



Universidad Internacional de La Rioja
Facultad de Empresa y Comunicación

Máster Universitario en Dirección y Gestión Financiera
**MERLIN Properties: Análisis Económico-
Financiero**

Trabajo fin de estudio presentado por:	Pablo Hernán López Malone
Individual / Grupal:	Individual
Director/a:	José Manuel López Fernández
Fecha:	8 de septiembre de 2022

Resumen

El presente trabajo consta de un análisis detallado de la empresa MERLIN Properties. Se trata de un trabajo de fin de máster en dirección financiera, razón por la cual se partirá del necesario análisis estratégico para luego proceder con un análisis pormenorizado de las cuentas anuales de la firma correspondiente a los últimos tres ejercicios económicos mediante las técnicas estudiadas durante el máster.

De esta forma se arribará a un informe diagnóstico tanto desde el punto de vista económico-financiero como estratégico. Esto permitirá identificar las áreas clave de mejora para luego determinar un plan de acción que culminará en la realización de un cuadro de mando integral y la proyección de los estados financieros para los próximos tres años mediante modelización financiera, bajo una serie de supuestos que serán oportunamente explicados.

Finalmente, se abordarán la valoración de la empresa y las conclusiones a las que se arriban.

Palabras clave: Análisis, Estados financieros, Diagnóstico, Valoración de empresas, SOCIMI.

Abstract

This work consists in a detailed analysis of the company MERLIN Properties. This is a master's thesis in financial management, which is why it will start from the necessary strategic analysis and then proceed with a detailed analysis of the financial statements of the firm corresponding to the last three financial years using the techniques studied during the course master's degree.

In this way, a diagnostic report will be obtained from both an economic-financial and strategic point of view. This will make it possible to identify the key areas for improvement and then determine an action plan that will culminate in the creation of a balanced scorecard and the projection of the financial statements for the next three years through financial modelling, under a series of assumptions that will be clearly explained.

Finally, the valuation of the company and the conclusions reached will be addressed.

Keywords: Analysis, Financial statements, Diagnosis, Enterprise valuation, SOCIMI.

Índice de contenidos

1. Introducción y objetivos.....	10
1.1. Objetivos	10
1.1.1. Objetivos generales	10
1.1.2. Objetivos específicos	11
2. Análisis de la empresa.....	11
2.1. Breve introducción del sector y las SOCIMI.....	11
2.2. Descripción de la empresa.....	14
2.3. Análisis del informe de auditoría.....	15
2.4. Análisis del Macroentorno.....	16
2.5. Comparativa con el sector	25
2.6. Análisis del Microentorno.....	27
2.7. Análisis DAFO	29
2.8. Análisis CAME.....	32
2.9. Conclusiones	35
3. Análisis económico-financiero	35
3.1. Introducción.....	35
3.2. Análisis del Balance.....	36
3.2.1. Análisis vertical	36
3.2.2. Análisis horizontal.....	39
3.2.3. Conclusiones.....	40
3.3. Análisis de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.....	42
3.3.1. Análisis vertical	42
3.3.2. Análisis horizontal.....	43
3.3.3. Conclusiones.....	45

3.4.	Análisis del Estado de Flujos de Efectivo	46
3.4.1.	Análisis vertical	46
3.4.2.	Análisis horizontal.....	48
3.4.3.	Conclusiones.....	50
3.5.	Análisis por ratios.....	51
3.5.1.	Estructural y endeudamiento.....	52
3.5.2.	Liquidez.....	53
3.5.3.	Eficiencia.....	56
3.5.4.	Rentabilidad.....	57
3.5.5.	Ratios de mercado bursátil.....	59
3.5.6.	Ratios sectoriales.....	60
3.5.7.	Evaluación de políticas de inversión y financiación	61
3.5.8.	Informe diagnóstico.....	63
4.	Estados financieros provisionales	65
4.1.	Principales riesgos financieros.....	65
4.1.1.	Riesgo de Liquidez	65
4.1.2.	Riesgo de Crédito.....	65
4.1.3.	Riesgo de Tipo de Interés	66
4.1.4.	Otros riesgos.....	66
4.2.	Plan de mejoras	67
4.2.1.	Identificación de propuestas de mejora.....	67
4.3.	Estados financieros previsionales	68
4.3.1.	Supuestos considerados	68
4.3.2.	Cuenta de Pérdidas y Ganancias	71
4.3.3.	Balance	72

4.3.4.	Estado de Flujos de Efectivo	74
4.4.	Cuadro de mando integral	75
4.4.1.	Definición de perspectivas	75
4.4.2.	Definición de métricas para el cumplimiento de los objetivos	76
4.5	Valoración de la empresa	77
4.5.1	Elección del método de valoración	77
4.5.2	Valoración de la empresa	78
5.	CONCLUSIONES	81
6.	LIMITACIONES Y PROSPECTIVA	83
	Referencias bibliográficas.....	84

Índice de figuras

Figura 1. <i>Características comunes de las SOCIMI</i>	12
Figura 2. <i>Tamaño y mercado de cotización</i>	13
Figura 3. <i>Evolución coeficiente de GINI como medida de desigualdad (2008-2022)</i>	17
Figura 4. <i>Evolución de la productividad en España (2008-2022)</i>	18
Figura 5. <i>Evolución de índices inflacionarios (2019-2022)</i>	19
Figura 6. <i>Indicadores financieros (2021-2022)</i>	19
Figura 7. <i>Porcentaje de parados sobre activos totales (2012-2021)</i>	20
Figura 8. <i>Volumen de construcción (2012-2021)</i>	20
Figura 9. <i>Proyecciones macroeconómicas para España (2022-2024)</i>	21
Figura 10. <i>Evolución del volumen de negocio del comercio electrónico (2016-2021)</i>	23
Figura 11. <i>Análisis DAFO de MERLIN Properties</i>	30
Figura 12. <i>Indicadores de deuda MERLIN Properties primer semestre 2022</i>	63
Figura 13. <i>Resumen de análisis de regresión para la predicción del ingreso por rentas</i>	69
Figura 14. <i>Cuadro de mando integral</i>	76
Figura 15. <i>Cálculo del WACC</i>	79
Figura 16. <i>Cálculo del Valor Terminal</i>	80
Figura 17. <i>Cálculo del Valor de la empresa por el método de descuento de flujos de caja</i>	80
Figura 18. <i>Cálculo del Valor de la empresa modificando el Valor Terminal</i>	80
Figura 19. <i>Cálculo del Valor de la empresa por el método de múltiplos</i>	81

Índice de tablas

Tabla 1. <i>Comparativa de indicadores de las dos principales compañías SOCIMI</i>	15
Tabla 2. <i>Comparativa de indicadores económicos, financieros y operativos de las principales compañías del sector</i>	26
Tabla 3. <i>Análisis vertical del balance de la empresa (cifras en miles de €)</i>	36
Tabla 4. <i>Análisis horizontal del balance de la empresa</i>	39
Tabla 5. <i>Variaciones 2021 de la posición de tesorería en comparación con la variación del pasivo corriente</i>	40
Tabla 6. <i>Comparación de la importancia relativa de las masas patrimoniales del balance de las dos compañías líderes del sector</i>	41
Tabla 7. <i>Análisis vertical de la cuenta de pérdidas y ganancias</i>	42
Tabla 8. <i>Análisis horizontal de la cuenta de pérdidas y ganancias</i>	43
Tabla 9. <i>Análisis vertical el estado de flujos de efectivo</i>	46
Tabla 10. <i>Análisis horizontal el estado de flujos de efectivo</i>	48
Tabla 11. <i>Ratios de solvencia y endeudamiento de Merlin Properties de los últimos tres ejercicios cerrados</i>	52
Tabla 12. <i>Apalancamiento financiero de Merlin Properties durante los últimos tres ejercicios cerrados</i>	53
Tabla 13. <i>Ratios de liquidez de Merlin Properties para los últimos tres ejercicios cerrados</i>	54
Tabla 14. <i>Cálculo del Fondo de Maniobra, Necesidades Operativas de Fondos y de Recursos Negociados a Corto Plazo</i>	55
Tabla 15. <i>Períodos medios de cobro y pago. Comparativa entre Merlin Properties e Inmobiliaria Colonial</i>	56
Tabla 16. <i>ROA de Merlin Properties de los años 2021, 2020 y 2019</i>	57
Tabla 17. <i>Coste de la deuda y ROE de Merlin Properties</i>	58
Tabla 18. <i>Indicadores bursátiles de Merlin Properties a cierre de año</i>	59

Tabla 19. Definiciones de indicadores sectoriales alternativos.	60
Tabla 20. Magnitudes de indicadores sectoriales alternativos.	60
Tabla 21. Hipótesis sobre la evolución de la Tasa de Ocupación y el GAV.	70
Tabla 22. Hipótesis sobre la evolución de las inversiones inmobiliarias, otros gastos de explotación, coste medio de la deuda y LTV.	70
Tabla 23. Cuenta de Pérdidas y Ganancias proyectada.	71
Tabla 24. Balance proyectado.	73
Tabla 25. Estado de flujos de efectivo proyectado.	74
Tabla 26. Flujos de caja libres proyectados.	78

1. INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS

En el presente trabajo se analizará la empresa MERLIN PROPERTIES principalmente desde la perspectiva económico-financiera, sin olvidar el correspondiente análisis estratégico, dada su importancia en cualquier análisis empresarial, tanto de la empresa como del sector, sin el cual los resultados de la evaluación económico-financiera resultarían insuficientes para abordar a conclusiones o recomendaciones apropiadas.

El análisis se hará desde una perspectiva de analista externo, razón por la cual existirán limitaciones en el abordaje de algunos tópicos como también para las estimaciones pertinentes. No obstante, y para sopesar su impacto, se establecerán supuestos de manera fundamentada, de modo que no implique esto un obstáculo para la concreción de los objetivos.

La elección de la empresa responde al interés suscitado por compañías de inversión inmobiliaria, de relativa novedad en España, pero con amplia trayectoria en mercados como Estados Unidos o Reino Unido. El desarrollo de estas compañías permite una inversión más eficiente en el mercado inmobiliario por parte del ahorrista privado, al mismo tiempo que facilita el acceso al mismo. Esto se establece como finalidad en el preámbulo de la Ley 11/2009, del 26 de octubre, que regula específicamente las Sociedades Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI), estableciendo requisitos y restricciones en diversas cuestiones relativas a la estructura económica y financiera, así como condiciones de distribución de dividendos entre otros, como también importantes beneficios fiscales con los que, el legislador pone de manifiesto la voluntad de desarrollo del sector.

1.1. Objetivos

1.1.1. Objetivos generales

En el presente trabajo académico, se pretende utilizar los contenidos aprendidos durante el máster, realizando el mencionado análisis estratégico, análisis económico-financiero mediante el estudio de las cuentas anuales, ratios y otros indicadores financieros, políticas de inversión y financiación, para luego proyectar estados financieros para los siguientes tres años y desarrollar el cuadro de mando integral.

Así mismo, se plantea el objetivo de elaborar un informe sobre la situación económico-financiera de la empresa y realizar comentarios sobre posibles inconvenientes y sugerencias de mejora.

1.1.2. Objetivos específicos

- Realizar el análisis estratégico mediante el análisis PESTEL para el macroentorno, análisis del microentorno bajo el modelo de las 5 fuerzas de PORTER y utilización de la matriz DAFO para el diagnóstico.
- Elaborar un análisis pormenorizado de los estados financieros de la empresa, mediante el análisis horizontal y vertical de sus cuentas y análisis por ratios, estableciendo comparaciones con valores del sector.
- Evaluar las políticas de financiación e inversión de la compañía, los riesgos y la gestión de éstos.
- Identificar líneas de actuación futura en el campo económico-financiero que permitan mejoras en los indicadores.
- Elaborar los estados financieros previsionales para los próximos tres años considerando las recomendaciones establecidas.
- Valorar la empresa por medio del método de descuento de flujos de caja y valoración por múltiplos para contrastar sus resultados e identificar las ventajas e inconvenientes de cada uno.
- Realizar el cuadro de mando integral.
- Realizar un diagnóstico sobre la evolución de la empresa.

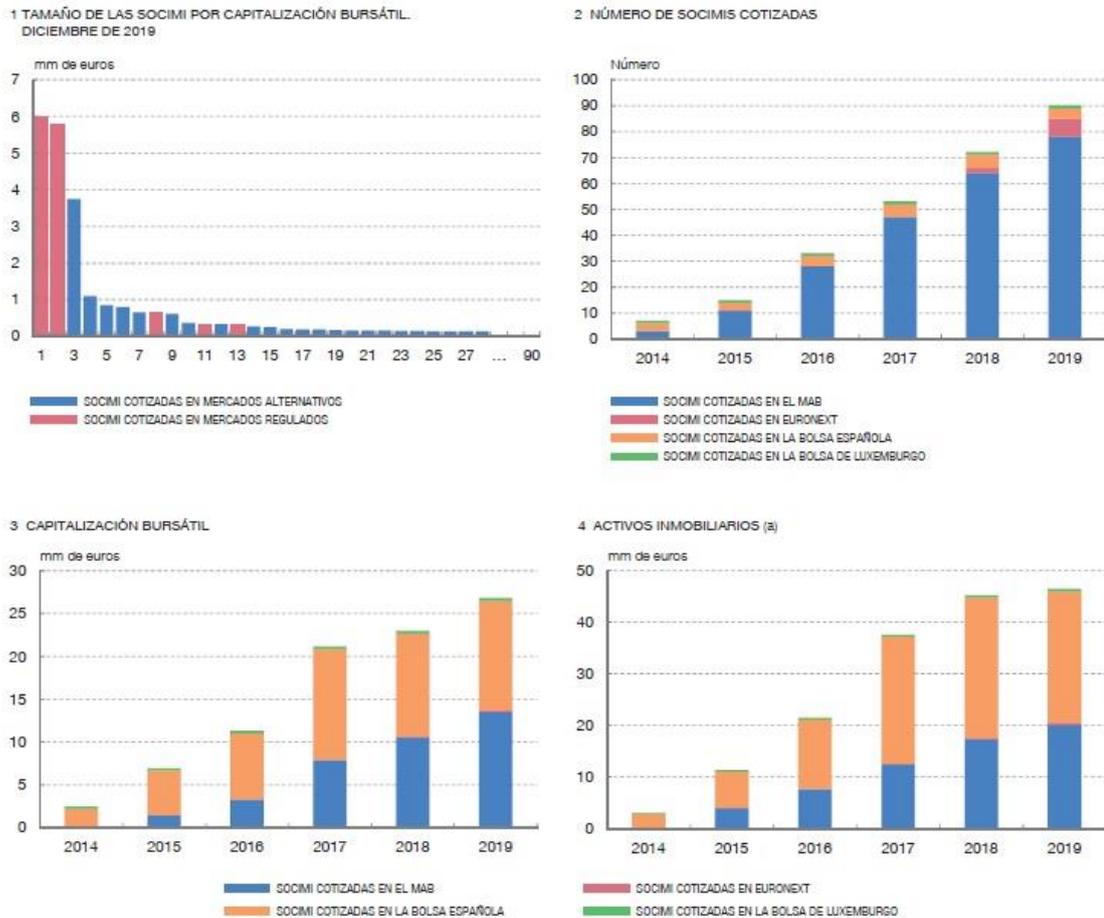
2. ANÁLISIS DE LA EMPRESA

2.1. Breve introducción del sector y las SOCIMI

Antes de realizar la descripción de la empresa, resulta conveniente presentar de forma breve al sector y este tipo de compañías para otorgarle un contexto apropiado al presente apartado. Al respecto hay numerosos análisis realizados por empresas consultoras de reconocido prestigio, como Pwc, Deloitte, entre otras. La elección de información solicitada por unas u otras en ningún caso obedecerá a preferencia alguna, sino al material y citas que mejor se adapten al análisis efectuado.

El sector se compone de dos grupos diferenciados compuestos por: a) Compañías cotizadas en Mercado Continuo (como por ejemplo el IBEX-35), y b) compañías cotizadas en el Mercado alternativo bursátil (MAB). Esta distinción conlleva una diferencia sustancial en el tamaño de las compañías, quedando el sector marcado por una fuerte concentración de mercado en unas pocas compañías cotizadas en el Mercado Continuo de gran tamaño, y una mayor atomización de empresas, en general especializadas en diferentes segmentos según la finalidad de los inmuebles (Banco de España, 2020), por el lado del grupo del MAB como se puede observar en la Figura 2.

Figura 2. Tamaño y mercado de cotización.



Fuente: Banco de España, 2020.

Así mismo, cabe destacar que el mercado de Real Estate utiliza algunos indicadores que en otras industrias no son tan utilizados por carecer de poder explicativo de la situación de las empresas, pero no sucede lo mismo en la industria analizada. Éstos son:

- GAV: Gross Asset Value. Es el precio de mercado del patrimonio de la empresa sin descontar las deudas.
- NAV EPRA: Net Asset Value. Es el precio de mercado del patrimonio de la empresa descontadas las deudas, siguiendo las recomendaciones de la European Public Real Estate Association (EPRA).
- NTA EPRA: Net Tangible Asset. El valor neto de los activos tangibles descontadas sus deudas, siguiendo las recomendaciones de EPRA.
- LTV: Loan to Value. Es el porcentaje de deuda hipotecaria asociada a los activos inmobiliarios.

2.2. Descripción de la empresa

Merlin Properties es una empresa de relativamente nueva creación nacida en 2014. Fue fundada por el equipo inversor del Deutsche Bank, quienes consiguen inversores para la compra de Tree, compañía inmobiliaria que poseía 888 sucursales del BBVA con contrato de alquiler a largo plazo (mayor a 20 años). Los inversores iniciales eran principalmente capitales de riesgo en búsqueda de oportunidades en el corto plazo¹, dando luego paso a inversores institucionales de inversión más estables (Fondos de inversión, Compañías aseguradoras, Bancos, etc.).

Como versa la sección “Quiénes somos” de su sitio web (Merlin Properties, s.f.): *“La principal actividad de la Compañía es la adquisición, gestión activa, operación y rotación selectiva de activos inmobiliarios comerciales de calidad en el segmento de inversión «Core» y «Core Plus», principalmente en España y, en menor medida, en Portugal. La Compañía se centra en el mercado de oficinas, retail y logístico”.*

Los segmentos Core y Core Plus, son definidos en la industria por aquellos activos con la relación riesgo vs. beneficio esperado más conservadora y de riesgo bajo a moderado respectivamente.

Posee un equipo de dirección de vasta experiencia tanto en compañías de real estate como en bancos y fondos de inversión que le ha permitido posicionarse como una de las empresas líderes en el sector, disputando el liderazgo principalmente con Colonial (valor bruto de los activos) y, bastante más rezagada, Lar España de Grupo Lar.

La compañía ha ido evolucionando mediante fusiones y adquisiciones, siendo actualmente la SOCIMI más diversificada de España en cuanto a sectores (Comercial, Logístico, Comercial, Data) pero de mayor concentración de mercado, desarrollando sus actividades principalmente en España y, en mucho menor medida, en Portugal.

¹ Hay que tener en cuenta que en el año 2014 el mercado inmobiliario español sufría aún las consecuencias de la crisis financiera de las subprime, lo que dio lugar a una depresión de precios que presentaban una buena oportunidad de ganancias en el corto plazo.

Tabla 1. Comparativa de indicadores de las dos principales compañías SOCIMI.

	Merlin	Colonial
GAV	13.041 m€	12.436 m€
Nro. Activos	885	83
Sup. Total	3.443 k m ²	1.678 k m ²
Ocupación	94,50%	96%

Fuente: Elaboración propia a partir de los sitios web oficiales de las compañías, 2022.

2.3. Análisis del informe de auditoría

La auditoría de cuentas de la empresa está encomendada a la Consultora Deloitte de vasta trayectoria y reputación en procesos de auditoría.

El informe de auditoría repasa las condiciones especiales que establece la Ley 11/2009, del 26 de octubre modificada por la Ley 16/2012, del 27 de diciembre, por la que se regulan las SOCIMI, concluyendo que se cumplen los requisitos establecidos en la mencionada normativa.

Además, establece como marco normativo las Normas internacionales de información financiera (NIIF), la mencionada Ley que regula las SOCIMIs y el Código de Comercio y la restante legislación mercantil.

Se concluye que la empresa no presenta errores que impliquen la reelaboración de las cuentas anuales, que la valoración de los activos ha sido realizada por una empresa especializada e independiente (dada su importancia en la actividad de la compañía), y que en las Cuentas Anuales Consolidadas representan la imagen fiel de la situación patrimonial y financiera del grupo y la dominante.

Como comentarios salientes, destacan los efectos de la Covid-19, tanto sobre las estimaciones del valor en libros de los activos y pasivos del balance de situación, como sobre los riesgos financieros de crédito y liquidez.

No obstante, reconocidas agencias de raiting, como son S&P y Moody's, en 2021 confirmaron su calificación crediticia con perspectiva estable.

En cuanto a su composición accionarial, sus principales accionistas son:

- Banco Santander, S.A. con el 24,270%
- Nortia Capital Investment Holding, S.L. con el 8,168%

- Black Rock, INC con el 3,996%

Su cliente (arrendatario) principal es el BBVA representando un 15,90% sobre el total de rentas.

Las inversiones inmobiliarias, valoradas a valor razonable, suman un total de 12.297 millones de euros.

MERLIN Properties ha cerrado el ejercicio con Ingresos por arrendamiento de 203,3 millones de euros, un 2,3% inferior al año 2020 y con un Resultado de explotación de 204 millones de euros.

2.4. Análisis del Macroentorno

El entorno empresarial es un entorno cambiante y complejo, y la habilidad de la empresa para desempeñarse en él exige en primera instancia un conocimiento profundo del mismo. Puede descomponerse en un entorno general o macro y un entorno específico.

En este apartado se analizará el entorno macro mediante el análisis PESTEL. Consta de un análisis de los ambientes: político, económico, sociocultural, tecnológico, ambiental y legal. Este análisis proporciona información importante e, incluso, puede determinar indicadores clave que impliquen cambios en la estrategia empresarial.

