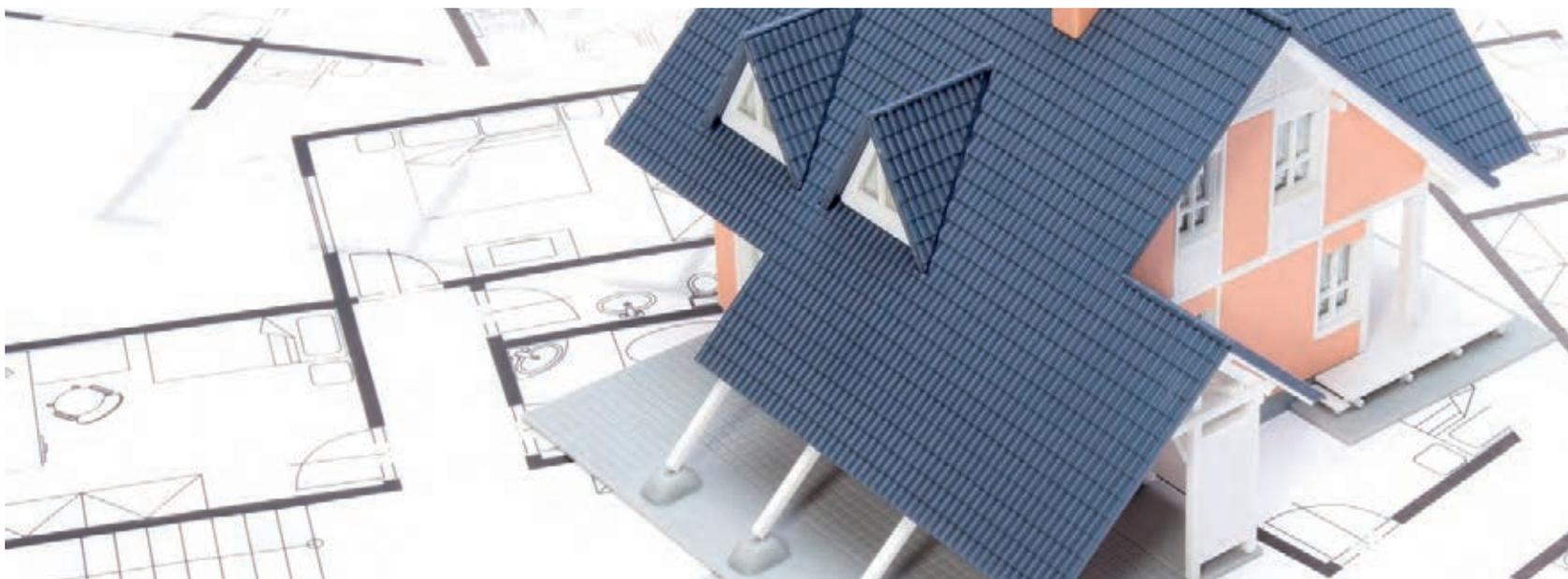
Las SOCIMIS tienen una mayor complejidad de análisis inmobiliario y de proyecciones futuras, así como de planes de negocio. En este sentido, creemos que un buen modelo de rating de SOCIMIS facilitaría esta labor. No hay que olvidar que se trata de vehículos cotizados, consecuentemente auditados, y transparentes, y eso hace que sea como un M&A de dos compañías cotizadas. Ello hace también que la elección de los equipos gestores finalistas de la fusión sea otro de los aspectos clave.

EN GENERAL, ¿CÓMO SE ESTÁN FINANCIANDO ESTAS OPERACIONES?

Aunque hay grandes cantidades de equity estamos viendo fusiones por aportación y para el crecimiento se recurre a la financiación bancaria. En el caso de las SOCIMIS, al cotizar en mercados organizados, siempre podrán también recurrir a las ampliaciones de capital.



