

# **GRADO: Administración y Dirección de Empresas**

**Curso 2017/2018**

## **VALORACIÓN DE UN PROYECTO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO**

Autor/a: Paula Somorrostro López

Director/a: Belén Vallejo Alonso

Bilbao, a 5 de Septiembre de 2018



## Índice del Informe.

1.	INTRODUCCIÓN Y JUSTIFICACIÓN DEL TRABAJO. ....	4
1.1.	Introducción y justificación del trabajo. Presentación del caso elegido.....	4
1.2.	Objetivos y estructura del trabajo. ....	5
1.3.	Metodología utilizada. ....	6
2.	ANÁLISIS DE LA VIABILIDAD DEL PROYECTO SEGÚN NORMATIVA.....	8
2.1.	Localización y descripción del activo inmobiliario. ....	8
2.2.	Normativa legal de carácter urbanístico.....	10
2.3.	Normativa legal reguladora de las SOCIMI. ....	13
2.4.	Descripción del proyecto de inversión inmobiliario que se plantea.....	14
3.	ANÁLISIS DE VIABILIDAD COMERCIAL DEL PROYECTO DE INVERSIÓN.....	17
3.1.	Situación actual y perspectivas generales del sector.....	17
3.1.1.	Sector de la construcción. ....	18
3.1.2.	Inversión extranjera en inmuebles y sectores objetivo. ....	19
3.1.3.	Tendencias en el sector inmobiliario.....	22
3.1.4.	Mejoría en el acceso a créditos hipotecarios.....	23
3.2.	Mercado de la vivienda. ....	24
3.2.1.	Entorno y evolución del mercado. ....	25
3.2.2.	Precios de mercado. ....	27
3.2.3.	Demanda en el área de interés. ....	30
3.2.4.	Oferta en el área de interés. ....	34
3.2.5.	Hipótesis utilizadas.....	36
3.3.	Mercado de oficinas.....	37
3.3.1.	Entorno y evolución del mercado. ....	37
3.3.2.	Precios de mercado. ....	43
3.3.3.	Demanda en el área de interés. ....	45
3.3.4.	Oferta en el área de interés. ....	46
3.3.5.	Hipótesis utilizadas.....	48
4.	ANÁLISIS DE VIABILIDAD ECONÓMICO-FINANCIERA DEL PROYECTO DE INVERSIÓN. ....	50
4.1.	Horizonte temporal y cronograma de actuaciones.....	50
4.2.	Inversiones iniciales y gastos de puesta en marcha.....	52
4.3.	Plan de financiación. ....	56

4.4. Tasas de Actualización. ....	58
4.5. Ingresos y gastos. ....	61
4.6. Desembolso inicial (A) y Flujos Netos de Caja (FCN).....	64
4.7. Equivalente Monetario Cierto del PII.....	66
4.8. Período de Recuperación o Payback, y Payback actualizado.....	67
4.9. Análisis del riesgo.....	68
5. CONCLUSIONES. ....	75
6. Bibliografía.....	78

## **1. INTRODUCCIÓN Y JUSTIFICACIÓN DEL TRABAJO.**

### **1.1. Introducción y justificación del trabajo. Presentación del caso elegido.**

Con la llegada de la crisis iniciada en el año 2008, se desinfló la burbuja inmobiliaria existente en España desde el inicio del presente siglo. Hasta ese momento, parecía que el precio de los inmuebles no tenía techo y la compraventa de viviendas no paraba de aumentar. Sin embargo, esta crisis rápidamente llevó a un paro muy elevado y duros ajustes salariales, que hicieron que los precios alcanzados por las propiedades resultaran inaccesibles para una parte importante de la población. Fueron numerosos los inmuebles que no llegaron a salir al mercado: edificios, solares o parques tecnológicos, entre otros.

Después de casi 10 años de una crisis económica importante, algunos indicadores parecen reflejar que estamos ante una nueva etapa de crecimiento, y encauzados, desde hace algún tiempo, en una recuperación sostenida. Uno de los indicadores que los expertos tienen en cuenta es, precisamente, el sector inmobiliario, que en estos últimos dos años ha vuelto a crecer de una forma sorprendente.

Este crecimiento parece nutrirse de las rentabilidades que vuelven a darse en el sector, y que se obtienen por la escasez de oferta (la construcción de obra nueva, tanto pública como privada, y el crédito para la misma llevan prácticamente una década congelados), por las condiciones más restrictivas en el mercado hipotecario a particulares, y por la aparición de nuevos agentes y/o vehículos de inversión en la bolsa española que profesionalizan el sector, como son las sociedades de inversión inmobiliaria.

Las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria, más conocidas como SOCIMI, son sociedades anónimas cotizadas cuya actividad principal es la adquisición, promoción y rehabilitación de activos de naturaleza urbana para su arrendamiento, bien directamente o bien a través de participaciones en el capital de otras SOCIMI. Las SOCIMI son el equivalente a la figura internacional del REIT (Real Estate Investment Trust), un vehículo de inversión nacido en Estados Unidos en los '60 y que posteriormente se trasladó a Europa.

En España, fueron aprobadas a través de la ley 11/2009, que limita su actividad principal a la adquisición y promoción de activos de naturaleza urbana para su arrendamiento o la tenencia de participaciones en el capital social de otras SOCIMI o de otras entidades extranjeras similares que no sean residentes en paraísos fiscales. Además, estos vehículos presentan ciertas características diferenciadoras como son la necesidad de cotizar en un mercado regulado, el reparto más o menos concreto de beneficios, determinados requisitos de inversión y tenencia de los activos en explotación y un régimen fiscal especial, siempre que se cumplan determinados requisitos, entre otras particularidades.

Actualmente, en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) se encuentran registradas 58 SOCIMI, incorporándose a este mercado más de 30 en el último año. Acorde a la evolución actual del mercado inmobiliario y al florecimiento de tal cantidad de sociedades, es imposible no sentir curiosidad por este fenómeno,

planteándose cómo operan, si dotan de transparencia al mercado, y si los beneficios de constituirse en SOCIMI conllevan rentabilidades tan altas como parecen.

En mi opinión, el análisis de un proyecto de inversión, donde las variables deben estar claras y definidas, unido al mercado inmobiliario, que siempre se ha caracterizado por falta de transparencia y un fuerte componente local y normativo, resulta altamente atractivo como objeto de estudio.

En el marco de este trabajo de inversión, se pretende, por tanto, valorar un proyecto de inversión inmobiliario en el Ensanche, una zona muy específica del centro histórico de Bilbao. El inmueble elegido es donde sitúa actualmente el emblemático Café Iruña, y la idea de realizar un estudio de inversión para este activo nace de una noticia publicada en el diario *El Correo*, el día 28 de febrero de 2018, según la cual, los propietarios de este edificio estarían buscando un comprador.

Dentro del proyecto de inversión se contemplan distintas posibilidades de inversión, teniendo en cuenta los usos que permite la normativa urbanística: de viviendas y/u oficinas; así como las distintas opciones de explotación: en régimen de compraventa o alquiler. La duración del proyecto de inversión, por tanto, dependerá de cada una de las opciones planteadas. Al final del mismo, se establece un valor residual, calculado según dos criterios diferentes: estimación directa y renta perpetua.

Uno de los supuestos o hipótesis de partida es que este proyecto lo lleva a cabo una SOCIMI, tomando como referencia una sociedad cotizada para la realización de los cálculos posteriores. La SOCIMI elegida es Lar España Real Estate SOCIMI S.A. (en adelante Lar España), debido a que la naturaleza de sus inversiones se adapta en mayor medida que otras cotizadas al estudio que queremos desarrollar.

Además, Lar España es una de las cinco sociedades de mayor capitalización bursátil, cotizando hoy en día en el mercado continuo, lo que le dota de mayor solvencia respecto a otras. La SOCIMI se incorporó al SIBE el 5 de marzo de 2014 y tiene un capital social vigente de 189.527.068,00 €. Cotiza en las cuatro bolsas españolas (solo con renta variable) y está gestionada en exclusiva por la compañía inmobiliaria Grupo Lar.

## 1.2. Objetivos y estructura del trabajo.

El presente informe tiene como objeto la selección y valoración de un proyecto de inversión inmobiliario (en adelante PII) en la ciudad de Bilbao, a través del estudio de sus principales aspectos económico-financieros, para tomar la decisión respecto a su puesta en marcha o no, teniendo en consideración las distintas alternativas posibles que nos permite tanto el entorno legal como el de mercado.

Para establecer la idoneidad del PII se ha dividido el presente trabajo en tres bloques diferenciados, aunque dependientes entre sí.

En primer lugar, se realiza un análisis de la viabilidad según las normativas urbanísticas, que son de obligado cumplimiento para este tipo de inversiones, y la relativa a las SOCIMI. El análisis urbanístico se realiza con el objetivo de delimitar los usos a los que podemos destinar el edificio y cómo lo podemos explotar en cuanto a las superficies efectivamente comercializables, restringiendo, a su vez, el alcance de la

intervención en el edificio. Este bloque de análisis resulta fundamental ya que se establecen las variables que luego se analizarán desde los dos siguientes puntos de vista.

Posteriormente se estudia la viabilidad comercial del activo, en donde se analiza la posibilidad de la puesta en marcha del proyecto de inversión en función de la situación actual y la evolución del mercado inmobiliario, una vez acotados los términos técnicos en base a la normativa urbanística. Además del estudio general del sector, se realiza una estimación de la demanda y oferta inmobiliaria existente en la zona de Abando, en donde se sitúa el activo a estudiar.

En tercer lugar, una vez delimitados todos los factores que afectan al proyecto de inversión, se analiza la viabilidad del mismo desde el aspecto económico y financiero, atendiendo a factores no estudiados en los puntos anteriores. El hecho de que el proyecto planteado sea viable desde los anteriores puntos de vista no significa que vaya a serlo desde la perspectiva de su análisis puramente económico.

Este último apartado incorpora un análisis de sensibilidad de las principales variables de la inversión, permitiendo acotar las desviaciones asumibles (o no) en el transcurso de la puesta en marcha y/o posterior vida del PII. Habrá que vigilar muy de cerca las variables que afectan al precio estimado de venta de los inmuebles, y a la evolución de los distintos precios de compra y alquiler, fundamentalmente a medio y largo plazo. Estas variables son muy cambiantes y dependen enormemente de las expectativas del sector inmobiliario.

Finalmente, se expondrán las principales conclusiones del trabajo, extraídas de los distintos resultados que hayamos obtenido. Como iremos viendo a lo largo del informe, y sobre todo al final del mismo, la recuperación del mercado inmobiliario podría estar asentado en previsiones demasiado optimistas, no siendo tan espectacular como parece.

### 1.3. Metodología utilizada.

La valoración del proyecto de inversión inmobiliario aquí presentado se realiza, en términos generales, a partir de la determinación y análisis tanto de los ingresos como de los gastos que se prevén a lo largo del mismo, así como de los desembolsos necesarios en el momento inicial. Estos datos económico-financieros se recopilan con el objeto de calcular el Equivalente Monetario Cierto (EMC), y resolver sobre la rentabilidad del proyecto de inversión, obteniendo también el periodo de recuperación o payback, que es un criterio aproximado que ofrece una medida de la liquidez del proyecto.

La estructura anteriormente explicada obedece de forma directa a la metodología empleada en este informe para hallar o calcular todas las variables que forman parte del análisis del PII planteado y de su valoración, dividiéndose el presente estudio en tres apartados diferentes.

El primer análisis de viabilidad técnica se realiza para conocer la normativa urbanística de obligado cumplimiento que nos resulta de aplicación, y sin la que no es posible actuar.

Esta normativa urbanística nos dirige de forma clara hacia las unidades de negocio factibles desde el punto de vista legal, delimitando los usos que se pueden implantar en el edificio, y nos permite conocer las superficies que podemos comercializar y de las que obtener un rendimiento, restringiendo el alcance de las intervenciones constructivas. La obtención de esta superficie comercializable se traduce, asimismo, en unos costes y unos plazos de actuación determinados, afectando también a los flujos netos de caja y a la duración del proyecto.

Una vez delimitados los usos de explotación o modelos de negocio, acotadas las superficies de las que podemos obtener rentabilidad y definido el ámbito del proyecto, analizamos el mercado inmobiliario, tanto desde una perspectiva más general como de forma más específica para los segmentos de negocio a los que nos vamos a orientar, establecidos según normativa en el apartado primero.

Se realiza, en definitiva, un análisis pormenorizado del mercado residencial y de oficinas en la zona de influencia de nuestro activo (adelantándonos un poco al desarrollo del informe), cuyos resultados se plasman en unos precios de venta y alquiler, y que influyen fundamentalmente tanto en el desembolso inicial como en los ingresos posteriores (bien a través de los flujos de caja, bien a través del valor residual), estimados acorde a la duración del PII.

En cierto modo, podemos afirmar que el primer apartado o análisis nos permite delimitar el proyecto de inversión inmobiliario y justificar sus costes, mientras que el segundo justifica los ingresos.

En la tercera y última fase de estudio, se establecen la duración del PII, las diferentes tasas de actualización o rentabilidades exigidas, amortizaciones y el plan de financiación del proyecto, completando el conjunto de variables necesarias para poder valorar el PII planteado y determinar si es viable o no, desde el punto de vista económico-financiero, a través del método del Equivalente Monetario Cierto.

El EMC no supone otra cosa que la estimación del valor residual de la empresa una vez agotado el horizonte del proyecto de inversión, usando como tipo de actualización las tasas ajustadas a riesgo (rentabilidad exigida al proyecto de inversión), estableciéndose además unos márgenes de viabilidad, dentro de los cuales se debería desarrollar el proyecto, mediante un análisis de riesgo. Este análisis de riesgo estudia algunas de las variables más importantes del proyecto, por cuantía o grado de afectación al mismo, midiendo sus variaciones y las consecuencias de las mismas.

## **2. ANÁLISIS DE LA VIABILIDAD DEL PROYECTO SEGÚN NORMATIVA.**

En este segundo epígrafe se realiza un estudio de la viabilidad técnica del proyecto inmobiliario que queremos desarrollar. Cuando hablamos del análisis desde el punto de vista técnico nos referimos a la realización de un estudio teniendo en cuenta los requerimientos normativos específicos que son de cumplimiento para este tipo de inversiones inmobiliarias, así como las limitaciones técnicas y/o constructivas correspondientes.

Este apartado atenderá, por tanto, a lo dispuesto en la extensa legislación urbanística que nos es de aplicación, y cuyo cumplimiento se deriva de la localización del activo y de la naturaleza de la intervención, entre otros factores. Cabe mencionar a este respecto que, debido a lo denso que resulta este apartado, solo se han incorporado en este informe los datos más importantes de forma resumida, ampliándose el desarrollo y la información en los anexos correspondientes, en caso de que se deseen consultar.

Este análisis de viabilidad técnica sirve, en el marco de este proyecto de inversión, para delimitar las opciones de explotación del inmueble en cuanto a usos y superficies totales comercializables. Esto nos permite restringir nuestra área de estudio, puesto que nos ayuda a especificar cuáles son las variables que conforman nuestro proyecto de inversión, y que posteriormente se analizarán en el estudio económico-financiero.

Asimismo, la normativa urbanística nos acota el alcance de las intervenciones que podemos realizar en el interior y en el exterior del edificio, circunstancias que se trasladan a unos costes de obras y/o implantación, y a unos plazos de actuación determinados, incidiendo directamente tanto en los flujos de caja planteados como en la duración del PII.

Dentro de este bloque se incluye una descripción del activo inmobiliario objeto del presente trabajo, incluyendo su localización, para establecer la diversa normativa que le resulta de aplicación, que se presentará en segundo lugar. El cumplimiento de toda la normativa urbanística estudiada se materializa posteriormente en la definición y descripción de un proyecto inmobiliario determinado, cuya viabilidad deberá analizarse posteriormente desde la perspectiva de mercado y económica.

Finalmente, se realiza un resumen de la normativa que regula las SOCIMI, ya que ésta nos afecta en términos fiscales (el tipo impositivo que debemos considerar) y en cuanto a la modalidad de explotación y a la duración del PII.

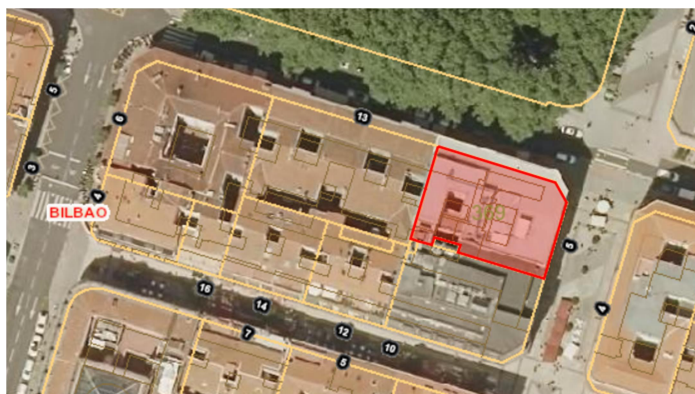
### **2.1. Localización y descripción del activo inmobiliario.**

El activo objeto del informe está situado en la calle Berastegui, nº 5; en esquina con la calle Colón de Larreategui, en la ciudad de Bilbao. Según Catastro, organismo perteneciente a la Diputación Foral de Bizkaia, la parcela en la que se ubica el edificio es una parcela urbana, sita en el distrito de Abando, y que forma parte del ensanche de Albia.

Su construcción es anterior a 1945 y, según datos catastrales, el edificio figura como rehabilitado en el año 2013, por lo que entendemos que el inmueble cumple la



normativa urbanística vigente. En cuanto a la propiedad, el edificio pertenece a la familia Heredia-Spínola (único propietario).



El edificio se compone de planta sótano y nueve plantas sobre rasante (planta baja, entresuelo y siete plantas más), recogidas en 33 referencias catastrales distintas, según la información disponible.

❖ Superficie y geometría. Situación uso actual.

La parcela tiene un perímetro aproximado de 97,44 m. y un área (sin descontar patios interiores) de 592,62 m<sup>2</sup>. El edificio tiene dos ascensores (uno original y otro instalado con posterioridad en uno de los patios) y una única escalera que da acceso a los distintos recintos del interior.

Se ha podido comprobar in situ que actualmente la planta baja consta de tres locales: uno dedicado a restauración, que corresponde al café Iruña (con acceso a las superficies de sótano y entreplanta), un segundo dedicado a una tienda de ropa y otro que actualmente se encuentra en alquiler (sin actividad). Todas las plantas superiores están destinadas a oficinas de diversas empresas o profesionales, como Adecco o el Instituto Chino de Bilbao, entre otros.

En cuanto a las superficies privativas interiores, para el presente trabajo se ha realizado la hipótesis de que la superficie catastral es la efectivamente existente.<sup>1</sup>

Las superficies que corresponden a los distintos recintos interiores son:

SUPERFICIES TOTALES PRIVATIVAS POR PLANTA	m <sup>2</sup>
Sótano (asociado a local de planta baja)	146,94
Baja	485,99
Entreplanta (asociado a local de planta baja)	35,63
Primera y tercera	510,34
Segunda	513,51
Cuarta	513,60
Quinta	398,72
Sexta	399,20
Séptima	86,69

<sup>1</sup> En todo proyecto de construcción existen tres tipos de superficie: la catastral, que figura en catastro; la proyectada, que es la que se establece en planos, licencias y demás documentos; y la real, que es la efectivamente existente y comprobada tras realizar mediciones in situ. Al ser un edificio privado, no se ha podido acceder a los otros dos registros de superficies.

## 2.2. Normativa legal de carácter urbanístico.

Al tratarse de un activo inmobiliario, éste se encuentra sujeto a la normativa urbanística que le resulta de aplicación, aprobada por los distintos organismos administrativos de ámbito estatal, autonómico o regional, y local. Esta normativa es más o menos restrictiva en función de la localización del inmueble, delimitando las actuaciones a realizar en el marco del PII planteado.<sup>2</sup>

Las distintas determinaciones legales que se deban cumplir impactarán de forma directa en la explotación del edificio, tanto en el desembolso inicial como en los flujos de caja y en el valor residual, y por ende, en los resultados obtenidos.

Cabe mencionar a este respecto que, para el desarrollo de este trabajo, partimos de la hipótesis de que efectivamente se tiene la voluntad de cumplir con toda la normativa técnica y urbanística vigente, teniéndose en cuenta en todo momento, y que se dan las condiciones para ello. Se supone, por tanto, la aplicación de las soluciones técnicas necesarias para su desarrollo dentro de la legalidad.

A continuación se exponen las conclusiones más relevantes derivadas del análisis pormenorizado de la normativa urbanística municipal, el Plan General de Ordenación Urbana de Bilbao (en adelante PGOU), y de las ordenanzas más relevantes aprobadas hasta la fecha que son de aplicación. Esta normativa, por su relevancia, incide de forma sustancial en las soluciones planteadas para este PII desde el punto de vista de la implantación de una unidad de negocio determinada.

### ❖ Determinaciones legales a cumplir derivadas del PGOU.

La normativa municipal delimita los distintos usos que podemos desarrollar en el interior del edificio, y que afectan clara y directamente a la explotación del activo y a los resultados en su estudio económico-financiero.

Entre otros aspectos, esta legislación urbanística regula además las licencias y los plazos de ejecución de las mismas, por lo que deberá tenerse en cuenta a la hora de contemplar los tiempos y la duración del PII.

En este sentido, un factor muy importante que podría poner en riesgo la viabilidad del proyecto es la revisión del PGOU y/o su derogación por la redacción de uno nuevo, circunstancia que se está contemplando en la actualidad por parte del consistorio. Según la normativa, la ley actual habilita al Ayuntamiento para suspender por el plazo de un año la concesión de toda clase de aprobaciones, autorizaciones y licencias urbanísticas desde el momento que estime conveniente.

Esta circunstancia puede afectar de forma muy severa a los resultados obtenidos en el posterior estudio económico-financiero, afectando a la estimación de los flujos de caja y tiempos considerados. Además, este error de cálculo se verá agravado cuantos más problemas puedan surgir en el proceso de aprobación (factor externo que no depende del PII), alargándose la suspensión de licencias varios años.

Uno de los objetivos del Plan General es, entre otros, la clasificación del suelo en donde se ubica el inmueble, estableciendo distintas características técnicas y

---

<sup>2</sup> En el anexo correspondiente se ofrece un listado de la normativa urbanística más relevante que resulta de cumplimiento en el caso estudiado.

urbanas a través de los distintos planos municipales de contenido urbanístico, y que se incorporan esquemáticamente en el anexo correspondiente.

Acorde a la clasificación del suelo establecida en el PGOU, el activo estudiado se encuentra dentro de ordenación, en una parcela de suelo urbano, perteneciendo a una manzana que según el reglamento debe mantener su perfil actual.

Otro de los factores que regula el PGOU es la tipología de obras y actuaciones que se pueden realizar en el edificio. Al estar el edificio del café Iruña completamente sometido a lo dispuesto en el título relativo al Régimen de protección de la edificación, se delimitan en gran medida las actuaciones que pueden realizarse sobre el mismo.

El PGOU califica la construcción con un nivel de protección Básica Nivel C, el cual se aplica sobre inmuebles que *“constituyen una parte interesante del patrimonio edificado por ser elementos significativos desde el punto de vista tipológico o ambiental”*. Asimismo, se establece también una protección especial para el local que ocupa el Café Iruña, que hace referencia a una protección ambiental de su interior (pinturas, artesonado, etc.).