A continuación, se analizarán las distintas aristas mencionadas del entorno general de la empresa:

Político

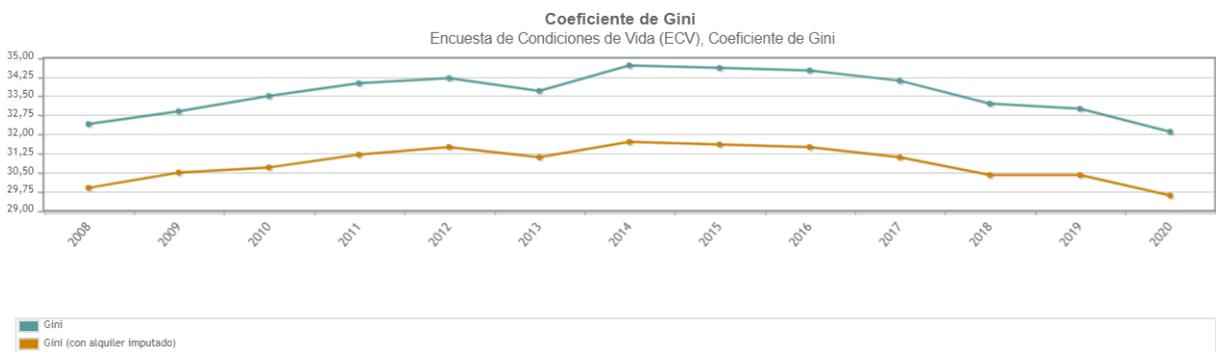
La crisis financiera mundial de 2008 ha dejado las economías de mercado en una situación crítica, no sólo estructural, sino que ha implicado una crisis de confianza. Este factor ha desencadenado desde entonces un deterioro en la credibilidad de las democracias occidentales, que se han visto cuestionadas por la sociedad en su conjunto, entre otras cosas, por el salvataje del sistema financiero, ya que junto con la crisis económica que se cursaba, dejaron manifiesta la cuestión de la desigualdad y concentración de la riqueza.

La crisis por la Covid-19 ha pronunciado deficiencias estructurales que ya se habían puesto de manifiesto en la crisis financiera, de las cuales las economías, en particular la de España no habían podido recuperarse en forma completa (véase Fig. 3). Sumado a esto, los estados han

puesto en vigor normas de control social que generaron numerosos reclamos por derechos fundamentales como, por ejemplo, el derecho a la libre circulación.

A pesar de que, a priori, parecería inocuo para el contexto propicio necesario para el desenvolvimiento empresarial, las consecuencias de estas crisis y la ineficacia que ha demostrado el sistema en lo referido a indicadores de desigualdad han abierto paso a discursos políticos que desestabilizan las democracias occidentales, promoviendo discursos de descalificación política del adversario y discursos nacionalistas que amenazan con un proceso de desglobalización (Cercle D’Economie, 2021).

Figura 3. Evolución coeficiente de Gini como medida de desigualdad (2008-2022).

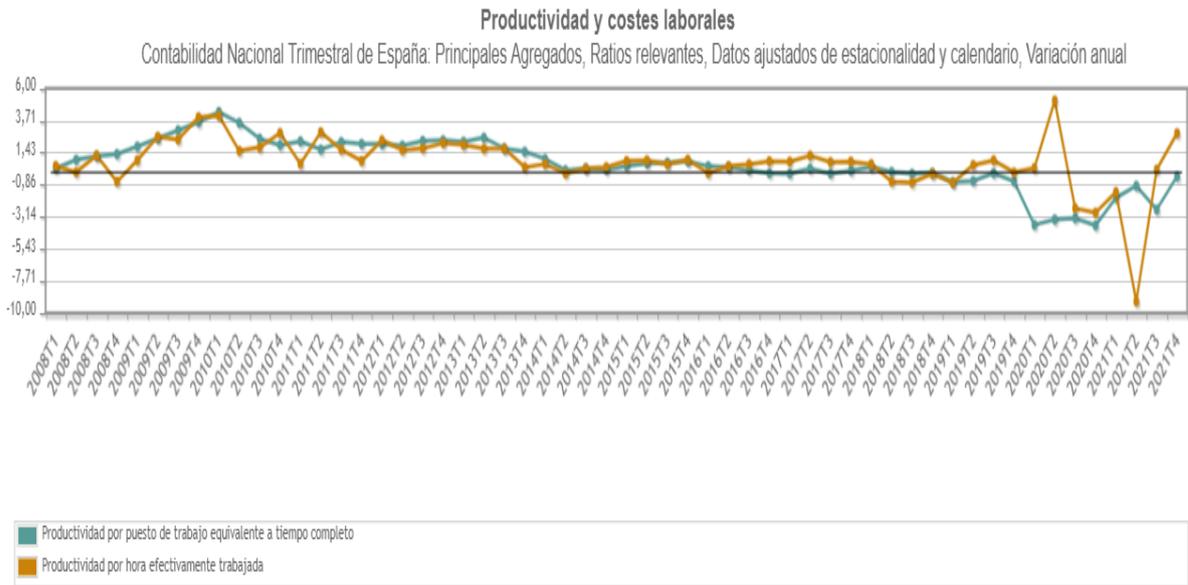


Fuente: Instituto Nacional de Estadística, 2022.

Ello se traduce hoy en un riesgo para la continuidad de políticas conjuntas de la Comunidad Europea, a pesar de que ésta ha desarrollado políticas de recuperación (Fondo Next Generation) que están resultando efectivas. Además, España arrastra problemas de competitividad de su economía, que requieren de un orden político que logre consensos para definir políticas de reforma necesarias para insertar definitivamente al país en una senda de crecimiento sostenible.

Por último, cabe destacar el conflicto bélico desatado entre Rusia y Ucrania, que no sólo tienen y tendrán un efecto económico, sino que coloca a la Unión Europea en el centro del debate político y agrega un nivel elevado de incertidumbre acerca del futuro geopolítico mundial y regional.

Figura 4. Evolución de la productividad en España (2008-2022).



Fuente: Instituto Nacional de Estadística, 2022.

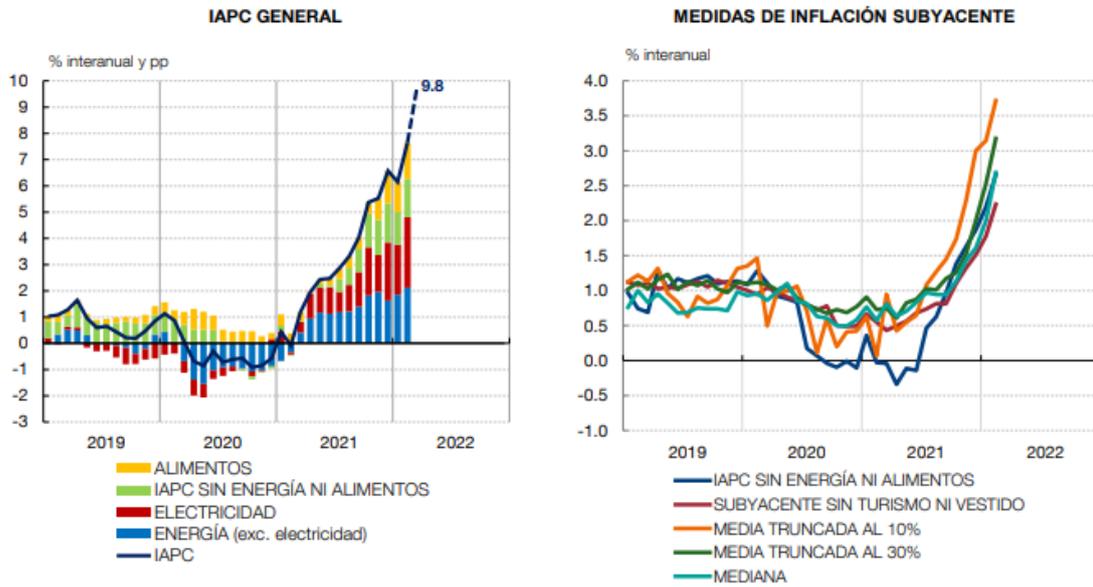
Concluyendo esta dimensión del análisis, se considera el ambiente político con cierto grado de inestabilidad que puede representar un riesgo en cuanto a la dinámica de consumo y estabilidad normativa, aunque de carácter moderado a leve, ya que no se vislumbran cambios bruscos en la política española, haciendo un especial paréntesis en el desarrollo de la guerra entre Rusia y Ucrania.

Económico

Ya se comentaron las diversas crisis de los últimos tiempos y las que están en curso en el análisis del ambiente político, razón por la cual se concentrará el análisis económico en el impacto de éstas, la situación actual y proyecciones macroeconómicas.

El conflicto bélico está teniendo consecuencias inmediatas en la economía española, resaltando: elevado incremento de los precios de las materias primas, deterioro de los flujos comerciales e impacto negativo en la confianza de los agentes económicos, con su consecuente implicancia en la dinámica financiera (Banco de España, 2022). Esto ha provocado una tendencia alcista de la inflación, y un recorte en el pronóstico de crecimiento de la economía para los años 2022 y 2023.

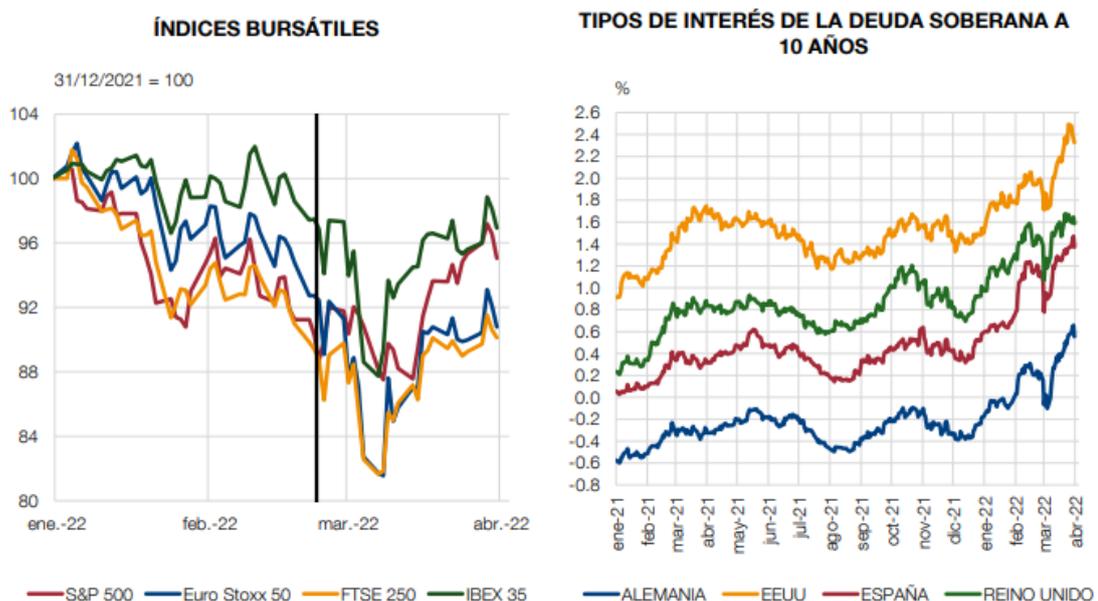
Figura 5. Evolución de índices inflacionarios (2019-2022).



Fuente: Banco de España, 2022.

Estas implicancias del conflicto bélico, como ya se dijo, impactan en los mercados financieros tanto por la vía de inestabilidad política como por la vía de perspectivas inflacionarias. Se puede observar la caída en los indicadores bursátiles y la subida de los tipos de interés de la deuda soberana. No obstante, cabe señalar que el IBEX-35 ha tenido un mejor comportamiento que otros índices comparables, aunque con un alto grado de volatilidad.

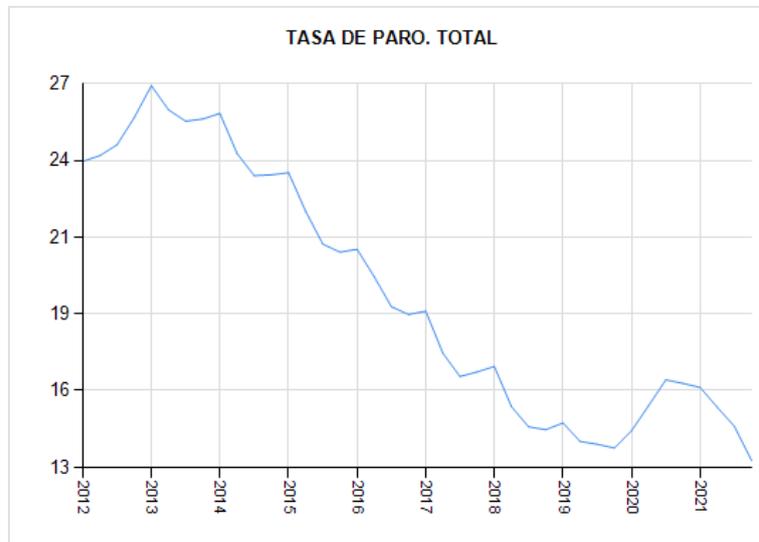
Figura 6. Indicadores financieros (2021-2022).



Fuente: Banco de España, 2022.

En cuanto al nivel de desempleo, se observa una clara recuperación:

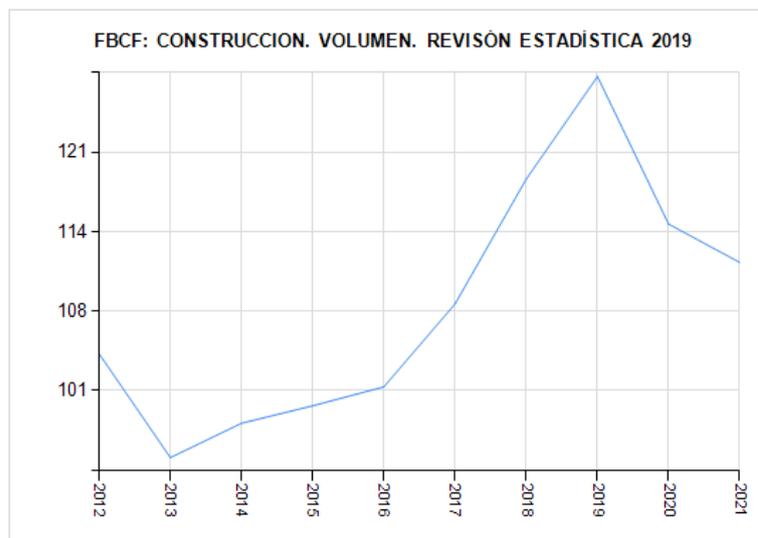
Figura 7. Porcentaje de Parados sobre activos totales. (2012-2021).



Fuente: Instituto Nacional de Estadística, 2022.

Los niveles de actividad en el sector de la construcción tuvieron una fuerte caída por la pandemia, y 2021 no mostraba un cambio de tendencia, aunque sí una disminución de la tasa de decrecimiento.

Figura 8. Volumen de construcción. (2012-2021).



Fuente: Instituto Nacional de Estadística, 2022.

Por último, como fue mencionado en párrafos anteriores, las perspectivas de crecimiento se han visto aminoradas por la coyuntura política y económica actual, aunque manteniendo tasas de crecimiento, si bien moderadas, positivas.

Figura 9. Proyecciones macroeconómicas para España (2022-2024).

Tasa de variación anual (%), salvo indicación en contrario	PROYECCIONES DE ABRIL DE 2022 (a)					DIFERENCIAS CON LAS PROYECCIONES DE DICIEMBRE		
	2020	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
PIB	-10,8	5,1	4,5	2,9	2,5	-0,9	-1,0	0,7
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	-0,3	3,0	7,5	2,0	1,6	3,8	0,8	0,0
IAPC sin energía ni alimentos	0,5	0,6	2,8	1,8	1,7	1,0	0,4	0,1
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	15,5	14,8	13,5	13,2	12,8	-0,7	0,3	0,4
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-10,3	-6,9	-5,0	-5,2	-4,7	-0,2	-1,2	-1,4
Deuda de las AAPP (% del PIB)	120,0	118,4	112,6	112,8	113,5	-3,1	-0,9	0,0

Fuente: Banco de España, 2022.

Se puede inferir que el escenario económico es inestable debido, principalmente, al conflicto bélico. Como indicadores clave, más allá del PIB y otros indicadores de actividad, se encuentran, entre otros, los precios de las materias primas (sobre todo aquellas que están involucradas en la actividad de la construcción), la tasa de interés y el nivel de confianza de los agentes económicos, factores que incidirán en las decisiones de inversión y financiamiento.

Sociocultural

La pandemia, como se analizará en el tópico siguiente, ha puesto a España como receptor de inversiones de compañías tecnológicas, hecho que resulta en que el país se posicione como receptor de talentos, en su mayoría jóvenes que hacen inferir, a priori, un cambio demográfico, contrarrestando el proceso de envejecimiento poblacional que atraviesa no sólo España sino todo Europa. Aunque, cabe mencionar que sería, al menos, muy apresurado sacar conclusiones determinantes y más bien, lo más prudente sería hacer un seguimiento de la composición demográfica en lo que respecta a grupos etarios como a nivel de educación.

En la misma línea, la modalidad de trabajo se ha visto inmersa en un proceso de aceleración hacia el teletrabajo, lo cual tiene un efecto positivo sobre el consumo de actividades de ocio.

Al mismo tiempo, se ha expandido el acceso al consumo por internet, no quedando por fuera la posibilidad de inversión en acciones y diversos instrumentos de inversión como pueden ser las Fintech.

Por último, es válido destacar el inconveniente de acceso a la inversión inmobiliaria generado por el endurecimiento de las políticas de concesión de préstamos post crisis financiera, y la demanda de alternativas novedosas por parte de la ciudadanía de acceso a dicho tipo de inversiones.

Tecnológico

La COVID-19 ha acelerado la digitalización de la economía en su conjunto, tanto de los agentes privados como de las administraciones públicas. En España ha sido notable el incremento de la digitalización de las empresas, lo que abre, al mismo tiempo, una ventana de oportunidad y un gran desafío.

En la opinión de empresarios y expertos en la materia, hay condiciones creadas para lograr hacer de España un *Hub* tecnológico de Europa: *“Una de las razones claves de por qué las compañías llegan al país es debido al menor coste, que puede llegar a ser más de un 70% más económico que en ciudades como Londres o Berlín, según a los datos de la consultora Skytower Global Investments”* (Labarca B., 2021).

El crecimiento del comercio electrónico ha sido del orden del 20% en el año 2020 (plena pandemia), y ha crecido (aunque muy por debajo de esas cifras) en el año 2021.

Figura 10. *Evolución del volumen de negocio del comercio electrónico (2016-2021).*

EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DEL VOLUMEN DE NEGOCIO DEL COMERCIO ELECTRÓNICO Y VARIACIÓN INTERANUAL (millones de euros y porcentaje)



Fuente: Comisión Nacional de los mercados y la competencia, 2021.

Como se puede observar en la Figura 10 el volumen negociado ha superado los 14.000 millones de euros en el cuarto trimestre de 2020, un indicador del potencial del sector como dinamizador de la economía.

Así mismo, España presenta atractivos en cuanto a su calidad de vida en contraste con naciones de la región (costo de vida más económico, gran oferta de ocio, actividades culturales, etc.), que inciden en su potencial de desarrollo como sede de compañías tecnológicas mediante la convergencia de la reducción de costes que implicaría para las empresas y el grado de atraktividad que presenta para los jóvenes talentos.

El desafío se plantea por, i) Mejorar la infraestructura de conectividad, sobre todo en zonas rurales, ii) Desarrollar Data Centers y iii) Potenciar la cualificación del capital humano.

En este último punto se plantea un gran desafío, esto se puede observar en numerosos artículos periodísticos, donde responsables de contratación exponen la problemática. Como reflejo de ello y sólo a modo de ejemplo, la cita a continuación refleja lo expresado en el presente párrafo:

“Desde Randstad Technologies observamos que las empresas no están pudiendo contratar roles Data, IA, Cloud, Robotics, RPA, y Process Engineers”, ha destacado el director nacional de Randstad Technologies, Jorge González.” (La Razón, 2022)

Este hecho no es ajeno a la administración pública estatal, tanto a nivel nacional como europeo, quienes desempeñan políticas activas a este respecto dentro del marco de diferentes programas: Programa Europa digital 2021-2027, Pacto Verde Europeo, Plan de acción de educación digital y Nueva Agenda de Capacidades para Europa a nivel europeo y, a nivel nacional, se encuentra numerosas políticas implementadas por parte de los Gobiernos de las Comunidades Autónomas, dentro del marco de la Agenda Nacional 2025 con el objetivo de mejorar las competencias digitales de la población. (Ministerio de asuntos económicos y transformación digital, 2021)

El ambiente tecnológico, en consecuencia, presenta ventanas de oportunidad para la actividad de la empresa.

Ecológico

Como se ha comentado anteriormente, la Comunidad Europea dentro del marco del Fondo NextGeneration, está desembolsando 750 mil millones de euros para dar apoyo a los países miembros en la recuperación post pandemia, dentro del marco de las Agendas de desarrollo sostenible determinadas con anterioridad como lo es el Pacto Verde Europeo. Entre los tópicos salientes que se recogen de los programas, se encuentra el incentivo hacia la economía *verde* con numerosos incentivos a la aplicación de planes de inversión en generación de energía por fuentes alternativas y hacia la innovación y desarrollo de tecnologías que se encaminen a la emisión cero de gases contaminantes. Lo mismo ocurre a nivel global con la adopción de la Organización de Naciones Unidas de la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible.

España particularmente, que adopta los programas y planes descritos en el párrafo anterior, ha implementado España Circular 2030 destinado a impulsar un nuevo modelo de producción y consumo, en el cual los productos y recursos se mantengan en la economía el mayor tiempo posible con el fin de lograr objetivos de sostenibilidad hacia el 2030 (Ministerio para la transición ecológica y el reto demográfico). Algunos de los objetivos son, tomando como referencia valores del año 2010:

- Reducir un 30% el consumo de materiales en relación con el PIB.
- Reducir un 15% la generación de residuos.
- Mejorar la eficiencia en el uso del agua un 10%.

- Reducir la emisión de gases de efecto invernadero por debajo de los 10 millones de toneladas de CO₂ equivalente.

Pero no sólo se observan cambios a nivel de políticas públicas, sino que principalmente, el cambio se manifiesta en la sociedad, por medio de participación en organizaciones no gubernamentales creadas al efecto, y por medio de cambios en el patrón de consumo, valorando más aquellos productos o servicios que se manufacturan u ofrecen mediante procesos sustentables o ecológicos. Es por ello que las empresas se vean exigidas, más allá de las políticas de Responsabilidad Social que lleven a cabo por voluntad propia o las normas de cumplimiento obligatorio, a tomar acciones en virtud de un modelo productivo sustentable y a comunicarlo efectivamente a la sociedad.

Legal

El marco jurídico y normativo de España y la Comunidad Europea, es un marco estable que tiene claros lineamientos y se sostienen en el tiempo más allá de los cambios que pudieran darse en la política. Se trata de una región con décadas de estabilidad. Es cierto que habrá que esperar cómo se desencadenan los acontecimientos de la guerra entre Rusia y Ucrania, que pueden derivar en desestabilización de la región como bloque, pero, de momento los analistas mantienen un consenso sobre la lejanía de esa posibilidad.

Así mismo, la Ley 11/2009, del 26 de octubre modificada por la Ley 16/2012, del 27 de diciembre, se mantienen en vigor y sin previsión de cambios. Aunque sí ha sufrido una modificación en cuanto a la carga fiscal de los resultados no distribuidos y no reinvertidos en los plazos establecidos por la ley. Esta modificación se produce por medio de la Ley 11/2021, del 9 de julio, de medidas de prevención y lucha contra el fraude fiscal.