LUIS MARTÍN GUIRADO, Director Corporativo de Desarrollo de Negocio de Gesvalt



TENDENCIAS

El sector inmobiliario se encuentra en periodo de consolidación pero las operaciones pueden tener muchos formatos: fusiones, entrada de inversores, crecimiento vía compras, etc. Las operaciones van a girar en torno a varios subsegmentos dentro del mercado. **Used** considera que serán protagonistas

“las SOCIMIS de alquiler residencial: con un número creciente de participantes en el sector y una clara visión de la institucionalización de este activo inmobiliario. En este caso, veremos un elevado número de transacciones de tamaño medio y algún movimiento de consolidación. En el mercado de promoción inmobiliaria, la recuperación

de los fundamentales del sector ha resultado en un mayor apetito inversor, por tanto, veremos adquisiciones de plataformas locales, fusiones y joint ventures entre socios locales y socios financieros internacionales. Por último, el sector hotelero, que está despertando un interés creciente por activos y plataformas hoteleras, con un alto número

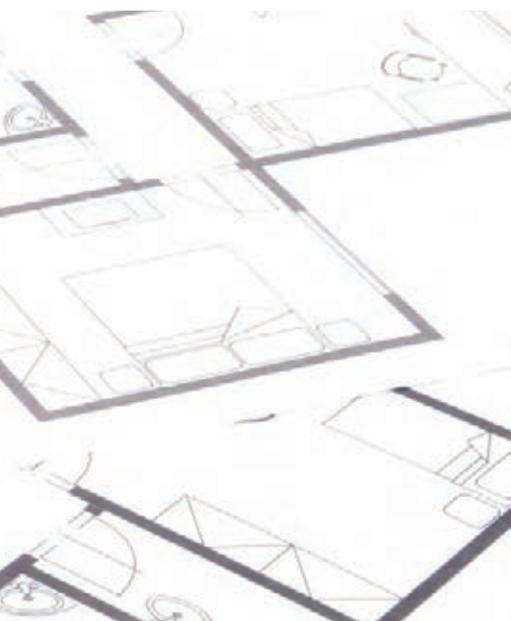


ALFONSO ARAMENDÍA PERALTA
 Director Operaciones
 Corporate Finance de
 AGUIRRE NEWMAN

EMPRESAS COTIZADAS CON UNA IMPORTANTE DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA Y ENTIDADES DEL MID MARKET SERÁN SUSCEPTIBLES DE ENTRAR EN UN PROCESO DE CONCENTRACIÓN QUE LES PERMITA GANAR VOLUMEN Y BENEFICIARSE DE SINERGIAS. EN EL OTRO LADO, GRANDES FONDOS INTERNACIONALES Y SOCIMIS SERÁN LOS INVERSORES PROTAGONISTAS DE LA MAYOR PARTE DE LOS DEALS.

DESDE 2013, HA HABIDO UN GRAN NÚMERO DE OPERACIONES CORPORATIVAS EN EL SECTOR DE REAL ESTATE, ¿CREE QUE TODAVÍA HAY MUCHO DEAL FLOW?

Es obvio que nos encontramos en un buen momento de mercado en el sector de real estate en lo que a operaciones corporativas se refiere. En los últimos años hemos visto deals de gran volumen en el sector y creemos que todavía hay hueco para ver más operaciones de este tipo. Los datos macro en España siguen confirmando una mejora de la economía por encima de la media europea, lo que sin lugar a dudas continuará atrayendo capital nacional e internacional a nuestras empresas. Dejando de lado las grandes operaciones corporativas, creemos que donde realmente se va a observar un mayor deal flow es en el mid-market, ayudado principalmente por la actual



de inversores internacionales entrando en el segmento vacacional, hasta hace poco reservado casi en exclusiva para la inversión doméstica. Si unimos lo anterior a la potencial puesta en el mercado del negocio hotelero de Hispania nos encontramos con un potencial muy elevado de transacciones”. Desde el punto de vista de **García-Manso**, el sector

residencial va a estar en el punto de mira. “Durante los últimos años hemos vivido un claro incremento de operaciones estructuradas mediante share deal. Se han producido, y probablemente seguirán produciéndose, joint ventures entre fondos y promotoras locales para el desarrollo residencial”. En este sentido, **Pedro Abella Langa de HIG Capital**, asegura que, “en este mercado, el inversor internacional necesita de un socio local y experto para poder entrar, mientras que en otros segmentos puede entrar sin un socio y, generalmente, de forma directa en el activo”.