El tipo de protección establecido es determinante, en este caso, a la hora de poder desarrollar el PII, restringiéndose la disponibilidad de superficie. Para el inmueble objeto de este informe el derribo no es posible y la modificación de comunicaciones, ventanas y cornisa tampoco. Las actuaciones deben limitarse a obras de rehabilitación y/o reforma, no pudiendo construirse más metros de los existentes ni reducirlos tampoco.

Estas intervenciones tampoco pueden realizarse sobre las fachadas exteriores y/o en los volúmenes actualmente existentes, ni los espacios de circulación originales (pasillos de comunicación y escaleras), por lo que las obras de adecuación solo pueden ejecutarse sobre las zonas privadas del edificio.

En definitiva, la normativa regula indirectamente las superficies máximas edificables y el dimensionamiento de determinados espacios, tanto en el interior del inmueble como en su cara exterior, que derivan en unas superficies comercializables concretas. Estas superficies de explotación en nada tienen que ver con la superficie total que se compra en el momento del desembolso inicial o se vende una vez finalizado el proyecto de inversión, por lo que habrá que analizar cuáles son los metros cuadrados exactos de los que se disponen.

En la siguiente tabla exponemos de forma resumida los distintos aspectos que se regulan en la normativa y que afectan a la posterior valoración del proyecto:

<b>VARIABLES QUE SE LIMITAN POR LA NORMATIVA</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>- Licencias y plazos de ejecución, lo que supone una dependencia de la duración de la explotación a los distintos trámites administrativos.</li><li>- Clasificación del suelo como urbano, sin poder modificar el perfil actual.</li><li>- Edificio protegido Nivel C, no permitiéndose la construcción de más superficie ni el derribo para hacer obra nueva.</li><li>- Limite a las actuaciones (obras) en el interior, lo que limita las superficies comercializables a las exclusivamente privativas.</li></ul>

❖ Usos de explotación posibles según PGOU.

Otro de los objetos regulatorios del PGOU son los usos a los que se puede destinar el activo, muy relacionado con la evolución de mercado para un segmento en concreto o con los precios de compra o alquiler que podamos estimar.

El PGOU de Bilbao asigna a la parcela el uso Residencial como principal (el que la normativa establece como prioritario), debiendo cumplir con las restricciones relativas a las "zonas especiales" y a implantación de oficinas. Además del uso principal, la normativa establece para el activo varios usos permitidos (usos que no se establecen como prioritarios pero que se pueden desarrollar acorde a la legislación).<sup>3</sup>

Para nuestro caso concreto, lo dispuesto en la normativa se traduce en las distintas alternativas que comentamos a continuación.

El uso de vivienda colectiva, al ser uso principal, se permite en todas las plantas excepto la planta baja.

El uso de equipamiento se permite en todas las plantas altas, siempre y cuando se establezca como uso único, sin compartir distribución con otros usos, debido a que el edificio no cuenta con dos accesos independientes (uno para los usos complementarios y otro para el principal).<sup>4</sup>

Otro de los usos permitidos para las plantas altas serían los servicios Urbanos y Administrativos (servicios prestados por un organismo público), en todas las situaciones establecidas en el PGOU, excepto la de "aparcamientos autónomos". Al igual que sucede con el uso de equipamiento, éste debe ser único en todas las plantas.

El último uso permitido en plantas altas, sería el uso terciario, en la situación 1 de oficinas y en la situación 3.1 de "gran almacén en edificio completo sin aparcamiento". Para la implantación del uso de oficinas habrá que tener en cuenta la restricción existente acerca de la prohibición de abrir nuevas oficinas en la denominada "Área Central", aunque al tratarse del uso actual, y no suponer un cambio de uso en esta circunstancia, éste podría mantenerse.

Además del uso principal y los permitidos, se establecen en la normativa los usos complementarios, es decir, aquellos usos que pueden convivir con el principal o permitidos en determinadas circunstancias. En nuestro caso, como la planta primera no cuenta con acceso independiente al resto de plantas, y por ello, al uso dominante, estos usos complementarios solo se pueden ubicar tanto en planta baja como en primera planta.

En la primera planta se podrían ubicar usos equipamentales, incluyendo viviendas, pensiones y apartamentos para uso turístico, servicios Urbanos y Administrativos, y terciarios en uso de oficinas.

En planta baja, además de los usos complementarios permitidos para la planta primera, se permite además el uso terciario "comercial al por menor" y los usos industrial y almacén compatible con vivienda.

<sup>3</sup> Por tanto, el uso principal es el de vivienda, siendo todos los restantes usos permitidos.

<sup>4</sup> La normativa entiende por usos equipamentales los que tienen por objeto los ámbitos deportivos, docentes, sanitarios, religiosos, residencias comunitarias (una por edificio), asistenciales, alojamientos turísticos, recreativos - ocio y espectáculo, socio-culturales y asociativos.

El edificio se sitúa en un tramo de calle que la normativa califica como densificado, por lo que existen restricciones a la hora de establecer una nueva actividad hostelera en la planta baja. A este respecto, en caso de cerrar la actividad existente del Café Iruña no se podría volver a abrir un establecimiento con este mismo uso de hostelería mientras que los locales del entorno mantuviesen esa misma actividad, con excepción de que esta actividad funcionara como complementaria de otra principal (por ejemplo, un hotel).<sup>5</sup>

Por último, para la planta sótano en edificios existentes, se permite el uso de infraestructuras, el uso terciario comercial al por menor, vinculado siempre a la planta baja, y los denominados “otros usos” en la categoría de instalaciones generales de los edificios y trasteros.<sup>6</sup>

A modo de resumen, tenemos las siguientes opciones:

PLANTA	USO POSIBLE
Sótano	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Infraestructuras.</li> <li>- Comercial al por menor (vinculado a planta baja).</li> <li>- Instalaciones generales del edificio y/o trasteros.</li> </ul>
Baja	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Oficinas.</li> <li>- Comercial al por menor, incluidos servicios hosteleros.</li> <li>- Uso productivo industrial compatible con vivienda.</li> </ul>
Primera	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Viviendas (uso principal).</li> <li>- Oficinas.</li> </ul>
Segunda a séptima	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Viviendas (uso principal).</li> <li>- Oficinas.</li> <li>- Comercial, en uso completo para todo el edificio.</li> </ul>

Por tanto, en lo referente a los usos posibles, se plantean dos opciones de explotación para el inmueble. Ambas opciones concluyen en un proyecto inmobiliario concreto que contempla y engloba todos los factores urbanísticos estudiados (su definición se expone en un apartado posterior).

#### Las dos opciones de explotación que se desarrollarán son:

1. **La explotación en uso residencial**, por ser el principal y de mayor atractivo desde el punto de vista de la situación del mercado inmobiliario actual.
2. **La explotación en uso oficina**, por ser el que mayor número de actividades distintas puede albergar, puesto que, en términos generales, y para el PII que nos ocupa, los usos equipamentales y los de servicios urbanos y administrativos se pueden equiparar a este uso de oficina, por la similitud en sus requisitos funcionales y operativos.

### 2.3. Normativa legal reguladora de las SOCIMI.

En este epígrafe se mencionan los aspectos más relevantes de la Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario. Esta ley regula las condiciones y requisitos de

<sup>5</sup> Según la ordenanza nº 7 del Ensanche, y la Ordenanza Local sobre Establecimientos de Hostelería.

<sup>6</sup> Cumpliendo con las condiciones del artículo 6.3.61.- *Condiciones particulares de los trasteros*.

estas sociedades para poder acogerse a lo que en dicha ley se denomina “régimen fiscal especial”.

Como el proyecto de inversión inmobiliario que se plantea se realiza desde la hipótesis de un posible estudio interno de inversión por parte de una SOCIMI, debemos tener en cuenta la normativa que las regula, ya que afecta de forma directa a la valoración económica posterior debido a los requisitos mínimos de tenencia de inmuebles para su explotación y al régimen fiscal especial del que gozan.

Las SOCIMI están obligadas a que su actividad principal sea el arrendamiento de bienes inmuebles situados en suelo urbano por un mínimo de tres años, aunque se permiten otras actividades accesorias, siempre que éstas representen menos del 20% de los ingresos de la sociedad.

La finalidad del cumplimiento de la Ley 11/2009 es el poder acogerse a un régimen fiscal especial en la aplicación del Impuesto de Sociedades, tributando a un tipo de gravamen del cero por ciento, siempre que se den los requisitos incluidos en esta ley. En caso de perder este régimen fiscal especial se aplicará el régimen general del Impuesto sobre Sociedades.

Para el proyecto de inversión que nos ocupa, por tanto, se estima el cumplimiento de la Ley 11/2009, por lo que aplicaremos un tipo de gravamen en el Impuesto de Sociedades del 0% y/o del 25%, según las opciones de explotación que se plantean para el inmueble del café Iruña.<sup>7</sup>

MODALIDAD DE EXPLOTACIÓN	TIPO IMPOSITIVO A APLICAR
Venta	25 %
Alquiler	0 %

#### 2.4. Descripción del proyecto de inversión inmobiliario que se plantea.

Después de todos los requerimientos legales y normativos analizados hasta el momento, se han configurado varias alternativas para el PII que nos ocupa. Este proyecto, con sus respectivas variantes, se analizará posteriormente desde el punto de vista comercial y económico-financiero, para concluir sobre su viabilidad.

Dentro de todas las variables analizadas, se mantiene la hipótesis de que el bajo comercial destinado a restauración se mantiene y que el Café Iruña sigue en el local, abonando rentas actuales de mercado. Como se ha visto anteriormente, el cierre o cambio de arrendatario conlleva la pérdida de la licencia de hostelería, lo que podría significar un menoscabo importante en cuanto a las posibilidades de explotación del bajo comercial del edificio, y por ende, para la cuenta de explotación.

Por otro lado, las dos alternativas de explotación planteadas se combinarán a su vez con dos posibilidades: la venta inmediata o a corto plazo, una vez rehabilitado el inmueble, o el alquiler durante un período de 10 años, contemplando un valor residual al final de dicho período (según estimación directa y mediante el cálculo de

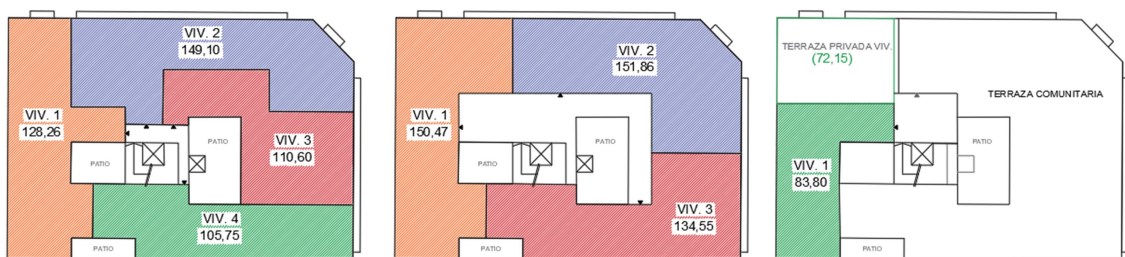
<sup>7</sup> El tipo de gravamen en el régimen general se determina en el artículo 29: el tipo de gravamen, de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.

una renta perpetua). La duración de este período de explotación para el PII en alquiler se justifica en el análisis económico – financiero, por ser una variable característica del mismo, intrínseca a la valoración del proyecto.

❖ Opción de explotación en uso residencial.

Se plantea un PII constituido por un bloque de 23 viviendas. Los metros cuadrados que se redistribuyen y comercializan se limitan a los espacios privados, manteniendo la superficie de los espacios comunitarios actuales. Las superficies resultantes del interior de las viviendas son producto del análisis comercial realizado, que se explica en los apartados siguientes.<sup>8</sup>

La distribución del espacio residencial queda aproximadamente como sigue:



\* Orden de planos: Plantas 1ª a 4ª; Plantas 5ª y 6ª; Planta 7ª (ático).

❖ Opción de explotación en uso oficina.

Se mantiene el edificio como exclusivo de oficinas, actualizándolo a los nuevos requisitos de mercado, lo que nos origina una SBA (superficie bruta alquilable) total de aproximadamente 3.000 m<sup>2</sup>. La superficie de oficinas se diseña de forma diáfana, con un espacio único por planta, en donde se estimará una comercialización del 95% de la superficie disponible. Estas condiciones de diseño y explotación vienen dadas, al igual que en el caso residencial, por el estudio de mercado realizado.<sup>9</sup>

Los espacios de oficina quedan distribuidos según los siguientes planos:



\* Orden de planos: Plantas 1ª a 4ª; Plantas 5ª y 6ª; Planta 7ª (ático).

<sup>8</sup> Relacionado con el apartado correspondiente al mercado de la vivienda, punto 3.2.3: Demanda en el área de interés.

<sup>9</sup> Relacionado con el punto 3.3.1: Entorno y evolución del mercado, del apartado correspondiente al mercado de oficinas.

Las superficies totales comercializables se resumen en la siguiente tabla:

<b>Superficies comercializables por planta (m<sup>2</sup>)</b>	<b>Privativas RESIDENCIAL</b>	<b>Privativas OFICINAS</b>
Superficie considerada:	100,00%	95,00%
Sótano + Baja + Entreplanta	<i>(restauración = 668,56)</i>	
1ª a 4ª	493,71	469,02
5ª y 6ª	436,88	415,04
7ª (ático)	83,80	<i>(zonas comunes)</i>
<b>m<sup>2</sup> TOTALES EN EXPLOTACIÓN</b>	<b>2.932,40</b>	<b>2.706,17</b>



### **3. ANÁLISIS DE VIABILIDAD COMERCIAL DEL PROYECTO DE INVERSIÓN.**

Este segundo bloque se dedica al análisis de la viabilidad comercial del proyecto de inversión, desde la perspectiva del mercado. Esto nos lleva a analizar distintas variables del sector inmobiliario, y su mercado de oferta y demanda, que nos servirán de referencia a la hora de valorar económicamente el proyecto planteado.

Este estudio también nos permite comprobar la compatibilidad de las dos opciones de explotación desarrolladas en el apartado anterior, resultado de las limitaciones normativas, con la demanda real de mercado. Solamente aquellas soluciones que se puedan llevar a cabo desde los dos puntos de vista, legal y de mercado, serán las idóneas para su estudio económico y posterior puesta en ejecución.

Un primer grupo de elementos estudiados tienen que ver con la situación actual del mercado inmobiliario y las perspectivas generales del sector. Los indicadores más relevantes en este aspecto son el sector de la construcción, propiamente dicho, la inversión extranjera en inmuebles (muy importante en el nuevo ciclo inmobiliario), tendencias del sector y la mejora en el acceso al crédito hipotecario.

Algunos de estos factores no se plasman en variables numéricas que podamos trasladar a la valoración, pero son muy importantes a la hora de adquirir una visión general del mercado. Otros parámetros, como la evolución del sector, nos proporcionan las previsiones de crecimiento anual, aportando información suficiente para saber si estamos en una fase expansiva del ciclo inmobiliario o no.

Posteriormente, se analizan los respectivos mercados residencial y de oficinas, que siguen una estructura paralela. Dentro de cada segmento de negocio inmobiliario se estudian cuatro factores muy concretos: el entorno y la evolución del propio segmento, los precios de compraventa y alquiler, la demanda, y la oferta existente. Tanto en el segmento de viviendas como en el de oficinas se concreta lo máximo posible, ajustando los datos al ámbito local o zona de influencia de nuestro PII.

Los resultados obtenidos en el análisis de mercado para los dos segmentos de inversión inmobiliaria que permite la normativa se llevarán a la tercera fase del PII, como variables del análisis económico-financiero.

#### **3.1. Situación actual y perspectivas generales del sector.**

De sobra es conocida la crisis en el sector inmobiliario que hemos atravesado desde el año 2008, desplomándose los precios de la vivienda respecto al ciclo de bonanza anterior. Sin embargo, parece que últimamente el sector inmobiliario español se encuentra en la senda de una nueva fase expansiva, tal y como reflejan distintas variables macroeconómicas. Algunos expertos han empezado a alertar, incluso, de una nueva burbuja inmobiliaria, aunque con distintos agentes como protagonistas respecto a la burbuja anterior.

Ya en el año 2014, el artículo titulado “Seis indicadores que reflejan cómo el sector inmobiliario ya camina hacia la recuperación” (Amigot, 2014) del diario *Expansión*, hacía referencia a varios indicadores que hasta este año 2018 no habrían

parado de mejorar, con una fuerte aceleración en los últimos meses: el sector de la construcción, la inversión extranjera en inmuebles, el número de transacciones de compraventa, el aumento de los precios y la mejoría en el acceso a los créditos hipotecarios.

En esta misma dirección se encamina otra publicación del diario digital *Vozpopuli* (Zuloaga, 2018) de abril de este mismo año, apuntando a otros indicadores como la fiebre actual por los rendimientos en el alquiler, la entrada de fondos e inversores institucionales, la herencia de la crisis y el nuevo apetito de los bancos en la vuelta a la concesión de créditos, como las razones principales que apuntarían a una nueva burbuja.

### 3.1.1. Sector de la construcción.

La evolución del sector de la construcción, así como el análisis de su coyuntura industrial, es uno de los factores a tener en cuenta a la hora de valorar un proyecto de inversión. Los valores actuales del sector denotan cambios en el mercado inmobiliario ya que, después de algunos años y salvando la estacionalidad de los datos, se vuelve a construir en España.

En el Boletín Económico 1/2018 "*Informe trimestral de la Economía española*"<sup>10</sup> del Banco de España, en lo relativo a su proyección de las principales macromagnitudes, la institución estima que la inversión en construcción para el año 2018 se situará en torno al 4,0%, después del crecimiento del 4,7% que se produjo en el año 2017. Este 4,0% supondría una revisión al alza de un 0,1% respecto a su previsión anterior. Asimismo, el organismo prevé que para los años 2019 y 2020 esta inversión se eleve hasta el 4,4% y 4,3% respectivamente.

En esta misma dirección, el servicio de estudios de BBVA estima en su último informe "*Situación España*" (segundo trimestre 2018) que la inversión en construcción suba en España un 4,7% en todo el año 2018, coincidiendo con el Banco de España, y un 5,4% en 2019.

En cuanto a la inversión en vivienda, el banco también pronostica un incremento del 6,1% y un 5,6% para 2018 y 2019 respectivamente, reflejando una visión más optimista de la situación que el Banco de España. Según BBVA, estas estimaciones se encontrarían fundamentadas en la recuperación del mercado de trabajo, con una evolución favorable de la contratación; el crecimiento salarial, aunque contenido; y la concesión de nuevo crédito con tipos de interés que todavía se mantienen bajos, lo que supone "*un entorno externo algo más favorable*".

En el informe "*Euroconstruct*" de junio de 2018, el Instituto de Tecnología de la Construcción (en adelante *ITeC*) también respalda la continuidad en el crecimiento del sector, gracias al "período expansivo de la economía española", según la fundación. Las estimaciones de crecimiento del sector de la construcción que se consideran en el informe son del 4,8%, 4,3% y 3,4% para el intervalo 2018 – 2020.

Para el segmento de la edificación residencial, el *ITeC* estima que se pasará de un crecimiento del 8% en 2018 a un 7% en 2019 y un 5% en 2020, moderándose la tasa

---

<sup>10</sup> Proyecciones de marzo de 2018 (fecha de cierre de las predicciones: 13 de marzo de 2018).

de crecimiento de forma gradual, en el escenario de una nueva situación de equilibrio y la madurez del mercado. En cuanto a la edificación no residencial, las perspectivas que realiza la entidad son más pesimistas, esperando un crecimiento entre el 4% y el 5% desde 2018 hasta el año 2020.

Por último, la consultora inmobiliaria CBRE estima en su informe "Real Estate Market Outlook. 2018 España" que el sector de la vivienda podría revalorizarse un 6% hasta el año 2020, con un incremento medio en torno al 5 ó 6% interanual ya para este año 2018. La consultora apunta al resultado del ajuste del mercado a la actual intensidad de la demanda y al dinamismo de los nuevos actores como causas para que se mantenga esta tendencia alcista en los próximos años.

En términos generales, podemos concluir por tanto que la recuperación del sector es real y sostenida. El resumen de las previsiones del sector realizadas por las distintas instituciones, así como las estimadas en la valoración posterior es el siguiente:

FUENTE	2018	2019	2020
<b>SECTOR de la CONSTRUCCIÓN</b>			
Banco de España	4,00%	4,40%	4,30%
BBVA	4,70%	5,40%	
ITeC	4,80%	4,30%	3,40%
<b>SECTOR de la VIVIENDA</b>			
BBVA	6,10%	5,60%	
ITeC	8,00%	7,00%	5,00%
CBRE	5,00% - 6,00%	6,00%	6,00%
<b>PREVISIÓN ESTIMADA</b>	<b>6,50%</b>	<b>6,20%</b>	<b>5,50%</b>
<b>SECTOR OFICINAS (no residencial)</b>			
ITeC	4,00% - 5,00%	4,00% - 5,00%	4,00% - 5,00%
<b>PREVISIÓN ESTIMADA</b>	<b>4,50%</b>	<b>4,50%</b>	<b>4,50%</b>

Todas las previsiones consultadas abarcan solo hasta el año 2020. Cabe mencionar que para nuestro PII estimamos una duración superior (que se justificará en el apartado correspondiente), por lo que las previsiones consideradas en la valoración más allá de este año 2020 responden a un criterio propio y son las siguientes:

PREVISIÓN considerada	2021	2022	2023 - 2028
<b>SECTOR de la VIVIENDA</b>	<b>5,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>3,00%</b>
<b>SECTOR OFICINAS</b>	<b>3,50%</b>	<b>3,00%</b>	<b>2,00%</b>

### 3.1.2. Inversión extranjera en inmuebles y sectores objetivo.

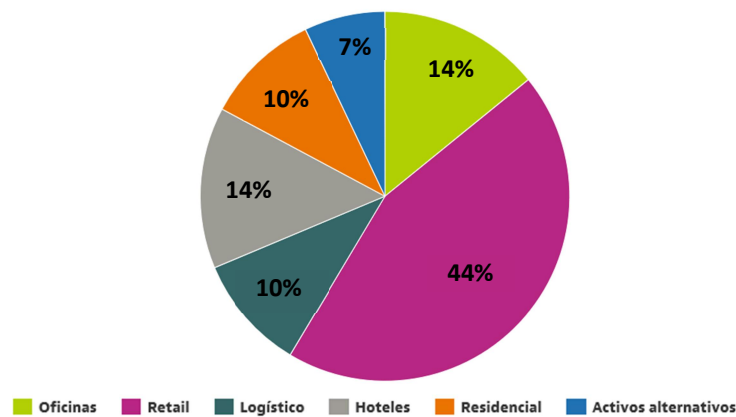
En septiembre de 2017, el portal inmobiliario *Idealista* publicaba un ranking de los principales sectores más atractivos para el capital internacional hasta el momento:

el transporte terrestre y por tubería lideraba la lista (con un peso del 18,2%), seguido del comercio al por mayor (16,7%), las actividades inmobiliarias (15%), la publicidad y estudios de mercado (10,9%) y la construcción de inmuebles (10,5%).