Como se puede observar no existen intenciones del legislador de modificar la sustancia de la norma, sino que, persiguiendo el fin de prevenir y luchar contra el fraude fiscal, realizan una modificación que previene de maniobras defraudatorias.

2.5. Comparativa con el sector

Como se puede observar en la Tabla 2 a continuación, y tal como se ha comentado en párrafos precedentes, si bien el sector se compone de múltiples compañías, la concentración de mercado que integran las dos principales empresas permite identificar como único

competidor a Inmobiliaria Colonial que, junto a Merlin Properties, sólo ellas superan los 20 mil millones de euros de valuación de sus activos.

Tabla 2. Comparativa de indicadores económicos, financieros y operativos de las principales compañías del sector.

	Lar España	Inm. Colonial	Merlin Properties
Segmentos	Retail	Oficinas	Diversificado
Certificados Ambientales	BREEAM 60%	BREEAM 95%	BREEAM 91%
	ISO Calidad y Ambientales		
		CDP (A)	CDP (B)
		GRESB 5*	GRESB (81%)
Valuación Activos	1.424 m€	12.436 m€	13.041 m€
Cantidad Activos	14	83	885
Superficie contratable	551.326 m ²	1.678.000 m ²	3.443.000 m ²
Ingresos totales	79,1 m€		505,3 m€
Ingresos por rentas		314,0 m€	413,8 m€
Ingresos recurrentes	23,9 m€	128,0 m€	273,0 m€
Ing. Recurrentes/ Acción	0,28 €	0,25 €	0,58 €
EBITDA	50,7 m€	293,0 m€	377,2 m€
Beneficio Neto	25,8 m€	474,0 m€	512,0 m€
Rentabilidad Accionista	7%	9%	7,10%
EPRA NAT	869,5 m€	6.496,0 m€	7.567,0 m€
EPRA NAT / Acción	10,41 €	12,40 €	16,11 €
S&P Rating	BBB	BBB	BBB
Deuda financiera	892,7 m€	4.935,0 m€	5.247,0 m€
LTV Neto	40,70%	35,80%	39,20%
Coste Med Deuda	1,80%	1,50%	1,76%
Tipo de interés fijo con vencimientos medios de 5 años			
Liquidez		2.359,0 m€	1.811,0 m€
Ocupación	95,20%	96%	94,20%

Fuente: Elaboración propia a partir de los sitios web oficiales de las compañías, 2022.

Concentrando el análisis en las dos principales empresas se puede observar, en primera instancia, una estrategia de mercado diferente, donde Colonial aborda el mercado concentrado en un segmento concreto y Merlin lo hace mediante la diversificación.

Por otra parte, la valuación media por activo es notablemente diferente, donde destaca la superioridad de esta medida en favor de Inmobiliaria Colonial, lo cual también denota una clara diferenciación estratégica. Esto a su vez, deja más expuesta a Colonial a la variable de ocupación, por lo tanto, presenta mayor riesgo para los ingresos.

Ambas compañías mantienen una política muy activa en materia medioambiental, consiguiendo certificaciones de las principales organizaciones referentes para el sector, como son BREEAM² y GRESB³. Además, muestran en sus últimos informes de Presentación de Resultados, políticas activas de descarbonización y sustentabilidad de las construcciones acordes a la Agenda 2030 europea. A pesar de esta paridad, Colonial se muestra con un grado mayor de avance respecto a Merlin.

Si bien se analizará en profundidad la dimensión económico-financiera de Merlin en el próximo capítulo, se puede ver que ambas compañías mantienen políticas similares de estructura financiera, con un apalancamiento ligeramente superior por parte de Merlin.

Los resultados de Colonial en términos absolutos son menores pero la rentabilidad del accionista es superior en 2%.

Ambas presentan planes de inversión a futuro y desarrollo de nuevos proyectos. Colonial lo hace en línea con su estrategia de concentración en el segmento actual, y Merlin mediante diversificación, manteniendo proyectos en varios segmentos, destacando la incorporación del Data Center que se mencionara en anteriores apartados.

2.6. Análisis del Microentorno

El análisis del microentorno, como se indicó en la introducción del presente trabajo, se realizará mediante el Modelo de las 5 fuerzas de Porter.

Los fundamentos del modelo radican en la concepción de su autor sobre cuáles son las fuentes de la competencia y rentabilidad de un sector. Según él, a mediano y largo plazo, lo que determina dichas variables es la estructura del sector analizadas bajo la forma de cinco fuerzas competitivas: amenaza de entrada de nuevos competidores, amenaza de productos o servicios sustitutos, poder de negociación de los clientes, poder de negociación de los proveedores y rivalidad entre los competidores existentes.

² BREEAM fue creada por el Building Research Establishment, entidad británica sin ánimo de lucro orientada a la investigación de la construcción. Para una mayor profundización puede visitar su sitio web: <https://breeam.es/>

³ GREBS es una organización que provee estándares y recomendaciones sobre políticas ambientales, de gobierno y sociales corporativas. Para una mayor profundización puede visitar su sitio web: <https://gresb.com/nl-en/>

A continuación, se procederá a realizar el análisis de cada una de estas fuerzas para la empresa objeto del presente trabajo: Merlin Properties.

Amenaza de entrada de nuevos competidores

Si acotamos el sector al abarcado por las dos grandes compañías líderes, la amenaza de nuevos entrantes no presenta un elevado nivel. Es cierto que existen, sobre todo en Estados Unidos, grandes REITs (análogas a las SOCIMI españolas) con mayor capitalización bursátil y compuesta por inversores institucionales de gran poder de mercado, pero el mecanismo de entrada a distintos mercados geográficos de estos grupos no es por medio de la competencia sino por medio de las fusiones y adquisiciones. Cabe entonces ponderar el escenario en el que Colonial sea adquirida por una compañía de este tipo, con mayor poder financiero, que pueda implicar una entrada de nuevos competidores, con nuevas características, detrás de la imagen del competidor actual. Pero no hay indicios en el mercado de movimientos de este tipo, aunque si el sector continúa creciendo en tamaño y dinámica, puede presentar mayor atractivo para esta clase de operaciones.

En conclusión, la principal barrera de entrada la constituye el elevado capital necesario para acometer proyectos inmobiliarios de grandes superficies.

Amenaza de productos/ servicios sustitutos

En este sentido la ley que regula las SOCIMIs, sobre todo en su última reforma de 2012, ha puesto en valor un vehículo de inversión inmobiliaria en España (de mucho recorrido en Estados Unidos, Holanda y otros países) bajo un halo de “novedad” para el mercado financiero local. Y en esta línea, las compañías han desarrollado los mercados de activos inmobiliarios profesionales consiguiendo con ello (mediante la barrera de entrada ya mencionada), blindarse de la aparición de diversos instrumentos de inversión en real estate que están creciendo con gran dinamismo de mano de las Fintech; así mismo, las Fintech ofrecen mecanismos y productos financieros que se están desarrollando principalmente en el segmento inmobiliario de viviendas. Además, el mayor flujo de capitales para el sector bajo análisis proviene de inversores institucionales, mientras que las Fintech están basando su crecimiento en el crowdfunding apuntado al pequeño inversor.

Por lo tanto, no hay una amenaza latente de productos o servicios sustitutos.

Poder de negociación de los clientes

El mercado de inversión inmobiliaria de grandes superficies se caracteriza por atender la demanda de grandes clientes. Por lo tanto, es razonable esperar un alto poder de negociación por parte de estos, aunque, la concentración del mercado español mitiga el mismo.

Poder de negociación de los proveedores

Los proveedores principales de la empresa son empresas del sector metalúrgico, siderúrgico, proveedores de la industria de la construcción en general. Por lo tanto, en esta relación la posición dominante está claramente en favor de la empresa, por el gran volumen de actividad y de inversión que representan sus proyectos pudiendo cambiar fácilmente de proveedor.

Rivalidad de los competidores

Esta fuerza sí se manifiesta con importante intensidad, debido a la gran paridad que existe con su principal competidor. Si bien tienen estrategias diferentes, compiten básicamente por la atracción de capitales y la concreción de contratos con grandes clientes institucionales. La rivalidad se da en la presentación de mejores resultados operativos y de gestión de activos inmobiliarios, razón de ser de estas empresas, para la atracción de nuevos inversores y contratos de renta a largo plazo.

2.7. Análisis DAFO

El análisis DAFO es un método de análisis estratégico que permite conocer las debilidades y fortalezas de una organización y las oportunidades y amenazas a las que se enfrenta. Por lo tanto, tiene dos dimensiones de análisis, la interna (fortalezas y debilidades) y la externa (oportunidades y amenazas). Realizarlo permite a las organizaciones indagar en las capacidades de la empresa y en qué debe mejorar, de forma de poder aprovechar con mayor éxito las oportunidades que ofrece el mercado y mitigar el impacto de posibles eventos negativos.

En esta oportunidad se hará el análisis desde el punto de vista externo, por lo que no se podrán abarcar de manera profunda aspectos internos de la organización, con la consiguiente limitación en el alcance del diagnóstico estratégico. No obstante, se intentará arrojar luz sobre la situación en base a la información pública provista por la propia empresa en sus presentaciones corporativas. En la siguiente figura, se puede observar el análisis realizado mediante la matriz DAFO.

Figura 11. Análisis DAFO de Merlin Properties.

Debilidades	Amenazas
Dependencia total de la economía española	Competidor de gran trayectoria y mayor diversificación geográfica
Desempeño financiero menos eficaz que su principal competidor	Efectos económicos y políticos de la Guerra Rusia-Ucrania
Menor grado de ocupación de sus activos respecto de su competencia	Proliferación de compañías más pequeñas especializadas que ofrezcan más variedad
	Aumento de tipos de interés por políticas anti-inflacionarias
Fortalezas	Oportunidades
Equipo directivo de gran trayectoria profesional en el mercado de inversión institucional y Real Estate	Crecimiento de España como Hub de Data europeo
Rápido crecimiento sostenido	Dinamización de la economía española por fuertes aportes de Fondos Europeos
Diversificación de segmentos	Crecimiento del mercado bursátil español
Endeudamiento a tipo de interés fijo	
Transparencia en la gestión	
Política activa y efectiva medioambiental	
Imagen corporativa como empresa líder de gran solidez	

Fuente: Elaboración propia, 2022.

De la Figura 11 se puede concluir que la estrategia de concentración en España supone un riesgo intrínseco que es su fuerte dependencia a la economía nacional, además, agravado por la exposición que esto le genera frente a su competidor principal que tiene diversificada geográficamente su inversión y, por lo tanto, su fuente de ingresos.

Así mismo, si bien sus importes de beneficios son mayores, tienen un peor desempeño en términos de rentabilidad para el accionista, lo cual podría estar vinculado al mayor apalancamiento con un coste medio de la deuda superior a Inmobiliaria Colonial. Sin dejar de mencionar la menor ocupación de los activos, lo que implica una menor eficacia operacional.

Por lo dicho, y por la relevancia de su competidor, su situación de líder se ve amenazada de forma constante inmersa en una competencia de mucha paridad.

La guerra de Rusia con Ucrania, como ya se ha analizado, presenta un riesgo latente cuyas implicancias resultan de difícil proyección y que valdrían, dadas sus múltiples aristas, para un trabajo dedicado íntegramente a tal análisis. Por lo pronto, cualquier escalada del conflicto a

nivel regional golpearía los flujos financieros y afectaría claramente a la performance de la compañía. Si bien desde la empresa se mantienen cautos al respecto, no habiendo comunicaciones institucionales sobre el tema, el consejero ha manifestado su preocupación y sus expectativas a la baja sobre el crecimiento esperado de la economía durante la IV Conference IBERIAN REIT & LISTED del 28 de marzo de 2022 en Madrid. (Renta4banco, 2022)

En cuanto al proceso inflacionario, si bien es un elemento considerado como amenaza externa, la empresa mantiene su deuda a tipo de interés fijo con lo cual puede transformar la amenaza en una oportunidad mediante la licuación de deuda. Claro está, la inflación entendida como un proceso coyuntural y de rápido abordaje ya que, de lo contrario resultaría en un factor muy negativo para la economía en general y los flujos de inversión.

Por otro lado, la existencia (y entrada) de cada vez más compañías pequeñas puede implicar la pérdida de cierto grado de participación de mercado debido a que este tipo de empresas tienen un mayor grado de flexibilidad operacional y pueden satisfacer demandas más ágilmente y con un grado mayor de ajuste a las necesidades del cliente. Aunque, su efecto no parecería tener un gran potencial como para considerarlo, actualmente, un elemento de alarma, sí se considera deseable mantener la mirada atenta sobre la evolución de esta parte del mercado.

Analizando las fortalezas de la empresa y su impacto para enfrentar amenazas y aprovechar oportunidades, se puede destacar a su equipo directivo proveniente de la banca de inversión y del sector del real estate, que ha permitido un crecimiento muy rápido en el mercado y transformarla en líder en escasos ocho años. Así mismo, su estrategia de diversificación de segmentos permite minorar el riesgo de dependencia de la economía española mencionado anteriormente e introducirse en el sector tecnológico mediante la participación en la puesta en valor de España como destino preferente para inversiones en centros de datos europeos.

Por último, hay que destacar que su imagen corporativa de solidez y transparencia presentan un gran atractivo para el inversor en un mercado bursátil español con muestras de crecimiento y mayor dinamización que se traducirían en mayor capitalización para poder continuar con planes de inversión ambiciosos mediante los cuales aumentar su ventaja respecto de su principal competidor.

2.8. Análisis CAME

El análisis CAME es una herramienta que aporta mucho valor al planteamiento estratégico complementando el análisis DAFO.

El significado de las siglas CAME es: Corregir, Afrontar, Mantener y Explotar. El análisis consiste en determinar las acciones que permitan corregir las debilidades, afrontar las amenazas, mantener las fortalezas y explotar las oportunidades. A continuación, se desarrollará el análisis correspondiente enumerando los planteamientos realizados en el DAFO para cada categoría y realizando la propuesta correspondiente.

Corregir debilidades

- Dependencia casi total de la economía española: diversificar geográficamente al menos en la zona Euro.
- Desempeño financiero menos eficaz que su principal competidor: realizar una auditoría que ponga de relieve las causas que resultan en un mayor coste de la deuda en el mercado y tomar acciones correctivas.
- Menor grado de ocupación de sus activos respecto de su competencia: implementar acciones correctivas en el área comercial, evaluando las distintas alternativas como pueden ser: mayor agresividad para la búsqueda de empresas medianas o startups que necesiten poco espacio para completar inmuebles comerciales, de oficinas o logísticos si es posible, en caso de no ser por imposiciones contractuales de los clientes, negociar con ellos por el pago, al menos parcial, de la subocupación de edificios. Además, mantener mayor número de negociaciones activas para aumentar poder de negociación frente al cliente.

Afrontar amenazas

- Competidor de gran trayectoria y mayor diversificación geográfica: relacionado con la primera debilidad mencionada, y a su vez es probable que tenga efecto en el riesgo percibido por el mercado de deuda. La propuesta es la misma, diversificar geográficamente.
- Efectos económicos y políticos de la Guerra Rusia-Ucrania: mantenerse informado con analistas expertos externos, continuar con la política de toma

de deuda a tipos de interés fijos, evaluar proyectos de inversión en mercados que, ante una escalada del conflicto, no se vean afectados al nivel de Europa o incluso puedan responder positivamente.

- Aumento de tipos de interés por políticas antiinflacionarias: mantener una política de financiación bajo control exhaustivo, controlando que los derivados financieros sean los adecuados de modo de estar cubiertos del riesgo. Además, mantener cláusulas de ajuste que permitan emparejar variación de ingresos con la variación del coste de la deuda.

Mantener fortalezas

- Fortaleza del equipo directivo: mantener políticas de retribución con acciones más pagos por cumplimiento de objetivos que se encuentren alineados con los objetivos estratégicos.
- Rápido crecimiento sostenido: si bien es cierto que un rápido crecimiento sostenido no puede ser eterno, es conveniente analizar cuáles fueron las causas del crecimiento siempre considerando su contexto, para luego desarrollar indicadores adecuados que permitan tener una visión temprana de posibles variaciones, tanto internas como externas, que pongan en riesgo a dicho crecimiento.
- Diversificación de segmentos: sostener la diversificación actual y ampliar a los nuevos segmentos que se encuentren en fases tempranas, pero con amplio potencial. El data center de su programa de inversiones es reflejo de ello, pero seguramente la economía del conocimiento genere nuevos segmentos en los que participar.
- Endeudamiento a tipo de interés fijo: sostener políticas de financiación a este respecto y encontrar la mejor canasta de toma de deuda a interés fijo y toma de deuda a interés variable en combinación con derivados (swaps de interés, por ejemplo), que sostengan el endeudamiento a tipo fijo al menor coste posible.
- Transparencia en la gestión: velar por la actualización constante de las políticas de transparencia corporativa incorporando los nuevos riesgos que aparezcan a

medida que la operatoria se digitaliza cada vez más y la tecnología pueda hacerlos más vulnerables.

- Política activa y efectiva medioambiental: profundizar políticas de cuidado medioambiental, incorporando mejores procesos, haciendo uso de la tecnología eficientemente y adoptar un plan de mejora continua en la materia.
- Imagen corporativa como empresa líder de gran solidez: Mejorar aquellos aspectos señalados en los que se encuentran en posición desventajosa frente a su principal competidor a fin de sostener el liderazgo, acompañado de una política de comunicación más activa que informe acciones relevantes en esa dirección.

Explotar oportunidades

- Crecimiento de España como Hub de Data europeo: ampliar proyectos relacionados directa e indirectamente con el crecimiento de España como Hub tecnológico, aprovechando su mejor posición en el país que su principal competidor. Mantener una gestión comercial activa y defender su posición en el mercado que les permite obtener contratos en caso de desembarco de los denominados gigantes tecnológicos.
- Dinamización de la economía española por fuertes aportes de Fondos Europeos: relacionado con lo sugerido para el menor grado de ocupación, se espera la aparición de startups con objetos comerciales alineados a actividades de interés para la Comunidad Europea: tecnología y medio ambiente. Por lo tanto, es recomendable analizar una segmentación comercial para este tipo de empresas.
- Crecimiento del mercado bursátil español: generar un plan de proyectos ambicioso, junto a una política comercial que mejore el nivel de ocupación y una adecuada gestión financiera que sostenga o mejore los flujos de caja y la rentabilidad para el accionista, sumado a un correcto plan de comunicación sería un escenario en el cual se podría aprovechar este crecimiento y, además, sostenerlo.

2.9. Conclusiones

El análisis estratégico realizado permite abordar a la conclusión de que el sector en el que opera la empresa resulta atractivo, por presentar altas barreras de entrada, no existencia de productos sustitutos y bajo poder de negociación de los proveedores, un poder de negociación de clientes elevado (aunque a niveles similares al de la empresa). Por todo esto, resulta esperable el escenario planteado de aparición de otros grandes jugadores en el mercado que, por cierto, tiene perspectivas de crecimiento en España.

La empresa tiene fundamentos sólidos para enfrentarse a un mayor grado de competencia y desarrollar ventajas competitivas sostenibles en la capacidad de desenvolverse en distintos sectores, gracias a su estrategia de diversificación e inserción en la industria tecnológica que puede otorgarle un diferencial difícilmente alcanzable por sus competidores en el corto y mediano plazo. No obstante, no ha de perder de vista la aparición de nuevos segmentos manteniendo su posición de liderazgo en esta estrategia, así como comenzar a diversificar geográficamente para minorar la dependencia del ciclo económico español que actualmente presenta.

3. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO

3.1. Introducción

Las cuentas anuales de una empresa radicada en España están reguladas, tanto en su contenido como en su forma, por el Plan General de Contabilidad aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre.

En él se define, entre otras cuestiones, su composición: balance, cuenta de pérdidas y ganancias (también conocida en el ámbito empresarial como cuenta de resultados), estado de cambios en el patrimonio neto, estado de flujos de efectivo y la memoria.

La norma recoge conceptos, fundamentos teóricos y prácticos provenientes de las principales instituciones del país, como es el caso del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC), y armoniza la legislación nacional, en su última reforma, con la legislación europea mediante la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) y las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) adaptándolas, en aquellos casos que el legislador creyó conveniente, a la realidad y/ o necesidades locales.

El principal objetivo planteado en la misma es que las cuentas anuales reflejen la imagen fiel del patrimonio y estructura financiera de la empresa mediante la aplicación sistemática de los principios contables emanados en ella.

Por lo tanto, el estudio de las cuentas anuales como instrumento de diagnóstico económico-financiero ha de permitir obtener información de suma importancia, necesaria pero no suficiente, que conduzca a analizar y describir:

- Estructura y grado de equilibrio patrimonial y financiero.
- Liquidez a corto y largo plazo.
- Política de financiación.
- Política de distribución de dividendos.
- Rentabilidad económica y financiera.
- Eficiencia operativa.
- Otros indicadores útiles para el análisis integral de la empresa.

A continuación, se realizará dicho análisis de forma estructurada, esto es, análisis vertical, horizontal y por ratios, de los principales estados financieros. Luego, se arribará a conclusiones en cada apartado para desarrollar finalmente un diagnóstico económico-financiero general, realizar una comparación de los principales indicadores del sector y determinar aspectos a mejorar, si cabe.

3.2. Análisis del Balance

3.2.1. Análisis vertical

Se presenta en la Tabla siguiente el análisis vertical del balance:

Tabla 3. Análisis vertical del balance de la empresa (cifras en miles de €).