El sector va a llevar a cabo un proceso de concentración, que seguramente irá acompañado de compras de participaciones importantes en sociedades cotizadas y en el mid-market. Al menos eso considera **Alfonso Aramendia, Director Operaciones Corporate Finance de Aguirre Newman**, que tiene claro que también habrá “una toma de posiciones significativas por parte de fondos internacionales, aprovechando las perspectivas macro de España”. Además, la incorporación al mercado de un gran número de SOCIMIs durante los últimos años, hará que también haya fu-

“ La incorporación al mercado de un gran número de SOCIMIs durante los últimos años, hará que también haya fusiones o compras entre estas sociedades ”

siones o compras entre estas sociedades, tanto para ganar volumen como para crear sinergias. No está de acuerdo **Sergio Criado, Director Financiero de Lar España**. En su opinión, “el proceso de especialización de activos, donde una SOCIMI se concentra, por ejemplo, en centros comerciales y otra en oficinas, hace que las sinergias de esa fusión sean muy limitadas, sobre todo por lo que respecta a la gestión de los activos”. No obstante, la especialización de las SOCIMIs puede provocar una reordenación de producto para concentrarse en la gestión de una única tipología de ac-

Habrá un mayor deal flow en operaciones del middle market



fiscalidad que favorece la compra venta de sociedades por encima de activos.

¿CÓMO ESTÁ EL MERCADO ESPAÑOL CON RESPECTO AL INTERNACIONAL?

En este aspecto, creemos conveniente diferenciar a Merlin del resto del mercado. Esta SOCIMI se ha posicionado como una de las grandes empresas inmobiliarias a nivel europeo y se encuentra en el top-10 en Europa por valor bruto de activos. En el siguiente nivel, encontramos otras cotizadas con una presencia muy importante en el mercado o con una importante diversificación geográfica como Colonial. Aquí encontramos volúmenes muy atractivos para inversores y compañías extranjeras que quieran participar en el mercado español. Y, por último, a nivel mid-market, sí que creemos que el mercado se encuentra muy atomizado, con una gran presencia de empresas familiares. Dado el momento de mercado actual anteriormente comentado, creemos que estos dos últimos grupos son susceptibles de entrar en un proceso de consolidación que les permita ganar volumen y beneficiarse de sinergias.

¿QUÉ TIPO DE COMPAÑÍAS INMOBILIARIAS PUEDEN ESTAR EN EL PUNTO DE VISTA DE LOS POTENCIALES COMPRADORES?

Obviamente todo dependerá del tipo de inversor y la rentabilidad esperada, pero hemos observado interés en todo tipo de compañías inmobiliarias. Tenemos grandes fondos internacionales que han apostado de forma decidida por compañías promotoras en años anteriores, como puede ser el caso de Lone Star en Neinor o compañías como Merlin que han apostado por sociedades patrimoniales. Continuamos viendo un gran potencial de inversión en SOCIMIs, cuyos business plan les llevan a una búsqueda continua de activos y oportunidades.

Dada la situación actual de una menor rentabilidad por activos, consideramos que pueden encontrar una buena oportunidad para optimizar la rentabilidad neta de sus portfolios mediante la compra de sociedades, beneficiándose de la actual situación fiscal. Y, por último, existe un elevado interés por parte de fondos internacionales en sociedades patrimonialistas medianas que aporten un flujo de caja estable en el tiempo.