En este mismo sentido, otra noticia de marzo de este año del mismo portal inmobiliario (Redacción Idealista/news, 2018), basada en datos del Ministerio de Economía, afirmaba que en el año 2017 la inversión extranjera en España había aumentado nuevamente, en un 0,7% más respecto al año anterior, con la actividad inmobiliaria como preferida, representando un 13,2% del total de la inversión. Según datos de *BNP Paribas Real Estate*, los fondos de inversión se habrían afianzado como principales compradores en el primer trimestre de 2018, seguidos de SOCIMI (que pierden el primer puesto).

En términos absolutos, España habría captado hasta marzo de este año 2.500 millones de euros en inversión inmobiliaria, lo que supone un crecimiento del 9% para 2017. Esto significa que los inversores internacionales han pasado de representar el 56% del total invertido en 2016 al 65% en 2017.

#### Inversión inmobiliaria en España por sectores (Q1 2018)

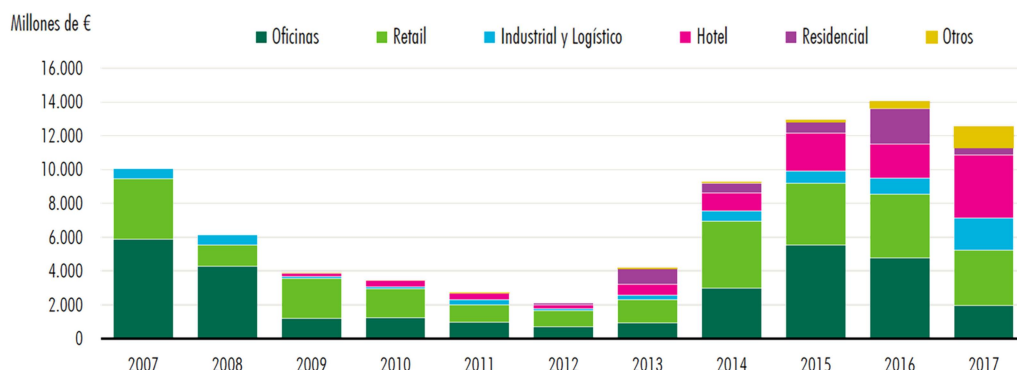


\* Fuente: Idealista "España mantiene el atractivo y capta 2.500 millones de inversión inmobiliaria hasta marzo" (9 de abril de 2018).

Centrándonos en la evolución del volumen de inversión en el sector inmobiliario, cabe destacar cómo la inversión tanto en residencial como en oficinas pierde atractivo desde 2016, en favor de otros segmentos como el hotelero, el logístico o, incluso, otros activos "alternativos" (residencias de tercera edad, residencias de estudiantes, hospitales, etc.). El segmento que consigue mantenerse más o menos estable es el comercial o *retail*.

Estos cambios en la evolución del mercado inmobiliario a nivel nacional son consecuencia de una menor actividad en 2017 de inversores profesionales en el segmento de oficinas (SOCIMI fundamentalmente), por la falta de producto en ubicación *prime* y por la dificultad de obtener las rentabilidades esperadas que empiezan a demandar dichos inversores.

### Evolución del volumen de inversión en España por sectores

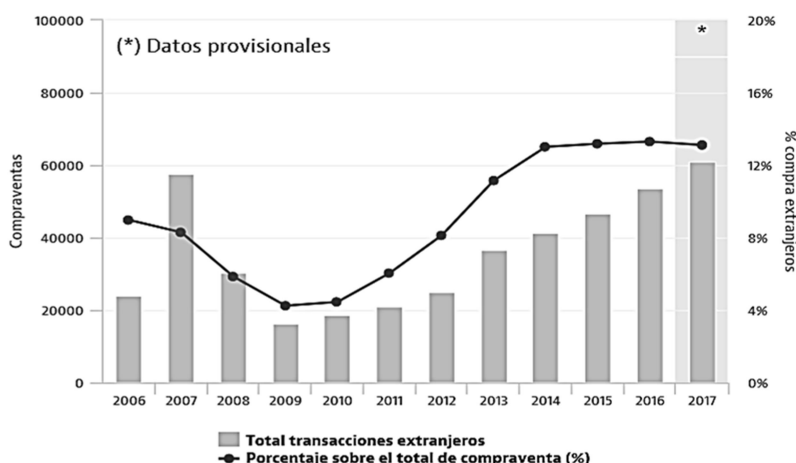


\* Fuente: "Real Estate Market Outlook España 2018" (CBRE Reseach, 2018).

Por otro lado, la compraventa de viviendas protagonizada por extranjeros sigue batiendo récords en términos absolutos. En el año 2017 se cerraron más de 61.000 transacciones (frente a las cerca de 54.000 del 2016), un 13,11% del total según datos de los Registradores de la Propiedad.

Ya en noviembre del año 2016, *Idealista* publicaba una noticia en la que se afirmaba que la compra de viviendas por parte de extranjeros se había disparado más de un 160% desde mínimos en 2008 (Marrero, D., 2016), suponiendo en la actualidad un 20% del total del mercado español. En concreto, las compraventas de vivienda libre por parte de extranjeros habrían subido un 19,7% interanual respecto al mismo periodo de 2015. El Director General de la consultora inmobiliaria *Knight Frank*, Humphrey White, apuntaba a "los tipos de interés negativos, la volatilidad de los mercados financieros y la diversificación de sus portfolios como los principales motivos de los inversores para invertir fuera de su país de origen".

### Evolución de la compraventa de vivienda por parte de extranjeros 2006-2017



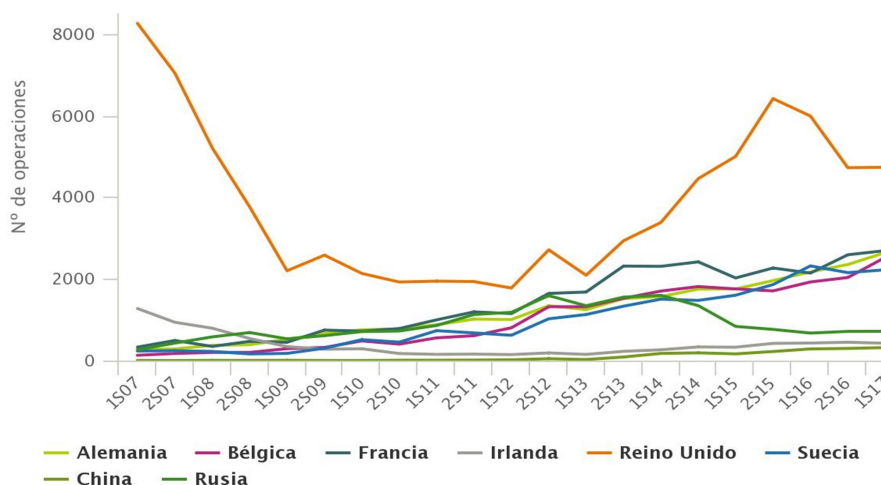
\* Fuente: "La compra de viviendas de extranjeros vuelve a batir récord: superan las 61.000 casas en 2017" (Marrero, D. y Soto, A., 19 de febrero de 2018).

El perfil del comprador internacional ha ido variando a lo largo de los años, pero en lo que a Europa se refiere los compradores con mayor peso sobre el total de

operaciones en 2017 vuelven a ser los británicos (15,01% en 2017), seguidos de los franceses (8,64%), alemanes (7,77%), belgas (6,39%) y suecos (6,38%). Estos dos últimos, junto a los noruegos, habrían desbancado en puesto a los italianos, muy activos durante el año 2016.

Según Marrero, D. y Soto, A. (2017), la ecuatoriana (33,7%), la rumana (36,3%) y la marroquí (36,5%) han sido las nacionalidades con mayor actividad en el mercado de compraventa residencial en la primera mitad del año 2017, frente al mismo período del año anterior.

### Compraventa de viviendas de extranjeros no residentes



\* Fuente: "Franceses y alemanes compensan el freno de la compra de casas de británicos en España" (Marrero, D. y Soto, A., 30 de noviembre de 2017).

Sin embargo, realizando un desglose por provincias y comunidades autónomas, y según lo analizado en las distintas noticias e informes consultados, País Vasco no estaría dentro del objetivo inversor extranjero en compraventa de residencial, aunque en el último año la compra de inmuebles en la comunidad supuso un 2,75% del total, realizado fundamentalmente por nuestros vecinos franceses en el año 2016 (Marrero, D. y Soto, A., 2017).<sup>11</sup>

### 3.1.3. Tendencias en el sector inmobiliario.

Son numerosas las publicaciones especializadas que hablan de las tendencias en el sector inmobiliario. Éstas son muy importantes, puesto que marcan las líneas generales que se seguirán por parte de los grandes actores del sector (aquellos que comercializan grandes volúmenes de activos inmobiliarios). Asimismo, estas pautas establecen qué inmuebles son más atractivos (lo que se traduce en mayores posibilidades de venta y rendimientos) o si un activo está fuera de mercado.

Según el artículo "Las tendencias que marcarán el sector inmobiliario español en 2018" (Redacción Idealista/news, 2018), éste será un año de cambio en el sector inmobiliario español, que se caracterizará por la aparición de nuevos actores y su

<sup>11</sup> Se amplía la información en el anexo correspondiente.

profesionalización, la concentración residencial, y la rentabilidad en el sector de las oficinas, entre otros motivos. No obstante, a pesar de este proceso de transformación, se prevén perspectivas de crecimiento, tal y como afirma en el artículo el director general de BNP Paribas Real Estate, Thierry Bougeard.

Si bien es cierto que estas tendencias serán más determinantes en las grandes capitales, como Madrid o Barcelona, no conviene perderlas de vista. Para que el producto inmobiliario resulte atractivo a un mercado cada vez más internacionalizado, deberá cumplir similares condicionantes en otras localizaciones.

Una de las tendencias que destaca el directivo es la rotación de inmuebles propiedad de fondos internacionales y SOCIMI, una vez agotado el ciclo de adquisiciones y mantenimiento en cartera para obtener las ventajas fiscales de las que gozan.

En relación a lo anterior, otra de las tendencias futuras será la concentración en el sector residencial. Cada vez un mayor volumen de activos se encuentra en menos manos y más profesionales: fusiones entre promotoras, salidas a bolsa de SOCIMI y absorciones entre ellas, compraventa por parte de fondos de inversión, etc. Esta circunstancia, unida a la escasez de suelo, hará que se incremente el precio de los inmuebles, sobre todo de aquellos que sean foco de los inversores que buscan altas rentabilidades, según la opinión de Bougeard.

En cuanto oficinas, desde BNP Paribas Real Estate se cree que aumentará la demanda de espacios de calidad, prioritariamente dentro de lo que se conoce como el CBD (*Central Business District*) o zona principal de negocios. También se estima que los precios aumenten en este segmento, así como los ratios de ocupación, debido a la recuperación de las empresas. Sin embargo, el banco francés considera que los ratios alcanzados en años de bonanza anteriores serán difíciles de superar, debido a las nuevas formas de trabajo y el cambio en las relaciones laborales, que reducen significativamente las necesidades de metros cuadrados por puesto de trabajo.

#### TENDENCIAS EN EL SECTOR INMOBILIARIO

- 2018 como año de cambio en el sector.
- Aparición de nuevos actores profesionales.
- Rotación de inmuebles propiedad de fondos internacionales y SOCIMI.
- Concentración y falta de suelo en el sector residencial, incrementándose precios.
- Demanda de espacios de calidad en oficinas en CBD, pero menos requisitos de superficie.

#### 3.1.4. Mejoría en el acceso a créditos hipotecarios.

La restricción del crédito para adquisición de vivienda que han venido aplicando los bancos, derivada de su propia crisis financiera, ha provocado en estos últimos años que muchas transacciones se hayan quedado en el aire. Sin embargo, todo parece apuntar a que las concesiones de hipotecas para compra de vivienda también se están recuperando, si bien presentan aspectos totalmente diferentes al anterior ciclo alcista, como es el cambio en la oferta del tipo de interés, o el ahorro inicial aportado por los compradores, entre otros.<sup>12</sup>

<sup>12</sup> Se amplía la información en el anexo correspondiente.

Las nuevas hipotecas tenían, en abril de 2018, un importe medio que supera los 123.000 €, concedidas a un tipo de interés medio del 2,67%, que sube un poco tras alcanzar el nivel más bajo de la serie histórica del Instituto Nacional de Estadística (INE) el mes anterior. El plazo medio de vencimiento se sitúa en los 24 años.

Para el caso concreto de la provincia de Bizkaia, y teniendo en cuenta solo las viviendas, se constituyeron un total de 770 hipotecas, lo que supone un aumento del 20,69% y del 43,12% respecto al mes anterior y respecto al mismo mes del año anterior respectivamente.

### Número de hipotecas constituidas sobre viviendas, para Bizkaia



\* Fuente: INE (Datos provisionales desde abril de 2017).

En términos generales, podemos concluir por tanto que la compraventa de viviendas se acelera, con un aumento del importe medio de los créditos contratados y su encarecimiento, así como una mayor facilidad de concesión de los mismos por parte de bancos y financieras.

### 3.2. Mercado de la vivienda.

El mercado residencial es una pieza fundamental dentro del sector inmobiliario, por ser el más extendido y conocido.

En este apartado se realizará, en primer lugar, una introducción acerca del entorno y la evolución de este mercado, analizándose los últimos datos de compraventa de viviendas, que nos indicarán si el mercado se encuentra en auge y si la tendencia es que siga aumentando.

Luego, estableceremos los datos medios de los precios de compra y alquiler para la zona de influencia que nos ocupa, que nos servirán a posteriori para establecer nuestros ingresos en la valoración económica del proyecto.

En tercer y cuarto lugar se estudia la demanda potencial existente en el distrito de Abando y la oferta o competencia que existe actualmente, con el objetivo de determinar si nuestro PII tendría cabida en el mercado inmobiliario bilbaíno. Este análisis, en principio cualitativo, también nos permite contrastar los datos de precios obtenidos en el epígrafe anterior.



Por último, se determinan las hipótesis utilizadas, que básicamente consiste en un resumen de aquellas variables obtenidas en este apartado residencial que se trasladarán al estudio económico-financiero.

### 3.2.1. Entorno y evolución del mercado.

Según los últimos datos del INE, la compraventa de viviendas en febrero de este año 2018 ascendió a 41.480 en todo el territorio nacional, que aunque supone un descenso del 12,3% respecto al mes anterior, refleja una subida anual del 16,2%. En todo el año 2017 se produjeron un total de 464.423 transacciones de compraventa a nivel nacional, lo que supone un incremento del 14,56% respecto al año anterior.

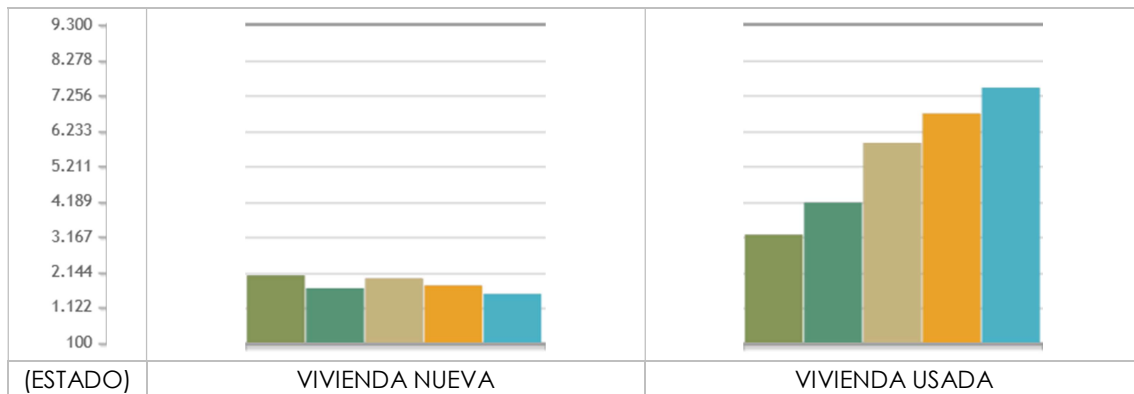
En términos generales, los datos anuales reflejan incrementos progresivos muy pronunciados de transacciones desde el año 2015, con crecimientos de dos dígitos, aunque según el dato del último año podríamos estar llegando a un máximo en la serie, lo que supone un riesgo a tener en cuenta en el desarrollo de nuestro PII. Sin embargo, los datos de la serie temporal de compraventas para Bizkaia son distintos a los reflejados para el conjunto del país. En la provincia, la compraventa de viviendas total en 2017 se situó en 8.953 inmuebles, lo que supone un 5,93% más respecto al año anterior.

Después del fortísimo incremento interanual del 34,61% producido en Bizkaia en el año 2015, y a pesar de que siguen produciéndose aumentos respecto a años anteriores, parece que éstos cada vez son menores, lo que nos podría estar indicando una futura ralentización del mercado, que deberá tenerse en cuenta en nuestro análisis económico posterior.

Impresiones aparte, estas compraventas, en general, han ido aumentando desde 2014, después de permanecer un par de años "estancadas" (2012 y 2013).



No obstante, este análisis no es uniforme si distinguimos el régimen y estado de las viviendas transmitidas: el mayor incremento se ha producido en la vivienda libre frente a la protegida (régimen), y en la vivienda usada frente a la de nueva construcción (estado). En este último caso, el crecimiento porcentual de compraventas de viviendas usadas llega al 11,11% en el último año registrado, mientras que las transacciones sobre las de nueva construcción llegan incluso a descender un 13,98%.

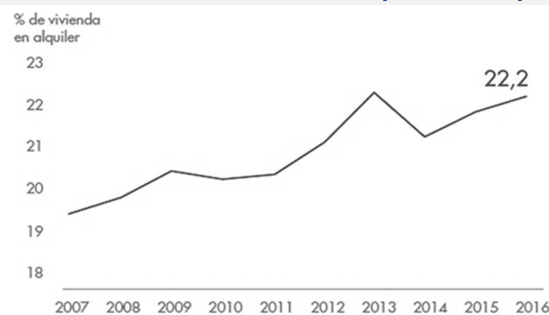


El incremento de las compraventas en vivienda usada está relacionado con la inversión en el mercado del alquiler, y la consideración de que este régimen es otra de las opciones perfectamente legítimas a la hora de tener un techo. El alquiler es todavía una solución minoritaria en España (frente a otros países de nuestro entorno), pero poco a poco esto va cambiando.

Las causas de este incremento del mercado del alquiler serían varias, según la consultora CBRE: la desaparición de los incentivos fiscales a la compra de vivienda; mayor movilidad laboral, impulsando un cambio en la mentalidad sobre el régimen de tenencia; cambios normativos; y, sobre todo, una alternativa para el segmento de población con menor poder adquisitivo que durante el pasado ciclo expansivo habían quedado desplazados del acceso a la propiedad (jóvenes, solteros, hogares monoparentales, etc.).

Por todo ello, la oferta de vivienda en alquiler ha aumentado en los últimos años de forma significativa, y existe, según la consultora, recorrido para el crecimiento y la consolidación de este mercado.

### Evolución de la vivienda en alquiler en España



\* Fuente: "Claves del mercado y el sector residencial en España" (CBRE, 2017).

Esta forma de tenencia ha sido también una salida para los stocks de vivienda de las entidades financieras. CaixaBank, Santander o Sabadell están entre los principales arrendadores de España, lo que supondrá una competencia a valorar para el proyecto que planteamos.

Por otro lado, vemos como el mercado del alquiler se está concentrando en actores profesionales, a diferencia de lo que ha estado sucediendo hasta el estallido de la burbuja de 2008, tal y como refleja el informe "Real Estate Market Outlook" (CBRE, 2018) de análisis de tendencias para España en 2018. El desarrollo del mercado

profesional del alquiler queda perfectamente reflejado en el Mercado Alternativo Bursátil, con la incorporación de 19 SOCIMI solo en el año 2017.

Finalmente, tampoco podemos olvidar el desvío de inmuebles hacia otras alternativas de arrendamiento, como el alquiler turístico, que están generando en algunas ciudades tensiones importantes debido al desequilibrio entre oferta y demanda.

Todos estos condicionantes provocan que la previsión para los próximos años, sobre todo para el 2018, sea que el mercado del alquiler residencial siga creciendo a muy buen ritmo. En el informe del primer trimestre de 2018 sobre la “Evolución del precio de la vivienda en alquiler”, Idealista ya estimaba que el precio de la vivienda en alquiler en España se había incrementado un 8,8% trimestral, mientras que la tasa interanual alcanzaba el 18,3% de subida. Para el caso de la ciudad de Bilbao, el crecimiento del sector fue del 6,2%.<sup>13</sup>

Respecto al crecimiento del precio del alquiler residencial, tendremos en cuenta las previsiones que se exponen a continuación:

PREVISIÓN PRECIO ALQUILER	2018	2019	2020
<b>FUENTE</b>			
	Idealista	6,20%	
	Jones Lang LaSalle	6,10%	6,10%
<b>PREVISIÓN ESTIMADA</b>	<b>6,15%</b>	<b>6,10%</b>	<b>6,10%</b>

Las escasas previsiones encontradas solo abarcan hasta el año 2020, por lo que las previsiones consideradas en la valoración más allá de este año responden a un criterio propio y son las siguientes:

PREVISIÓN considerada	2021	2022	2023 - 2028
<b>ALQUILER VIVIENDA</b>	<b>5,00%</b>	<b>3,50%</b>	<b>2,00% (14)</b>

### 3.2.2. Precios de mercado.

En este epígrafe vamos a analizar los precios de compra de vivienda libre usada y de alquiler, acorde a los objetivos del proyecto de inversión inmobiliario planteado. Para ello intentaremos obtener los datos más precisos posibles en cuanto al área de actuación se refiere.<sup>15</sup>

En el último trimestre de 2017 la media del índice general de precios de la vivienda (IPV) en el País Vasco cedió en términos generales un 0,3% respecto al trimestre anterior, aunque la vivienda de segunda mano se mantuvo con un ligero

<sup>13</sup> El informe está elaborado con precios de oferta sobre metros cuadrados construidos. Además, todos los precios que se analizan corresponden a las últimas actualizaciones de las viviendas anunciadas en el portal.

<sup>14</sup> A partir de 2023, se toma un crecimiento equiparable al crecimiento del 2% de la inflación, por ser el objetivo a largo plazo buscado por la UE para el incremento de los precios.

<sup>15</sup> Se completa la información en el anexo correspondiente, donde se incluyen datos nacionales.

ascenso del 0,3%. En cuanto a variaciones interanuales se refiere, el crecimiento fue del 7,1%, acorde a los datos nacionales.<sup>16</sup>

*Eustat* establece, para el cuarto y último trimestre del año pasado, un precio medio de 2.865,7 €/m<sup>2</sup> para la **compraventa de vivienda** libre usada en la provincia de Bizkaia, un 3,90% superior al de la comunidad autónoma. No obstante, este precio medio se ha mantenido constante respecto al trimestre anterior, mientras que en términos interanuales supone un descenso del 1,21%.

Analizando la serie histórica de datos, vemos que los precios medios de la vivienda en todas las provincias de País Vasco no han parado de disminuir desde que tocara máximos en el año 2007. Esta reducción es cada vez menor por lo que podemos esperar que el precio medio toque suelo en los próximos meses.