	31/12/2021	%	31/12/2020	%	31/12/2019	%
ACTIVO NO CORRIENTE						
Otros activos intangibles	1.594	0,0%	961	0,0%	797	0,0%
Inmovilizaciones materiales	9.160	0,1%	7.106	0,1%	11.683	0,1%
Inversiones inmobiliarias	12.297.257	86,2%	12.139.347	90,1%	12.169.157	91,5%
Inversiones contabilizadas por el método de la participación	482.784	3,4%	434.127	3,2%	346.973	2,6%
Inversiones financieras no corrientes	359.791	2,5%	392.747	2,9%	376.622	2,8%
Derivados	167.080	1,2%	107.910	0,8%	124.684	0,9%
Otros activos financieros	192.711	1,4%	284.837	2,1%	251.938	1,9%
Activos por impuesto diferido	83.808	0,6%	87.469	0,6%	87.778	0,7%
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	13.234.394	92,7%	13.061.757	96,9%	12.993.010	97,6%

ACTIVO CORRIENTE						
Existencias	38.697	0,3%	33.436	0,2%	221	0,0%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	39.625	0,3%	33.368	0,2%	30.263	0,2%
Otros activos financieros corrientes	82.919	0,6%	79.365	0,6%	7.723	0,1%
Otros activos corrientes	10.481	0,1%	17.664	0,1%	20.498	0,2%
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	866.721	6,1%	252.022	1,9%	254.016	1,9%
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	1.038.443	7,3%	415.855	3,1%	312.721	2,4%
TOTAL ACTIVO						
	14.272.837	100,0%	13.477.612	100,0%	13.305.731	100,0%

	31/12/2021	%	31/12/2020	%	31/12/2019	%
PATRIMONIO NETO						
Capital suscrito	469.771	3,3%	469.771	3,5%	469.771	3,5%
Prima de emisión	3.647.876	25,6%	3.813.409	28,3%	3.813.409	28,7%
Reservas	2.566.276	18,0%	2.509.875	18,6%	2.094.275	15,7%
Otras aportaciones de socios	540	0,0%	540	0,0%	540	0,0%
Ajustes por cambios de valor	(67.420)	-0,5%	(99.537)	-0,7%	(83.135)	-0,6%
Acciones propias	(32.305)	-0,2%	(54.149)	-0,4%	(56.860)	-0,4%
Dividendo a cuenta	(70.033)	-0,5%	0	0,0%	(92.939)	-0,7%
Resultado del ejercicio atribuible a la Sociedad Dominante	512.217	3,6%	56.358	0,4%	563.639	4,2%
Patrimonio neto atribuible a la Sociedad Dominante	7.026.922	49,2%	6.696.267	49,7%	6.708.700	50,4%
TOTAL PATRIMONIO NETO	7.026.922	49,2%	6.696.267	49,7%	6.708.700	50,4%
PASIVO NO CORRIENTE						
Obligaciones y otros valores negociables	4.017.570	28,1%	4.065.802	30,2%	3.723.414	28,0%
Deudas a largo plazo con entidades de crédito	1.641.139	11,5%	1.692.097	12,6%	1.817.788	13,7%
Otros pasivos financieros	158.353	1,1%	141.436	1,0%	120.464	0,9%
Pasivos por impuesto diferido	681.013	4,8%	684.454	5,1%	687.654	5,2%
Provisiones	11.210	0,1%	18.296	0,1%	33.708	0,3%
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	6.509.285	45,6%	6.602.085	49,0%	6.383.028	48,0%
PASIVO CORRIENTE						
Provisiones	0	0,0%	0	0,0%	778	0,0%
Obligaciones y otros valores negociables	585.155	4,1%	36.291	0,3%	34.631	0,3%
Deudas a corto plazo con entidades de crédito	14.853	0,1%	13.261	0,1%	18.326	0,1%
Otros pasivos financieros corrientes	7.864	0,1%	7.780	0,1%	6.576	0,0%
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	114.155	0,8%	111.112	0,8%	144.732	1,1%
Pasivos por impuestos sobre ganancias corrientes	3.935	0,0%	2.474	0,0%	1.113	0,0%
Otros pasivos corrientes	7.668	0,1%	8.342	0,1%	7.847	0,1%
TOTAL PASIVO CORRIENTE	736.630	5,2%	179.260	1,3%	214.003	1,6%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	14.272.837	100,0%	13.477.612	100,0%	13.305.731	100,0%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Merlin Properties.

Comenzando el análisis de menor a mayor nivel de desagregación, lo primero que se observa por el lado de la estructura económica, es que el activo no corriente representa más del 90% de la inversión total en los tres años analizados. Esto es lógico por el objeto principal de la firma, adquisición de bienes inmuebles para su gestión y alquiler. De hecho, son las inversiones inmobiliarias las que representan entre el 85 y 95% del activo total. De esta forma

se tiene un activo corriente que sólo en el último año supera el 5% (7,3%) explicado prácticamente en su totalidad por la tesorería de la compañía.

Analizando la estructura financiera se observa equilibrio entre fondos propios y capital ajeno, manteniendo en los tres años una relación prácticamente de equilibrio perfecto (en términos matemáticos). Así mismo, se aprecia una correcta correspondencia entre el plazo de financiación y su correlato de inversión, presentando una financiación a largo plazo (patrimonio neto y pasivo no corriente) de entre el 97 y 98% de la inversión total que permite anticipar un fondo de maniobra⁴ positivo; ya que, durante los ejercicios bajo análisis, se mantiene la relación de orden: Fondos permanentes > Activos fijos.

Analizando las partidas en detalle, desde el punto de vista económico, no presenta un gran número de ellas, no identificando información destacable salvo mencionar las inversiones contabilizadas por el método de la participación (en aplicación de la NIC 28), correspondientes a operaciones con sociedades del grupo, que representan un 3,4% del activo total así como las inversiones financieras no corrientes, que lo hacen en un 2,5%, ambos valores correspondientes al último balance presentado (2021) no habiendo sufrido modificaciones importantes durante los últimos tres años.

Desde el prisma financiero, se puede agregar que el patrimonio neto está explicado principalmente por el capital y reservas:

- Capital suscrito: 3,5% (estable durante los últimos tres ejercicios).
- Prima de emisión: 25 a 29%.
- Reservas: 15 a 18%.

El resultado del ejercicio ronda el 4% exceptuando el año 2020 que se vio afectado por la pandemia.

El pasivo está compuesto, mayoritariamente por: obligaciones y valores negociables, 28% del pasivo total (55% del pasivo estricto); deudas a largo plazo con entidades de crédito, 12% (22% del pasivo); y casi en igual medida los pasivos por impuesto diferido que el total de pasivos

⁴ Si bien la definición habitual de Fondo de Maniobra se establece como la diferencia entre el activo corriente y pasivo corriente, también es posible calcularlo mediante la diferencia entre los capitales permanentes y el activo fijo, obteniendo en cualquier caso la misma magnitud que expresa la porción de activo corriente financiada con deuda a largo plazo (pasivo no corriente más patrimonio neto).

corrientes, este último compuesto en gran parte por las obligaciones y otros valores negociables de corto plazo (más del 80% del pasivo corriente).

3.2.2. Análisis horizontal

Antes de comenzar el análisis propiamente dicho, se muestra en la Tabla a continuación los resultados numéricos del mismo:

Tabla 4. Análisis horizontal del balance de la empresa.

Cifras en miles de €	31/12/2021	Var. 21-20	31/12/2020	Var. 20-19	31/12/2019
ACTIVO NO CORRIENTE					
Otros activos intangibles	1.594	65,9%	961	20,6%	797
Inmovilizaciones materiales	9.160	28,9%	7.106	-39,2%	11.683
Inversiones inmobiliarias	12.297.257	1,3%	12.139.347	-0,2%	12.169.157
Inversiones contabilizadas por el método de la participación	482.784	11,2%	434.127	25,1%	346.973
Inversiones financieras no corrientes	359.791	-8,4%	392.747	4,3%	376.622
Derivados	167.080	54,8%	107.910	-13,5%	124.684
Otros activos financieros	192.711	-32,3%	284.837	13,1%	251.938
Activos por impuesto diferido	83.808	-4,2%	87.469	-0,4%	87.778
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	13.234.394	1,3%	13.061.757	0,5%	12.993.010
ACTIVO CORRIENTE					
Existencias	38.697	15,7%	33.436	15029,4%	221
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	39.625	18,8%	33.368	10,3%	30.263
Otros activos financieros corrientes	82.919	4,5%	79.365	927,6%	7.723
Otros activos corrientes	10.481	-40,7%	17.664	-13,8%	20.498
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	866.721	243,9%	252.022	-0,8%	254.016
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	1.038.443	149,7%	415.855	33,0%	312.721
TOTAL ACTIVO	14.272.837	5,9%	13.477.612	1,3%	13.305.731
PATRIMONIO NETO					
Capital suscrito	469.771	0,0%	469.771	0,0%	469.771
Prima de emisión	3.647.876	-4,3%	3.813.409	0,0%	3.813.409
Reservas	2.566.276	2,2%	2.509.875	19,8%	2.094.275
Otras aportaciones de socios	540	0,0%	540	0,0%	540
Ajustes por cambios de valor	(67.420)	32,3%	(99.537)	-19,7%	(83.135)
Acciones propias	(32.305)	40,3%	(54.149)	4,8%	(56.860)
Dividendo a cuenta	(70.033)	0,0%	0	100,0%	(92.939)
Resultado del ejercicio atribuible a la Sociedad Dominante	512.217	808,9%	56.358	-90,0%	563.639
Patrimonio neto atribuible a la Sociedad Dominante	7.026.922	4,9%	6.696.267	-0,2%	6.708.700
TOTAL PATRIMONIO NETO	7.026.922	4,9%	6.696.267	-0,2%	6.708.700
PASIVO NO CORRIENTE					
Obligaciones y otros valores negociables	4.017.570	-1,2%	4.065.802	9,2%	3.723.414
Deudas a largo plazo con entidades de crédito	1.641.139	-3,0%	1.692.097	-6,9%	1.817.788

Otros pasivos financieros	158.353	12,0%	141.436	17,4%	120.464
Pasivos por impuesto diferido	681.013	-0,5%	684.454	-0,5%	687.654
Provisiones	11.210	-38,7%	18.296	-45,7%	33.708
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	6.509.285	-1,4%	6.602.085	3,4%	6.383.028
PASIVO CORRIENTE					
Provisiones	0	0,0%	0	-100,0%	778
Obligaciones y otros valores negociables	585.155	1512,4%	36.291	4,8%	34.631
Deudas a corto plazo con entidades de crédito	14.853	12,0%	13.261	-27,6%	18.326
Otros pasivos financieros corrientes	7.864	1,1%	7.780	18,3%	6.576
Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar	114.155	2,7%	111.112	-23,2%	144.732
Pasivos por impuestos sobre ganancias corrientes	3.935	59,1%	2.474	122,3%	1.113
Otros pasivos corrientes	7.668	-8,1%	8.342	6,3%	7.847
TOTAL PASIVO CORRIENTE	736.630	310,9%	179.260	-16,2%	214.003
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	14.272.837	5,9%	13.477.612	1,3%	13.305.731

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Merlin Properties.

La estructura económica de la empresa permanece sin modificaciones considerables durante el período estudiado, siendo la variación del efectivo y otros activos líquidos la partida más relevante en este sentido. Ha crecido un 240% el último año respecto a 2020, lo cual tiene sentido atendiendo a la variación que experimenta el pasivo corriente, cuyo incremento alcanza el 310%. Se muestran a continuación, las variaciones mencionadas:

Tabla 5. Variaciones 2021 de la posición de tesorería en comparación con la variación del pasivo corriente.

Partida de balance	2021				2020
	Importe (miles €)	Peso s/Act. Total	Var. % 2021/2020	Var. Miles € 2021/2020	Importe (miles €)
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	866.721	6,1%	243,9%	614.699	252.022
Total pasivo corriente	736.630	5,2%	310,9%	557.370	179.260

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Merlin Properties.

Pasando ahora al análisis de la estructura financiera, las masas patrimoniales (patrimonio neto, pasivo no corriente y pasivo corriente) se mantienen estables, con la única variación mostrada en el patrimonio neto (estable en 2020 y retoma el crecimiento en 2021) producto de la variación del resultado de la empresa, que crece un 800% respecto a 2020 luego de un estancamiento producto de la pandemia.

3.2.3. Conclusiones

En una primera aproximación mediante el análisis horizontal y vertical del balance, se observa una estructura económica acorde al sector en el que opera la empresa, con la inversión volcada casi en su totalidad al activo no corriente, puntualmente a las inversiones

inmobiliarias. No existen grandes saltos y variaciones en las distintas partidas que la conforman, mostrando a priori una política de inversión consistente y un buen manejo de la crisis de la Covid-19. Lo mismo ocurre desde el punto de vista financiero del balance, el peso del capital propio se mantiene rondando el 50% mostrando una política relativamente conservadora frente al riesgo crediticio. El importe de la tesorería cubre con suficiencia la totalidad del pasivo corriente manteniendo una posición de corto plazo satisfactoria.

A continuación, se muestra una comparación del análisis vertical del balance, resumido en masas patrimoniales, con respecto al principal competidor:

Tabla 6. Comparación de la importancia relativa de las masas patrimoniales del balance de las dos compañías líderes del sector.

Cifras en miles de €	MERLIN		COLONIAL	
	31/12/2021	%	31/12/2021	%
ACTIVO				
ACTIVO NO CORRIENTE	13.234.394	92,7%	12.359.570	97,1%
ACTIVO CORRIENTE	1.038.443	7,3%	367.954	2,9%
TOTAL ACTIVO	14.272.837	100,0%	12.727.524	100,0%
PATRIMONIO NETO	7.026.922	49,2%	7.184.429	56,4%
PASIVO NO CORRIENTE	6.509.285	45,6%	4.823.997	37,9%
TOTAL PASIVO CORRIENTE	736.630	5,2%	719.098	5,6%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	14.272.837	100,0%	12.727.524	100,0%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Merlin Properies e Inmobiliaria Colonial.

Como se puede apreciar en la tabla anterior, ambas compañías mantienen un elevado grado de similitud, si bien Colonial presenta una estructura financiera con un mayor peso del patrimonio neto.

3.3. Análisis de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

3.3.1. Análisis vertical

Siguiendo la misma metodología de análisis comentada en el anterior apartado, se procederá al análisis vertical de la Cuenta de pérdidas y ganancias, al mismo tiempo que presentaremos primero en la Tabla 6 el análisis numérico:

Tabla 7. Análisis vertical de la cuenta de pérdidas y ganancias.

Cifras en miles de €	31/12/2021	%	31/12/2020	%	31/12/2019	%
OPERACIONES CONTINUADAS						
Importe neto de la cifra de negocios	468.203	100,0%	446.132	100,0%	514.853	100,0%
Otros ingresos de explotación	4.277	0,9%	2.640	0,6%	2.799	0,5%
Gastos de personal	(40.779)	-8,7%	(40.888)	-9,2%	(76.854)	-14,9%
Otros gastos de explotación	(68.582)	-14,6%	(66.936)	-15,0%	(64.473)	-12,5%
Resultado por enajenación de inmovilizado	4.057	0,9%	(14.300)	-3,2%	(19.063)	-3,7%
Dotación a la amortización	(1.858)	-0,4%	(1.614)	-0,4%	(2.123)	-0,4%
Exceso de provisiones	1.169	0,2%	(30)	0,0%	86	0,0%
Variación de valor razonable en inversiones inmobiliarias	177.008	37,8%	(84.468)	-18,9%	354.972	68,9%
Diferencia negativa en combinación de negocios	0	0,0%	0	0,0%	(2.866)	-0,6%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	543.495	116,1%	240.536	53,9%	707.331	137,4%
Variación del valor razonable de instrumentos financieros	73.071	15,6%	(35.152)	-7,9%	(11.068)	-2,1%
Variación de valor razonable de instrumentos financieros-Derivado Implícito	59.170	12,6%	(15.010)	-3,4%	2.397	0,5%
Variación de valor razonable de instrumentos financieros-Otros	13.901	3,0%	(20.142)	-4,5%	(13.465)	-2,6%
Ingresos financieros	5.421	1,2%	3.387	0,8%	664	0,1%
Resultado por enajenación de instrumentos financieros	(1.349)	-0,3%	(62)	0,0%	(40)	0,0%
Gastos financieros	(136.400)	-29,1%	(149.653)	-33,5%	(116.242)	-22,6%
RESULTADO FINANCIERO	(59.257)	-12,7%	(181.480)	-40,7%	(126.686)	-24,6%
Participación en resultados por puesta en equivalencia	34.560	7,4%	(3.444)	-0,8%	10.065	2,0%
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	518.798	110,8%	55.612	12,5%	590.710	114,7%
Impuest sobre Sociedades	(6.581)	-1,4%	746	0,2%	(27.071)	-5,3%
RESULTADO DEL EJERCICIO	512.217	109,4%	56.358	12,6%	563.639	109,5%
Atribuible a accionistas de la Sociedad Dominante	512.217	109,4%	56.358	12,6%	563.639	109,5%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Merlin Properties.

Como primer elemento a destacar, se observa la particularidad de que el resultado de explotación supera al importe neto de la cifra de negocios. Esto se debe al efecto y peso que tiene sobre los resultados la variación de valor razonable de las inversiones inmobiliarias que, exceptuando el año 2020 en el que representaron un resultado negativo (producto de la situación excepcional ya mencionada), presenta un peso sobre la cifra de negocios del 37,8% y 69% en los años 2021 y 2019 respectivamente.

Los gastos de personal en los últimos dos años se encuentran en el orden del 9% mostrando un nivel razonable en la estructura de gastos, incluso algo menor que su principal competidor

que se sitúa en el 11%. Así mismo, con la información disponible en la ampliación realizada en las notas de las cuentas anuales, se puede determinar que esta partida está constituida principalmente por: sueldos y salarios (63%), plan de incentivos a largo plazo (28%) y seguridad social (7%).

Por su parte, otros gastos de explotación importan un 14,6% de la cifra de negocios. En el desglose de éstos realizado en las notas de las cuentas anuales, se observa que el 67% de la partida se atribuye a gastos no recuperables de los inmuebles en arrendamiento, casi el 15% a servicios profesionales y el resto a otros gastos que por su importancia relativa no merece la pena mencionar.

En situaciones normales, esto es, sin mediar pandemia o eventos críticos excepcionales, las amortizaciones no tienen prácticamente peso en la cuenta de resultados.

En cuanto al resultado financiero, representa un 12,7% de la cifra de negocios, explicado principalmente por un resultado favorable de la variación del valor razonable de instrumentos financieros (+15,6%) y un -29,1% correspondiente a los gastos financieros.

Se puede observar entonces la gran importancia que tiene la gestión financiera en la empresa, ya que sus operaciones están fuertemente apalancadas. Esto en principio podría sonar contradictorio con lo dicho en el análisis de la estructura patrimonial, pero debe considerarse que los cambios en la valoración de activos inmobiliarios tienen un rol destacado en el crecimiento del activo, por ello, a pesar del fuerte apalancamiento de los proyectos, en el mediano y largo plazo se equilibra la estructura patrimonial.

3.3.2. Análisis horizontal

Se presenta en la tabla siguiente el análisis correspondiente:

Tabla 8. Análisis horizontal de la cuenta de pérdidas y ganancias.

<i>Cifras en miles de €</i>	31/12/2021	Var. 21-20	31/12/2020	Var. 20-19	31/12/2019
OPERACIONES CONTINUADAS					
Importe neto de la cifra de negocios	468.203	4,9%	446.132	-13,3%	514.853
Otros ingresos de explotación	4.277	62,0%	2.640	-5,7%	2.799
Gastos de personal	(40.779)	0,3%	(40.888)	46,8%	(76.854)
Otros gastos de explotación	(68.582)	-2,5%	(66.936)	-3,8%	(64.473)
Resultado por enajenación de inmovilizado	4.057	28,4%	(14.300)	25,0%	(19.063)
Dotación a la amortización	(1.858)	-15,1%	(1.614)	24,0%	(2.123)

Exceso de provisiones	1.169	3896,7%	(30)	-34,9%	86
Variación de valor razonable en inversiones inmobiliarias	177.008	209,6%	(84.468)	-23,8%	354.972
Diferencia negativa en combinación de negocios	0	0,0%	0	100,0%	(2.866)
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	543.495	126,0%	240.536	-66,0%	707.331
Variación del valor razonable de instrumentos financieros	73.071	207,9%	(35.152)	-217,6%	(11.068)
Variación de valor razonable de instrumentos financieros-	59.170	394,2%	(15.010)	-626,2%	2.397
Variación de valor razonable de instrumentos financieros-	13.901	69,0%	(20.142)	-49,6%	(13.465)
Ingresos financieros	5.421	60,1%	3.387	410,1%	664
Resultado por enajenación de instrumentos financieros	(1.349)	-2075,8%	(62)	-55,0%	(40)
Gastos financieros	(136.400)	8,9%	(149.653)	-28,7%	(116.242)
RESULTADO FINANCIERO	(59.257)	67,3%	(181.480)	-43,3%	(126.686)
Participación en resultados por puesta en equivalencia	34.560	1003,5%	(3.444)	-34,2%	10.065
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	518.798	832,9%	55.612	-90,6%	590.710
Impuest sobre Sociedades	(6.581)	-882,2%	746	2,8%	(27.071)
RESULTADO DEL EJERCICIO	512.217	808,9%	56.358	-90,0%	563.639
Atribuible a accionistas de la Sociedad Dominante	512.217	808,9%	56.358	-90,0%	563.639

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Merlin Properties.

Analizada la evolución de las cuentas de resultados de los últimos tres años informados, se destaca que si bien la crisis de la Covid-19 impactó fuertemente en los resultados de la empresa, no lo fue mediante afectación de los ingresos, los cuales se vieron disminuidos en un 13% respecto a 2019, un importe muy inferior al impacto en otros sectores de la economía. El impacto mayor se manifiesta en la variación del valor razonable de activos inmobiliarios que mostró una variación del -124% pasando de 355 millones de euros a -84 millones. Luego, en 2021 muestra un resultado favorable nuevamente llegando a los 177 millones de euros.

También ha impactado lógicamente en el resultado financiero, pero en el orden de un -20%.

La cifra de negocios no alcanzó valores prepandemia en el 2021, creciendo sólo un 5% respecto a 2020, quedando aún un 10% debajo de los valores de 2019.

Como se ha mencionado previamente, se ha ajustado la dotación de personal en 2020 y permaneció constante en 2021, por lo que se observa que han aprovechado la pandemia para mejorar la eficiencia operacional en cuanto al recurso humano.

Los gastos de explotación permanecen, en los tres años estudiados, prácticamente inalterables, deduciéndose entonces que su naturaleza es eminentemente fija.

Al igual que las variaciones de valor razonable de activos inmobiliarios, lo propio sucede con las que respectan a instrumentos financieros, que pasan de -35 millones de euros en 2020 a 73 millones en 2021. Los instrumentos financieros a los que hace referencia constan principalmente de derivados para cobertura de inflación (presente en contratos de

arrendamiento con los principales clientes) y para cobertura del tipo de interés. En las notas de las cuentas anuales se puede acceder al análisis pormenorizado de las técnicas y supuestos utilizados para esta medición.

Por último, destaca el crecimiento que mostró en la participación en resultados puestos en equivalencia que varió, respecto a 2019, un 240% pasando de representar un 2% de la cifra de negocios a un 10% (no se considera 2020 por la alteración que esta partida tuvo motivo de la pandemia)

3.3.3. Conclusiones

La crisis de la Covid-19, como se ha dicho, ha impactado notablemente en el resultado de la compañía vía cambios en los valores razonables de los activos inmobiliarios. Esto denota una exposición importante de la empresa a crisis que afecten las perspectivas del sector inmobiliario, las cuales pueden provenir tanto de eventos como el ocurrido en 2019 y 2020, crisis como la de 2008 o bien podría ser la escalada a nivel regional de un conflicto bélico, latente hoy por la guerra de Rusia y Ucrania.