DESDE EL PUNTO DE

VISTA DEL ASESORAMIENTO, ¿CÓMO SE DEBEN ABORDAR ESTAS OPERACIONES?

Como en cualquier proceso de asesoramiento, es muy importante la labor previa de análisis de la compañía, debemos ser capaces de entender correctamente todos los aspectos financieros y fiscales relevantes. Con este análisis previo podremos interiorizar el business plan y entender el racional detrás del mismo. Toda esta labor, la acompañaremos de un conocimiento del equipo gestor que nos permitirá transmitir las fortalezas de la operación.

SUPONGO QUE ES FUNDAMENTAL TENER EXPERTISE TANTO EN CORPORATE FINANCE COMO EN REAL ESTATE, ¿NO?

Obviamente es muy importante contar con experiencia en ambos aspectos. Por un lado, es importante la experiencia financiera para poder entender el funcionamiento de la sociedad y su correcta valoración. Y, por otro, la variedad de productos inmobiliarios existentes (residencial, comercial, terciario de oficinas, suelo, etc.) nos obliga a tener experiencia en el mercado inmobiliario para poder entender la casuística de cada uno de estos productos.

tivos. Al menos eso considera **Heriberto Teruel, Director Nacional de Corporate Finance de CBRE**, que asegura que el proceso ya ha comenzado con la venta del portfolio hotelero de Merlin y los anuncios de desinversión de Hispania. En concreto, Lar se centraría en centros comerciales e Hispania en hoteles. Por su parte, Merlin podría segregar su actividad en 4-5 SOCIMIs independientes con volumen suficiente: una de activos residenciales en rentabilidad (que ya ha escindido), otra de oficinas, otra de locales alquilados a largo plazo, otra de centros comerciales y otra de logística, necesitando para estas dos últimas adquirir aún algo más de volumen. El profesional de CBRE, analiza que, teniendo en cuenta al “resto de las SOCIMIs que han salido al MAB y las que saldrán antes de final de año tenemos un buen número de potenciales target para grupos de mayor tamaño, pero adicionalmente existen decenas de compañías inmobiliarias que serán objeto de transacción en los próximos años, ya sea por oportunidad de mercado, por necesidad de desinversión de grupos donde el inmobiliario es non core para ellos, por problemas sucesorios o por falta de gestores en las generaciones posteriores, etc”.

“Las compañías más interesantes son aquellas especializadas en residencial para alquiler o las que tengan entre sus activos inmobiliarios residencias para la tercera edad”

¿HAY MUCHO DEAL FLOW?

Después de la oleada de operaciones que ha habido durante los últimos tres años, cabría pensar que no hay mucho potencial para nuevas compras en el sector. Nada más lejos de la realidad. Pero, ¿cuáles son las empresas que pueden resultar más atractivas? Según **Sergio Criado**, “los inversores se están viendo atraídos por las empresas del sector más profesionalizadas en la gestión de sus activos, como las SOCIMIs o las nuevas promotoras que están saliendo a Bolsa. Esto se debe a que son entidades reguladas que están obligadas a rendir cuentas ante sus accionistas”. Además, el directivo de Lar España considera bastante probable que sigan produciéndose salidas a Bolsa, como la protagonizada hace unos meses por Neinor Homes.

En definitiva, todas las compañías especializadas en algún segmento o tipo de activo inmobiliario son capaces de añadir valor. No obstante, según **Luis Martín Guirado, Director Corporativo de Desarrollo de Negocio de Gesvalt**, “las que vemos que tienen más potencial son aquellas empresas especializadas en residencial para el alquiler o aquellas que tengan entre sus activos inmobiliarios residencias para la tercera edad. Éstos últimos son activos alternativos que, dada la actual estructura de nuestra sociedad, tienen un gran potencial de desarrollo”.