### Precio medio €/m<sup>2</sup> útil de viviendas en venta en Euskadi por trimestre y año

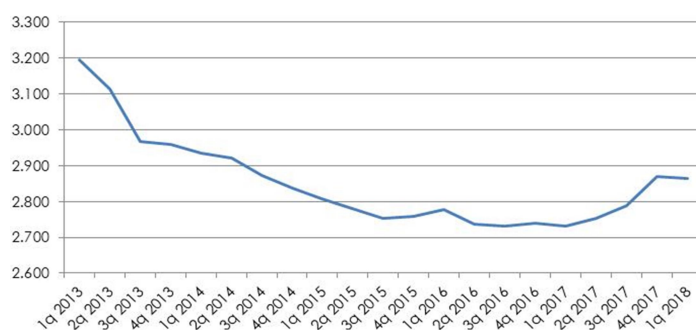
	C.A. de Euskadi			Araba / Alava			Bizkaia			Gipuzkoa		
	P.O./Sociales		Libres	P.O./Sociales		Libres	P.O./Sociales		Libres	P.O./Sociales		Libres
	Nueva	Nueva	Usada	Nueva	Nueva	Usada	Nueva	Nueva	Usada	Nueva	Nueva	Usada
<b>2017</b>												
I	1.739,2	3.213,6	2.765,4	1.547,7	2.510,2	2.385,0	1.770,4	3.317,8	2.888,0	1.775,6	3.245,6	2.836,5
II	1.731,4	3.226,6	2.756,0	1.513,3	2.514,4	2.369,2	1.775,0	3.279,3	2.878,8	1.761,4	3.321,9	2.798,4
III	1.732,9	3.241,9	2.751,8	1.528,0	2.532,6	2.349,1	1.770,1	3.283,9	2.866,1	1.763,4	3.348,9	2.767,5
IV	<b>1.750,2</b>	<b>3.222,0</b>	<b>2.758,1</b>	<b>1.552,8</b>	<b>2.492,6</b>	<b>2.329,2</b>	<b>1.784,8</b>	<b>3.286,7</b>	<b>2.865,7</b>	<b>1.780,1</b>	<b>3.309,1</b>	<b>2.756,9</b>

\* Fuente: *Eustat* (fecha 23 de abril de 2018).

Según Iñareta, F. y Del Coso, B. (2018), en su informe mensual de marzo, aseguran que el precio medio de compraventa en País Vasco y en Bizkaia se sitúa en los 2.509 €/m<sup>2</sup> y los 2.572 €/m<sup>2</sup> respectivamente, aunque estos datos están elaborados sobre precios de oferta (del *Idealista*) y sobre metros cuadrados construidos, lo que explicaría la diferencia de resultados respecto a los institutos de estadística.

Para la ciudad de Bilbao, Iñareta, F. y Del Coso, B. (2018) estiman un precio medio de 2.863 €/m<sup>2</sup>, que se acercaría bastante más a los datos aportados por *Eustat*. Como podemos ver en el gráfico siguiente, después de la cierta tendencia al alza, que se vislumbraba durante todo el año 2017 en el mercado residencial de vivienda usada, parece que vuelve a descender ligeramente a comienzos de este año.

### Precio medio €/m<sup>2</sup> construido para viviendas en venta en Bilbao por trimestre y año



\* Fuente: *Elaboración propia a partir de precios históricos por m<sup>2</sup> recogidos por Idealista* (fecha 24 de abril de 2018).

<sup>16</sup> La subida del 7,1% se produjo en todos los subconjuntos: general, vivienda nueva y de segunda mano.

Refiriéndonos más concretamente al distrito de Abando, el informe “Evolución del precio de la vivienda de segunda mano. Primer cuatrimestre 2018” (Idealista, 2018) establece un precio medio por metro cuadrado que asciende hasta los 4.171 €/m<sup>2</sup>, lo que supone un incremento del 9% anual. Esto es un precio medio, nada más y nada menos, que un 45,69% superior al fijado para la ciudad.

Pero cabe resaltar nuevamente que los precios arrojados por el portal inmobiliario son precios de oferta estimados según su contenido, por lo que no están recogidas todas las posibles rebajas o los precios reales finales de las transacciones. Además, se podrían reflejar sobrepuestos, al incluir, por ejemplo, comisiones inmobiliarias (es una práctica habitual). Es importante hacer hincapié en esta circunstancia puesto que puede afectar enormemente a la estimación del precio por metro cuadrado que esperamos ingresar y, por tanto, a la viabilidad de nuestro PII.

Para el caso de las **viviendas destinadas al alquiler**, hemos comprobado cómo los precios han ido aumentando en los últimos años. En cuanto a la estimación de sus precios medios, nos basaremos también en los datos arrojados por el portal inmobiliario *Idealista*, puesto que los organismos públicos y/o institutos de estadística no publican datos de esta variable. Únicamente podemos remitirnos al IPC del alquiler registrado por el INE:

#### IPC (base 2016): Índices provinciales, generales y grupos ECOICOP

Unidades: Índice, Tasas

	Índice	Variación anual	Variación en lo que va de año
	2018M03	2018M03	2018M03
<b>Nacional</b>			
00 Índice general	102,329	1,2	-0,8
04 Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	103,458	1,0	-2,1
<b>48 Bizkaia</b>			
00 Índice general	102,399	1,1	-0,8
04 Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	103,553	1,0	-1,9

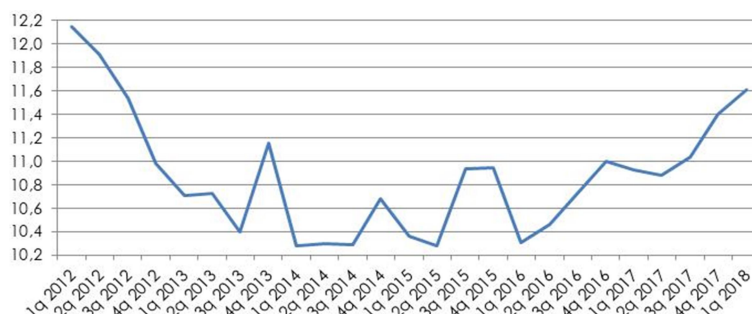
\*Fuente: INE (fecha 24 de abril de 2018).

El precio medio estatal del alquiler se sitúa en los 10,6 €/mes/m<sup>2</sup> construido, según el informe “Evolución del precio de la vivienda en alquiler” (Idealista, 2018). No obstante, al igual que sucedía con los precios de las viviendas en venta, los precios medios en el País Vasco, así como en la provincia de Bizkaia y en la ciudad de Bilbao, son mayores que la media general.

Por otro lado, la diferencia de precio en Bilbao respecto a la media nacional se ha ido reduciendo de forma significativa en el último año: en el tercer trimestre de 2017 esta diferencia llegaba hasta el 17,02%. Dicha reducción está originada en el aumento del casi 13% de la media para el conjunto de España en los últimos 6 meses, frente al 5,45% del caso bilbaíno. Sin embargo, el precio medio tanto de País Vasco como de la ciudad de Bilbao sigue siendo un 9,44% mayor que la media nacional, hasta alcanzar los 11,6 €/mes/m<sup>2</sup>, tal y como refleja el mencionado informe del portal inmobiliario (Idealista, 2018).

Para la zona de influencia de Abando, en donde se sitúa nuestro inmueble, el precio medio todavía asciende más, hasta los 13,98 €/mes/m<sup>2</sup>.<sup>17</sup>

#### Precio medio €/m<sup>2</sup> construido para viviendas en venta en Bilbao por trimestre y año



\* Fuente: Elaboración propia según precios históricos por m<sup>2</sup> y mes en Bilbao recogidos por Idealista (fecha 29 de abril de 2018).

### 3.2.3. Demanda en el área de interés.

Para estimar la demanda potencial del producto que queremos ofrecer, y garantizar así la viabilidad de nuestro proyecto de inversión, vamos a analizar, por un lado, la población demandante de vivienda o con intención de emanciparse, y por otro, los salarios de esa población, así como los gustos y necesidades que tiene.

Determinar la población demandante de vivienda en la zona de Abando constituye fundamentalmente un análisis cualitativo, aunque también nos sirve para determinar que efectivamente hay población suficiente, lo que garantiza un éxito en las ventas y un porcentaje de ocupación elevado en el caso del alquiler, variables que forman parte de la valoración económica posterior.

El conocimiento del poder adquisitivo y de los gustos y necesidades del público objetivo de nuestro proyecto se trasladan al estudio financiero mediante varias vías: por un lado, nos sirve para definir el gasto que tenemos que realizar en la reforma y/o rehabilitación del edificio, acorde al nivel socioeconómico de los futuros usuarios; y por otro, nos permite adecuar el dimensionamiento y diseño de la vivienda acorde a estos usuarios en cuanto a número de habitaciones, metros cuadrados totales, plazo medio estimado de permanencia, etc.

Por otro lado, con el fin de simplificar el análisis de la demanda de vivienda y por la falta de determinada información, los datos contenidos en este epígrafe se han obtenido aplicando las siguientes hipótesis de partida:

- En primer lugar, hemos escogido la franja de edad comprendida entre los 25 y los 44 años, porque entendemos que es en la que más emancipaciones se producen, y que el porcentaje de población que se emancipa fuera de esta franja es residual.
- En segundo lugar, analizamos la población actual del distrito objetivo, debido a que existen numerosos estudios sociológicos que determinan que la gente que

<sup>17</sup> Este dato ha sido calculado manualmente según una búsqueda realizada en el portal inmobiliario, al carecer de informes o información publicada en relación a la localización que nos interesa. Es el mismo dato presentado en el apartado 3.2.4 relativo a la oferta.

nace y vive en edades tempranas en un determinado ámbito (sea barrio o distrito) desarrolla un apego emocional al mismo, lo que le lleva a buscar vivienda propia en la misma zona. Si bien entendemos que esto último ha podido variar en los últimos años (desplazamiento mayor de la población y condicionantes económicos, que pueden cambiar las decisiones), a efectos de cálculo, mantendremos la simplificación.

❖ Población potencial demandante de vivienda.<sup>18</sup>

El Ayuntamiento de Bilbao reconoce un censo de población a principios de enero de este año 2018 de 346.332 habitantes. Más concretamente, para el distrito 6 de Abando, donde pretendemos llevar a cabo el PII, actualmente viven 51.622 personas, de las cuales, 11.642 tendrían una edad comprendida entre los 25 y los 44 años.

A estos 11.642 habitantes les aplicamos los datos de empleo en Bilbao, puesto que de estas personas, un porcentaje se encontrará sin empleo y saldrán fuera de nuestro cálculo, al considerar que no es posible su emancipación. En este sentido, vamos a considerar únicamente las personas activas menos las personas en paro, para establecer la población que trabaja actualmente. Como no tenemos datos de la población activa para el distrito de Abando, suponemos que en esta zona el porcentaje de población que está trabajando es proporcional a la del municipio.<sup>19</sup>

El número de personas activas entre los 25 y los 44 años en todo el municipio ascendió en el año 2016 a 78.398 personas, según los datos de *Eustat*, lo que supone un 47,47% de la población activa total de Bilbao. Asimismo, los parados en el mismo período llegaban a 14.910, representando el 9,03%. Por tanto, las personas con un trabajo a finales de 2016 suponían el 38,44% de la población activa total de Bilbao (165.145 personas).

Por lo tanto, después de todos los datos analizados, podemos concluir que la población demandante potencial para nuestro proyecto de inversión se encuentra en torno a las 4.475 personas.

<b>Población potencial demandante de vivienda</b>
---

<b>4.475 personas</b> ≈ 38,44% de 11.642 (habitantes distrito Abando) entre 25 y 44 años.
---

❖ Nivel socioeconómico de las personas.

Para determinar el nivel socioeconómico de los habitantes del distrito que nos ocupa, vamos a estimar la distribución de la renta personal del distrito de Abando considerando la renta personal media del mismo. Teniendo en cuenta los datos obtenidos de *Eustat*, la renta personal media del distrito es un 71,53% superior respecto de la de Bilbao.

<sup>18</sup> En el anexo correspondiente se realiza un breve análisis de la edad media de emancipación, que es uno de los factores a tener en cuenta a la hora de realizar un estudio de demanda de vivienda.

<sup>19</sup> Entendemos que es probable, por la zona en la que nos encontramos, que el ratio de gente con empleo sea superior.

### Renta personal media total, para Bilbao y el distrito de Abando (año 2015)

<b>BILBAO</b>		
Renta total		20.313
<b>Abando</b>		
Renta total		34.844

\* Fuente: Eustat (fecha 5 de junio de 2018).

Suponiendo, para este informe, que el incremento de renta entre Bilbao y Abando se mantiene para el rango de edad estudiado, la demanda estimada en el apartado anterior, en función de la distribución de la renta personal, en porcentaje de población, sería la siguiente:<sup>20</sup>

Demanda estimada en el distrito de Abando según renta personal (nº de personas).		edad población (años)				
		25 - 29	30 - 34	35 - 39	40 - 44	TOTAL (4.475)
renta personal media	< 7.000 € (100%)	272 (31,6%)	195 (22,7%)	189 (22,0%)	205 (23,7%)	860
	entre 7.001 y 21.000 € (100%)	509 (26,4%)	453 (23,5%)	473 (24,5%)	494 (25,6%)	1.929
	entre 21.001 y 31.400 € (100%)	138 (14,9%)	227 (24,6%)	270 (29,3%)	287 (31,2%)	921
	> 31.401 € (100%)	46 (6,0%)	143 (18,8%)	251 (33,0%)	325 (42,2%)	765

En función de los datos arrojados y las características de la zona, nuestro proyecto de inversión irá dirigido, por tanto, y fundamentalmente, a personas de entre 25 y 44 años de edad con un nivel socioeconómico alto, de rentas personales medias superiores a los 31.400 € anuales, lo que supone una cuota aproximada del 17% de la demanda potencial estimada en el epígrafe anterior (765 personas).

#### Población potencial demandante de vivienda según el nivel socioeconómico

- 765 personas, 17% de cuota de mercado.
- Personas entre 25 y 44 años de edad.
- Nivel socioeconómico alto, con rentas personales medias superiores a 31.400 € brutos al año.

#### ❖ Condiciones, gustos y necesidades de las nuevas familias.

En este apartado se quiere estudiar cuales son las condiciones actuales de la familia, así como su composición actual, ya que ésta ha ido cambiando bastante a lo largo de los años. También tendremos en cuenta las necesidades y gustos que se

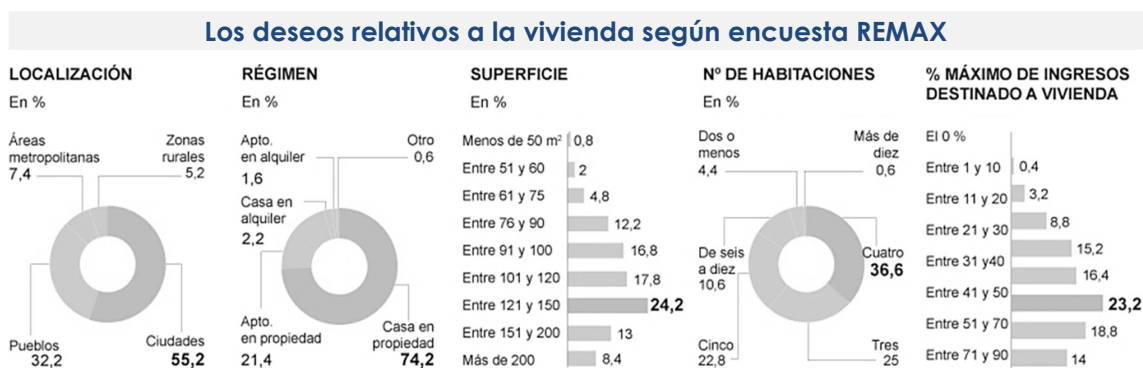
<sup>20</sup> Ver deciles de renta personal en el anexo correspondiente.



tienen hoy en día en cuanto a vivienda se refiere, sobretodo siendo conscientes del público objetivo que hemos escogido para el desarrollo de nuestro PII: el rango de edad escogido es un momento vital clave, en el cual se puede pensar en vivir en pareja o tener hijos, por ejemplo.

Según los datos del Censo de Población y Viviendas del año 2011, elaborado por el INE, el municipio de Bilbao registraba 147.655 hogares. Si tuviéramos que sacar una idea general acerca de las estructuras familiares más extendidas, podríamos decir que el perfil de hogar más característico de Bilbao responde mayoritariamente a un hogar formado por 2 o 3 personas, y cuya estructura corresponde a una pareja o una pareja con un hijo.<sup>21</sup>

Por otro lado, en cuanto a los gustos en vivienda, vamos a remitirnos a una publicación en el periódico *El Mundo*, de noviembre de 2015, en donde se resumían las preferencias inmobiliarias residenciales según determinadas características como localización, tipología, régimen, etc. (Salido, J. y Matilla A., 2015).<sup>22</sup>



\* Fuente: "Así es la vivienda más deseada" (Salido, J. y Matilla A., 2015). *El Mundo*

Las conclusiones respecto a gustos se pueden observar en el gráfico superior (Matilla, A., 2015), y destacamos a continuación las más relevantes, por influir de forma directa en el diseño y configuración de los espacios del PII, que hemos descrito en el apartado 2.4 correspondiente. Es decir, se han diseñado las viviendas de nuestro proyecto de inversión en base a los datos obtenidos en este apartado.

Una de las conclusiones a las que llegó la inmobiliaria RE/MAX fue que el 55,2% de los encuestados desean como lugar favorito para vivir las ciudades de núcleo superior a 100.000 habitantes. En relación a las características espaciales (metros cuadrados y número de habitaciones), el 24,2% querría una vivienda de entre 121 y 150 m<sup>2</sup>, seguida por las de entre 101 y 120 m<sup>2</sup> y las de entre 91 y 100 m<sup>2</sup>, con unos porcentajes de 17,8% y 16,8% respectivamente. Esto se traduce en que un 42% de los encuestados aspira a una vivienda de más de 101 m<sup>2</sup>.

<sup>21</sup> Los datos más relevantes extraídos del Censo de Población y Viviendas sobre las estructuras familiares más extendidas se exponen en el anexo correspondiente.

<sup>22</sup> La noticia refleja los datos principales del informe "Los deseos relativos a la vivienda" de la inmobiliaria RE/MAX, que a su vez está basado en una encuesta a 500 personas de entre 20 a 59 años. A pesar de que el informe es del año 2015, los gustos generales que analiza el informe pueden mantenerse vigentes todavía.

La inmobiliaria preguntó además a los encuestados sobre el porcentaje aproximado de los ingresos netos de la unidad familiar que destinaría a la vivienda (incluido alquiler o hipoteca, mantenimiento y otros gastos corrientes). La mayoría de los encuestados, más de un 23%, dedicaría entre el 41% y 50% del sueldo familiar, seguido por el 18,8% que estaría dispuesto a destinar entre el 51% y 70% del salario. Estas últimas cifras resultan cuanto menos sorprendentes, puesto que se alejan mucho del 30% - 33% que se considera aceptable desde el punto de vista económico.

Si estos datos los aplicamos al PII planteado en este informe tenemos:

- En régimen de alquiler, una pareja con una renta media personal de 31.400€, ingresaría unos 4.290 €/mes netos aproximadamente (aplicando una retención del 18%). Según el precio medio del alquiler en Abando, 13,98 €/mes/m<sup>2</sup>, el alquiler de las viviendas proyectadas estaría entre los 1.468 €/mes y los 2.125 €/mes, lo que supone un porcentaje de gasto en vivienda (sólo renta de alquiler) de entre un 34,22% y un 49,53% aproximadamente.
- En cuanto a la compra de las viviendas diseñadas en el edificio del Café Iruña, y teniendo en cuenta los datos de precio medio en la zona para compraventa, 4.171 €/m<sup>2</sup>, las viviendas saldrían al mercado en un rango de precios entre 441.000 € y 633.410 €. Suponiendo una hipoteca por el 80% del importe del inmueble, con un plazo medio de 24 años y concedida a un tipo de interés del 2,67%, la cuota mensual oscilaría entre los 1.765€ y los 2.541 (sólo cuota de la hipoteca). Esto supone un esfuerzo entre 41,14% y el 59,23%.<sup>23</sup>

Estos porcentajes están dentro de los rangos establecidos por la encuesta de la inmobiliaria, entendiéndose que nuestro PII está acorde a la demanda existente. A modo de resumen tenemos por tanto:

#### **Conclusiones trasladadas al PII conforme al análisis de la demanda**

- Las viviendas se diseñan con una superficie mínima de 105 m<sup>2</sup> (preferencia del 42% de la población)
- Para personas entre 25 y 44 años de edad, que viven en pareja, sin hijos o con 1 hijo (53% de la población, según estructura de los hogares).
- Las superficies resultantes del proyecto de inversión son acordes a los porcentajes de los ingresos netos de las unidades familiares que se están dispuestos a destinar a la vivienda, en compra o en alquiler.

#### **3.2.4. Oferta en el área de interés.**

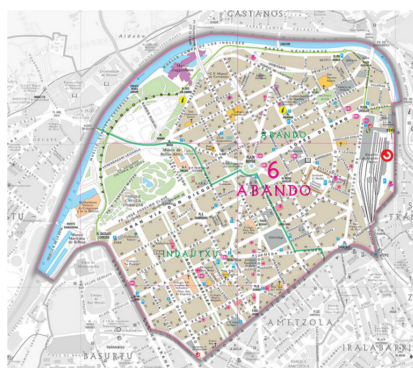
Una vez analizado el segmento de la vivienda y su demanda potencial, vamos a establecer cuál es la oferta existente en el momento actual, tanto en régimen de compraventa como en alquiler. La idea es ver cuántas viviendas hay actualmente, sus condiciones y si esto es coherente con la demanda que se ha calculado en el apartado anterior, y de este modo asegurar lo máximo posible la viabilidad del proyecto de inversión.

En este epígrafe también es necesario aplicar algunas consideraciones y/o simplificaciones:

<sup>23</sup> Los datos relativos al vencimiento medio y el tipo de interés están recogidos del apartado 3.1.4 del informe. Para el cálculo de la cuota se ha usado el simulador de hipotecas de la página web del Idealista.

- Tomamos como datos aquellos que se encuentren en un solo portal inmobiliario de referencia. En nuestro caso, escogeremos el *Idealista*, por ser uno de los más reconocidos y habituales. Se descarta manejar datos de otras webs para no tener que cotejar el hecho de que se produzcan duplicidades.
- Como la oferta varía diariamente, se considera como muestra válida aquella realizada un día en concreto (09/07/2018), sin realizar modificaciones posteriores.
- La búsqueda de inmuebles se limita a aquellos que por características y similitud a nuestro proyecto puedan suponer una verdadera competencia. Se ha restringido la búsqueda a aquellas propiedades que tengan más de 100 m<sup>2</sup>, que consten como mínimo de 3 habitaciones y tengan ascensor, por ser algunas de las características más demandadas por el público objetivo y las equivalentes a nuestro proyecto.<sup>24</sup>
- Sólo se han considerado los inmuebles del interior del distrito de Abando, donde queremos implantar nuestro PII, localización considerada como próxima a nuestro inmueble.