Dicho esto, se aprecia así mismo que los ingresos ordinarios provenientes de los arrendamientos no se muestran tan vulnerables a los vaivenes del ciclo económico. Esto se debe, en primer lugar, al tipo de clientes al que la empresa ofrece sus servicios, clientes institucionales y corporativos, que otorgan un alto nivel de estabilidad; así como al tipo de contratos a largo plazo con el que la empresa se vincula con ellos. Además, como fuera mencionado en el apartado correspondiente al análisis económico, la empresa se encuentra cubierta del riesgo inflacionario, razón por la cual en el corto plazo y por otras circunstancias adicionales, no sólo se ve cubierta sino incluso beneficiada, dado que, salvo encontrarse en medio de una espiral inflacionaria, en el corto las partidas de gastos no se ven ajustadas por inflación, con el adicional de que su deuda está emitida o tomada principalmente a un tipo de interés fijo.

Por otra parte, también queda a la luz la exposición a los tipos de interés. Esto principalmente por el fuerte componente de deuda que tienen al iniciar los proyectos, y su correspondiente peso de gastos financieros en la cuenta de pérdidas y ganancias.

Por último, es de destacar el ajuste realizado en la dotación de personal, seguramente impulsado por la pandemia, pero que han logrado sostener mejorando su gestión respecto a 2019.

3.4. Análisis del Estado de Flujos de Efectivo

3.4.1. Análisis vertical

A diferencia de lo que ocurre con los otros estados financieros de las cuentas anuales, el estado de flujos de efectivo debe analizarse teniendo en cuenta cuestiones propias del mismo:

- El signo positivo o negativo no es, por sí solo, ni bueno ni malo. Esto debe ser analizado en relación con los otros estados financieros, la fase en la que se encuentra la empresa (introducción al mercado, crecimiento, madurez, liquidación) y con otros indicadores, magnitudes y ratios.
- Lo importante de observar es la proporción que cada tipo de flujo (actividades ordinarias, inversión y financiación) representa sobre el flujo de efectivo total, y si existe algún elemento saliente a destacar dentro de cada uno.

Hechas las aclaraciones pertinentes se muestra en la siguiente tabla el análisis correspondiente:

Tabla 9. Análisis vertical el estado de flujos de efectivo.

<i>Cifras en miles de €</i>	31/12/2021	%	31/12/2020	%	31/12/2019	%
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN	230.466	37,5%	134.660	-6753,3%	294.860	346,9%
Beneficio del ejercicio antes de impuestos	518.798	84,4%	55.612	-2789,0%	590.710	695,0%
Ajustes al resultado	(144.780)	-23,6%	302.811	-15186,1%	(159.859)	-188,1%
Amortización del inmovilizado	1.858	0,3%	1.614	-80,9%	2.123	2,5%
Correcciones valorativas por inversiones inmobiliarias	(177.008)	-28,8%	84.468	-4236,1%	(354.972)	-417,7%
Variación de provisiones no corrientes	11.079	1,8%	19.320	-968,9%	60.150	70,8%
Resultados por bajas y enajenaciones de inmovilizado	(4.057)	-0,7%	14.300	-717,2%	19.062	22,4%
Ingresos financieros	(5.421)	-0,9%	(3.387)	169,9%	(664)	-0,8%
Gastos financieros	136.400	22,2%	149.653	-7505,2%	116.242	136,8%
Variación de valor razonable de instrumentos financieros	(73.071)	-11,9%	35.152	-1762,9%	11.068	13,0%
Participación en los resultados de las inversiones contabilizadas por el método de la participación	(34.560)	-5,6%	3.444	-172,7%	(10.065)	-11,8%
Otros ingresos y gastos	0	0,0%	(1.753)	87,9%	(5.669)	-6,7%
Diferencia negativa en combinación de negocios	0	0,0%	0	0,0%	2.866	3,4%
Cambios en el capital corriente	(22.003)	-3,6%	(97.714)	4900,4%	(10.592)	-12,5%
Existencias	(5.261)	-0,9%	(33.215)	1665,7%	1.065	1,3%
Deudores y otras cuentas a cobrar	(6.257)	-1,0%	(4.845)	243,0%	2.265	2,7%
Otros activos corrientes	7.183	1,2%	(5.541)	277,9%	(9.993)	-11,8%
Acreedores y otras cuentas a pagar	(28.030)	-4,6%	(52.555)	2635,7%	4.665	5,5%
Otros activos y pasivos	10.362	1,7%	(1.558)	78,1%	(8.594)	-10,1%
Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	(121.549)	-19,8%	(126.049)	6321,4%	(125.399)	-147,5%

Pagos de intereses	(120.864)	-19,7%	(126.695)	6353,8%	(110.711)	-130,3%
Cobros por intereses	3.011	0,5%	2.392	-120,0%	236	0,3%
Cobros/ pagos por Impuesto sobre Beneficios	(3.696)	-0,6%	(1.746)	87,6%	(14.924)	-17,6%
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	110.230	17,9%	(229.866)	11527,9%	(277.781)	-326,8%
Cobros y pagos por inversiones	(177.359)	-28,9%	(255.172)	12797,0%	(613.750)	-722,1%
Salida de caja neta en la adquisición de negocios	(2)	0,0%	0	0,0%	(113.485)	-133,5%
Inversiones inmobiliarias	(182.389)	-29,7%	(251.107)	12593,1%	(230.758)	-271,5%
Inmovilizaciones materiales	(2.332)	-0,4%	(2.000)	100,3%	(8.945)	-10,5%
Activos intangibles	(1.342)	-0,2%	(568)	28,5%	(972)	-1,1%
Activos financieros	8.706	1,4%	(1.497)	75,1%	(259.590)	-305,4%
Cobros por desinversiones	287.589	46,8%	25.306	-1269,1%	335.969	395,3%
Inversiones financieras	75.557	12,3%	0	0,0%	134.470	158,2%
Inversiones inmobiliarias	212.032	34,5%	25.306	-1269,1%	201.499	237,1%
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN	274.003	44,6%	93.212	-4674,6%	67.912	79,9%
Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	(210.104)	-34,2%	(68.548)	3437,7%	(232.980)	-274,1%
Emisión de instrumentos de patrimonio	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Compra de acciones propias	(5)	0,0%	(30)	1,5%	(633)	-0,7%
Devoluciones de Prima	(140.066)	-22,8%	0	0,0%	(45.215)	-53,2%
Pago Dividendos	(70.033)	-11,4%	(68.518)	3436,2%	(187.132)	-220,2%
Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	484.107	78,8%	161.760	-8112,3%	300.892	354,0%
Emisión de deudas con entidades de crédito	417	0,1%	27.261	-1367,2%	1.051.912	1237,7%
Emisión de obligaciones y bonos	494.229	80,4%	595.691	-29874,2%	493.621	580,8%
Devolución de deudas con entidades de crédito	(10.539)	-1,7%	(202.278)	10144,3%	(1.244.641)	-1464,4%
Devolución de obligaciones y bonos	0	0,0%	(258.914)	12984,7%	0	0,0%
AUMENTO/ DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENT	614.699	100,0%	(1.994)	100,0%	84.991	100,0%
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	252.022		254.016		169.025	
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	866.721		252.022		254.016	

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Merlin Properties.

Se observa en el año 2021 que el flujo de fondos (positivo) está compuesto en un 45% por los flujos de actividades de financiación (en adelante, FEAF), un 37% correspondiente a actividades de explotación (en adelante, FEAE) y un 18% por el flujo de actividades de inversión (en adelante, FEAI), arrojando un incremento total de efectivo o equivalentes de €615 millones a finales de 2021. En el año 2020, de crisis, los FEAE y FEAF han compensado el de actividades de inversión casi en su totalidad, variando el saldo de efectivo o equivalentes en - €2 millones. Por último, en 2019 la posición de caja se vio incrementada en €85 millones, proviniendo los fondos de las actividades de financiación (18% de la generación de fondos) y de las actividades ordinarias (82% de la generación de fondos), permitiendo además del incremento de efectivo mencionado un flujo de inversiones de -€277 millones.

Es importante resaltar que en los tres años analizados el FEAE cubre el pago de intereses, siendo el resultado arrojado por el cociente de estas dos magnitudes: 1,91; 1,06 y 2,66 para los años 2021, 2020 y 2019 respectivamente.

En cuanto al FEAF, tanto en el año 2019 como 2020, fue negativo, y en 2020 positivo. En 2021 y 2019 se muestran tanto inversiones como desinversiones, pero, en 2019 existe una inversión de €260 millones en activos financieros y una salida de caja por adquisición de negocios de €113 millones, acompañadas de desinversiones tanto en activos inmobiliarios como financieros.

A diferencia de ello, en 2021 no hay flujos negativos (inversiones) en activos e instrumentos financieros sino sólo positivos. Sí existen en niveles similares a 2019 tanto inversiones como desinversiones inmobiliarias (alrededor de los €200 millones)

2020 fue un año excepcional, habiendo sólo inversiones inmobiliarias (-€250 millones) y desinversiones en un nivel muy inferior al resto de los períodos (+€25 millones).

La composición del FEAF muestra un comportamiento dispar durante los años bajo estudio.

La emisión de bonos y obligaciones es la principal fuente de endeudamiento de los últimos 2 años, representando más del 200% del flujo de las actividades de financiación, aunque debe tomarse este valor a título indicativo ya que su cálculo no tiene un significado propio.

En 2019 se realiza una reestructuración de deuda con entidades de crédito que se ve reflejada en un flujo negativo de €1.244 millones y uno positivo de €1.052 millones. En 2020, lo mismo ocurre con bonos y obligaciones arrojando un flujo positivo de €596 millones y uno negativo de €259 millones. En términos netos, fue el año en el que menos deuda se tomó de esta fuente. En 2021 ya no se observan movimientos de este tipo.

Se han distribuido dividendos durante los tres ejercicios, y en 2019 y 2021 se ha retribuido al accionista mediante devolución de prima de emisión, siendo este movimiento más importante en 2021, año en el que la devolución de prima equivale exactamente al doble de los dividendos. Claro está que los dividendos en 2019 han sido más abultados tal como se verá en el análisis horizontal.

3.4.2. Análisis horizontal

En la tabla a continuación se procederá a mostrar el análisis horizontal:

Tabla 10. Análisis horizontal el estado de flujos de efectivo.

Cifras en miles de €	31/12/2021	Var. 21-20	31/12/2020	Var. 20-19	31/12/2019
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN	230.466	71,1%	134.660	-54,3%	294.860
Beneficio del ejercicio antes de impuestos	518.798	832,9%	55.612	-90,6%	590.710
Ajustes al resultado	(144.780)	-47,8%	302.811	189,4%	(159.859)
Amortización del inmovilizado	1.858	15,1%	1.614	-24,0%	2.123
Correcciones valorativas por inversiones inmobiliarias	(177.008)	-209,6%	84.468	23,8%	(354.972)
Variación de provisiones no corrientes	11.079	-42,7%	19.320	-67,9%	60.150
Resultados por bajas y enajenaciones de inmovilizado	(4.057)	-28,4%	14.300	-25,0%	19.062
Ingresos financieros	(5.421)	-60,1%	(3.387)	-410,1%	(664)
Gastos financieros	136.400	-8,9%	149.653	28,7%	116.242
Variación de valor razonable de instrumentos financieros	(73.071)	-207,9%	35.152	217,6%	11.068
Participación en los resultados de las inversiones contabilizadas por el método de la participación	(34.560)	-1003,5%	3.444	34,2%	(10.065)
Otros ingresos y gastos	0	100,0%	(1.753)	69,1%	(5.669)
Diferencia negativa en combinación de negocios	0	0,0%	0	-100,0%	2.866
Cambios en el capital corriente	(22.003)	77,5%	(97.714)	-822,5%	(10.592)
Existencias	(5.261)	84,2%	(33.215)	-3118,8%	1.065
Deudores y otras cuentas a cobrar	(6.257)	-29,1%	(4.845)	-213,9%	2.265
Otros activos corrientes	7.183	129,6%	(5.541)	44,6%	(9.993)
Acreedores y otras cuentas a pagar	(28.030)	46,7%	(52.555)	-1126,6%	4.665
Otros activos y pasivos	10.362	665,1%	(1.558)	81,9%	(8.594)
Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	(121.549)	3,6%	(126.049)	-0,5%	(125.399)
Pagos de intereses	(120.864)	4,6%	(126.695)	-14,4%	(110.711)
Cobros por intereses	3.011	25,9%	2.392	913,6%	236
Cobros/ pagos por Impuesto sobre Beneficios	(3.696)	-111,7%	(1.746)	88,3%	(14.924)
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	110.230	48,0%	(229.866)	17,2%	(277.781)
Cobros y pagos por inversiones	(177.359)	30,5%	(255.172)	58,4%	(613.750)
Salida de caja neta en la adquisición de negocios	(2)	0,0%	0	100,0%	(113.485)
Inversiones inmobiliarias	(182.389)	27,4%	(251.107)	-8,8%	(230.758)
Inmovilizaciones materiales	(2.332)	-16,6%	(2.000)	77,6%	(8.945)
Activos intangibles	(1.342)	-136,3%	(568)	41,6%	(972)
Activos financieros	8.706	581,6%	(1.497)	99,4%	(259.590)
Cobros por desinversiones	287.589	1036,4%	25.306	-92,5%	335.969
Inversiones financieras	75.557	0,0%	0	-100,0%	134.470
Inversiones inmobiliarias	212.032	737,9%	25.306	-87,4%	201.499
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN	274.003	194,0%	93.212	37,3%	67.912
Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	(210.104)	-206,5%	(68.548)	70,6%	(232.980)
Emisión de instrumentos de patrimonio	0	0,0%	0	0,0%	0
Compra de acciones propias	(5)	83,3%	(30)	95,3%	(633)
Devoluciones de Prima	(140.066)	0,0%	0	100,0%	(45.215)
Pago Dividendos	(70.033)	-2,2%	(68.518)	63,4%	(187.132)
Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	484.107	199,3%	161.760	-46,2%	300.892
Emisión de deudas con entidades de crédito	417	-98,5%	27.261	-97,4%	1.051.912
Emisión de obligaciones y bonos	494.229	-17,0%	595.691	20,7%	493.621
Devolución de deudas con entidades de crédito	(10.539)	94,8%	(202.278)	83,7%	(1.244.641)
Devolución de obligaciones y bonos	0	100,0%	(258.914)	0,0%	0
AUMENTO/ DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENT	614.699	30827,4%	(1.994)	-2,3%	84.991
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	252.022		254.016		169.025
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	866.721		252.022		254.016

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Merlin Properties.

Algo ya se ha adelantado en el apartado anterior correspondiente al análisis vertical, por lo tanto, se abordarán las cuestiones salientes de la evolución de las partidas en el estado de flujos de efectivo durante los tres años analizados.

El FEAE ha decrecido un 54% en 2020 respecto de 2019, en 2021 la empresa ha recuperado en parte la generación de fondos mostrando un incremento del 71% respecto de 2020, aunque no ha generado fondos a niveles de 2019, siendo el FEAE de 2021 un 78% del correspondiente a 2019.

Como se ha comentado anteriormente, los gastos financieros han aumentado en 2020 (19% vs. 2019), y vuelto a disminuir en 2021 (-9% vs. 2020) aunque, nuevamente, han quedado por encima de los valores 2019 (+17% 2021 vs. 2019).

Si bien, como ya se ha dicho, el peso relativo del pago de intereses sí ha mostrado diferencias entre los años analizados, cuando realizamos el análisis de su evolución en importe, presenta variaciones menores, siendo las mismas: +14% (2020 vs. 2019) y -5% (2021 vs. 2020).

En cuanto al FEAI, se debe mencionar que en el año 2021 pasa a ser positivo (€110 millones) luego de los dos últimos años en negativo. Esto implica un movimiento de desinversión neta, a diferencia de 2020 y 2019. Esta diferencia no se sustenta, sin embargo, en un cambio considerable en el nivel de inversiones inmobiliarias sino en inversiones financieras, inversiones en adquisición de negocios y en el nivel de desinversiones inmobiliarias.

El FEAF, por último, sí muestra un crecimiento importante, sobre todo en 2021, siendo sus variaciones: +37% (2020 vs. 2019) y +194% (2021 vs. 2020). Como ya se ha descrito en el anterior apartado, esta variación proviene de diferentes fuentes, pero la principal es el flujo neto de cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero, hecho que da muestras de la importancia de la gestión financiera en la empresa una vez más.

En el flujo de caja total se ha visto un notable incremento en 2021, incluso comparándolo con 2019, donde dicha variación es del 623%, pasando de €85 millones a €615 millones. Esto mejora su posición de liquidez, aspecto relevante para una empresa cotizada y, además, para la concreción de los proyectos de inversión planificados por la empresa.

3.4.3. Conclusiones

La empresa no llega a cubrir con el FEAE, en ninguno de los tres años bajo análisis, la suma del pago de intereses y retribuciones al accionista (ya sea por la vía de dividendos o devolución

de prima de emisión). Esta situación explicaría, al menos en parte, la razón de la generación de efectivo a partir de la emisión de deuda y de las desinversiones en activos poco rentables o de bajo valor estratégico, que permita concretar un plan de inversiones con el fin de mejorar la performance financiera de la empresa. Este plan de inversiones se recoge en los informes de gestión de la empresa, además de la ya mencionada introducción en el sector tecnológico mediante data centers.

Cabe mencionar, que la política de dividendos de la empresa no es flexible, sino que viene fuertemente regulada por la Ley de SOCIMIs para que no pierdan su condición de tal.

Por lo tanto, se observa cierto desequilibrio de corto plazo, pero, dada la magnitud de sus proyectos y la buena calificación crediticia de la que goza, resulta factible la corrección del mismo en el mediano plazo, sobre todo considerando que se trata de una compañía altamente profesionalizada, con personal muy calificado en el que se destaca su perfil financiero. Por otra parte, no se debe pasar por alto que la crisis de la Covid-19 ha generado un mayor nivel de deuda en las empresas en general y que, hasta tanto no se recuperen los niveles de ingresos prepandemia, originará estos desajustes de corto.

3.5. Análisis por ratios

Una ratio, por definición, es un cociente entre dos números. El objetivo de realizar un cociente en el análisis económico-financiero es el de relacionar dos magnitudes con el fin de obtener información valiosa sobre aspectos claves para el diagnóstico y estudio de la situación de la empresa.

Su utilidad radica en la condensación de información, su facilidad en su obtención y la comparabilidad que ofrece entre empresas de diverso tamaño ya que, al realizar cocientes entre magnitudes, se eliminan las diferencias que pudieran existir en el monto total de dichas magnitudes.

No obstante sus bonanzas, habrá que tener especial cuidado en no hacer de las ratios un fin en sí mismas. Debe tenerse siempre presente que representan un vehículo para complementar el análisis integral, cuáles son los aspectos o cuestiones que el analista quiere abordar, y seleccionar las ratios adecuadas que colaboren a responder las preguntas que se han formulado.

A lo largo del desarrollo de la disciplina contable y financiera se han ido desarrollando ratios que, hoy en día, ya se encuentran aceptadas y son parte del cuerpo teórico. Se pueden clasificar según el tópico de análisis en ratios: estructurales, de endeudamiento, de liquidez, de eficiencia, de solvencia, de rentabilidad y, si son empresas cotizadas, bursátiles.

Además de estas ratios, es habitual incluir en este tipo de análisis, magnitudes que resultan de interés para el análisis y que no son estrictamente ratios, como pueden ser el fondo de maniobra o el período medio de maduración.

Se abordarán bajo la categoría “Estructural” tanto ratios de solvencia como de endeudamiento. La justificación del abordaje de indicadores de endeudamiento dentro de la categoría estructural se basa en que el nivel de endeudamiento de una empresa es un corolario de la estructura financiera de ésta. Aunque cabe mencionar, que la categorización no implica que no pudieran existir ratios que interrelacionen dos categorías diferentes, como puede ser la ratio de cobertura, y que no tendría una pertenencia exclusiva a ninguna de ellas. Por tanto, debe entenderse la categorización como un modo de esquematizar el análisis y no como una definición teórica.

3.5.1. Estructural y endeudamiento

El índice de solvencia arroja información sobre cuál es la proporción de la inversión total respecto de la deuda total. Brinda un parámetro sobre la capacidad de la empresa de afrontar todos sus pagos con el total de activos.

El índice de endeudamiento da información sobre la relación entre el patrimonio neto y el endeudamiento, indicando cuántas unidades monetarias de deuda posee la empresa por unidad monetaria de patrimonio neto, sirve para determinar la estructura financiera, pudiéndose desmembrar en endeudamiento a corto plazo, largo plazo, bancario u otras derivaciones que sean de interés para el analista.

Tabla 11. Ratios de solvencia y endeudamiento de Merlin Properties de los últimos tres ejercicios cerrados.

	2021	2020	2019
Solvencia	1,970	1,987	2,017
Endeudamiento	1,031	1,013	0,983
Endeudamiento a LP	0,926	0,986	0,951
Endeudamiento a CP	0,105	0,027	0,032
Ratio de cobertura del servicio de la deuda	0,432	1,111	1,288

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Merlin Properties.

Como se puede observar la política de nivel general de endeudamiento es estable, si bien es cierto que la deuda ha tenido un leve crecimiento en los últimos dos períodos. Lógicamente, la ratio de solvencia muestra un movimiento en sentido contrario. Se destaca el cambio de composición de la deuda, mostrando 2021 un salto en la deuda a corto plazo. Esto es esperable, entre otros, por dos motivos: la salida de la crisis de la Covid-19 y el plan de inversiones presentado que requiere de fondos a corto para poner los activos en condiciones de ser comercializados. Este mayor nivel de endeudamiento y sobre todo a corto plazo impacta negativamente en la ratio de cobertura de servicio de la deuda, calculada como el cociente del EBITDA y la suma de los gastos financieros y el pasivo corriente.

Por último, se mostrará la ratio de apalancamiento financiero, que relaciona los resultados antes de impuestos con el resultado de explotación y el pasivo total (PN + PAS) con el patrimonio neto. Mide el nivel de utilización de la deuda para financiar las operaciones de la empresa. En general, cuando éste es menor a 1, tendrá un efecto negativo sobre la rentabilidad utilizar deuda y cuando es superior a 1, su efecto será positivo.

Como se puede ver en la Tabla 5 a continuación, la ratio arroja valores superiores a 1 exceptuando el año 2020, en el que, como se verá luego, la ROA es menor al coste de la deuda, donde, una vez más se puede dar cuenta del efecto de la Covid-19.

Tabla 12. Apalancamiento financiero de Merlin Properties durante los últimos tres ejercicios cerrados.

	2021	2020	2019
Apalancamiento financiero	1,939	0,465	1,656

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Merlin Properties.