En general, lo importante para que una empresa resulte atractiva para un inversor es que tenga un buen binomio

Valoración, muchos aspectos a analizar

El apetito inversor demostrado y la actividad de las SOCIMIs supondrá un aumento en los precios de determinadas empresas inmobiliarias. Con este contexto, desde Valtecsa nos explican que, a la hora de realizar una valoración en este sector hay que tener muchos aspectos en cuenta como la estructura de la sociedad, su cartera de activos y su estrategia, entre otros.



¿Qué peculiaridades tiene la valoración de una empresa inmobiliaria?

Es fundamental tener en cuenta el sector en el que se encuentra la sociedad a valorar. En el caso de una empresa inmobiliaria, su perfil (patrimonialista, promotora, comercializadora, constructora, o compleja) define generalmente el método de aproximación más adecuado. En lo que respecta a los aspectos a analizar, aparte del perfil de la sociedad, su estructura, cartera de activos y estrategia son también fundamentales, ya que una posición patrimonialista es claramente medible desde un punto de vista más estático, mientras que un perfil más dinámico, como el de una constructora o comercializadora, cuenta con una visión más proyectable.

¿Qué metodologías se suelen usar?

El método de mayor aceptación viene acompañado del enfoque patrimonialista, siendo el NAV (Net Asset Value) y sus últimas actualizaciones (como el EPRA-NAV) sus formas predominantes. No obstante, no debemos olvidar que esta metodología admite dos enfoques que por mera definición pueden ser antagónicos, la valoración de la compañía bajo el principio de empresa en funcionamiento y la de una compañía en liquidación. El NAV parte de la valoración razonable de todos los elementos que componen el balance de la sociedad (incluso los pasivos) para aplicar con su determinación el ajuste que identifica el patrimonio neto contable en el patrimonio de mercado. No obstante, no está exento de críticas, como pueden ser tanto la falta de estandarización de los métodos a aplicar para la valoración de los distintos elementos (con sus teóricos efectos fiscales) como incluso la falta de la incorporación de otros componentes (sinérgicos en uno o en otro sentido) que sin duda deben de tenerse en cuenta para la fijación del valor desde un punto de vista consistente.

¿Cómo ha cambiado la valoración de estas compañías durante los últimos años?

En términos de metodología, se han buscado avances (NIIF 13, planteamientos sobre el EVA y profundización en la aplicación de Big Data sobre ejercicios de simulación), pero en cualquier caso, no han supuesto más que una actualización, y no la transformación del sistema. En términos de conclusiones y resultados, el apetito inversor mostrado por agentes del sector en nuestro país es claro, el cual denota claramente expectativas de revalorización en el corto y medio plazo. Aparte, la favorable respuesta realizada por parte de inversores a las nuevas fórmulas de inversión como las SOCIMI (con claras ventajas fiscales, al menos en primer grado), han motivado el impulso en términos de apreciación de las principales magnitudes que miden los valores de las compañías. No obstante, es también importante recalcar que de no mantener la evolución y de no ser ésta fijada con otra serie de componentes vinculados exclusivamente al perfil de la demanda, podremos estar ante un escenario pasajero.

¿Cómo puede ayudar Valtecsa en todo este proceso?

Valtecsa lleva 30 años en el mercado asesorando a empresas e inversores. Somos una empresa que actúa conforme a los estándares profesionales y éticos de RICS, siendo una de las pocas sometida a su regulación directa. Así mismo, formamos parte de la principal asociación española sobre de temas de valoración (AEV) y contamos con alianzas estratégicas con partners como Krata Sociedad de Tasación o LSI. Complementariamente, hemos puesto en marcha un ambicioso plan estratégico de crecimiento a tres años con el objetivo de triplicar nuestro tamaño, que se está desarrollando según lo esperado.