#### Delimitación del distrito de Abando, en donde se estudia la oferta existente



\* Fuente: Página web del Ayuntamiento de Bilbao.

#### ❖ Viviendas en el portal inmobiliario *Idealista*.

Según la búsqueda realizada, se han localizado 2 promociones de venta de vivienda nueva en la zona elegida y según las características indicadas. La primera oferta el metro cuadrado "desde" 3.989 €/m<sup>2</sup>, y aunque se oferta como obra nueva, se trataría realmente de una rehabilitación integral. La segunda promoción, según se publica, tiene un precio medio de 8.315,79 €/m<sup>2</sup> (con parcela de garaje), lo que la sitúa completamente fuera del precio de mercado, desde la óptica de todos los estudios realizados, por lo dicho precio no se tendrá en cuenta en este informe.

Para vivienda de segunda mano en venta, se han encontrado un total de 143 inmuebles, con un precio medio de 4.664 €/m<sup>2</sup> (8 de ellas se encontraban rebajadas entre un 1% y un 13%). Según la demanda potencial estimada, que era en torno a los 1.700 habitantes (38% de 4.475), podemos suponer que hay un déficit de oferta importante, lo que nos lleva a pensar que nuestro PII puede ser viable desde el punto de vista de la oferta.

<sup>24</sup> Por ejemplo: si sacamos al mercado una vivienda de 100 m<sup>2</sup> y 3 habitaciones, nunca competirá con chalets de 300 m<sup>2</sup>, ni con estudios de 50 m<sup>2</sup> y 1 habitación.

En cuanto a promociones de vivienda nueva en alquiler, no se ha localizado ningún inmueble en oferta. Sin embargo, para vivienda de segunda mano se han encontrado 63 inmuebles de similares características al que queremos promocionar, lo que supone, al igual que con el régimen de compraventa, una oferta muy reducida. El precio medio de estas 63 viviendas se sitúa en los 13,98 €/m<sup>2</sup>/mes.

Por el lado de la oferta hay que tener en cuenta, en este sentido (viviendas de segunda mano y régimen de alquiler), el impacto del sector turístico en el inmobiliario y el "boom" de las economías colaborativas, que ha propiciado la aparición de lo que se conoce como viviendas vacacionales o pisos turísticos. Este nuevo enfoque provoca que los propietarios de inmuebles decidan reservarlos para este nuevo uso, por su mayor rentabilidad, lo que reduce la oferta de viviendas destinadas a residencia habitual, bien sea en régimen de propiedad o de alquiler.

#### ❖ Viviendas pertenecientes a entidades financieras y/o SOCIMI.

Las casas pertenecientes a las entidades financieras y las adquiridas por SOCIMI se han convertido en una verdadera competencia dentro del sector inmobiliario libre.

Los bancos, en los últimos años, se han encontrado con un volumen de viviendas en propiedad muy importante, y necesitan darles salida en el mercado. Para ello, han desarrollado portales inmobiliarios propios en donde publicitan sus inmuebles y servicios asociados, para obtener ventaja comparativa en el mercado.<sup>25</sup>

Las inmobiliarias Aliseda y Kutxabank inmobiliaria no tienen viviendas en oferta para ninguno de los dos regímenes. Solvia, Altamira y Servihabitat solo ofertan viviendas en venta, pero no se adaptan ni en localización ni en características a nuestro proyecto, por lo que no se consideran competencia directa. Por último, BBVA vivienda oferta una única vivienda en venta en la zona considerada, pero tampoco se ajusta en cuanto a características (176 m<sup>2</sup>, 646.550 €), no disponiendo de inmuebles en régimen de alquiler.

Por otro lado, en este año han ido apareciendo multitud de SOCIMI, dedicadas al negocio inmobiliario. Al igual que sucede con los portales de los bancos, no se han encontrado sociedades que operen en el segmento residencial dentro del ámbito geográfico estudiado, por lo que no existe competencia en este aspecto.<sup>26</sup>

### 3.2.5. Hipótesis utilizadas.

En este apartado se realiza un breve resumen de todos los datos obtenidos hasta el momento, y que nos servirán como punto de partida para realizar la valoración económico-financiera del proyecto de inversión descrito en este trabajo.

---

<sup>25</sup> Para comprobar la competencia real existente, tanto en compraventa como en alquiler, se han consultado diversos portales web: Aliseda (grupo Popular), Solvia (grupo Sabadell), Kutxabank inmobiliaria, BBVA vivienda, Altamira (grupo Santander) y Servihabitat (grupo La Caixa).

<sup>26</sup> Debido a la reciente aparición de multitud de SOCIMI y/o su incorporación al MAB, sólo se han consultado las de mayor capitalización bursátil.

**Precios medios para la compraventa de viviendas**

PRECIOS MEDIOS POR REGIÓN	Precio €/m <sup>2</sup>	Fuente
País Vasco	2.509,00	Idealista
Bizkaia	2.865,70	Eustat
Bizkaia	2.572,00	Idealista
Bilbao ciudad	2.863,00	Idealista
<b>Abando (distrito)</b>	<b>4.171,00</b>	Idealista

PRECIOS MEDIOS DE INMUEBLES SIMILARES	Precio €/m <sup>2</sup>	Fuente
Bloque de viviendas rehabilitadas	3.989,00	Idealista
Búsqueda de inmuebles	4.664,00	Idealista

**Precios medios para el alquiler de viviendas**

REGIÓN	Precio €/mes/m <sup>2</sup>	Fuente
España	10,60	Idealista
País Vasco	11,60	Idealista
Bilbao ciudad	11,60	Idealista
<b>Abando (distrito)</b>	<b>13,98</b>	Idealista

### 3.3. Mercado de oficinas.

En este apartado vamos a definir el mercado de oficinas, siguiendo la misma estructura que la presentada para el mercado residencial anterior.

Por tanto, primero se realiza una breve introducción acerca del entorno y la evolución del mercado, estableciendo posteriormente los datos medios de los precios de compra y alquiler para nuestra zona de influencia, con el fin de determinar los ingresos en la valoración posterior para esta opción de explotación del inmueble.

Además, se estudia la demanda potencial existente y la oferta o competencia que existe actualmente en el distrito de Abando, con el objetivo de determinar si nuestras oficinas son viables desde el punto de vista comercial o de mercado, y determinando finalmente las hipótesis utilizadas que se trasladarán al estudio económico-financiero del PII.

#### 3.3.1. Entorno y evolución del mercado.

En lo que al mercado de oficinas se refiere, existen varios factores que condicionan tanto su situación actual como su evolución futura. En este apartado hemos decidido analizar aquellos que considerábamos más importantes, relacionados con el diseño de espacios de trabajo abierto de nuestro PII: la evolución del empleo y la creación de empresas, las nuevas necesidades y tendencias en los entornos de trabajo, y las altas rentabilidades del segmento, por lo que muchos inversores institucionales llevan años apostando por el crecimiento del mercado.

El conocimiento de todos estos factores se incorporan al estudio financiero a través de la configuración de los espacios, según las nuevas necesidades, y en los metros cuadrados finales disponibles para su comercialización. También quedan reflejados en los gastos destinados a la implantación de las oficinas, acorde a los requisitos de los futuros usuarios, y en el nivel de ocupación.

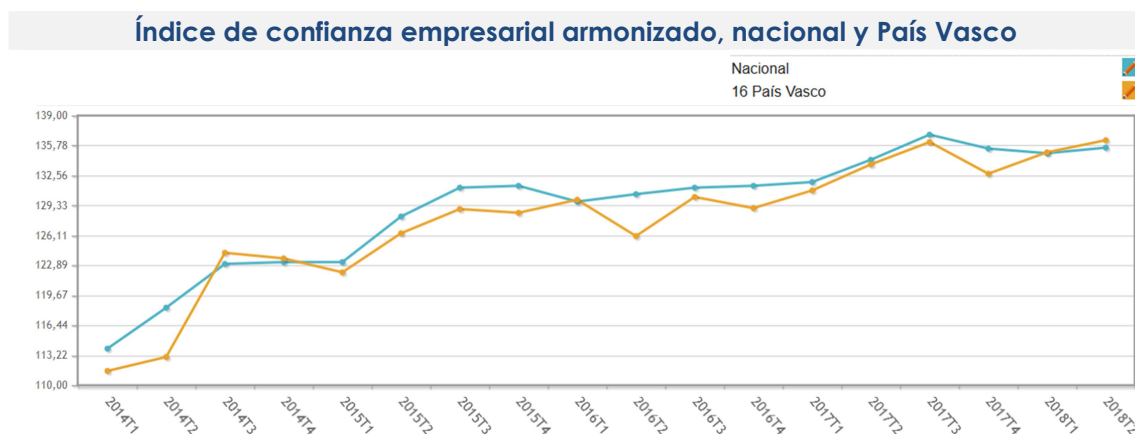
❖ Empleo y creación de empresas.

Los pronósticos de crecimiento de la economía española para este año 2018 son muy positivos en términos generales y se esperan buenas perspectivas para los principales indicadores económicos.

Para el conjunto del país, la variación anual del PIB registrada en el primer trimestre de este año sube hasta el 3%, mientras que el empleo llega al 2,6%, lo que deja una tasa de paro del 16,74% (un 2,01% menos respecto al mismo periodo del año pasado), según el INE.<sup>27</sup>

Tal y como se afirma desde Jones Lang LaSalle (en adelante JLL), en su informe de febrero “Oficinas. Las claves de un mercado en constante evolución”, las estimaciones de crecimiento para este año están en el 2,9% anual, con un crecimiento del empleo encima del 2,0%. La consultora entiende que los buenos resultados de los indicadores macroeconómicos y las buenas perspectivas de 2018, llevan a España a una posición altamente atractiva en los mercados.<sup>28</sup>

Por otro lado, el índice de confianza empresarial armonizado ha vuelto a crecer un 0,4% por segundo trimestre consecutivo hasta los 135,5 puntos, después del descenso experimentado a finales del año pasado. Si bien es cierto que el aumento no es muy relevante, se observa una tendencia al alza más o menos constante, síntoma de que se espera una aceleración de la actividad económica.



\* Fuente: INE (11 de julio de 2018).

En cuanto al País Vasco, el PIB ascendió hasta el 3,1%, ligeramente por encima a la media nacional, mientras que la tasa de paro se situó en el 11,3% en el primer

<sup>27</sup> Empleo equivalente a tiempo completo.

<sup>28</sup> Según las previsiones de Oxford Economics, consultora de la que JLL extrae la información.

trimestre de 2018, disminuyendo la población ocupada un 0,2% respecto al mismo período del año anterior.

Por otro lado, el número de altas de establecimientos en Bizkaia se situó en los 4.944, mientras que las bajas producidas subieron hasta las 5.220, lo que nos lleva a un saldo negativo de 268 establecimientos que cerraron sus puertas con relación al año 2016 anterior. El descenso es generalizado en todas las ramas de actividad, a excepción de las actividades profesionales, científicas y técnicas (rama 08), y de la administración pública (rama 09).

En Bilbao, el número total de establecimientos con actividad, a comienzos de año 2017, ascendía a 32.561, con 150.009 personas empleadas. A este respecto, en Bizkaia el saldo de empleados ascendió en 5.215 personas, lo que nos lleva a pensar que existe una cierta concentración: cada vez hay empresas más grandes, con mayor número de empleados y con necesidades de espacios de trabajo de mayor superficie, circunstancia que nos afecta de forma directa en el diseño y la configuración de nuestro proyecto de inversión.

#### Demografía de establecimientos y personas empleadas en Bizkaia, enero de 2017

	Altas		Bajas		Saldo establecimientos que permanecen		Saldo global (2017-2016)	
	Nº.	Personas empleadas	Nº.	Personas empleadas	Nº.	Personas empleadas	Nº.	Personas empleadas
<b>Bizkaia</b>	<b>4.944</b>	<b>9.232</b>	<b>5.220</b>	<b>8.767</b>	<b>8</b>	<b>4.750</b>	<b>-268</b>	<b>5.215</b>
01. Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	271	420	365	592	-22	-92	-116	-264
02. Industrias extractivas; industria manufacturera; suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado; suministro de agua; actividades de saneamiento, gestión de residuos y descontaminación	220	809	323	869	-5	681	-108	621
03. Construcción	886	1.249	979	1.327	1	126	-92	48
04. Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos de motor y motocicletas; transporte y almacenamiento; hostelería	1.348	2.952	1.504	2.462	9	1.358	-147	1.848
05. Información y comunicaciones	117	234	123	203	-1	-41	-7	-10
06. Actividades financieras y de seguros	100	117	112	157	0	-326	-12	-366
07. Actividades inmobiliarias	82	102	103	152	10	40	-11	-10
08. Actividades profesionales, científicas y técnicas; actividades administrativas y servicios auxiliares	1.022	2.027	961	1.751	11	1.071	72	1.347
09. Administración pública y defensa; seguridad social obligatoria; educación; actividades sanitarias y de servicios sociales	526	820	384	755	1	1.434	143	1.499
10. Actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento y otros servicios	372	502	366	499	4	499	10	502

\* Fuente: Eustat. Demografía de establecimientos y personas empleadas en la C.A. de Euskadi por territorio histórico y rama de actividad (A10). 01/01/2017

#### ❖ Nuevas necesidades en los entornos de trabajo.

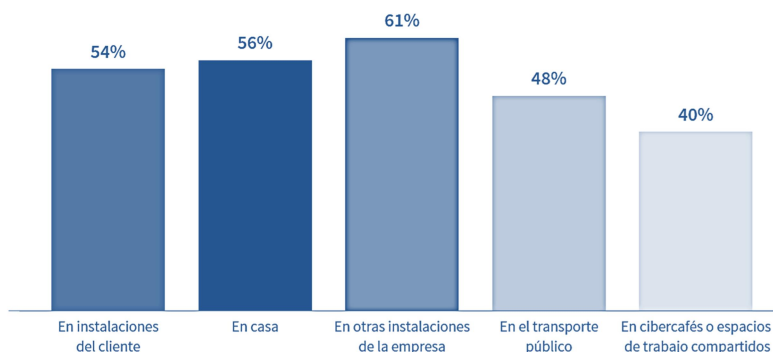
Tal y como se afirma en la publicación de BNP Paribas Real Estate "At a glance: coworking Española", la profunda crisis ocurrida desde 2008 provocó un cambio en el mercado laboral, fundamentalmente en la forma de trabajar en los espacios de oficinas. La crisis llevó a las compañías a optimizar sus espacios de trabajo, disminuyendo el ratio de metros cuadrados por puesto de trabajo, para poder reducir así los gastos fijos asociados a la actividad. Esto, añadido a un cambio de mentalidad de los directivos de las empresas, derivó en la concepción de los espacios abiertos que favorecen a su vez el trabajo en grupo y los recursos físicos e intangibles compartidos. En la actualidad, los grandes actores del mercado entienden que este cambio ya se encuentra consolidado.

Por otro lado, según BNP Paribas, se han introducido factores nuevos que han modificado la relación trabajador – empresa, y términos como “flexibilidad” y “comunicación” son ya habituales, enfocados a mejorar el ambiente laboral y la satisfacción del empleado. Hoy en día, muchas empresas están implementando soluciones para que sus trabajadores puedan realizar sus tareas desde casa, o con adaptaciones horarias, lo que disminuye todavía más las necesidades en cuanto a superficie de oficinas. Se estima que en el futuro las empresas disminuyan el tamaño de sus sedes, dando paso a espacios colaborativos más reducidos y en localizaciones diferentes, para favorecer los valores de empresa y una interacción más personal entre sus empleados.

La opinión de BNP Paribas sobre los espacios laborales futuros también es respaldada por otras consultoras, como es el caso de CBRE o JLL. Esta última analiza el fenómeno en uno de sus últimos informes, apuntando en esta misma dirección:

### Flexibilidad de los empleados en cuanto a su puesto de trabajo

¿Trabajas en estos lugares al menos una vez al mes?



\* Fuente: Informe “Workplace - Powered by Human Experience” (JLL, 2018).

Otro de los elementos que ha cambiado la forma de trabajar es el aumento del coworking: trabajadores por cuenta propia con distintos perfiles y aptitudes, que trabajan en un mismo espacio para poder compartir conocimientos que les permita adquirir valor añadido a cada uno de ellos. Esta evolución en el trabajo lleva a empresas y emprendedores a buscar nuevos espacios de trabajo que cubran sus necesidades y expectativas: los centros de trabajo de coworking y los “business center”. Ambos se diferencian en el cliente objetivo y, por tanto, en los servicios demandados del espacio y en el perfil de gasto. En los business center se brinda la posibilidad de participar de una comunidad profesional, se busca la venta de la experiencia, lo que conlleva rentas de alquiler más altas.

En su informe de abril de este año “El futuro de los entornos de trabajo”<sup>29</sup> la compañía CBRE defiende que los retos actuales de las empresas se centran en reducir costes, incrementar la eficiencia, adaptarse a las nuevas tecnologías, y en la necesidad de orientarse hacia las nuevas demandas de un perfil diferente de cliente.

<sup>29</sup> Si bien es cierto que el informe de CBRE se centra en el sector financiero, los retos expuestos pueden extrapolarse sin problema al conjunto de las empresas en la actualidad.



❖ Espacios rehabilitados en el DCN.<sup>30</sup>

Según Javier Kindelan Williams y Juanjo López del Corral, Responsable de Oficinas Regionales CBRE - Presidente CBRE Valuations Advisory y Director Regional CBRE respectivamente, las áreas comunes y las fachadas de los edificios de oficinas actuales del centro de Bilbao necesitan actualización, produciéndose pocos casos de renovación hasta el momento. En el año 2016 algunos de los edificios de oficinas han sido rehabilitados y los expertos de CBRE creen que esta tendencia continuará en los años próximos.

Esto último que refleja la consultora se encuentra completamente alineado con otra de las pautas en el segmento a nivel nacional, que es la prioridad en la contratación de oficinas nuevas y rehabilitadas, con los inmuebles lo más adecuados posible a las nuevas tendencias de trabajo y lo mejor ubicadas posible, sin prescindir del mantra inmobiliario "localización, localización y localización". También Savills Aguirre Newman, en su resumen informativo del 4º trimestre de 2017 para oficinas "Market in Minutes", pronostica que la creación de producto de calidad vía promoción o la rehabilitación de activos desactualizados continuará siendo una tónica del mercado.

Las rehabilitaciones de oficinas en las grandes ciudades del país, como Madrid o Barcelona, han sido llevadas a cabo en estos años por las SOCIMI, protagonistas fundamentales, que mantienen una presencia muy activa en este segmento. No obstante, en la ciudad de Bilbao su presencia es muy limitada y puntual, sobre activos muy concretos.

**Encuesta sobre los factores más importantes en la elección de espacios de oficinas**

¿Cuál cree usted que es el factor más importante a la hora de elegir un inmueble?



\*Fuente: Informe "Oficinas. Las claves de un mercado en constante evolución" (JLL, febrero de 2018).<sup>31</sup>

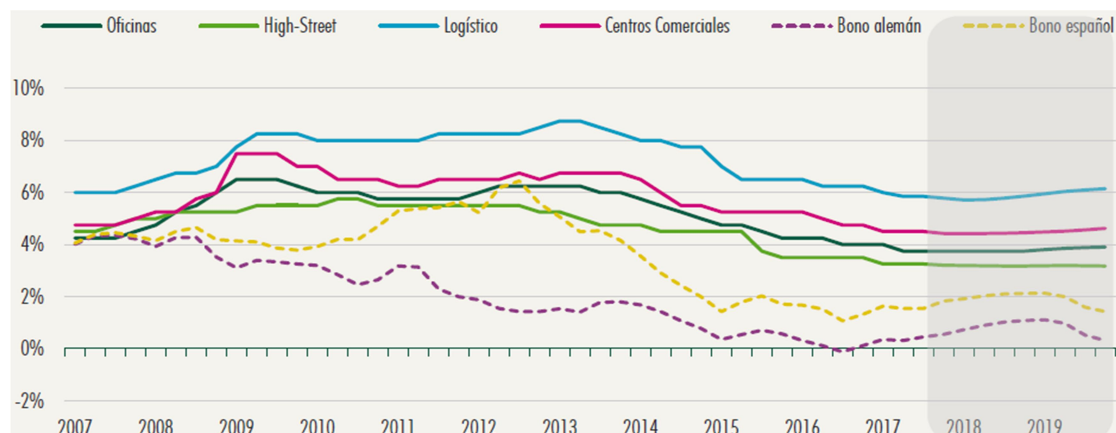
❖ Rentabilidades del sector.

En cuanto a las rentabilidades del segmento, la consultora CBRE sitúa los retornos del mercado de oficinas en un 3,75% en términos generales. En su informe anual "Real Estate Market Outlook, España 2018", la compañía asegura que estas rentabilidades se encuentran en mínimos históricos debido a la elevada liquidez del mercado, la continuidad de la política monetaria del BCE (que está en vías de eliminar los incentivos que aplica actualmente) y la búsqueda, por parte de los inversores, de inversiones alternativas que produzcan mayores rendimientos, entre otros factores.

<sup>30</sup> Distrito Central de Negocios, más conocido por sus siglas en inglés: CBD. Hace referencia a zonas de oficinas situadas y concentradas en una localización específica en el centro de las ciudades.

<sup>31</sup> Encuesta incorporada al informe, basada en un sondeo realizado a 61 encuestados en el evento "Evolución y tendencias mercado oficinas" del 26 Octubre 2017.

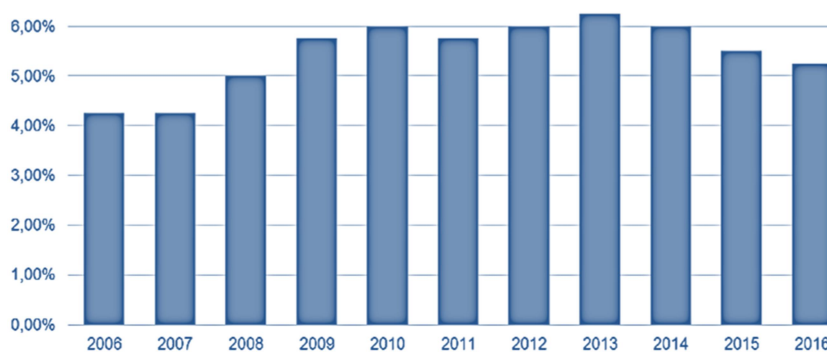
### Evolución y previsión de rendimientos por sectores frente a bonos



\* Fuente: "Real Estate Market Outlook, España 2018" (CBRE Research, 2017).

No obstante, CBRE estima que las rentabilidades en el DCN de Bilbao han sido superiores a la media de las grandes capitales en los últimos años, encontrándose en el 5,5% de media en el año 2016, y con una previsión para el año de publicación del informe (2017) en torno al 5% en edificios prime.

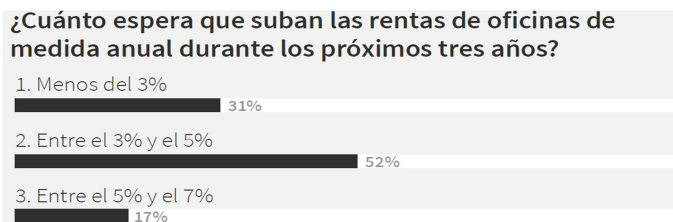
### Rentabilidades medias de oficinas en el DCN de Bilbao



\* Fuente: "Marketview Bilbao 2017" (CBRE, 2017).