3.5.2. Liquidez

La liquidez es la capacidad de pago de las deudas de corto plazo, ésta puede medirse tanto como el cociente del activo y el pasivo corrientes, como por medio de otras ratios como la prueba ácida en la que el numerador es el activo corriente descontando las existencias o por el cociente entre el efectivo y equivalentes (disponible) y el pasivo corriente. Todas arrojan información sobre la capacidad de pago, pero en el orden enumerado, nos muestran la capacidad de pago a cada vez más corto plazo.

Tabla 13. Ratios de liquidez de Merlin Properties para los últimos tres ejercicios cerrados.

	2021	2020	2019
Liquidez	1,410	2,320	1,461
Liquidez ácida	1,357	2,133	1,460
Disponible	1,177	1,406	1,187

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Merlin Properties.

La empresa muestra una ratio de liquidez, exceptuando el 2020, algo ajustada si consideramos un nivel de buena salud financiera generalmente aceptado de 1,5. No obstante, dado el sector en el que opera, las existencias no tienen un peso relevante en la inversión total quedando así unas ratios de liquidez ácida y disponible muy satisfactorias. Se debe tener en cuenta que con el disponible la empresa, en los tres años analizados, puede cubrir cómodamente la totalidad de las obligaciones de corto plazo. Como nota para el año 2020, debe considerarse que el nivel de deuda de corto fue destinado en gran parte a la posición de liquidez ya que se vio mermada la operatoria de la empresa por motivos ya mencionados.

Así mismo, se analiza el fondo de maniobra (FM) y las necesidades operativas de fondos (NOF), que permitirán ampliar la información sobre la liquidez de la compañía y, además, si las necesidades de fondos son cubiertas con pasivos acordes. En la Tabla 7 se muestran los valores de dichas magnitudes para los años bajo análisis.

El FM se puede calcular de dos formas diferentes y, aunque ambas arrojan el mismo resultado, otorgan una concepción distinta. Podrá calcularse como la diferencia entre activo y pasivo corrientes, dando una visión de corto plazo de capital circulante, o bien, podrá obtenerse como la diferencia entre los capitales permanentes (pasivo a largo plazo y patrimonio neto) y el activo no corriente, arrojando una visión de largo plazo, indicando cuánto de la financiación permanente, es destinado a financiar esa parte del activo corriente que tiene un comportamiento fijo porque circula de manera más o menos permanente, dependiendo de los cambios en las políticas operativas de inventario, de cobro, de pago y de tesorería.

Las NOF, indican cuál es la necesidad de fondos para la correcta operación de la empresa en el corto plazo, es decir, la masa monetaria necesaria para financiar las inversiones en activos operativos (existencias, clientes + tesorería mínima operativa) que no es financiada por pasivo espontáneo (proveedores y acreedores comerciales). Para su cálculo, no se tiene en cuenta el saldo de tesorería sino el nivel de tesorería mínima necesaria para operar.

En particular, para el análisis que se está realizando en este trabajo, no se dispone de información sobre el nivel de tesorería mínima operativa, pero, dada la importancia que representa la liquidez para la emisión de deuda, se establece como la tesorería necesaria para el cumplimiento de las Obligaciones y otros valores negociables y la cobertura de las Deudas a corto plazo con entidades de crédito. Se podrán observar en la Tabla 7, el valor de las NOF y de las necesidades de recursos negociados (NRN) obtenidas como la diferencia entre las NOF y el FM. Además, se indicará el monto de tesorería mínima operativa considerado para cada año.

Tabla 14. Cálculo del Fondo de Maniobra, Necesidades Operativas de Fondos y de Recursos Negociados a Corto Plazo.

	2021	2020	2019
Tesorería necesaria	600.008	49.552	52.957
NOF	566.988	14.566	-48.640
FM	301.813	236.595	98.718
NRN	265.175	-222.029	-147.358
Deuda financiera de CP	607.872	57.332	59.533
Saldo financiero corriente	342.697	279.361	206.891

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Merlin Properties.

Como se observa y tal como lo reflejan los informes de presentación de resultados de la empresa, la posición de liquidez resulta un indicador clave para la gestión de la empresa. Ha de tenerse en cuenta, como ya se ha comentado, que la salida a mercados regulados para la emisión de deuda exige que el riesgo de incumplimiento de obligaciones a corto plazo, entre otras cuestiones, sea el menor posible. Claro está, que no se puede ingresar en una espiral de endeudamiento para la cobertura de este, sino que debe ser acompañada por una correcta gestión de los activos, políticas de inversión, etc. que aseguren la rentabilidad y flujos de caja futuros. Hechas las aclaraciones pertinentes, se observa un notable crecimiento de las NOF en el año 2021 que no son cubiertas en con el FM y que se financian en exceso con recursos negociados de corto plazo (en adelante RNC). De hecho, ya se ha comentado anteriormente el crecimiento del peso relativo del endeudamiento a corto plazo en el endeudamiento total. Esto, a priori, se encontraría alineado a un ambicioso plan de inversiones, pero también puede obedecer a cuestiones coyunturales que agregan incertidumbre en los mercados. Ha de

tenerse en cuenta que durante el año 2021 no se tenía una visión clara de cómo evolucionaría la pandemia y cuál sería el impacto en las economías.

3.5.3. Eficiencia

Los indicadores utilizados para tener una medida del grado de eficiencia con el que operan las empresas se basan en cálculos de rotación de activos y períodos medios de aprovisionamiento (PMA) (puede descomponerse en período medio de aprovisionamiento, fabricación (PMF) y venta (PMV)), cobro (PMC) y pago (PMP), a fin de obtener el período medio de maduración financiera (PMMF) mediante la siguiente fórmula: $PMMF = PMA + PMF + PMV + PMC - PMP$. Cabe destacar que cuando, o bien no se cuenta con la información necesaria, o bien no se trata de una empresa industrial, se tomará como un solo período a la suma de PMA, PMF y PMV.

Ahora bien, dado el sector en el que opera la empresa y la característica de su operatoria, esto es, inversión en activos fijos para su arrendamiento, no aporta valor al análisis el PMV, de hecho, la Ley que regula las SOCIMI obliga a mantener el activo para arrendamiento durante al menos tres años.

Por otro lado, las existencias están definidas como los activos adquiridos que se encuentran en fase de puesta en valor para su comercialización y no se encuentra disponible información discriminada sobre los costes incurridos para dicha puesta en valor, por lo que no resulta posible determinar el coste de dichas existencias hasta su salida de la partida para pasar a formar parte de la partida inversiones inmobiliarias.

Por lo tanto, se indicarán en la Tabla 8 los PMC y PMP de Merlin Properties y se lo comparará con los de Inmobiliaria Colonial. Merece la pena mencionar que el PMP es el indicador que tanto las empresas como analistas financieros hacen hincapié.

Tabla 15. Períodos medios de cobro y pago. Comparativa entre Merlin Properties e Inmobiliaria Colonial.

	MERLIN			COLONIAL		
	2021	2020	2019	2021	2020	2019
PMC	23,5	21,5	57,9	32,1	35,6	64,2
PMP	31,6	31,3	33,6	29,0	33,0	23,0

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Merlin Properties e Inmobiliaria Colonial.

Se puede observar una mejor gestión por parte de Merlin Properties tanto en el período medio de cobro como en el período medio de pago. Esto le otorga una mejor posición financiera de corto respecto a la competencia, tomando en consideración estrictamente estos dos conceptos. Se puede observar también que ambas empresas han visto modificadas las políticas de cobro e inflexibles los plazos de pago debido a la pandemia.

Carece de sentido analizar las rotaciones de activo, siendo una industria dedicada a la gestión de activos inmobiliarios un negocio de margen de explotación y no de rotación.

Otro indicador relevante para la eficiencia operativa es la tasa de ocupación de los activos, que como se mencionara anteriormente, es del 94,5%, algo menor que la de Inmobiliaria Colonial que se sitúa en el 96%. (véase Tabla 1)

3.5.4. Rentabilidad

La rentabilidad de una empresa indica el grado de eficacia en la operación. La misma puede ser medida de varias maneras según el enfoque utilizado: punto de vista económico (de la inversión), punto de vista del accionista, mediante el sistema Dupont, de forma estática mediante ratios o de forma dinámica mediante la tasa interna de retorno (TIR) de los flujos de caja. También es utilizado el EBITDA (beneficios antes de impuestos, intereses, amortizaciones y depreciaciones) como medida de rentabilidad. En el presente apartado se utilizarán ratios estáticas.

La rentabilidad económica (ROA por sus siglas en inglés) vendrá determinada como la relación entre los resultados antes de impuestos e intereses (BAII) y el total del activo (inversión). La misma, según el sistema Dupont puede descomponerse, para evaluar no sólo la eficacia sino la eficiencia, en el producto de la rotación de los activos (medida de eficiencia) y el beneficio sobre ventas (medida de eficacia). La fórmula es la siguiente:

$$\text{BAII/Activo Total} = \text{BAII/Ventas} \times \text{Ventas/Activo Total}.$$

Se comprobará lo comentado anteriormente en la Tabla 9: se trata de un negocio de margen y no de rotación. Algo claramente esperable ya que es una industria de fuerte inversión en activo fijo.

Tabla 16. ROA de Merlin Properties de los años 2021, 2020 y 2019.

	2021	2020	2019
ROA	3,81%	1,78%	5,32%
<i>Rotación de activos</i>	<i>0,033</i>	<i>0,033</i>	<i>0,039</i>
<i>Margen s/ventas</i>	<i>116,08%</i>	<i>53,92%</i>	<i>137,39%</i>

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Merlin Properties.

Se puede ver con facilidad la particularidad de la industria en el margen sobre ventas, siendo en contextos normales (es decir, excluyendo el año de pandemia) superior al ciento por ciento.

Teniendo en cuenta el coste de la deuda que se muestra en la Tabla 17, podrá verse cómo el apalancamiento incide positivamente en los años 2021 y 2019 y cómo es adverso en el año 2020, tal como lo refleja rentabilidad de los fondos propios (ROE por sus siglas en inglés) mostrada en la siguiente tabla:

Tabla 17. Coste de la deuda y ROE de Merlin Properties.

	2021	2020	2019
Coste medio de la deuda	2,12%	2,51%	2,03%
ROE	7,86%	0,85%	9,17%
<i>Apalancamiento financiero</i>	<i>2,191</i>	<i>2,030</i>	<i>2,165</i>
<i>Rotación de activos</i>	<i>0,033</i>	<i>0,033</i>	<i>0,039</i>
<i>Beneficio s/ventas</i>	<i>109,40%</i>	<i>12,63%</i>	<i>109,48%</i>

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Merlin Properties.

Para el cálculo de la ROE se han utilizado las siguientes fórmulas:

- **ROE** = Beneficio después de impuestos (BDI)/ Fondos propios (PN – Rdo. del ejercicio)

$$\text{ROE} = \text{Apalancamiento financiero} \times \text{Rot. de Activos} \times \text{Margen s/ ventas}$$
- **Apalancamiento financiero** = Total inversión / Fondos propios
- **Rotación de activos** = Importe neto cifra de negocios / Total inversión
- **Beneficio sobre ventas** = BDI / Importe neto cifra de negocios

Es interesante observar cómo se sostiene la rotación de activos a pesar de que la inversión inmobiliaria haya crecido, al igual que el total de activo fijo, el 1,3%. Esto lógicamente tiene su correlato en menores ROA y ROE, siendo el decrecimiento de la última menor que el de la primera gracias al apalancamiento financiero, ya que también se mantiene (2021 vs. 2020) el beneficio sobre ingresos.

3.5.5. Ratios de mercado bursátil

Los indicadores bursátiles calculados serán los más utilizados en el mercado, por lo tanto, genéricos. En el apartado siguiente se mostrarán algunos indicadores específicos del sector.

Los indicadores seleccionados son:

- PER (Price earnings ratio): cociente entre el precio de la acción y los beneficios por acción.
- PBV (Price to book value): cociente entre el precio de la acción y el valor teórico contable de las acciones.
- DPA (Dividendos por acción): cociente entre los dividendos distribuidos (a cuenta de resultados y primas de emisión) y la cantidad de acciones de la empresa.
- YIELD (Rentabilidad de los dividendos): cociente entre los dividendos por acción y el precio de la acción.

Tabla 18. Indicadores bursátiles de Merlin Properties a cierre de año.

	2021	2020	2019
Cant. Acciones	469.770.750	469.770.750	469.770.750
Precio de la acción (€)	9,57	7,78	12,79
Valor teórico contable de la acción (€)	14,96	14,25	14,28
Beneficio neto (miles €)	512.217	56.358	563.639
Distribuciones a accionistas (miles €) (*)	210.099	68.518	232.347
Beneficio por acción (€)	1,09	0,12	1,20
PER	8,78	64,85	10,66
PVC	0,64	0,55	0,90
DPA	0,45	0,15	0,49
YIELD	4,67%	1,87%	3,87%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Merlin Properties.

El primer dato relevante que uno puede extraer de los indicadores mostrados es que el PVC arroja en todos los ejercicios un valor inferior a uno, indicando que la empresa se encontraría infravalorada por el mercado.

Por otro lado, el PER se ubica en el rango de 8 a 11, exceptuando 2020. Son valores acordes, según el consenso general de los analistas financieros, a una empresa infravalorada. El PER del año 2020 de un valor muy elevado se corresponde a la coyuntura que ha impactado en los beneficios por acción negativamente, por lo tanto, carece de valor para el análisis aunque resulta útil como ilustración del efecto de eventos atípicos en la ratio.

3.5.6. Ratios sectoriales

En el presente apartado se analizarán ratios e indicadores recomendados por la *European Public Real Estate Association* (EPRA) ya que son estándares en el sector.

Para comenzar se presentarán las definiciones en la tabla siguiente que se extraen de las cuentas anuales de la empresa:

Tabla 19. Definiciones de indicadores sectoriales alternativos.

Resultado Neto EPRA	Resultado recurrente de los negocios estratégicos.
EPRA Cost Ratio	Costes de gestión recurrente de la Compañía con respecto a la renta bruta.
EPRA Net Initial Yield	Ingreso por alquileres anualizado basado en las rentas pasantes a fecha de balance, menos costes comunes no repercutidos, dividido por el valor de mercado del activo, incrementado con los costes de adquisición.
EPRA Net Tangible Assets (NTA)	asume que las entidades compran y venden activos, cristalizando por tanto determinados niveles de pasivos por impuesto diferido. Se calcula sobre los fondos propios de la sociedad realizando ajustes siguiendo las recomendaciones de EPRA.
EPRA Net Disposal Value (NDV)	Calculado ajustando en el EPRA NTA las siguientes partidas: el valor de mercado de los instrumentos financieros, el valor de mercado de la deuda financiera, los impuestos que se devengarían con la venta de los activos a su valor de mercado, aplicando los créditos fiscales disponibles por el Grupo considerando el criterio de empresa en funcionamiento.
Gross Asset Value (GAV)	Valor de la cartera según la última valoración externa disponible más pagos anticipados a coste para proyectos llave en mano y desarrollos, más el valor de mercado de las participadas integradas por el método de la participación (incluyendo todos los desembolsos efectuados) y el valor razonable de los activos financieros disponibles para la venta.
Loan To Value (LTV)	Proporción existente entre el valor de los activos sobre la deuda pendiente. Es una medida de relación entre el endeudamiento financiero neto y la valoración de los activos en cartera.

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Merlin Properties.

Luego, en la Tabla 20 se muestran los valores de los indicadores previamente definidos para las dos empresas líderes del sector: Merlin Properties e Inmobiliaria Colonial.

Tabla 20. Magnitudes de indicadores sectoriales alternativos.

*Cifras en millones de € exceptuando aclaración distinta y porcentajes	2021		2020		2019	
	Merlin	Colonial	Merlin	Colonial	Merlin	Colonial
Resultado neto EPRA	273	128	262	133	313	142
EPRA Cost Ratio	20,50%	20,70%	19,70%	20,10%	18,70%	20,40%
EPRA Net Initial Yield	3,80%	2,80%	3,90%	2,90%	4%	2,80%
EPRA NTA	7.566	6.496	7.364	5.728	7.331	5.825
EPRA NTA por acción (en €)	16,11	12,04	15,68	11,27	14,81	11,46
EPRA NDV	6.950	5.957	6.544	5.195	N/D	5.348
GAV	13.041	12.436	12.811	12.020	12.751	12.196
LTV	39,20%	35,80%	39,90%	36,20%	39,50%	36,10%

Fuente: Elaboración propia a partir de información financiera pública disponible en los sitios web de las compañías.

El comportamiento de Merlin en las magnitudes EPRA, que se basan en la actividad recurrente, es muy estable tal como se plasma en todos los indicadores. Se observa además un crecimiento relativamente constante del valor neto de sus activos manteniendo su política de financiación prácticamente inalterada.

Por otro lado, presenta un resultado muy superior a su principal competidor, y si bien es cierto que la ratio de costes es ligeramente superior, el retorno en alquileres también tiene un mejor desempeño que el de Colonial, así como el valor neto de sus activos, no sólo en términos absolutos sino en su valor por acción. También hay que señalar que el nivel de apalancamiento es superior (al igual que el coste medio de la deuda como ya ha sido mencionado en anteriores apartados), presentando así un riesgo financiero ligeramente superior.

Por lo dicho, se puede esbozar una conclusión sobre el mejor desempeño en la eficacia ya que, a pesar de presentar una ratio de costes algo superior, logra generar mayor volumen de negocio con una estructura financiera ligeramente más apalancada.

3.5.7. Evaluación de políticas de inversión y financiación

De los informes de resultados publicados por la compañía se desprenden como elementos destacables que prevalecerá en la política de inversiones el criterio de prudencia, acometiendo las inversiones necesarias para el crecimiento y creación de valor bajo niveles de rentabilidad-riesgo aprobados por el Consejo de Administración. Se establecen a su vez limitaciones en cuanto al monto de inversión, estipulando que, superados los 150 millones de euros, deberá autorizarse por el Consejo de Administración.

Esto queda manifiesto cuando se observa la pequeña variación de inversiones inmobiliarias de los últimos años, la cual fuera comentada en el apartado correspondiente al análisis horizontal del balance. La empresa realiza inversiones en sectores de su interés al mismo tiempo que desinvierte según los intereses y objetivos estratégicos. Cabe mencionar al respecto, la venta de oficinas al BBVA que ocurre con posterioridad al cierre del ejercicio 2021 por dos mil millones de euros. Esto obedece al cambio de composición de sectores en el que se enmarca la estrategia para virar hacia una mayor participación en el portfolio del sector tecnológico (data centers) y logístico.

Luego, realizan inversiones en instrumentos financieros especialmente enfocados en la cobertura de riesgos de tipo de interés.

La operación mencionada con el BBVA ha permitido, y ya adentrándonos en la política de financiación, reducir el LTV (Loan to Value) al 27,4% en Junio 2022 (desde el 39,20% informado al cierre de 2021). La empresa establece como política de financiación, que el LTV debe rondar el 50%. Esta reducción permite, tal como lo presentan en sus informes, afrontar un escenario volátil como el actual (inflación, conflicto bélico, desaceleración de las economías, etc.) con una posición financiera sólida y con margen holgado para la toma de deuda. Lo dicho, da claras muestras de la prudencia dominante en las decisiones tanto de inversión como de financiación.

A su vez, se financia con entidades de crédito mediante diversos instrumentos como son los préstamos sindicados, préstamos sin garantía hipotecaria y líneas de crédito revolving. Destaca entre estos, un préstamo sin garantía hipotecaria concedido por el Banco Europeo de Inversiones por 51 millones de euros, formalizado en diciembre de 2018 y con vencimiento a 10 años, y un segundo tramo con la misma institución con fecha noviembre 2019 por 64 millones de euros con igual vencimiento, destinados al desarrollo de activos logísticos.

Con la misma institución, ha tomado deuda de 46 millones de euros para inversiones en eficiencia energética.

Durante el primer semestre de 2022 se han repagado (en millones de euros): 543 en bonos, 670 de préstamo hipotecario y 850 de deuda sindicada. En amortización de deuda bruta se totalizan 2.068 millones de euros reduciendo considerablemente el apalancamiento financiero.

Así mismo ha reducido el tipo de interés medio de la deuda. A continuación, en la Figura 12, se pueden observar los indicadores correspondientes al primer semestre de 2022:

Figura 12. *Indicadores de deuda MERLIN Properties primer semestre 2022.*

Ratios	30/06/2022	31/12/2021
LTV	27,4%	39,2%
Tipo interés medio	1,94%	2,07%
Vencimiento medio (años)	5,4	5,3
Deuda no hipotecaria sobre deuda total	97,9%	87,9%
Interés a tipo fijo	99,6%	100,0%
Posición de liquidez (€m) ⁽¹⁾	1.773	1.811

	€ millones
GAV	11.390
Deuda financiera bruta	4.158
Efectivo y equivalentes ⁽²⁾	(941)
Deuda financiera neta	3.216
NTA	8.035

Fuente: MERLIN Properties, 2022.

Merece destacarse que, debido a la importante desinversión inmobiliaria correspondiente a las oficinas del BBVA, la empresa pierde el liderazgo en cuanto a valoración de activos inmobiliarios pasando a ser Inmobiliaria Colonial quien ahora lo detenta.

A modo de conclusión se puede decir que tanto la política de inversión como de financiación son estables y sobre ellas domina el criterio de prudencia, manteniendo un perfil conservador, tomando deuda a tipos fijos alineándola a la tipología primordialmente fija de los ingresos de la empresa. A su vez, con una correcta distribución de la deuda en cuanto a plazos en línea con las inversiones que realiza. Cabe destacar aquí que el plazo medio de la deuda ronda los 5 años, siendo razonable teniendo en cuenta que la permanencia de los activos inmobiliarios es de una duración similar.

También resalta la prudencia en cuanto a la reducción del apalancamiento frente a la mayor incertidumbre imperante.

3.5.8. Informe diagnóstico

De lo comentado en el presente capítulo, se puede afirmar que la empresa bajo análisis es muy saludable económica y financieramente. Presenta una estructura patrimonial sólida y estable, la cual le permite tener una buena performance financiera que se manifiesta en una

buena calificación por parte de las principales calificadoras de riesgo. Si bien el apalancamiento financiero fue algo más elevado en 2021, esta situación ha sido corregida en el primer semestre de 2022 mediante la operación comentada en el párrafo siguiente.

La liquidez ha mermado en el año 2021 no obstante, esta situación se ha revertido en el año 2022 mediante operaciones de desinversión sin atender con ello al futuro de la compañía, sino más bien redireccionando sus inversiones hacia sectores con mejores proyecciones de crecimiento futuro. Al mismo tiempo, su fondo de maniobra resulta positivo y, salvo en 2021, superior a las NOF. Siendo la deuda a corto plazo adecuada para lograr un balance financiero positivo, pero sin generar excedentes desmesurados que perjudiquen la rentabilidad.

El período medio de cobro ha sido reducido en más del 50% a partir del año 2020, pasando de 58 a 23 días, mientras que el de pago se mantiene estable alrededor de los 31 días, logrando así mejor resultado financiero de corto plazo.