JAVIER MENDOZA,
Director General de Valtecsa

de riesgo/rentabilidad. **Ganyet** explica que “España, después de la corrección de los valores en los años 2009-2012, ha sido un mercado muy atractivo en términos de precios de entrada”. A esto hay que unir la recuperación económica por encima de la media europea, lo que implica “un crecimiento de las rentas y, por tanto, la combinación de “income return” más “capital value return” ha hecho que este sector y este mercado sean muy atractivo para cualquier inversor”, en palabras de la directiva de Colonial. Al hilo de esto, **Sergio Criado** asegura que el mercado español ofrece mayores posibilidades de rentabilidad que otros países europeos, como pueden ser Francia o Alemania, que tienen menos recorrido dado que son mercados bastante más maduros.

COMPRADORES DE TODO TIPO

Hay mucha liquidez en el mercado, lo que supone que haya mucha más demanda que oferta. En general, las SO-CIMIs se han convertido en el principal inversor de este mercado, pero no son las únicas. El sector ha captado el interés de muchos perfiles de inversores: de tipo generalista, especialistas, con visión más de largo plazo y más oportunistas. **Used** asegura que el lado inversor está muy diversificado y, además de las SO-CIMIs, encontramos “a grandes fondos inmobiliarios internacionales, así como a grandes inversores institucionales, además de mucha inversión atomizada de la mano de patrimonio familiar doméstico e internacional y fondos de inversión de tamaño medio. En general, la llegada de las SOCIMIs parece haber supuesto el retorno de inversores con un perfil de riesgo y retornos esperados más bajos. Se trata de la entrada de family offices y fondos soberanos, así como de fondos de inversión, que van a la búsqueda de activos prime”. En resumen, a día de hoy, el mercado inmobiliario español, dentro de la senda y recuperación iniciada en 2013, ofrece oportunidades de inversión a una amplia gama de inversores con distintos niveles de riesgo y retorno esperados, lo que demuestra la normalización y estabilización del mismo.

PRECIOS

Durante los últimos años, han ido subiendo progresivamente los precios dentro del mercado inmobiliario después de que, tras la crisis, los valores se corrigieran más de un 40%. **Ganyet** asegura que “existe aún recorrido para productos prime y, evidentemente, para

aquellos que sufran transformación a prime. Lo que ya se ha iniciado es el crecimiento de rentas, que también va a impactar a aumentos en las valoraciones”. **Aramendia** está de acuerdo al afirmar que todavía hay margen de mejora: “dada la buena evolución económica española y las perspectivas para los próximos años. Las operaciones corporativas permiten, comparado con la compra venta de activos, conseguir unos precios más atractivos gracias a la fiscalidad y a la posibilidad de introducir variables que mejoren la rentabilidad inicial de los proyectos”.

La mejora de las perspectivas no solo aumenta los precios, también hace más fácil el acceso a financiación y, por tanto, es más sencillo cerrar deals de ma-

yor envergadura. **Teruel** pone como ejemplo la compra de Testa por parte de Merlin Properties, con un Enterprise Value de casi €1.800M, que no solo consiguió el waiver de las entidades que financiaban el balance de Testa (básicamente JP Morgan y Santander), por un total de €1.700M, si no que se habían conseguido compromisos para financiar la adquisición (Goldman Sachs, Morgan Stanley, etc.). Posteriormente, tras acudir al mercado de capitales ampliando capital en más de €1.040M, se reestructuraron €1.700M de deuda con 10 bancos internacionales y se convirtió el 50% de dicha deuda en bonos sin garantía hipotecaria a 7 años, consiguiendo plazos de 10 años en el otro 50%. Y todo ello, reduciendo los costes fi-



“Es cierto que se ha producido una subida de precios en la valoración de los activos pero creemos que todavía sigue existiendo margen de mejora”

nancieros en cada paso de la operación. Todo un éxito.

En definitiva, “el mercado de deuda está enormemente activo y ya no es solo bancario”, asegura el directivo de CBRE. En cualquier caso, y a pesar de la cautela con la que trabajan los bancos después de su experiencia y el balance que arrastran, “con ciertas garantías y confianza en el plan de negocio, están financiando bastantes operaciones”, en palabras de **Abella Langa**.