Además, esta consultora también cree que existen buenas oportunidades de crecimiento para este segmento en la ciudad. Si bien es cierto que su previsión viene fundada por el análisis del comportamiento del mercado en las grandes ciudades, éstos suelen producir un efecto dominó sobre el resto de ciudades con un cierto volumen de actividad empresarial. Hay que tener en cuenta que estas previsiones dependen en gran medida de la ciudad que estemos analizando y las características propias del sector a nivel local.

### Encuesta sobre el crecimiento medio anual de rentas de oficinas



\*Fuente: Informe "Oficinas. Las claves de un mercado en constante evolución" (JLL, febrero de 2018).

Respecto al crecimiento del precio del alquiler y tendencia para los próximos años, no se han encontrado documentos con datos objetivos que puedan aportar información relevante, por lo que tendremos en cuenta los datos reflejados en la encuesta publicada por JLL:

PREVISIÓN PRECIO ALQUILER	2018	2019	2020
FUENTE			
Encuesta Jones Lang LaSalle	4,00%	4,00%	4,00%
<b>PREVISIÓN ESTIMADA</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>

A partir del año 2020, las previsiones consideradas en la valoración responden a un criterio propio, y son:

PREVISIÓN considerada	2021	2022	2023 - 2028
<b>ALQUILER OFICINAS</b>	<b>3,50%</b>	<b>3,00%</b>	<b>2,00% <sup>(32)</sup></b>

#### 3.3.2. Precios de mercado.

En este apartado se analizan los precios de compraventa de oficinas, así como las rentas medias de alquiler para este segmento, acorde a los objetivos del proyecto de inversión inmobiliario planteado. Es importante tener en cuenta que el segmento de oficinas se encuentra más profesionalizado, y está menos extendido entre el público en general, lo que provoca que la información sea todavía más restringida y parcial que para el caso del mercado residencial.

En el segmento de oficinas, las transacciones de compraventa no son habituales, y suelen estar motivadas fundamentalmente por inversiones llevadas a cabo por compañías o empresas ya asentadas y/o con un cierto tamaño y trayectoria profesional.

No obstante, en términos generales, el año 2018 parece ser un ejercicio de grandes movimientos en el sector, con transacciones importantes en el centro de Bilbao, según un artículo publicado por el diario *El Correo* en abril de este año (García,

<sup>32</sup> A partir de 2023, se toma un crecimiento equiparable al crecimiento del 2% de la inflación, por ser el objetivo a largo plazo buscado por la UE para el incremento de los precios.

S., 2018). En este reportaje se hace referencia a las mayores transacciones llevadas a cabo en los últimos años, que se resumen a continuación:

#### Transacciones de compraventa de edificios de oficinas en Bilbao en los últimos años

EDIFICIO	ZONA	PRECIO DE TRANSACCIÓN en millones de €	SUPERFICIE INMUEBLE en m <sup>2</sup>	PRECIO ESTIMADO por m <sup>2</sup> <sup>(33)</sup>
Rascacielos BBVA	Gran Vía-Moyúa	100	23.935	4.178 €/ m <sup>2</sup>
Antigua BBK	Gran Vía-Moyúa	40	8.000	5.000 €/ m <sup>2</sup>
Esquina Telefónica	Abando	9 – 12	4.600	2.283 €/ m <sup>2</sup>
Palacio Olabarri	Abando	10,5	5.027	2.089 €/ m <sup>2</sup>

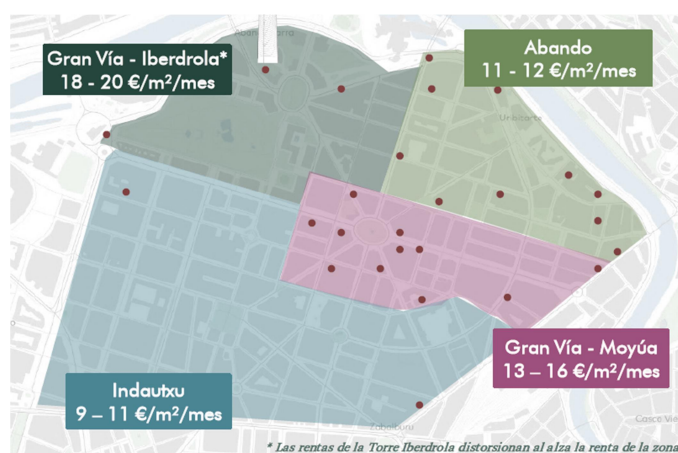
\*Fuente: "La torre del BBVA, la manzana del Iruña... Bilbao sale a la venta" publicado por El Correo (García, S., 2018).

Por otro lado, según el boletín informativo "Marketview Bilbao 2017", publicado por CBRE, en el año 2017 se habrían realizado transacciones de compraventa en las áreas de Gran Vía-Moyúa y Abando, situándose las ventas medias en los 3.650 €/m<sup>2</sup> y 3.100 €/m<sup>2</sup> respectivamente en cada zona.

Como podemos observar, los precios por metro cuadrado estimados por la consultora están bastante por debajo en la zona de Gran Vía-Moyúa, y muy por encima para la de Abando, respecto a los datos que publica el diario El Correo. Las diferencias en cuanto a precio son lo suficientemente importantes como para tenerlas en consideración a la hora de realizar nuestra valoración, puesto que la viabilidad del PII puede verse comprometida por esta cuestión.

En cuanto a los precios de alquiler, en el mencionado boletín informativo de CBRE, la renta media general para el centro de Bilbao se situó, en el año 2017, en torno a los 13,5 €/m<sup>2</sup>/mes. Por zonas, la consultora estima los siguientes precios por mes y metro cuadrado:

#### Edificios de oficinas y precios medios de alquiler en el centro de Bilbao (2017)



\* Fuente: "Marketview, Bilbao 2017" (CBRE, 2017).

<sup>33</sup> Precios medios aproximados.

Según CBRE, la escasez de espacios amplios y de calidad en zonas demandadas ejerce sin duda una presión al alza de las rentas en los mejores inmuebles, como sucede actualmente en la Torre Iberdrola, cuyas rentas oscilan entre los 21,5 €/mes/m<sup>2</sup> hasta los 25,5 €/mes/m<sup>2</sup>.<sup>34</sup>

De los precios actuales de los espacios de la Torre Iberdrola que actualmente se ofertan y de los reflejados en el informe de CBRE, podemos concluir que en el último año las rentas han subido más de un 20%, al menos en la zona prime donde se sitúa el emblemático edificio.

### 3.3.3. Demanda en el área de interés.

Teniendo en cuenta el apartado analizado anteriormente, relativo al entorno y la evolución de mercado, se estudia la demanda potencial que puede existir en el ámbito de influencia del proyecto de inversión planteado, ya que ésta afecta tanto a la mayor probabilidad de éxito en la venta del inmueble como a los niveles de ocupación que se plantearán en el posterior estudio económico-financiero.

En este sentido, vamos a determinar para el segmento de oficinas el perfil de ocupación que presenta el entorno del inmueble objeto del informe, los metros cuadrados medios que se contratan y la superficie bruta alquilable (conocida como SBA), así como el volumen de contratación esperado.

En primer lugar, existen diferentes fuentes que aseguran que la ciudad de Bilbao se encuentra en estos momentos un nuevo resurgir inmobiliario, pronosticando un mercado inmobiliario estable en un futuro a corto plazo. Una de estas fuentes es el diario *Expansión*, que en una noticia de diciembre de 2017 (Junco, L., 2017) afirmaba que esto se debe al nuevo enfoque moderno y sostenible que actualmente promueve la ciudad, y que le ha valido el título de Mejor ciudad europea 2018, atrayendo a inversores inmobiliarios, como Zara o Primark.<sup>35</sup>

En este sentido, el diario económico prevé un inminente requerimiento de oficinas de obra nueva. Según estimaciones de Juanjo López del Corral, Director Regional de la consultora CBRE, “dentro de tres años va a hacer falta nuevo espacio de oficinas”, producto que “deberá responder a los estándares que demandan las grandes empresas [...]”. En el mismo contexto de la entrevista, el consultor asegura que en la actualidad es difícil encontrar espacio disponible en el centro de la ciudad que responda a las necesidades actuales de las empresas.

Actualmente, la zona metropolitana de Bilbao cuenta con 820.000 m<sup>2</sup> de SBA de oficinas, de los que aproximadamente el 77% se encuentran en edificios de uso exclusivo. En términos medios, los 25 principales edificios de oficinas o mixto (comercial-oficinas) del centro de la ciudad ocupan alrededor de 5.500 m<sup>2</sup>, se construyeron en torno a 1975 y la desocupación ronda el 12%, según estimaciones y datos internos de CBRE.

En relación a las previsiones futuras de contratación de espacios de oficina, la pauta oficinas a nivel nacional es la previsión al alza de la demanda, derivada de las

<sup>34</sup> Horquilla de precios según los datos disponibles en la página web oficial de la Torre Iberdrola.

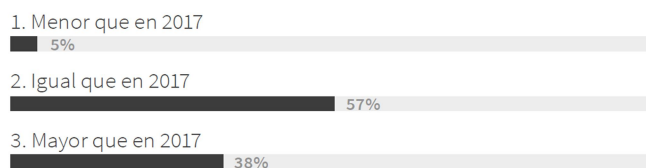
<sup>35</sup> Título de “Mejor ciudad europea 2018” concedido por el organismo Academy of Urbanism británico.

favorables perspectivas económicas y de crecimiento del empleo, según varias consultoras especializadas, como JLL.

En el boletín informativo “Marketview” de 2017 para la ciudad de Bilbao, la consultora CBRE ya detectó el año pasado un repunte importante de ocupación en el DCN de la ciudad, sobre todo en los principales edificios, y en otros que se están orientando en exclusiva al segmento de oficinas. En este sentido, se estima que esta tendencia se mantenga y lleve aparejada un incremento de rentas.

### Encuesta sobre el volumen de contratación de oficinas para 2018

¿El volumen de contratación de oficinas del 2018 será... ?



\* Fuente: Informe “Oficinas. Las claves de un mercado en constante evolución” (JLL, febrero de 2018).

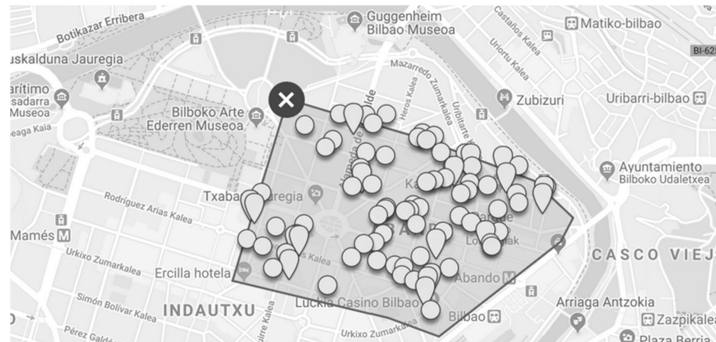
#### 3.3.4. Oferta en el área de interés.

Por último, en este apartado se realiza un análisis de la oferta existente actualmente dentro del área analizada, tanto en régimen de compraventa como en alquiler. Al igual que sucedía en el segmento residencial, queremos comprobar cuál es la oferta real, y si ésta es superior, igual o inferior a la demanda estimada en el apartado anterior. Según los datos obtenidos, podremos deducir de un modo cualitativo si el PII planteado es viable desde el punto de vista comercial.

En este caso, aplicamos las mismas consideraciones y/o simplificaciones que en el estudio de mercado de viviendas:

- Tomamos los datos de un solo portal inmobiliario de referencia, que en nuestro caso es el portal *Idealista*.
- Como la oferta varía diariamente, se considera como muestra válida aquella realizada un día en concreto (09/07/2018), sin realizar modificaciones posteriores.
- Se han considerado todas las superficies ofertadas debido a que en nuestro proyecto la superficie destinada se tratará como un conjunto divisible, que pueda funcionar de manera conjunto o según despachos independientes, en función de la demanda que se pueda tener en distintos momentos.
- La búsqueda de inmuebles se limita a aquellos que por características, localización y similitud a nuestro proyecto puedan suponer una competencia directa. Para el caso de las oficinas, el factor de la localización tiene mayor relevancia, por lo que ésta se ha ajustado, dentro del distrito de Abando, según la información ofrecida por CBRE.

## Delimitación de la zona de influencia, donde se estudia la oferta existente



\* Fuente: página web Idealista (fecha 9 de julio de 2018).

Para el caso de las oficinas en venta, se han encontrado 208 oficinas en la misma zona de influencia en la que pretendemos llevar a cabo nuestro PII. El precio medio de los productos ofertados asciende a 2.735 €/m<sup>2</sup>, pero si consideramos un área más próxima, en lo que podríamos denominar "de influencia de la Gran Vía", el precio medio asciende a los 3.100 €/m<sup>2</sup> (85 oficinas en oferta). Estos datos son inferiores a los recogidos por la consultora CBRE.

En comparación con el segmento residencial, podemos concluir que existe una mayor oferta para el segmento de oficinas, presentando, en términos generales, unos precios medios más bajos.

Por otro lado, lo más habitual en los inmuebles destinados a oficinas es que éstos se oferten en renta o alquiler. En el *Idealista* se ofertan 449 oficinas en alquiler, de superficies variables. El precio medio de estas oficinas asciende a 13,17 €/m<sup>2</sup>/mes, dato que se encuentra en sintonía con el análisis que hicimos en el apartado correspondiente.

Sin embargo, como ya pudimos constatar, existen diferencias muy importantes dentro del área considerada, tal y como ponía de manifiesto el informe regional de CBRE. Si restringimos la zona de búsqueda al ámbito estudiado por la consultora, el portal inmobiliario arroja un precio medio de 15,34 €/m<sup>2</sup>/mes, considerando 162 oficinas disponibles, que está igualmente dentro del rango estimado por CBRE.

### ❖ Oficinas en alquiler pertenecientes a agentes profesionales.

Además de las oficinas que se ofertan en régimen de alquiler pertenecientes a personas o empresas individuales, existen también agentes profesionalizados, que no solo alquilan espacios de oficinas como tal, sino que desarrollan un modelo de negocio idéntico al que pretendemos desarrollar en nuestro PII. Este modelo de negocio consiste en la gestión completa del inmueble, ofreciendo servicios adicionales adaptados a cada cliente, como servicios de secretaría, zonas de espera y recepción conjuntas, atención telefónica, salas de reuniones adicionales, etc. Como ya vimos en uno de los apartados anteriores, este modelo de negocio es tendencia dentro del segmento.

Para analizar la posible competencia del modelo de negocio que planteamos para el caso de oficinas en alquiler, no nos hemos limitado en exclusiva a los portales

inmobiliarios, sino que también se han estudiado páginas de gestores o promotores profesionales y SOCIMI, que en este segmento si juegan un papel muy activo.

En la ciudad de Bilbao existen algunos centros de negocios, que son edificios gestionados por una única empresa, y tal y como analizamos anteriormente, sus precios medios son superiores a los establecidos para un alquiler de oficinas estándar. No obstante, en nuestra área de influencia solo hemos encontrado tres centros de negocios, que ofrecen más o menos los mismos servicios. Asimismo, hemos comprobado que el precio por los servicios “extra” que se ofrecen (mensajería, reprografía, catering, etc.) va a parte del establecido por el alquiler del espacio de oficina.

#### Precios medios de alquiler de oficinas en centros de negocios en Bilbao

EMPRESA	UBICACIÓN DE OFICINAS	PRECIO publicitado	PRECIO ESTIMADO por m <sup>2</sup> <sup>(36)</sup>
<b>Seint</b>	C/ Rodríguez Arias, 17 C/ Ercilla, 8 C. Gardoqui, 3	290 €/mes	20 €/mes/m <sup>2</sup>
<b>Centro de Negocios Venezuela</b>	Plaza Venezuela, 1	(sin datos)	
<b>Spankor</b>	C/ San Vicente, 8 C/ Máximo Aguirre, 12	(sin datos)	
<b>Ercilla Centro de Negocios</b>	C/ Ercilla, 8	(sin datos)	
<b>CENEC Centro de Negocios Elcano</b>	C/ Elcano 14	600 €/mes	30 €/mes/m <sup>2</sup>

Por otro lado, actualmente solo existe una SOCIMI que oferta oficinas en alquiler muy próximas a la ubicación de nuestro activo. La compañía Trajano Iberia SOCIMI S.A. ofrece 5.081 m<sup>2</sup> de oficinas, distribuidas en 6 plantas, en el edificio Echevarría, en la calle Alameda de Urquijo nº 4, donde actualmente se encuentra la cadena FNAC.

Según su página web oficial, el edificio Echevarría se encuentra orientado a las nuevas necesidades empresariales, según lo analizado en epígrafes anteriores. La gestión operativa del inmueble la lleva a cabo CBRE Bilbao, y según la información disponible, la superficie se encuentra alquilada al 100%, no pudiendo acceder a los precios que se solicitan por el alquiler. No obstante, el hecho de que su ocupación sea del 100% nos lleva a pensar que un producto moderno y bien enfocado tiene buena salida en el mercado, a pesar de la mayor oferta disponible.

#### 3.3.5. Hipótesis utilizadas.

Los datos obtenidos hasta el momento, que nos servirán como punto de partida para realizar la valoración económico-financiera de nuestro PII, son los siguientes:

<sup>36</sup> Precios medios, estimados de forma aproximada, según la distinta información encontrada.



### Precios medios para la compraventa de oficinas

Precios medios por área de influencia	Precio €/m <sup>2</sup>	Fuente
Gran Vía-Moyúa	3.650,00	CBRE
	3.100,00	Idealista
<b>Estimado</b>	<b>3.375,00</b>	

Precios medios de transacciones similares <sup>37</sup>	Precio €/m <sup>2</sup>	Fuente
Rascacielos BBVA (Gran Vía-Moyúa)	4.178,00	El Correo
Antigua BBK (Gran Vía-Moyúa)	5.000,00	El Correo

### Precios medios para el alquiler de oficinas

Precios medios por área de influencia	Precio €/mes/m <sup>2</sup>	Fuente
Abando (distrito)	13,17	Idealista
Gran Vía-Moyúa	13,00 – 16,00	CBRE
	15,34	Idealista
<b>Estimado</b>	<b>14,50</b>	

Precios medios de Centros de Negocios	Precio €/mes/m <sup>2</sup>	Fuente
Seint	20,00	Estimado
CENEC Centro de Negocios Elcano	30,00	Estimado

Cabe recordar en este punto que las superficies comercializables totales, resultantes del PII se consideran al 95% para el caso de las oficinas en renta o alquiler (punto 2.4. Descripción del proyecto de inversión inmobiliario; página 15). El 5% restante, así como la planta séptima y la zona de terraza, se destinan a espacios de descanso, puntos de encuentro y demás zonas necesarias para adaptarnos a las tendencias de mercado.

<sup>37</sup> Hay que tener en cuenta que parte de la superficie de estos edificios se destina a uso comercial, por lo que el precio puede estar distorsionado.

#### 4. ANÁLISIS DE VIABILIDAD ECONÓMICO-FINANCIERA DEL PROYECTO DE INVERSIÓN.

En este apartado se realiza el estudio económico-financiero del proyecto de inversión planteado para el edificio del café Iruña, según los aspectos cualitativos analizados en los dos apartados anteriores e introduciendo en la valoración los datos económicos obtenidos en los mismos para establecer cuantitativamente la viabilidad del PII. La valoración del proyecto se calcula, por tanto, en base a las cuatro opciones de explotación posibles según la viabilidad técnica y comercial:

USO DEL INMUEBLE MODALIDAD DE EXPLOTACIÓN	VIVIENDA		OFICINA	
	VENTA	ALQUILER	VENTA	ALQUILER

Además, se establecen determinados parámetros, necesarios para la valoración del proyecto, que son específicos de este tercer análisis.

Se justifica, en primer lugar, el horizonte temporal que vamos a considerar y las fases de las actuaciones que se llevarán a cabo, calculando las inversiones iniciales y los gastos de puesta en marcha. Seguidamente, se obtendrá el plan de financiación para el PII, derivado de una extrapolación de la estructura económico-financiera actual de la SOCIMI Lar España Real Estate, y la tasa de actualización a aplicar. Por último, una vez estimados los distintos ingresos y gastos financieros a lo largo de la vida económica del proyecto, se obtendrán los diferentes flujos netos de caja.

La viabilidad económico-financiera se establece a través del Equivalente Monetario Cierto (en adelante EMC), utilizando un tipo de actualización ajustado a riesgo. Para el cálculo del tipo de interés ajustado a riesgo ( $s$ ) vamos a emplear el modelo del Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC), que determina la rentabilidad que le exigen los inversores al PII. Esta tasa ajustada supone una medida de la rentabilidad que podría obtener un inversor en una inversión alternativa con un nivel de riesgo similar. Para su cálculo, se aplica el supuesto de que este PII se incorporará al negocio de la SOCIMI Lar España Real Estate sin modificar su riesgo.

El Valor Residual al final de la vida útil del proyecto se calcula mediante el método de estimación directa, contemplando la venta de los activos resultantes, y según la estimación de una renta perpetua a una tasa constante de crecimiento.

Este análisis se completa con el cálculo del Período de Recuperación (también llamado Payback), y el Payback actualizado, para saber en qué momento las entradas de caja generadas por el proyecto hacen frente a todas las salidas que ha originado. Este método de valoración se aplica para analizar la liquidez del PII.

En la última fase del apartado se realiza un análisis de las variables más sensibles del proyecto de inversión, comprobando cómo posibles desviaciones en las estimaciones realizadas afectan a la viabilidad o valoración del mismo.

##### 4.1. Horizonte temporal y cronograma de actuaciones.

Se ha estimado un horizonte temporal o duración del PII distinto según el régimen de explotación, venta o alquiler, aunque en ambos casos el inicio del proyecto se considera a 31 de diciembre de 2018 ( $t=0$ ).

Para el caso de las viviendas y oficinas en venta se ha estimado una duración del PII de un año, mientras que para el caso de los inmuebles en alquiler se ha establecido un horizonte temporal de 10 años, según el siguiente calendario de operaciones o cronograma de trabajo:

### Cronograma de trabajo para el proyecto de inversión inmobiliario.

HITO	FINALIZACIÓN HITO	meses de duración y/o explotación
Adquisición inmueble.	01/07/2018	
Tramitación diversa (registro, licencias, etc.)	31/12/2018	4
Obras de reforma y/o rehabilitación	31/10/2019	10
Publicidad y/o comercialización	31/12/2019	2
Venta	01/01/2020	0
Inicio explotación alquiler*	01/01/2020	12 y años ss.

\* Se considera que tras la finalización de las obras, los inmuebles se encuentran completamente disponibles y operativos.

El periodo de explotación en alquiler se establece en 10 años atendiendo a la naturaleza de los bienes inmuebles, así como a los ciclos económicos inmobiliarios, que son mayores que en cualquier otro activo y suelen responder a patrones sociológicos y/o generacionales de población.

Los dos últimos ciclos inmobiliarios españoles duraron 11 y 17 años respectivamente, con fases de crecimiento de 6 y 10 años.