La financiación es adecuada emparejando variabilidad de ingresos con los tipos de interés y horizonte de inversiones con horizonte de deuda. No hay riesgos de divisa ya que la empresa opera en el mercado europeo.

La empresa, al cierre de 2021, se encontraba infravalorada por el mercado como fuera explicado en el apartado “Ratios de mercado bursátil” de este mismo capítulo. Esto explicado principalmente por las dudas del mercado respecto de las proyecciones de flujos de fondos afectados por la incertidumbre macro existente a ese momento.

La rentabilidad se encuentra en línea con su principal competidor, 4% sobre el activo y 8% del accionista, aunque merece la pena resaltar la sensibilidad de esta frente a cambios en la valoración de activos inmobiliarios como se comentara anteriormente y tal como se refleja en los resultados del año 2020 plena pandemia de la Covid-19.

Lo que se observa como elemento más destacable, a riesgo de incurrir en redundancia, es la estabilidad de las políticas de inversión, financiación y de dividendos (esta última se encuentra regulada por la Ley de SOCIMIs). Y esto otorga principalmente previsibilidad, rasgo de suma importancia para una empresa cotizada.

La empresa cuenta con buenas proyecciones para los años venideros, con planes de inversión para los próximos 5 años, sobre todo en los sectores logístico y tecnológico. Su reacomodamiento tanto en materia de inversiones como de deuda ya comentado, le

permitirá, a priori, atravesar ciertas dificultades originadas por los factores externos ya mencionados sin mayores sobresaltos.

4. ESTADOS FINANCIEROS PREVISIONALES

4.1. Principales riesgos financieros

4.1.1. Riesgo de Liquidez

El riesgo de liquidez es la probabilidad de una empresa de no poder afrontar sus obligaciones de corto plazo. Una medida que sirve para analizar la posición de la empresa frente a este riesgo es la ratio de liquidez o, también, el test ácido.

Como se vio en el anterior capítulo, la liquidez de la compañía se ha visto deteriorada en 2021 aumentando por consiguiente el riesgo. Ahora bien, esta situación ha sido corregida en el primer semestre de 2022 con la operación de desinversión ya comentada.

Además, la empresa gestiona líneas de crédito de revolving y otros instrumentos financieros que permiten la cobertura de este riesgo.

Si consideramos el significado de liquidez como la capacidad de un activo de convertirse en efectivo o equivalentes sin importar ello una pérdida significativa de valor, podemos observar que la empresa se expone a un riesgo de liquidez desde otro punto de vista, el cual es la gran dificultad para transformar en “líquido” los activos inmobiliarios sin una pérdida significativa de valor. Es por ello que reviste especial importancia la gestión de las finanzas de corto plazo para que en todo momento el balance financiero resulte positivo.

4.1.2. Riesgo de Crédito

La empresa se encuentra expuesta al riesgo de crédito (liquidez de sus clientes) entendido como la posibilidad de incumplimiento de la contrapartida de la empresa en su obligación de pago.

Esta situación se ha dado como consecuencia de la pandemia, que ha afectado de manera aguda al sector comercial principalmente. La empresa ha tenido una política de beneficios activa frente a dicha situación que se ha visto reflejada en un incremento del 18,8% de la partida de deudores. Este hecho es reconocido y detalladas las acciones en la Memoria de las cuentas anuales de 2021.

De esta manera queda reflejado, por un lado, la íntima relación con el riesgo de liquidez, ya que un incumplimiento de los clientes puede derivar en la incapacidad de la empresa de afrontar obligaciones; y por otro, la capacidad de la empresa para absorber el impacto tanto por posición financiera como por la capacidad de obtener financiación.

A su vez, estos riesgos son mitigados mediante cláusulas de incumplimiento en los contratos de arrendamiento.

4.1.3. Riesgo de Tipo de Interés

La empresa mantiene más del 99% de su deuda a tipo fijo, razón por la cual, y en virtud de la naturaleza fija de sus ingresos, se puede considerar que no se encuentra expuesta al riesgo de tipo de interés. No obstante, para la cobertura de este por deuda tomada a tipo variable adquieren derivados financieros.

4.1.4. Otros riesgos

Si bien los riesgos que se mencionarán a continuación no se consideran riesgos financieros, sí impactan o pueden impactar de manera considerable en las finanzas de la empresa.

Riesgo de desastres/catástrofes

Aquí podemos enmarcar la pandemia de la Covid-19, de cuyos impactos ya se ha comentado largamente en el presente trabajo.

También podemos incluir el conflicto bélico, del cual también se ha comentado, pero vale la pena resaltar el impacto en los costes de las materias primas (hierro y otros para la construcción) y la energía.

Riesgo País

Luego de la pandemia, las macroeconomías nacionales y regionales se han visto seriamente afectadas teniendo consecuencias de diversa magnitud en cuanto a crisis de endeudamiento de los agentes económicos, inflación en crecimiento, etc. Esto ha provocado diferentes respuestas por parte de los gobiernos. Por lo tanto, plantea un escenario de posible recesión o, al menos, desaceleración económica. Esto último, por ejemplo, producto de políticas monetarias antiinflacionarias.

Si a lo dicho adicionamos el efecto que la guerra ha tenido sobre la inflación y sobre la estabilidad política de la región, el impacto cobra mayor relevancia.

¿Cómo este riesgo impacta sobre las finanzas de la empresa? En principio la suba del tipo de interés como medida contra la inflación obliga a prever un aumento del coste de la deuda, exposición que ha mermado la empresa mediante la desinversión de las oficinas del BBVA, consiguiendo reducir el apalancamiento financiero.

Y, por otro lado, el riesgo de inestabilidad que presenta el conflicto bélico, tal como se ha comentado en el análisis del macroentorno, puede afectar los flujos de inversiones desviándose éstos hacia regiones menos impactadas por el conflicto. Lo cual, puede acarrear inconvenientes para el crecimiento de la empresa.

4.2. Plan de mejoras

4.2.1. Identificación de propuestas de mejora

Del análisis realizado, como ya fuera expuesto, se observa una empresa con gran capacidad en la gestión financiera y en la creación de valor. Su estrategia de diversificación de sectores le ha permitido sostenerse con solidez frente a la crisis generada por la Covid-19.

Pero, como fue comentado en el análisis DAFO, la empresa se encuentra muy expuesta, es decir, es muy dependiente de la economía española. Por lo tanto, como primer punto de mejora se propone la diversificación geográfica, y mejor aún si es fuera del mercado europeo, ya que, si bien la expondría a riesgo cambiario, permitiría no sólo afrontar adecuadamente el conflicto bélico latente en Europa sino también, aprovechar mercados más dinámicos. Esto quizás obligue a abordar un cambio en la cultura organizacional que demuestra ser bastante aversa al riesgo.

Por otro lado, mejorar la posición de liquidez mediante la mejora en la gestión del proceso constructivo para no recurrir a la desinversión o a la toma de deuda para lograrlo. Esto daría un margen de maniobra superior, además de mejorar la rentabilidad vía mayor eficiencia.

Con respecto a la eficiencia, hay que agregar que la tasa de ocupación es menor a la de Inmobiliaria Colonial. Establecer un replanteamiento de la estrategia comercial incorporando nuevos segmentos de clientes, como las startups, para lograr completar la ocupación de sus activos es una alternativa interesante que les permitiría introducir además nuevos clientes que, en muchos casos, presentan un gran potencial.

Al mismo tiempo, disminuir el coste medio de la deuda. Ya se mencionó que el coste medio de la deuda de su principal competidor es menor, lo cual evidencia una diferencia de gestión ya que el tamaño de las empresas es muy similar. Si bien esto fue temporalmente corregido en el primer semestre de 2022, es esperable que se mantenga una política activa de vigilancia a este respecto.

Tal como se desarrolló en el análisis CAME, sería conveniente desarrollar un análisis pormenorizado que explique las variables determinantes del rápido crecimiento de la empresa. Una vez identificadas, desarrollar indicadores tanto internos como del entorno que permitan prever, con la suficiente antelación para actuar, un cambio de tendencia o un estancamiento.

Mejorar los indicadores bursátiles. El PER arrojado estaría indicando una infravaloración del mercado. Por lo tanto, la mejora de gestión de la liquidez y la eficiencia operativa, junto a un mejor plan de comunicación, que resulte claro y convincente sobre los flujos futuros resulta de gran importancia dado que se trata de una empresa cotizada en la cual no sólo hay que gestionar y obtener resultados sino, además, comunicar efectivamente de modo que el inversor lo crea.

Por otro lado, más que una propuesta de mejora sería asegurar la correcta medición de indicadores para continuar haciendo bien aquello que les arroja buenos resultados. Cabe destacar los siguientes tópicos:

- Retención del talento: con especial énfasis en el equipo directivo.
- Transparencia en la gestión: realizar mapa de riesgos para identificar hitos clave de medición y auditoría.
- Política medioambiental: como empresa líder, deberá plantearse continuamente alcanzar las máximas certificaciones.

4.3.Estados financieros provisionales

4.3.1. Supuestos considerados

Para la realización de los estados financieros proyectados para los años 2022, 2023 y 2024 se han considerado una serie de supuestos que se detallarán a continuación. Pero, antes de ello, se debe aclarar que los mismos atienden a las propuestas de mejora desarrolladas en el epígrafe anterior, así como a las acciones consideradas en el análisis CAME dentro del

apartado de análisis estratégico. Es necesario comprender, así mismo, que existen partidas para las cuales sólo se mantendrán constantes las proporciones ya sea respecto de la cifra de negocios, o bien respecto de inversiones o aquella partida que resulte pertinente.

La naturaleza del sector en el que opera la empresa obliga a comprender que para proyectar los ingresos es necesario primero proyectar las inversiones inmobiliarias. Este no suele ser el punto de partida cuando realizamos modelización financiera en otros rubros, como pueden ser el comercial y/ o industrial.

A su vez, los ingresos dependerán de la tasa de ocupación, factor decisivo en la determinación de la cuantía de estos y que, a su vez, está considerado como un ítem a mejorar, de modo de acercarse a su principal competidor.

Por último, las rentas (ingresos), se encontrarán influenciadas por el IAPC (Índice armonizado de precios de consumo), variable de ajuste de los principales contratos de arrendamiento mantenidos por la empresa. Los valores utilizados para este modelo corresponden a los presentados en la Figura 9 (pág. 21) del presente trabajo.

Para obtener un modelo fiable de proyección de ingresos se ha utilizado el análisis de regresión lineal mediante el paquete de análisis de datos disponible en el programa Microsoft Excel, siendo sus resultados los siguientes:

Figura 13. Resumen de análisis de regresión para la predicción del ingreso por rentas.

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,997506836
Coefficiente de determinación R ²	0,995019888
R ² ajustado	0,991284805
Error típico	16,03170238
Observaciones	8

ANÁLISIS DE VARIANZA					
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	3	205405,4531	68468,48436	266,398	4,64256E-05
Residuos	4	1028,061925	257,0154812		
Total	7	206433,515			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	-426,0811437	417,4737105	0,36514018	1585,173984	733,0116963
GAV	0,042864589	0,001907345	2,3215E-05	0,037568951	0,048160226
ipc n-1	1754,110064	740,4024153	0,07689372	301,5765983	3809,796725
Ocup	405,1586036	434,7271453	0,40410349	-801,837451	1612,154658

Fuente: elaboración propia, 2022.

Como se puede observar en el resumen del análisis, es un modelo que ajusta muy bien sus predicciones, presentando un R² mayor a 0,99. Es cierto que existen algunos indicadores con valores poco aconsejables, como una probabilidad de ser nulo para la tasa de ocupación o para el término independiente, muy por encima de 0,05 (valor estándar considerado como límite), o el ipc (n-1) que también supera a dicho valor. Pero dado que el estadístico “valor crítico de F” es muy próximo a cero, algo requerido para ser un modelo confiable, y dado también el fin que se persigue mediante el mismo, resulta totalmente aceptable la función arrojada para proyectar los ingresos. Esta queda definida como:

$$\text{Ingresos por rentas} = -426,0811 + 0,0429 \cdot \text{GAV} + 1754,11 \cdot \text{IAPC}_{n-1}(\text{año anterior}) + 405,1586 \cdot \text{T.Oc.}$$

A su vez, se consideraron las siguientes evoluciones planteadas como hipótesis para el GAV y la Tasa de Ocupación:

Tabla 21. Hipótesis sobre la evolución de la Tasa de Ocupación y el GAV.

	2021	2022	2023	2024
TASA DE OCUPACIÓN	100,00%	100,50%	101,00%	101,00%
GAV	100,00%	96,00%	102,00%	102,00%

Fuente: elaboración propia, 2022.

Cabe aclarar que la variación de -4% del GAV para el año 2022, se corresponde con la venta de la cartera de oficinas al BBVA ya mencionada en apartados anteriores.

El resto de las variables sobre las cuales se han propuesto hipótesis sobre su evolución por estar relacionadas con variables determinantes según las propuestas de mejoras son:

Tabla 22. Hipótesis sobre la evolución de las inversiones inmobiliarias, otros gastos de explotación, coste medio de la deuda y LTV.

	2021	2022	2023	2024
INVERSIONES INMOBILIARIAS	100,00%	99,50%	100,50%	101,00%
OTROS GASTOS DE EXPLOTACIÓN	100,00%	99,50%	99,50%	99,50%
COSTE MEDIO DEUDA	100,00%	94,00%	99,00%	99,00%
LTV	100,00%	90,00%	100,00%	100,00%

Fuente: elaboración propia, 2022.

Al igual que lo mencionado para el GAV en el párrafo precedente, el LTV proyectado para el año 2022 refleja dicha operación inmobiliaria.

4.3.2. Cuenta de Pérdidas y Ganancias

Para el cálculo del impuesto a las ganancias se ha tomado la tasa media efectiva sobre Resultado antes de impuestos del año 2021.

La dotación de amortización se obtiene mediante la aplicación de la tasa media de amortización procedente de dividir la amortización del año 2021 sobre el total inmovilizado del mismo año.

Los gastos de personal se mantienen constantes como reflejo de la mejora operativa buscada.

Los gastos financieros se obtienen por medio de multiplicar el coste medio de la deuda planteado en las hipótesis por el saldo de las partidas de deudas contraídas con entidades de crédito tanto a largo como a corto plazo.

La variación de valor razonable de inversiones inmobiliarias se calcula en base a la proporción del año 2021 de esta partida respecto al saldo de inversiones inmobiliarias multiplicado por el saldo de esta última partida del año proyectado.

La variación de valor razonable de inversiones financieras, los ingresos financieros y el resultado por enajenación de instrumentos financieros se calculan en base a considerar estable la proporción entre dichas partidas y el saldo de inversiones financieras.

Para el resto de las variables se considera que se mantiene la proporción del año 2021 respecto al importe neto de la cifra de negocios.

Tabla 23. Cuenta de Pérdidas y Ganancias proyectada.

OPERACIONES CONTINUADAS		31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
Importe neto de la cifra de negocios	468.203	584.805	641.484	559.842
Otros ingresos de explotación	4.277	5.342	5.860	5.114
Gastos de personal	(40.779)	(40.779)	(40.779)	(40.779)
Otros gastos de explotación	(68.582)	(85.233)	(93.494)	(81.595)
Resultado por enajenación de inmovilizado	4.057	3.895	3.973	4.052
Dotación a la amortización	(1.858)	(1.876)	(1.913)	(1.960)
Exceso de provisiones	1.169	-	-	-
Variación de valor razonable en inversiones inmobiliarias	177.008	178.695	182.211	186.721
Diferencia negativa en combinación de negocios	-	-	-	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	543.495	644.849	697.342	631.395
Variación del valor razonable de instrumentos financieros	73.071	92.567	94.389	96.725
Variación de valor razonable de instrumentos financieros- Derivado Implícito	59.170	59.734	60.909	62.417
Variación de valor razonable de instrumentos financieros- Otros	13.901	14.033	14.310	14.664
Ingresos financieros	5.421	6.849	7.082	7.046
Resultado por enajenación de instrumentos financieros	(1.349)	(1.704)	(1.762)	(1.753)
Gastos financieros	(136.400)	(120.381)	(113.759)	(108.148)
Participación en resultados por puesta en equivalencia	34.560	43.167	47.351	41.324
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	518.798	665.347	730.642	666.589
Impuest sobre Sociedades	(6.581)	(8.450)	(9.279)	(8.466)
RESULTADO DEL EJERCICIO	512.217	656.897	721.363	658.123
Atribuible a accionistas de la Sociedad Dominante	512.217	656.897	721.363	658.123

Fuente: elaboración propia, 2022. Exceptuando los datos de 2021 cuya fuente es Merlin Properties, 2022.

4.3.3. Balance

Las siguientes partidas del activo se han proyectado suponiendo que la proporción de estas respecto de las inversiones inmobiliarias se mantienen constantes: Otros activos intangibles, inmovilizaciones materiales, inversiones contabilizadas por el método de la participación, inversiones financieras no corrientes y existencias.

Las que se mencionan a continuación se basan en la proporción de las mismas sobre el importe neto de la cifra de negocios: activos por impuesto diferido, deudores comerciales, otros activos financieros corrientes, otros activos corrientes y el efectivo y otros activos líquidos equivalentes.

En cuanto a la estructura financiera, se detallarán las consideraciones en los párrafos siguientes.

En el Patrimonio Neto las cuentas Capital suscrito, Prima de emisión, Otras aportaciones de socios y Ajustes por cambio de valor permanecerán constantes. Quedando sólo variables y calculadas sobre la base de considerar constante la proporción entre estas partidas y el resultado del ejercicio: Acciones propias y Dividendos a cuenta.

En el pasivo, las cuentas que se mencionan a continuación se calculan en base a la proporción de estas respecto a las inversiones inmobiliarias pero afectadas, a su vez, por la evolución del

indicador LTV planteado en las hipótesis: Deudas a largo plazo con entidades de crédito, Otros pasivos (no corrientes) financieros, Obligaciones y otros valores negociables de corto plazo, Deudas a corto plazo con entidades de crédito y Otros pasivos financieros corrientes.

El resto de las partidas se proyectan sobre la base de considerar constante la razón entre estas y el importe neto de la cifra de negocios.

Se considera variable de ajuste para el cuadro del balance, la partida Obligaciones y otros valores negociables del Pasivo no corriente. Si bien es habitual que la variable de ajuste sea Deuda a corto plazo, la naturaleza del sector en el que opera la empresa, cuyas inversiones se realizan a largo plazo y cuyo endeudamiento es, en su mayoría, a largo plazo, provoca este cambio de criterio.

Tabla 24. Balance proyectado.

	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
ACTIVO NO CORRIENTE				
Otros activos intangibles	1.594	1.609	1.641	1.681
Inmovilizaciones materiales	9.160	9.247	9.429	9.663
Inversiones inmobiliarias	12.297.257	12.414.466	12.658.750	12.972.058
Inversiones contabilizadas por el método de la participación	482.784	487.386	496.976	509.276
Inversiones financieras no corrientes	359.791	455.787	464.756	476.259
Derivados	167.080	168.672	171.992	176.248
Otros activos financieros	192.711	194.548	198.376	203.286
Activos por impuesto diferido	83.808	104.680	114.825	100.211
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	13.234.394	13.473.175	13.746.377	14.069.149
ACTIVO CORRIENTE				
Existencias	38.697	39.066	39.835	40.820
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	39.625	49.493	54.290	47.381
Otros activos financieros corrientes	82.919	103.569	113.607	99.148
Otros activos corrientes	10.481	13.091	14.360	12.532
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	866.721	1.082.570	1.187.493	1.036.360
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	1.038.443	1.287.790	1.409.585	1.236.242
TOTAL ACTIVO	14.272.837	14.760.965	15.155.962	15.305.391

	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
PATRIMONIO NETO				
Capital suscrito	469.771	469.771	469.771	469.771
Prima de emisión	3.647.876	3.647.876	3.647.876	3.647.876
Reservas	2.566.276	2.976.155	3.501.808	4.079.047
Otras aportaciones de socios	540	540	540	540
Ajustes por cambios de valor	(67.420)	(67.420)	(67.420)	(67.420)
Acciones propias	(32.305)	(41.430)	(45.496)	(41.507)
Dividendo a cuenta	(70.033)	(89.814)	(98.629)	(89.982)
Resultado del ejercicio atribuible a la Sociedad Dominante	512.217	656.897	721.363	658.123
Patrimonio neto atribuible a la Sociedad Dominante	7.026.922	7.552.575	8.129.814	8.656.448
TOTAL PATRIMONIO NETO	7.026.922	7.552.575	8.129.814	8.656.448

PASIVO NO CORRIENTE					
Obligaciones y otros valores negociables	4.017.570	3.885.897	3.581.353	3.311.573	
Deudas a largo plazo con entidades de crédito	1.641.139	1.573.942	1.588.864	1.611.907	
Otros pasivos financieros	158.353	143.876	146.707	150.338	
Pasivos por impuesto diferido	681.013	850.613	933.055	814.304	
Provisiones	11.210	14.002	15.359	13.404	
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	6.509.285	6.468.331	6.265.338	5.901.526	
PASIVO CORRIENTE					
Provisiones	0	0	0	0	
Obligaciones y otros valores negociables	585.155	561.196	566.516	574.732	
Deudas a corto plazo con entidades de crédito	14.853	14.245	14.380	14.588	
Otros pasivos financieros corrientes	7.864	7.542	7.614	7.724	
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	114.155	142.584	156.404	136.498	
Pasivos por impuestos sobre ganancias corrientes	3.935	4.915	5.391	4.705	
Otros pasivos corrientes	7.668	9.578	10.506	9.169	
TOTAL PASIVO CORRIENTE	736.630	740.059	760.810	747.417	
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	14.272.837	14.760.965	15.155.962	15.305.391	

Fuente: elaboración propia, 2022. Exceptuando los datos de 2021 cuya fuente es Merlin Properties, 2022.

4.3.4. Estado de Flujos de Efectivo

Dada la naturaleza de su formulación, pocas aclaraciones hacen falta sobre la proyección de este estado financiero, quedando sólo algunas respecto de la utilización, o no, de partidas presentadas en el año 2021.

Las partidas correspondientes a cobros por desinversiones no se utilizarán en la proyección, quedando reflejado el flujo neto dentro de las partidas correspondientes a Cobros y pagos por inversiones.

Tabla 25. Estado de flujos de efectivo proyectado.