### Fases de los últimos ciclos inmobiliarios en España

España: fases de los ciclos inmobiliarios a través del método de medias móviles anuales sobre tasas de variación

<b>Ciclo II (Sep 86-Jun 97)</b>			
Crecimiento Inicial (Sep 86-Dic 87)	42,3%	24,68%	701
Crecimiento maduro (Mar 88-Jun 92)	35,8%	11,00%	1.086
Recesión (Sept 92-Mar 93)	-3,9%	-9,27%	1.116
Ajuste (Jun 93-Jun 97)	-1,1%	-2,18%	1.055
<b>Ciclo III (Mar 98-Mar 15)</b>			
Crecimiento Inicial (Sep 97-Mar 04)	63,7%	7,50%	1.284
Crecimiento maduro (Jun 04-Jun 08)	18,7%	6,86%	2.090
Recesión (Sep 08-Dic 12)	-31,8%	-7,69%	1.821
Ajuste (Mar 13-Mar 15)	-2,9%	-4,05%	1.411
<b>Ciclo IV (Jun 15)</b>			
Crecimiento Inicia (Jun 15-)			

\* Fuente: "Situación Inmobiliaria España, diciembre 2015" (BBVA Research, 2015).

Fuentes especializadas, como el banco BBVA, estiman que el actual ciclo inmobiliario se habría iniciado a mediados del año 2015, por lo que para el PII se supone una fase expansiva del nuevo ciclo de aproximadamente unos 8 años desde

su comienzo, para luego experimentar una fase de estancamiento o mantenimiento hasta el final del periodo de explotación en alquiler.<sup>38</sup>

### Horizonte temporal del proyecto de inversión inmobiliario

DURACIÓN	VIVIENDA	OFICINA
EN VENTA	1 AÑO	1 AÑO
EN ALQUILER	10 AÑOS	10 AÑOS

#### 4.2. Inversiones iniciales y gastos de puesta en marcha.

Acorde a lo expuesto en los apartados anteriores, la SOCIMI necesita invertir fundamentalmente en activo inmovilizado, no contemplándose gasto alguno en activo corriente ni variación en el Fondo de Rotación. Tampoco se estima la recepción de subvenciones.

Por otro lado, para la puesta en marcha del proyecto es necesaria la reforma inicial del inmueble acorde al uso al que lo vayamos a destinar, gastos adicionales de mobiliario, así como gastos de notaría, registro y gestoría, y los respectivos impuestos que haya que abonar. Estas partidas constituyen las inversiones iniciales y los gastos de puesta en marcha de la explotación del activo.

##### ❖ Adquisición del inmueble.

Esta variable de proyecto de inversión es una de las que queremos analizar, para determinar si éste es rentable o no, y los márgenes con los que contamos.

En un principio, vamos a suponer un precio dado de 20.000.000 €, según las intenciones de venta de los actuales propietarios, basadas en una noticia que se publicaba en el diario *El Correo* el 28 de febrero de este año (Gómez, L., 2018).

<b>Adquisición del inmueble</b>	<b>20.000.000 €</b>
---------------------------------	---------------------

##### ❖ Costes de desalojo.

Uno de los costes más importantes en los proyectos inmobiliarios suelen ser los costes de desalojo de los actuales inquilinos. No obstante, en este caso no se han considerado, según lo que se desprende de la noticia mencionada más arriba.

Según el diario *El Correo*, los actuales propietarios se estarían planteando la transacción inmobiliaria debido a la rescisión automática de los actuales contratos de alquiler, en régimen de renta antigua. En este caso, los actuales propietarios podrían actualizar las rentas a precios de mercado o incluso superiores, por lo que el cese de los actuales inquilinos se produciría de forma voluntaria, sin necesidad de contemplar ningún tipo de coste por desalojo y/o indemnización.

<b>Costes de desalojo</b>	<b>0 €</b>
---------------------------	------------

<sup>38</sup> Se entiende que esta estimación podría ser optimista.

❖ Obras de reforma para la implantación de viviendas.

Para la explotación del proyecto en su variante residencial, se prevé la realización de obras de rehabilitación y adecuación constructiva en la totalidad del inmueble. Estas obras consisten en una actualización de las viviendas a los estándares de seguridad, confort y calidad actuales (sin modificar estructura).

Para estimar este coste, recurrimos a un artículo especializado, publicado por *El Mundo* (Salido, J., 2015), en el que se recogían distintas fuentes consultadas y se establecían unas horquillas de precios en función de la reforma deseada:

**Simulación de presupuestos según el tipo de reforma.**

**Reforma básica:** Arreglos varios, alicatados, acuchillar el suelo, pintura. Hasta 350 euros por metro cuadrado.

**Reforma integral:** Calefacción, fontanería, suelos, electricidad, ventanas, mejora energética. De 550 a 650 euros por metro cuadrado.

**Reforma integral top:** Renovación total con acabados de lujo y sanitarios de alta gama, motorización, domótica, etc. A partir de 850 euros por metro cuadrado.

\* Fuente: "Reformar, una buena alternativa para disfrutar de lo mejor de la vivienda usada y de la nueva", publicado por *El Mundo* (Salido, J., 2015) el 3 de abril de 2015.

Como la publicación es de abril de 2015, se aplica el incremento de los costes de construcción correspondientes, para actualizar estos presupuestos al año 2018. Para ello, utilizamos el Índice de Costes del sector de la construcción, publicado por el Ministerio de Fomento, que nos arroja un incremento de los precios del 1,30% (ponderando mano de obra y materiales).<sup>39</sup>

Teniendo en cuenta la localización del inmueble y el público objetivo al que queremos destinar el activo, estimaremos un gasto por la reforma de las viviendas de 861,05 €/m<sup>2</sup>, equivalente a una "reforma integral top" a la que se le ha incorporado el incremento de los costes de construcción.<sup>40</sup>

Para la opción de alquiler residencial no se considerarán gastos de mobiliario, ya que las viviendas se alquilarán vacías. Se entiende que ésta es la mejor solución, debido al público objetivo al que se enfoca el producto, ya que se prevé, por un lado, que éste haya adquirido ya su propio mobiliario y, por otro, que sea un público con mayor estabilidad laboral y personal, disminuyendo así la rotación de inquilinos en las viviendas.

<b>Obras de reforma para la implantación de viviendas</b>	<b>861,05 €/m<sup>2</sup></b>
---	-------------------------------

<sup>39</sup> Índice Abril 2015 = 103,79; Índice Abril 2018 = 104,77 (Base Enero 2010 = 100).

<sup>40</sup> En este precio de reforma se entienden incluidos cocina y baños completos, así como los posibles gastos de personal, ya que se considera que las obras de reforma se subcontratan con otra empresa externa, incluyendo ya este coste en el precio por metro cuadrado indicado.

❖ Obras y costes para la implantación de oficinas.

Para estimar los costes de adecuación al segmento de oficinas en los que debemos incurrir para actualizar el activo a las demandas y tendencias actuales, vamos a tomar como referencia la “Guía de costes de Implantación” para oficinas publicado por JLL a finales de 2017. En esta guía, la consultora establece unos costes de implantación de oficina generales que incluyen una partida de implantación propiamente dicha, una partida de AV & Datos (telecomunicaciones), una partida de honorarios profesionales y una de mobiliario.<sup>41</sup>

La partida de implantación se refiere a la adecuación y/o rehabilitación del inmueble. JLL estima unos costes medios de esta partida en función de la calidad y alcance deseados del producto, estableciendo unos gastos de 300 €/m<sup>2</sup> para calidad y alcance bajo, 550 €/m<sup>2</sup> para una calidad media y 900 €/m<sup>2</sup> para una calidad alta. Como los datos obtenidos por la consultora se refieren fundamentalmente a los costes de los mercados de Madrid y Barcelona, en este informe vamos a suponer unos costes intermedios entre la calidad media y alta de 725 €/m<sup>2</sup>, entendiéndose que se puede alcanzar una calidad alta a menor coste en la ciudad de Bilbao.

En cuanto a la partida de AV & Datos, la guía presenta varias horquillas: de 30 €/m<sup>2</sup>, 80 €/m<sup>2</sup> y 150 €/m<sup>2</sup>, en función de si la instalación y alcance es baja, media o alta. En este caso, adoptamos una instalación de 150 €/m<sup>2</sup>, tipo “high quality / scope”.

Por otro lado, los honorarios profesionales no se tendrán en cuenta en este caso, puesto que se aplica el supuesto de que la SOCIMI tiene recursos propios suficientes para disponer de un departamento específico, integrándose esta partida a través de sus gastos generales de personal.

Por último, el informe sectorial de costes de JLL estima un precio medio por mobiliario de 125 €/m<sup>2</sup>, considerando unos supuestos de calidad para una estandarización corporativa internacional, con entornos de trabajo flexibles, sostenibles, innovadores, colaborativos y productivos, según las demandas actuales. Este coste solo se contempla para el caso de explotación de oficinas en alquiler.

<b>Obras y costes para la implantación de oficinas (venta y alquiler)</b>	<b>875 €/m<sup>2</sup></b>
Partida de implantación	725 €/m <sup>2</sup>
AV & Datos	150 €/m <sup>2</sup>
Honorarios profesionales (a través de gastos generales de SOCIMI)	-
<b>Precio medio de mobiliario en oficinas destinadas al alquiler</b>	<b>125 €/m<sup>2</sup></b>

❖ Costes de gestión y necesidades de personal.

Como ya hemos indicado, se supone que la SOCIMI tiene un departamento propio y específico de gestión, que se encarga tanto de los estudios y operativa diaria,

<sup>41</sup> Según se detalla en esta guía, los costes reflejados en ella son valores medios. Las hipótesis de partida que se aplican son: que el edificio está bien ubicado en el Distrito Financiero (CBD) y con una construcción de base completada hace menos de 12 años (el edificio objeto de este informe figura como rehabilitado en el año 2013). No obstante, estos costes medios variarán dependiendo de la ubicación exacta, del alcance de los trabajos y de las condiciones de construcción de base específicos de cada inmueble.

como de la realización de los proyectos necesarios. Se asigna, por tanto, un porcentaje de gastos por este concepto sobre el volumen de negocio, partiendo de los datos que se reflejan en las Cuentas Anuales de Lar España.<sup>42</sup>

Así las cosas, hemos aplicado un 8,21% (correspondiente a los servicios de profesionales independientes) a las transacciones relativas al estudio de inversión, adquisición y venta posterior de los activos, entendiéndose una partida asociada a actividades de inversión y que afecta, por tanto, a la inversión inicial y los gastos de puesta en marcha (A).<sup>43</sup>

<b>Costes de gestión y necesidades de personal, asociados a actividades de inversión (A)</b>	<b>8,21%</b>
--	--------------

❖ Costes de notaría, registro e impuestos.

En el desembolso inicial debemos incluir los gastos de notaría, registro y los correspondientes impuestos, así como los gastos relativos a los permisos y licencias necesarias.<sup>44</sup>

La SOCIMI Lar España tiene su residencia fiscal y social en la Comunidad de Madrid, por lo que para el cálculo de los impuestos relativos a las transmisiones y Actos Jurídicos Documentados (en adelante AJD) se estará a lo dispuesto en el Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, y al Decreto Legislativo 1/2010, de 21 de octubre. Según esta normativa, los impuestos a satisfacer son el 7%, en concepto de Transmisiones Patrimoniales, y el 1%, en concepto de AJD, aplicándose ambos impuestos sobre el precio de adquisición del activo. Además se hace efectiva una bonificación del 95% para el caso de explotación en alquiler del edificio (tanto residencial como oficina).

En cuanto a las tarifas de la notaría, que van aparte del impuesto de AJD y se aplican también sobre el precio de adquisición, se han estimado en torno a un 0,325% según los datos de los colegios oficiales, que atienden al Real Decreto 1426/1989, de 17 de noviembre, por el que se aprueba el Arancel de los Notarios.<sup>45</sup>

En materia de impuestos de registro e inscripción, debemos remitirnos al Real Decreto 1427/1989, de 17 de noviembre, por el que se aprueba el Arancel de los Registradores de la Propiedad.

Los impuestos a satisfacer por el Registro, cuyas tasas se aplican sobre el valor de los inmuebles resultantes (vivienda u oficina), al precio de mercado de venta actual, son de 2.181,67 € (arancel máximo, debido a los valores estimados de las fincas). Al importe a pagar se le aplicará una reducción del 5%, acorde al apartado 1 del Número 2 del Real Decreto, y una reducción del 70% según el apartado 2.a (agrupación de fincas).

<sup>42</sup> Datos en archivo Excel correspondiente, anexo al informe.

<sup>43</sup> Por otro lado, se ha considerado un 6,04% relativo a los gastos de gestión y personal relacionados con la operativa diaria de la explotación, que se tendrá en cuenta en el epígrafe 4.5 correspondiente.

<sup>44</sup> Información complementaria en el anexo correspondiente.

<sup>45</sup> "Para una compraventa de una vivienda de 120.000 € tendrá un coste de unos 390 €".

Por último, y estimando un coste relativo a permisos y licencias del 1% sobre el precio de compra del edificio, todos los gastos contemplados para la puesta en marcha del PII son:

Costes de notaría, registro e impuestos	explotación vivienda alquiler	explotación resto
Transmisiones Patrimoniales	0,0665%	7%
Actos Jurídicos Documentados	0,0095%	1%
Notaría	0,325%	0,325%
Registro e inscripción (2.181,67€ x 0,25)	545,42 €	545,42 €
Permisos y licencias	1%	1%

En definitiva, la inversión inicial y los gastos de puesta en marcha que se establecen, además de la compra de los inmuebles, se recogen detalladamente en la hoja de cálculo adjunta, y se exponen en la tabla siguiente de forma resumida, dando lugar al desembolso inicial total (A):

#### INVERSIÓN INICIAL Y GASTOS DE PUESTA EN MARCHA

USO DEL INMUEBLE MODALIDAD DE EXPLOTACIÓN	VIVIENDA		OFICINA	
	VENTA	ALQUILER	VENTA	ALQUILER
<b>ADQUISICIÓN INMOVILIZADO</b>				
Precio adquisición inmueble	20.000.000,00 €	20.000.000,00 €	20.000.000,00 €	20.000.000,00 €
Rehabilitación / implantación	3.228.110,89 €	3.228.110,89 €	2.718.054,00 €	2.718.054,00 €
Permisos y licencias	200.000,00 €	200.000,00 €	200.000,00 €	200.000,00 €
Mobiliario	0,00 €	0,00 €	0,00 €	338.271,25 €
AV & Datos	0,00 €	0,00 €	405.925,50 €	405.925,50 €
<b>IN</b>	<b>23.428.110,89 €</b>	<b>23.428.110,89 €</b>	<b>23.323.979,50 €</b>	<b>23.582.034,00 €</b>
<b>GASTOS ADICIONALES</b>				
Costes de gestión	1.642.515,55 €	1.642.515,55 €	1.642.515,55 €	1.642.515,55 €
Imp. Transmisión patrimonial	1.400.000,00 €	13.300,00 €	1.400.000,00 €	1.400.000,00 €
Imp. AJD	200.000,00 €	1.900,00 €	200.000,00 €	200.000,00 €
Notaría	65.000,00 €	65.000,00 €	65.000,00 €	65.000,00 €
Registro	545,42 €	545,42 €	545,42 €	545,42 €
<b>G</b>	<b>3.308.060,97 €</b>	<b>1.723.260,97 €</b>	<b>3.308.060,97 €</b>	<b>3.308.060,97 €</b>
<b>G*(1-T)</b>	<b>2.481.045,73 €</b>	<b>1.723.260,97 €</b>	<b>2.481.045,73 €</b>	<b>3.308.060,97 €</b>
<b>ΔFR</b>	<b>0,00 €</b>	<b>0,00 €</b>	<b>0,00 €</b>	<b>0,00 €</b>
<b>S</b>	<b>0,00 €</b>	<b>0,00 €</b>	<b>0,00 €</b>	<b>0,00 €</b>
<b>A = IN + G*(1-T) ± ΔFR - S</b>				
<b>TOTAL DESEMBOLSO INICIAL</b>	<b>25.909.156,62 €</b>	<b>25.151.371,86 €</b>	<b>25.805.025,23 €</b>	<b>26.970.311,72 €</b>

#### 4.3. Plan de financiación.

Para establecer el Plan de Financiación vamos a suponer una estructura económica y financiera dada, basándonos en la estructura que se deriva de las Cuentas Anuales auditadas de la empresa Lar España Real Estate SOCIMI, S.A.



Según sus CCAA individuales, los Recursos Propios de Lar España suponen un 80,22% de la estructura financiera de la empresa, mientras que las deudas a largo y a corto plazo suponen un 16,49% y un 3,29%, respectivamente. Para el presente informe vamos a suponer que los ratios conseguidos en el año 2017 se desean mantener en niveles parecidos a lo largo de toda la vida del PII; esto es, suponemos una estructura financiera óptima y estable (que por defecto suponemos será la estructura actual).

El proyecto de inversión en Abando se financiará, por tanto, en un 80,22% con recursos propios y el 19,78% restante con deuda a largo plazo. No contemplamos la financiación a corto plazo debido a que ésta supone un peso muy reducido dentro de la estructura de la empresa. Además, el total de la financiación se equipará en condiciones y naturaleza a la ya obtenida y registrada por Lar España en sus CCAA.

El vencimiento de la deuda a largo plazo se equipará a la duración del PII en función de las alternativas de explotación (venta o alquiler), estableciéndose unos vencimientos concretos para este proyecto de inversión, sin tener en cuenta el volumen total de inversiones de la compañía.

Por otra parte, se supone que la obtención del total de la financiación a largo plazo se articula a través de una emisión de bonos a 1 año y obligaciones a 10 años, que cubriría el 100% de la deuda a largo plazo.<sup>46</sup>

Partiendo de los datos que se desprenden de las CCAA de Lar España sobre la última colocación de bonos que realizó en 2015, supondremos que tanto los bonos como las obligaciones emitidas para este PII pagarán un interés anual del 2,90%, siendo el coste de la emisión de un 1,425%. Como carecemos de más datos, vamos a suponer que el tipo de interés que pagan las obligaciones, y sus gastos de emisión son los mismos que para los bonos.<sup>47</sup>

En resumen, el plan de financiación para nuestro PII queda como sigue:

### PLAN DE FINANCIACIÓN

USO DEL INMUEBLE MODALIDAD DE EXPLOTACIÓN		VIVIENDA		OFICINA	
		VENTA	ALQUILER	VENTA	ALQUILER
<b>DESEMBOLSO INICIAL</b>	<b>100,00%</b>	25.909.156,62 €	25.151.371,86 €	25.805.025,23 €	26.970.311,72 €
<b>Recursos Propios</b>	<b>80,22%</b>	20.783.193,18 €	20.175.331,37 €	20.699.663,53 €	21.634.405,43 €
<b>Deuda a largo plazo</b>	<b>19,78%</b>	5.125.963,44 €	4.976.040,49 €	5.105.361,70 €	5.335.906,29 €
<b>FINANC. AJENA</b>					
<b>Emisión bonos/oblig.</b>	<b>100,00%</b>	<b>5.125.963,44 €</b>	<b>4.976.040,49 €</b>	<b>5.105.361,70 €</b>	<b>5.335.906,29 €</b>
Gastos de emisión	1,425%	73.044,98 €	70.908,58 €	72.751,40 €	76.036,66 €
Intereses	2,90%	148.652,94 €	144.305,17 €	148.055,49 €	154.741,28 €
<b>COSTE TOTAL FINANC. AJENA</b>		<b>221.697,92 €</b>	<b>215.213,75 €</b>	<b>220.806,89 €</b>	<b>230.777,95 €</b>

<sup>46</sup> Según las CCAA de Lar España de 2017, el 99,97% de su pasivo a largo plazo lo componen deudas por emisión de bonos. En este caso concreto, se va a suponer un peso de dicha partida del 100%.

<sup>47</sup> Entendemos que el tipo de interés de nuestras obligaciones debería ser superior al dato supuesto, correspondiente al reflejado en balance de Lar España para la emisión de sus bonos, pero no hemos podido encontrar información de Lar España o de otras SOCIMI que nos pudiera servir de referencia, sin caer en contradicciones de tipo económico-financiero.

#### 4.4. Tasas de Actualización.

En este apartado se establecen las distintas tasas de actualización para poder evaluar el PII correctamente. Las tasas se ajustarán a las distintas duraciones planteadas para el PII, en función de la explotación del mismo.<sup>48</sup>

❖ Tipo de interés sin riesgo (k).

El tipo de interés sin riesgo (k) que vamos a considerar es el tipo de las Obligaciones del Estado español a 10 años, por ser el título de deuda pública con un vencimiento similar al horizonte de valoración en el caso de la explotación en alquiler (por ser la mayor duración, llevando asociado por tanto, el tipo más alto). El tipo de interés, extraído del Banco de España, es de un 1,40%.<sup>49</sup>

<b>Tipo de interés sin riesgo (k).</b>	<b>1,40%</b>
--	--------------

❖ Tipo de interés ajustado a riesgo (s).

Como ya hemos mencionado, la SOCIMI Lar España es una empresa cotizada que desarrolla actividades de inversión y explotación inmobiliaria, por lo que el PII aquí estudiado se ajusta a la actividad que ya desarrolla la empresa.

Suponemos, por tanto, que el riesgo que asume Lar España en la actualidad será análogo al que asumiría con la incorporación de este proyecto a su cartera, y que los inversores interesados en esta inversión esperarán obtener una rentabilidad parecida a la que ya obtienen actualmente en el mercado con la actividad de esta SOCIMI. Además, el PII planteado tiene un volumen pequeño respecto al capital de la empresa por lo que para el cálculo del coste de los recursos propios emplearemos el modelo CAPM.

En primer lugar, para calcular el coeficiente de volatilidad  $\beta$ , se han obtenido los precios de cotización históricos de las cuatro principales SOCIMI de referencia, por capitalización y volumen de negocio, que están actualmente en el IBEX-35 y en el mercado continuo, al igual que la empresa Lar España.<sup>50</sup>

Debido a que la mayoría de las empresas tomadas como referencia son de relativa reciente creación (el año de incorporación al SIBE de tres de las cuatro cotizadas de referencia es el 2014), no nos es posible emplear un histórico de precios adecuado a la duración de nuestro PII, circunstancia que deberá tenerse en cuenta respecto a la fiabilidad del resultado obtenido. Los datos empleados para el cálculo de las  $\beta$  abarcan, por tanto, desde el 24/11/2014 (primer registro disponible) hasta el 20/07/2018.

<sup>48</sup> Recordamos que el tipo de actualización se define como la rentabilidad mínima exigida al PII por los aportantes de recursos que financian el desembolso inicial.

<sup>49</sup> Obligaciones a 10 años, ISIN: ES0000012B88, TRAMO 2; anotación del tramo para el 24/07/2018 y amortización el 30/07/2028. A pesar de que el PII finaliza a finales de 2028, se empleará este dato para las estimaciones del presente informe, entendiéndose que en los próximos meses la variación de este tipo de interés será mínima.

<sup>50</sup> Las cuatro SOCIMI de referencia por capitalización y volumen de negocio son: Merlin Properties SOCIMI S.A., Inmobiliaria Colonial SOCIMI S.A. (Colonial – Axiare), Hispania Activos Inmobiliarios SOCIMI S.A., y Lar España Real Estate SOCIMI S.A.