	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN	230.466	501.628	484.306	208.602
Beneficio del ejercicio antes de impuestos	518.798	665.347	730.642	666.589
Ajustes al resultado	(144.780)	(170.853)	(182.083)	(186.210)
Amortización del inmovilizado	1.858	1.876	1.913	1.960
Correcciones valorativas por inversiones inmobiliarias	(177.008)	(178.695)	(182.211)	(186.721)
Variación de provisiones no corrientes	11.079	2.792	1.357	(1.955)
Resultados por bajas y enajenaciones de inmovilizado	(4.057)	(3.895)	(3.973)	(4.052)
Ingresos financieros	(5.421)	(6.849)	(7.082)	(7.046)
Gastos financieros	136.400	149.653	149.653	149.653
Variación de valor razonable de instrumentos financieros	(73.071)	(92.567)	(94.389)	(96.725)
Participación en los resultados de las inversiones contabilizadas por el método de costo	(34.560)	(43.167)	(47.351)	(41.324)
Otros ingresos y gastos	-	-	-	-
Diferencia negativa en combinación de negocios	-	-	-	-
Cambios en el capital corriente	(22.003)	157.407	87.120	(120.018)
Existencias	(5.261)	(369)	(769)	(986)
Deudores y otras cuentas a cobrar	(6.257)	(9.868)	(4.797)	6.910
Otros activos corrientes	7.183	(2.610)	(1.269)	1.828
Acreedores y otras cuentas a pagar	(28.030)	28.429	13.819	(19.906)
Otros activos y pasivos	10.362	141.825	80.135	(107.863)

Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	(121.549)	(150.274)	(151.374)	(151.759)
Pagos de intereses	(120.864)	(149.653)	(149.653)	(149.653)
Cobros por intereses	3.011	6.849	7.082	7.046
Cobros/ pagos por Impuesto sobre Beneficios	(3.696)	(7.470)	(8.803)	(9.152)

FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	110.230	36.597	7.478	(35.429)
Cobros y pagos por inversiones	(177.359)	36.597	7.478	(35.429)
Salida de caja neta en la adquisición de negocios	(2)	(4.602)	(9.590)	(12.300)
Inversiones inmobiliarias	(182.389)	61.486	(62.072)	(126.587)
Inmovilizaciones materiales	(2.332)	3.807	3.791	3.819
Activos intangibles	(1.342)	(15)	(32)	(41)
Activos financieros	8.706	(24.080)	75.382	99.681
Cobros por desinversiones	287.589	-	-	-
Inversiones financieras	75.557	-	-	-
Inversiones inmobiliarias	212.032	-	-	-

FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN	274.003	(322.376)	(386.861)	(324.306)
Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	(210.104)	(98.939)	(102.694)	(85.994)
Emisión de instrumentos de patrimonio	-	-	-	-
Compra de acciones propias	(5)	(9.125)	(4.066)	3.988
Devoluciones de Prima	(140.066)	-	-	-
Pago Dividendos	(70.033)	(89.814)	(98.629)	(89.982)
Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	484.107	(223.437)	(284.167)	(238.313)
Emisión de deudas con entidades de crédito	417	-	15.057	23.252
Emisión de obligaciones y bonos	494.229	-	-	-
Devolución de deudas con entidades de crédito	(10.539)	(67.805)	-	-
Devolución de obligaciones y bonos	-	(155.632)	(299.224)	(261.564)

AUMENTO/ DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENTES	614.699	215.849	104.923	(151.133)
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	252.022	866.721	1.082.570	1.187.493
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	866.721	1.082.570	1.187.493	1.036.360

Fuente: elaboración propia, 2022. Exceptuando los datos de 2021 cuya fuente es Merlin Properties, 2022.

4.4. Cuadro de mando integral

4.4.1. Definición de perspectivas

El cuadro de mando integral o Balanced ScoreCard, es una herramienta de gestión empresarial desarrollada por Kaplan y Norton en la década de los 90. En él se definen cuatro perspectivas o ejes considerados estratégicos para medirlos y facilitar la gestión de los mismos, con el fin del correcto desarrollo de la empresa.

Las perspectivas son: del cliente, procesos internos, desarrollo y aprendizaje y financiera. Para cada una de ellas se establecerán las distintas variables que se pretenden mejorar o sostener, las métricas que se utilizarán para medir su performance y las metas definidas.

En el caso particular bajo análisis, se definirán dichos objetivos y métricas en función de lo analizado hasta el momento, el diagnóstico realizado y las propuestas de mejora mencionadas.

Si bien se desarrollarán indicadores, métricas y objetivos para cada perspectiva, deben entenderse todos ellos interrelacionados, puesto que la consecución de unos logros redundará en beneficios para la empresa como un todo, por lo tanto, también afectarán a las restantes perspectivas.

4.4.2. Definición de métricas para el cumplimiento de los objetivos

Figura 14. Cuadro de mando integral.

PERSPECTIVA	INDICADOR	MÉTRICA	OBJETIVO
CLIENTES	DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA	Cantidad de nuevos mercados por período	Aumentar la presencia de la compañía en mercados fuera de España.
	DIVERSIFICACIÓN POR SECTORES	Peso relativo de cada sector	Reducir participación de sectores maduros y aumentar nuevos sectores para sostener con éxito la política de diversificación llevada a cabo hasta el momento.
	INGRESOS	TASA DE OCUPACIÓN	Aumentar la tasa de ocupación
	SATISFACCIÓN	Porcentaje de renovación de contratos	Sostener el porcentaje de renovación de contratos
	PARTICIPACIÓN DE MERCADO	Nuevos clientes	Aumentar Tasa de altas de clientes
DESARROLLO Y APRENDIZAJE	CAPACITACIÓN EMPLEADOS	Cantidad de empleados que toman cursos de formación ofrecidos	Aumentar el porcentaje de empleados que toman cursos de capacitación diagramados por la empresa
	RRHH	Tasa de retención	Sostener o aumentar la permanencia del equipo directivo clave.
		Tasa de satisfacción	Aumentar el nivel de satisfacción
	COMUNICACIÓN	Tasa de incidencias o reclamos	Disminuir las incidencias o reclamos generados en los procesos de comunicación
	SEGURIDAD	Tasa de accidentes laborales	Disminuir la tasa de accidentes laborales tanto en oficina como en obra

FINANCIERA	RIESGO DE TIPO DE INTERÉS	Nivel de exposición	Disminuir al máximo posible la exposición al riesgo de tipos de interés
	RIESGO CAMBIARIO	Nivel de exposición	Disminuir al máximo posible la exposición al riesgo cambiario que ha de aplicar en caso de la diversificación geográfica fuera de zona Euro.
	LIQUIDEZ	Ratio de liquidez	Aumentar la liquidez a niveles iguales o superiores que su principal competidor
		RCSD	Aumentar la ratio de cobertura de servicio de la deuda
	COSTE DE LA DEUDA	Coste medio de la deuda	Disminuir el indicador a niveles iguales o inferiores al de su principal competidor
	COMUNICACIÓN	PER	Mejorar la comunicación al inversor de modo que permita salir de la zona de infravaloración medida por el PER
PROCESOS INTERNOS	CREACIÓN DE VALOR	Cadena de valor	Sostener los valores de este indicador que refleja la gestión de la creación de valor.
	TRANSPARENCIA	Sistema de puntaje en auditorías	Establecer un sistema de puntajes para auditorías internas que midan la transparencia en la gestión
	MEDIOAMBIENTE	Nuevas certificaciones	Alcanzar las máximas certificaciones en materia medioambiental
	INNOVACIÓN	Nuevos segmentos	Incorporar nuevos segmentos de negocio acordes a los cambios en el entorno (ej.: Datacenters)
		Nuevos Procesos constructivos	Incorporar nuevos procesos constructivos que mejoren indicadores de calidad y productividad.
	OPERACIÓN	Productividad de los empleados	Disminuir la proporción gastos de personal sobre ingresos
		Eficiencia operativa	Disminuir la proporción gastos de explotación sobre ingresos

Fuente: elaboración propia, 2022.

4.5. Valoración de la empresa

4.5.1 Elección del método de valoración

Si bien existen numerosos métodos de valoración de empresas, como puede ser la valoración por múltiplos, opciones reales, etc., el método de flujos de caja descontados ofrece una alternativa que permite obtener el valor intrínseco de una compañía puesto que se trata de descontar, a una tasa determinada, los flujos de caja que se espera la empresa genere en el futuro. Si bien es cierto que la obtención de la tasa de descuento presenta algunas dificultades

conceptuales, existe un vasto consenso en la utilización del modelo de tasas ponderadas (WACC por sus siglas en inglés); lo mismo aplica para la tasa de coste de capital, para la cual también existe consenso sobre la utilización del modelo de fijación de precios de activos de capital, CAPM (por sus siglas en inglés), sobre todo cuando se trata de empresas cotizadas.

Otro factor para considerar, de gran importancia relativa, es la obtención del valor residual, esto es el valor que se otorgará a la actualización de los flujos más allá de las proyecciones. Aquí existen también numerosos enfoques, siendo el elegido para el presente trabajo el de la empresa operando, por lo tanto, se calculará como una renta perpetua.

4.5.2 Valoración de la empresa

A continuación, se presentan los flujos de caja libres proyectados:

Tabla 26. Flujos de caja libres proyectados.

	2021	2022	2023	2024
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	543.495	644.849	697.342	631.395
(-) Variación de valor razonable en inversiones inmobiliaria	(177.008)	(178.695)	(182.211)	(186.721)
Resultado ajustado	366.487	466.154	515.131	444.674
(-) Impuesto marginal (tasa media 1,5%)	(5.497)	(6.992)	(7.727)	(6.670)
Resultado ajustado después de impuestos	360.990	459.161	507.404	438.004
(+/-) Inversiones CAPEX netas	(210.479)	(123.773)	(255.969)	(327.802)
(+/-) Inversiones operativas netas	15.638	42.059	(15.145)	(46.704)
FLUJO DE CAJA LIBRE	166.149	377.447	236.290	63.498

Fuente: elaboración propia, 2022.

El coste de capital viene determinado, según el modelo CAPM, como:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f), \text{ donde}$$

K_e : coste de capital

R_f : tasa libre de riesgo. Para este análisis se utilizó la tasa del bono español a 10 años.

R_m : rentabilidad exigida al mercado.

$(R_m - R_f)$: prima de riesgo del mercado

β : es una medida de volatilidad que puede ser calculada de diversas formas. En el caso de Merlin se encuentra disponible en numerosos sitios webs de análisis bursátil. Para el caso se ha considerado una Beta apalancada del 1,07.

A su vez, el coste de la deuda K_d viene determinado por la tasa libre de riesgo más un diferencial proveniente de la calificación crediticia. En el caso de Merlin, al tener una calificación Baa2, se considera un spread del 1,60%.

Luego, podemos calcular la tasa de descuento utilizando el WACC para ello:

$$WACC = (D/D+E) * K_d + (E/D+E) * K_e, \text{ donde}$$

D: valor de la deuda

E: valor del equity.

Presentados los métodos de cálculo, en la tabla a continuación, se muestran los valores obtenidos:

Figura 15. Cálculo del WACC.

Beta_i	1,07
Tasa libre de riesgo (%)	0,34%
Prima de mercado (%)	6%
Spread Rating (%)	1,60%
Coste deuda (%)	1,9%
Coste capital (%)	6,76%
WACC	3,98%

Fuente: elaboración propia, 2022.

Para el cálculo del valor residual o terminal se utilizará la siguiente fórmula:

$$VT = FC_{2024} * (1+g) / (WACC - g), \text{ donde}$$

VT: valor terminal o residual.

FC₂₀₂₄: flujo de caja correspondiente al año 2024.

g: tasa de crecimiento.

Suponiendo una tasa de crecimiento conservadora del 1%, el valor sería igual a:

Figura 16. Cálculo del Valor Terminal.

FC ₂₀₂₄	63.498
g	1%
WACC	3,98%
VT	1.835.189

Fuente: elaboración propia, 2022.

Entonces, el flujo de caja del año 2021 no se descontará por considerarse el año 0, y descontándose los flujos de caja de los años 2022, 2023 y 2024 al WACC, sumando luego el VT, el valor de la empresa sería (expresado en miles de €):

Figura 17. Cálculo del Valor de la empresa por el método de descuento de flujos de caja.

FLUJOS DESCONTADOS	804.203 €
VALOR TERMINAL	1.835.189 €
VALOR EMPRESA	2.639.392 €

Fuente: elaboración propia, 2022.

Ahora bien, si consideramos que el flujo de caja proyectado para el año 2024 incorpora una serie de cambios de políticas ya explicados, y que el crecimiento posterior no se ve reflejado, de este modo, en el cálculo del valor terminal, se podría realizar el ejercicio, a modo de analizar la sensibilidad del valor de la empresa ante un cambio en el flujo de caja considerado para el cálculo del valor terminal, de cambiar dicho flujo de caja, por el promedio de los años en la Tabla 26, quedando lo siguiente:

Figura 18. Cálculo del Valor de la empresa modificando el Valor Terminal.

FC _{prom}	210.846
g	1%
WACC	3,98%
VT	6.093.800

FLUJOS DESCONTADOS	804.203 €
VALOR TERMINAL	6.093.800 €
VALOR EMPRESA	6.898.003 €

Fuente: elaboración propia, 2022.

Podemos observar que ante una variación del 232% del flujo de caja base del cálculo del VT (en consecuencia, misma variación de VT), el valor de la empresa crece en un 161%, resaltando así la importancia que representa el valor terminal en la valoración de una empresa.

De hecho, si tomamos los datos a Agosto 2022 del PER de empresas comparables, y realizamos la valoración por múltiplos, podemos notar en la figura a continuación, que el valor de la empresa se situaría aproximadamente en el promedio de los dos valores calculados por el método de descuento de flujos de caja:

Figura 19. *Cálculo del Valor de la empresa por el método de múltiplos.*

	LAR	COLONIAL	PROMEDIO
PER	10,9	20,38	15,64

DATOS MERLIN	
BPA	0,5972 €
PO	9,34 €
Cant. Acc.	469770750
VALOR	4.387.757 €

Fuente: elaboración propia, 2022.

5. CONCLUSIONES

En el presente trabajo se ha realizado un análisis completo de la firma, siempre desde un punto de vista externo, que ha abarcado un análisis estratégico del entorno, de su competencia y de las fortalezas y debilidades que posee la empresa para abordar su misión de creación de valor.

Luego se ha profundizado en el análisis económico-financiero, analizando su estructura económica y financiera mediante el análisis vertical y horizontal de sus cuentas anuales. Así, se ha continuado con el análisis mediante ratios, que ha permitido focalizar en aspectos como la liquidez, la eficiencia y eficacia operativas, el nivel de endeudamiento, etc. Todas cuestiones claves para comprender la salud económica y financiera de una empresa.

Una vez realizado el diagnóstico, se han identificado los principales riesgos a los que se encuentra expuesta la firma así como sus políticas de financiación e inversión, para concluir en una propuesta de plan de mejoras.

De esta forma, se ha construido un cuadro de mando integral en el que se plantearon metas relacionadas con el plan propuesto y con el análisis estratégico realizado en el comienzo.

Con todo ello, se pudo expresar en números mediante la proyección de los estados financieros, el plan de mejoras propuesto. Logrando así la mejora de los indicadores clave para la medición de dichas propuestas.

Para finalizar el presente trabajo, se ha procedido a calcular el valor de la empresa por el método de descuento de flujos de caja, y se ha analizado también su sensibilidad a cambios en el valor terminal, así como se ha comparado con el valor obtenido por el método de valoración por múltiplos, puntualmente se ha utilizado el PER (Price Earning Ratio) para su cálculo.

Durante este recorrido se ha perseguido, tal como fuera manifestado en la introducción y en el planteamiento de los objetivos, la aplicación de los conocimientos adquiridos durante el máster, aportando el estudio individual y el espíritu crítico que debe mantener todo profesional, siguiendo una estructura sistemática de estudio y análisis.

A modo de conclusión, Merlin Properties ha sido afectada por la crisis de la COVID-19, hecho que se vio reflejado en su posición de liquidez desmejorada, en el aumento de la partida de deudores, que redundó en un mayor apalancamiento que, como se ha visto, en el año 2020 implicó una pérdida de rentabilidad no menor. Ya en 2022, esta situación se ha visto corregida mediante una importante operación de desinversión y restructuración de deuda, mejorando así el grado de apalancamiento y la posición de liquidez. Y se menciona “mejorando el grado de apalancamiento” porque se avecinan tiempos complejos de gran incertidumbre. Y es voluntad manifiesta de la compañía encontrarse en una posición sólida y solvente, para afrontar este escenario.

En términos generales se trata de una empresa muy estable, que demuestra una gran capacidad de gestión financiera y directiva, que ha sabido crear valor a un ritmo vertiginoso y que tiene el desafío por delante de consolidarse y sostenerse en el tiempo.

Desde el punto de vista aquí tratado, sería deseable una mayor diversificación geográfica que aminore la exposición a la economía española, y quizás, a la europea. Sabiendo, en este sentido, que Europa estará íntimamente ligada a la incertidumbre producto del conflicto bélico en curso y de difícil pronóstico en cuanto a su duración y efectos.

De este modo, se espera haber contribuido al enriquecimiento de la profesión, al conocimiento en general, dejando expuestos los conceptos aprehendidos.

6. LIMITACIONES Y PROSPECTIVA

Ya se ha comentado en numerosos pasajes de este trabajo que el análisis fue realizado desde un punto de vista externo. Este hecho reviste importancia frente a las conclusiones a las que se pueden abordar.

En primer lugar, el análisis estratégico interno, en cuanto a fortalezas y debilidades que posee la empresa, se encuentra sumamente limitado al desconocer las políticas de recursos humanos, procesos internos para la mejora de la productividad o la transparencia en la gestión, por citar sólo algunos de los múltiples aspectos que se podrían conocer de tener una visión interna más acabada de la situación real.

Pero no sólo se limita al aspecto estratégico del análisis, sino también a cuestiones relativas al análisis económico financiero. Poseer información detallada de las inversiones hubiese permitido arribar a información certera sobre el período medio de maduración financiera.

A su vez, el desconocimiento sobre la descomposición de instrumentos financieros, partidas de inversiones y otras partidas ha obligado a agrupar algunas de ellas en el estado de flujos de efectivo. También, en el mismo sentido, se ha optado por un criterio conservador para el planteamiento de hipótesis de comportamiento de diferentes partidas del balance y la cuenta de pérdidas y ganancias.

Por otro lado, pero con similares consecuencias, se trata de una empresa relativamente nueva, dentro de un sector relativamente novedoso en España, razón por la cual no se cuenta con el volumen de información histórica y análisis realizados suficientes como para reforzar los análisis realizados sobre distintas variables económicas y sus correlaciones con la actividad de la empresa. Se ha intentado, no obstante, dotar de la mayor rigurosidad y consistencia posible a los análisis vertidos en el presente trabajo.

Quedará para un análisis futuro, profundizar sobre estos aspectos, así como verificar la adopción de las propuestas de mejora aportadas. De este modo podrá contrastarse con la realidad si las asunciones planteadas son cumplidas, en qué grado y qué variables nuevas pueden estar afectando la evolución del comportamiento económico-financiero que no hayan sido tenidas en cuenta en este análisis.

Referencias bibliográficas

Banco de España (2020). García-Vaquero, V. y Roibás, I. (2020). Evolución reciente de las SOCIMI en España. (Artículos Analíticos – Boletín Económico 3/2020). Banco de España. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/20/T3/descargar/Fich/be2003-art26.pdf>

Banco de España. (2022). Gavilán A. Proyecciones macroeconómicas de España 2022-2024. <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/DirectoresGenerales/economia/Arc/Fic/IIPP-2022-04-05-gavilan.pdf>

Cercle D’Economie. (2021). España en el contexto político de la postpandemia. <https://cerclededeconomia.com/es/espanya-en-el-context-geopolitic-de-la-postpandemia/>

Díaz, J. (29 de marzo de 2022). Merlin Properties. Declaraciones de D. Ismael Clemente (CEO). *Renta4banco*. <https://www.r4.com/articulos-y-analisis/seguimiento-de-companias/merlin-properties-declaraciones-de-d-ismael-clemente-ceo>

European Public Real Estate Association. (2022). Guidelines. <https://www.epra.com/finance/financial-reporting/guidelines>

European Public Real Estate Association (7 de junio de 2022). Interest rates and inflation: what are the challenges for listed real estate. [https://prodapp.epra.com/media/EPRA-Interest rate and inflation-June 2022 1654762729912.pdf](https://prodapp.epra.com/media/EPRA-Interest%20rate%20and%20inflation-June%202022_1654762729912.pdf)

Garrote, A. (3 de enero de 2022). La escasez de perfiles tecnológicos especializados es una de las principales dificultades de las empresas. *La Razón*. <https://www.larazon.es/economia/20220103/4vi3wj7jivgrlg4snuf2kpy4ku.html>

Instituto de Estudios Financieros (26 de junio de 2011). Rafael Hurtado Coll. Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias

<https://www.iefweb.org/es/publicacion-odf/derivados-sobre-indices-inmobiliarios-caracteristicas-y-estrategias/>

Javier Iglar. (16 de abril de 2018). El NAV y el GAV y su interés en valoración inmobiliaria. *Investing.com*. [https://es.investing.com/analysis/el-nav-y-gav-y-su-interes-en-valoracion-de-inmobiliarias-200221674#:~:text=GAV%20\(Gross%20Asset%20Value\)%3A,pero%20sin%20contabilizar%20las%20deudas.](https://es.investing.com/analysis/el-nav-y-gav-y-su-interes-en-valoracion-de-inmobiliarias-200221674#:~:text=GAV%20(Gross%20Asset%20Value)%3A,pero%20sin%20contabilizar%20las%20deudas.)

Labarca B., M. J. (19 de octubre de 2021). El boom de los 'hubs' en España: más de 15 compañías traen sus centros al país. *La información*. <https://www.lainformacion.com/emprendedores/boom-hubs-espana-15-companias-traen-centros-pais/2851424/>

Harvard Business School (Enero de 2008). Michael Porter. Las 5 fuerzas competitivas que le dan forma a la estrategia. *Harvard Business Review América Latina*.

MIMEISA Asset Management (3 de marzo de 2020). Liquidez y cotización respecto el Valor Actual de los REITs españoles (las SOCIMI). *MIMEISA*. <https://mimeisa.com/blog/liquidez-y-cotizacion-respecto-el-valor-actual-neto-de-los-reits-espanoles-las-socimi/>

MIMEISA Asset Management (16 de marzo de 2020). Los REITs españoles como vehículo de inversión y financiación de la actividad inmobiliaria: las SOCIMI. *MIMEISA*. <https://mimeisa.com/es/blog/los-reits-espanoles-como-vehiculo-de-inversion-y-financiacion-de-la-actividad-inmobiliaria-las-socimi/>

Ministerio de asuntos económicos y transformación digital. (2021). Plan nacional de competencias digitales.

https://portal.mineco.gob.es/RecursosArticulo/mineco/ministerio/ficheros/210127_plan_nacional_de_competencias_digitales.pdf

Pwc. (2020). Las SOCIMI en el mercado inmobiliario español.

<https://www.pwc.es/es/publicaciones/construccion-inmobiliario/socimis-mercado-inmobiliario-espanol.html>