### Cálculo del coeficiente de volatilidad

Incorporación SIBE:	IBEX 35	MERLIN 30/06/2014	HISPANIA 14/03/2014	COLONIAL 25/06/1990	LAR ESPAÑA 05/03/2014
<b>Rentabilidad media diaria</b>	-0,002%	0,0579%	0,0797%	0,0667%	0,0267%
<b>Rentabilidad anual</b>	-0,607%	23,514%	33,734%	27,573%	10,251%
Varianza	0,000158	0,000191	0,000224	0,000225	0,000222
Covarianza		0,000119	0,000083	0,00011514	0,00006223

<b>β (elaboración propia)</b>	<b>0,755</b>	<b>0,526</b>	<b>0,729</b>	<b>0,394</b>
<b>β media sector</b>	<b>0,601</b>			

\* Fuente: Elaboración propia a partir de los precios de cotización obtenidos de la página oficial de la Bolsa de Madrid y de páginas web especializadas como Investing. Para mayor información consultar el anexo y/o hoja de cálculo aportada (pestaña "Cálculo Betas").

Además, también se consideran los coeficientes  $\beta$  obtenidos del portal web especializado [Investing](#).

	MERLIN	HISPANIA	COLONIAL	LAR ESPAÑA
<b>β según Investing</b>	<b>0,58</b>	<b>0,78</b>	<b>0,71</b>	<b>0,45</b>
<b>β media sector</b>	<b>0,630</b>			

Finalmente, el coeficiente de volatilidad considerado será 0,422, resultado medio del coeficiente obtenido por elaboración propia y el aportado por *Investing* para la misma empresa.<sup>51</sup>

<b>Coeficiente de volatilidad <math>\beta</math> considerado</b>	<b>0,422</b>
--	--------------

En segundo lugar, para obtener la rentabilidad estimada de la cartera de mercado ( $E_m$ ) se han considerado las rentabilidades diarias del IBEX-35 desde el 21/07/2009 hasta el 20/07/2018, estableciendo un período histórico de 9 años, similar a la duración del PII.

Hay que tener en cuenta que la evolución del IBEX-35 durante el año 2008 fue muy negativa, con un descenso muy importante y pérdidas generalizadas, debido al inicio de la crisis económica en nuestro país. En diciembre del año 2007 el IBEX-35 se encontraba por encima de los 15.000 puntos básicos, estando un año más tarde a la altura de los 8.500 pb. La primera mitad del año 2009 todavía fue un período muy inestable, de ahí que para el cálculo de la cartera de mercado hayamos preferido considerar un período de 9 años y no 10 (como la duración del proyecto de inversión).

Al haber atravesado una crisis tan profunda, con ciclos económicos cambiantes e inestables, los resultados del cálculo en la rentabilidad de la cartera de mercado se ven también muy afectados y/o distorsionados. Esto supone una salvedad importante a la hora de analizar los resultados obtenidos para el proyecto de inversión.

<sup>51</sup> Reparando en los valores y datos obtenidos respecto al coeficiente de volatilidad, es preciso tener en cuenta que los resultados de la valoración posterior son los más favorables posibles en relación a dicha  $\beta$ , puesto que la SOCIMI Lar España tiene la menor de todas ellas.

Por tanto, una vez anualizado el dato a partir de la rentabilidad media diaria del IBEX-35 de los últimos 9 años, obtenemos:<sup>52</sup>

<b>Rentabilidad estimada de la cartera de mercado, <math>E_m</math></b>	<b>3,177%</b>
---	---------------

Una vez obtenidos todos los componentes necesarios, podemos hallar el coste de los recursos propios mediante el modelo CAPM, cuya fórmula es:

$$i_{RP} = r_F + \beta(E_m - r_F)$$

Dónde:

$r_F$  = tipo de interés sin riesgo ( $k$ ) = 1,40%

$\beta$  = coeficiente de volatilidad = 0,422

$E_m$  = rentabilidad de la cartera de mercado = 3,177%.

Con todos los datos obtenidos y aplicando la fórmula expuesta más arriba, tenemos que el coste de los recursos propios,  $i_{RP}$  es del 2,15%. En cuanto al coste de la financiación ajena, recordamos que el 100% corresponde con el coste de la deuda en el mercado, que asciende al 2,90%.

<b>Coste de los recursos propios, <math>i_{RP}</math></b>	<b>2,15%</b>
---	--------------

Por tanto, el coste total de los recursos propios, y del total de la financiación para las distintas alternativas de explotación es el siguiente:

#### COSTE TOTAL DE LA FINANCIACIÓN

USO DEL INMUEBLE MODALIDAD DE EXPLOTACIÓN	VIVIENDA		OFICINA	
	VENTA	ALQUILER	VENTA	ALQUILER
COSTE FINANCIACIÓN AJENA	221.697,92 €	215.213,75 €	220.806,89 €	230.777,95 €
<b>COSTE RECURSOS PROPIOS</b>	<b>446.758,49 €</b>	<b>433.691,80 €</b>	<b>444.962,92 €</b>	<b>465.056,27 €</b>
<b>COSTE TOTAL FINANCIACIÓN</b>	<b>668.456,41 €</b>	<b>648.905,55 €</b>	<b>665.769,82 €</b>	<b>695.834,21 €</b>

Por otro lado, en este punto podemos establecer ya la tasa o el interés ajustado a riesgo a través del Coste Medio Ponderado de Capital o CMPC:

$$CMPC = k_e \frac{E}{E + D} + k_d \frac{D}{E + D}$$

Dónde:

$k_e$  = coste de los recursos propios = 2,15%.

$k_d$  = coste neto de la deuda = [(1 - 0,25) \* 2,90]; o bien [(1 - 0) \* 2,90]<sup>53</sup>

$E / (E + D)$  = financiación de los recursos propios sobre el total = 80,22%.

$D / (E + D)$  = financiación de las deudas sobre el total = 19,78%.

<sup>52</sup> Cálculos realizados en la hoja de cálculo aportada (pestaña "Rentabilidad IBEX").

<sup>53</sup> Según el régimen fiscal especial para las SOCIMI.

Según los datos expuestos más arriba, vemos cómo, en este caso, el coste neto de la financiación ajena es superior al de los recursos propios, cuando debería de ser al contrario. Esto puede ser debido a múltiples factores, como la baja volatilidad de las empresas del sector, la relación existente, en determinadas ocasiones, entre entidades financieras y SOCIMI, con participación recíproca en los capitales y/o intereses comunes, etc.

Realizando los cálculos según el CMPC, obtenemos finalmente las siguientes tasas ajustadas a riesgo, para las diferentes opciones de explotación y en función de si podemos aplicar el régimen fiscal especial para las SOCIMI:

#### TASAS AJUSTADAS A RIESGO (s)

USO DEL INMUEBLE MODALIDAD DE EXPLOTACIÓN	VIVIENDA		OFICINA	
	VENTA	ALQUILER	VENTA	ALQUILER
Tipo impositivo IS	25 %	0 %	25 %	0 %
<b>Prima de riesgo (p)</b>	0,75 %	0,90 %	0,75 %	0,90 %
<b>Tasa ajustada a riesgo (s)</b>	<b>2,15 %</b>	<b>2,30 %</b>	<b>2,15 %</b>	<b>2,30 %</b>

#### 4.5. Ingresos y gastos.

En este apartado se realizan las estimaciones de los ingresos y gastos de explotación previstos durante la vida del proyecto de inversión, afectando directamente a los diferentes flujos netos de caja (FNC).

En este sentido, se supone que los ingresos coinciden con los cobros y los gastos con los pagos para facilitar las previsiones, produciéndose además todas las entradas y salidas de dinero al final de cada período.

##### ❖ Ingresos.

Los ingresos estimados para el caso de la venta de los inmuebles resultantes, una vez rehabilitados, en  $t=1$ , se corresponden con las mensualidades por el arrendamiento del café Iruña durante las obras de reforma, y el valor residual resultante (en adelante VR), calculado por el método de estimación directa, fruto de la venta de los inmuebles.<sup>54</sup>

En el caso de la explotación del PII en alquiler durante 10 años, los ingresos vendrán dados por los correspondientes pagos periódicos por los arrendamientos, de viviendas u oficinas, más los ingresos de alquiler del café. A estos ingresos se le sumará en  $t=10$  el valor residual obtenido, bien por la venta de los inmuebles o bien a través del cálculo de una renta perpetua con crecimiento constante.

Como vemos, independientemente del plan de explotación elegido, tendremos los ingresos mensuales del arrendamiento del café Iruña, ya que se ha supuesto que su actividad se mantiene. En la zona de actuación donde se sitúa nuestro edificio el precio medio de los alquileres de locales comerciales que pueden destinarse a restauración es de aproximadamente 25 €/m<sup>2</sup>.

<sup>54</sup> Para el caso de la venta de los inmuebles en  $t=1$  no es posible calcular el VR según una renta perpetua.

Por tanto, según los datos que hemos podido obtener, el importe mensual que estimamos percibir en 2018 por el alquiler de los 668,56 m<sup>2</sup> que ocupa el Café Iruña asciende a 16.714 €. Este precio se actualizará anualmente acorde al IAPC.

<b>Arrendamiento mensual local Café Iruña</b>	<b>16.714 €/mes</b>
---	---------------------

Finalmente, se estima que los ingresos considerados tanto para los arrendamientos como para la venta de los inmuebles al final de la vida del PII, crecerán todos los períodos según las previsiones realizadas en los apartados correspondientes, en función de la duración y la modalidad de explotación que estemos estudiando.

### INGRESOS CONSIDERADOS

	VIVIENDA	OFICINA
<b>EN VENTA</b>	- Arrendamiento café Iruña. - VR por venta de inmuebles (estimación directa)	
<b>EN ALQUILER</b>	- Arrendamiento café Iruña. - Arrendamiento de inmuebles. - VR por venta de inmuebles (estimación directa) o renta perpetua.	

#### ❖ Gastos.

Para el caso de la venta del inmueble una vez rehabilitado vamos a considerar, en los flujos de caja, los gastos relativos al IBI, ya que al ser un impuesto específico de la propiedad, deberemos abonarlo. Esta partida no se ha incluido previamente en este análisis, y además es un gasto no transferible a los arrendatarios.

En Bilbao, el pago del IBI se rige por la Norma Foral 4/2016, de 18 de mayo, del Impuesto sobre Bienes Inmuebles, que para este caso práctico se ha estimado en un 0,30%, aplicado sobre el valor catastral total.<sup>55</sup>

En relación a los gastos estimados vinculados a la actividad de arrendamiento de los inmuebles, cabe mencionar que, además del IBI, se ha considerado un 6,04% relativo a los gastos de gestión y personal relacionados con la operativa diaria de la explotación, englobando las partidas de gastos de personal, primas de seguros, publicidad y propaganda, suministros y otros gastos. Esta partida se aplicará sobre los ingresos a percibir durante la explotación en alquiler del PII. El porcentaje de esta partida se deriva de las CCAA de la SOCIMI Lar España.

También se tendrá en cuenta un porcentaje por posibles arreglos estéticos y/o eventualidades derivadas del uso, que puedan producirse en el conjunto del edificio, por un importe del 0,15% respecto a los ingresos, ya que estos están relacionados con la ocupación y el mayor desgaste del activo.

Los gastos estimados para el mantenimiento y conservación ordinarios (sin afectar a elementos estructurales) se calculan en un 6% del precio del alquiler durante los 10 años del proyecto. En esta partida se contemplan gastos derivados de la

<sup>55</sup> El pago del IBI se rige por la Norma Foral 4/2016, de 18 de mayo, con efectos desde el 1 de enero de 2017. Para la aplicación del tipo de gravamen se atenderá a lo dispuesto en el artículo 8 "Tipo de gravamen" de la citada norma, en donde se establece un intervalo entre el 0,02% y el 0,6%.

calificación del edificio como protegido: mantenimiento de paramentos exteriores e interiores, revisiones (ascensor, ITE) y obras de adecuación necesarias, y/o piezas que deban sustituirse por deterioro físico. No se consideran reformas o actualizaciones de las viviendas al final de la vida del PII para su posterior venta.

Los distintos gastos que vamos a considerar y su aplicación, en función del modelo de PII que desarrollemos según uso y explotación, se resumen en las siguientes tablas:

<b>Resumen de los gastos anuales considerados</b>	
IBI (sobre el valor catastral)	0,30%
Gastos de gestión y personal relacionados con la operativa diaria de la explotación (sobre ingresos)	6,04%
Eventualidades por uso (sobre ingresos)	0,15%
Mantenimiento y conservación (sobre ingresos)	6,00%

#### GASTOS CONSIDERADOS SEGÚN USO Y EXPLOTACIÓN

	VIVIENDA	OFICINA
EN VENTA	- IBI. - Gastos operativos de gestión y personal.	- IBI. - Gastos operativos de gestión y personal.
EN ALQUILER	- IBI. - Gastos operativos de gestión y personal. - Eventualidades por uso. - Mantenimiento y conservación.	- IBI. - Gastos operativos de gestión y personal. - Eventualidades por uso. - Mantenimiento y conservación.

En relación a los gastos, a la hora de estimar su ritmo de crecimiento anual, nos basaremos en la evolución y previsiones relativas al IPC. En este sentido, el Banco Central Europeo (BCE), en su último informe de marzo de este año, establece que la tasa de variación interanual del IAPC para la zona euro en los próximos años será del 1,4% para los años 2018 y 2019, y del 1,7% para el año 2020.

Sin embargo, el INE estableció para este marzo de 2018 una variación anual del IAPC del 1,3%, encontrándose algo por debajo de lo estimado por las autoridades europeas. En este sentido, el Banco de España sitúa el IPC (no armonizado) en el 1,2% para este año, y en el 1,4% y 1,7% para 2019 y 2020 respectivamente.

PREVISIÓN IAPC	2018	2019	2020
<b>FUENTE</b>			
BCE <sup>56</sup>	1,40%	1,40%	1,70%
INE	1,30%		
BdE (IPC no armonizado)	1,20%	1,40%	1,70%
<b>PREVISIÓN ESTIMADA</b>	<b>1,40%</b>	<b>1,40%</b>	<b>1,70%</b>

A partir de ahí, y al carecer de previsiones oficiales, se tomará un crecimiento que tienda al 2%, por ser el objetivo a largo plazo para la inflación buscado por la UE.

<sup>56</sup> Fuente: BCE, "Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018".

PREVISIÓN considerada	2021	2022	2023 - 2028
IAPC	1,80%	1,90%	2,00%

#### 4.6. Desembolso inicial (A) y Flujos Netos de Caja (FCN).

Para el resultado obtenido de los FNC hemos tenido en cuenta, por un lado, que la SOCIMI tiene una actividad previa, con los que los gastos del primer ejercicio serán deducibles; y por otro, la vida útil y las amortizaciones del inmovilizado:

Vida útil considerada para el inmovilizado	
Inmueble	50 años
Mobiliario	10 años
AV & Datos (instalación eléctrica específica)	10 años

A este respecto, la vida útil y las amortizaciones del inmovilizado se establecen según lo dispuesto en el "Artículo 12. Correcciones de valor: amortizaciones" de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades. En este sentido, hemos considerado la amortización anual lineal y con valor residual a efectos fiscales nulo.

#### CUADRO DE AMORTIZACIONES

USO DEL INMUEBLE MODALIDAD DE EXPLOTACIÓN	VIVIENDA		OFICINA	
	VENTA	ALQUILER	VENTA	ALQUILER
Coste histórico Inmueble <sup>57</sup>	23.428.110,89 €	23.428.110,89 €	22.918.054,00 €	22.918.054,00 €
Coste histórico Mobiliario	0,00 €	0,00 €	0,00 €	338.271,25 €
Coste histórico AV & Datos	0,00 €	0,00 €	405.925,50 €	405.925,50 €
<b>Amortización anual lineal</b>	<b>468.562,22 €</b>	<b>468.562,22 €</b>	<b>498.953,63 €</b>	<b>532.780,76 €</b>

Además, para hallar el FNC del último período de la vida útil del proyecto necesitamos calcular el Valor Residual (VR) del inmovilizado, ya que forma parte del mismo. Para el cálculo de esta variable vamos a utilizar, por un lado, el método de estimación directa, y por otro un valor de continuidad, considerando una renta perpetua y constante.

#### ❖ Valor Residual por estimación directa.

El método de estimación directa consiste en la recuperación del valor de las inversiones en el último año a través de la venta de los inmuebles y del mobiliario.

En este caso, para el cálculo del VR, las instalaciones de AV & Datos consideradas se incorporarán al inmueble (dado que no es posible su enajenación de forma separada o independiente al mismo). Asimismo, en el caso de adquisición de mobiliario, se ha estimado su venta por el 10% de su valor en t=10, teniendo en cuenta la plusvalía correspondiente. Como factor de capitalización se ha empleado el índice

<sup>57</sup> Calculado sobre el importe que incluye el precio de adquisición del inmueble, su rehabilitación y/o implantación y los distintos permisos y licencias (todo ello como mayor valor del inmueble).



de crecimiento anual esperado del sector (vivienda u oficina) para los edificios y el IAPC para el mobiliario de su interior.

Los importes correspondientes a esta variable son:

### VALOR RESIDUAL POR ESTIMACIÓN DIRECTA

USO DEL INMUEBLE MODALIDAD DE EXPLOTACIÓN	VIVIENDA		OFICINA	
	VENTA	ALQUILER	VENTA	ALQUILER
T (período)	t=1	t=10	t=1	t=10
CH total actualizado a t	28.220.259,52 €	38.820.350,26 €	26.616.535,31 €	39.066.813,24 €
VNC = IN - ΣAt	27.751.697,30 €	34.134.728,08 €	26.117.581,68 €	33.739.005,69 €
VRn	18.091.818,38 €	24.887.465,19 €	13.868.865,80 €	17.424.833,20 €
<b>VR en t (VRn &lt; VNC)</b>	<b>18.091.818,38 €</b>	<b>24.887.465,19 €</b>	<b>13.868.865,80 €</b>	<b>17.424.833,20 €</b>

#### ❖ Valor Residual como valor de continuidad.

Como ya adelantábamos, aplicar el valor de continuidad es considerar una renta perpetua y constante (en este caso), en base al último FNC estimado, y descontado a la tasa calculada para la valoración. Este método considera que el PII planteado se mantiene en el tiempo de manera indefinida, más allá de los 10 años de duración iniciales.

$$VR = \frac{\text{Rendimiento}_n^*}{k}$$

Como rendimiento corregido del año 10 se ha utilizado el EBIAT o BDI (Beneficio Después de Impuestos), y como tasa de actualización  $s=2,30\%$ , obtenida en el apartado correspondiente. Según esto último, se han obteniendo los siguientes valores:

### VALOR RESIDUAL COMO VALOR DE CONTINUIDAD

USO DEL INMUEBLE MODALIDAD DE EXPLOTACIÓN	VIVIENDA		OFICINA	
	VENTA	ALQUILER	VENTA	ALQUILER
Rendimiento en t=10 (EBIAT)		259.367,62 €		205.335,77 €
<b>VR en t=10</b>		<b>11.286.307,15 €</b>		<b>8.935.126,71 €</b>

Tal y como podemos observar, la diferencia que hay entre los Valores Residuales calculados con los distintos métodos es muy importante. Esto se debe fundamentalmente a la diferencia entre la naturaleza del inmueble, con una vida útil muy elevada, y a la duración del PII, de solo 10 años.

El hecho de que el importe del VR calculado por estimación directa sea más del doble que el VR calculado mediante una renta perpetua se debe a la diferencia que existe entre la previsión de crecimiento de los precios del mercado inmobiliario y los beneficios obtenidos por los arrendamientos. En otras palabras, vale más el inmueble en sí que los rendimientos resultantes de su explotación, circunstancia habitual en activos de esta naturaleza.

Por lo tanto, según todas las anteriores previsiones realizadas, se exponen a continuación los flujos correspondientes al desembolso inicial (A) y a los distintos flujos netos de caja (FNC), de forma resumida y para cada una de las opciones estudiadas, detallándose su cálculo en la hoja de cálculo anexa.

#### DESEMBOLSO INICIAL (A)

A en t=0 (finales 2018)	VIVIENDA	OFICINA
<b>EN VENTA</b>	<b>25.909.156,62 €</b>	<b>25.805.025,23 €</b>
<b>EN ALQUILER</b>	<b>25.151.371,86 €</b>	<b>26.970.311,72 €</b>

#### FLUJOS NETOS DE CAJA (FNC) y FLUJOS NETOS DE CAJA ACTUALIZADOS

MODALIDAD DE EXPLOTACIÓN USO INMUEBLE	VENTA (s = 2,15 %)			
	VIVIENDA		OFICINA	
	FNC	FNC Actualizado	FNC	FNC Actualizado
AÑO 2019	18.266.140,06 €	17.880.872,23 €	14.043.187,48 €	13.746.989,79 €

MODALIDAD DE EXPLOTACIÓN USO INMUEBLE	ALQUILER (s = 2,30 %)			
	VIVIENDA		OFICINA	
	FNC	FNC Actualizado	FNC	FNC Actualizado
AÑO 2019	572.967,16 €	560.095,75 €	606.320,31 €	592.699,64 €
AÑO 2020	599.649,85 €	573.010,81 €	625.631,05 €	597.837,82 €
AÑO 2021	627.622,24 €	586.267,69 €	645.435,20 €	602.906,94 €
AÑO 2022	652.085,43 €	595.435,44 €	663.563,81 €	605.916,63 €
AÑO 2023	670.410,31 €	598.416,30 €	679.787,89 €	606.786,84 €
AÑO 2024	681.642,54 €	594.773,98 €	691.178,04 €	603.094,28 €
AÑO 2025	693.011,50 €	591.109,94 €	702.706,89 €	599.379,70 €
AÑO 2026	704.516,39 €	587.423,70 €	714.373,60 €	595.642,62 €
AÑO 2027	716.156,21 €	583.714,76 €	726.177,20 €	591.882,53 €
AÑO 2028	25.615.395,02 €	20.409.224,97 €	18.162.949,72 €	14.471.442,92 €

\* Los FNC en el último año de explotación incluyen el valor residual calculado por estimación directa. Los resultados expuestos corresponden a una ocupación del 85% en viviendas y un 100% en oficinas.

#### 4.7. Equivalente Monetario Cierto del PII.

A partir del desembolso inicial y los flujos netos de caja obtenemos el equivalente monetario cierto (EMC), que no supone otra cosa que la estimación del valor residual de la empresa una vez agotado el horizonte del proyecto de inversión, usando como tipo de actualización las tasas ajustadas a riesgo (s) obtenidas anteriormente. La fórmula empleada en el cálculo del equivalente monetario cierto es la siguiente:

$$EMC = -A + \sum_{t=1}^n \frac{E(\tilde{Q}_t)}{(1+s)^t}$$

Por tanto, según las estimaciones realizadas, teniendo en cuenta todos los parámetros económicos calculados y las distintas opciones planteadas de inversión, obtenemos los siguientes resultados:

#### EQUIVALENTE MONETARIO CIERTO (EMC)

Con VR estimación directa	VIVIENDA	OFICINA
EN VENTA	- 8.028.284,39 €	-12.058.035,43 €
EN ALQUILER	528.101,47 €	-7.102.721,81 €

Con VR valor continuidad	VIVIENDA	OFICINA
EN VENTA	No procede el cálculo	No procede el cálculo
EN ALQUILER	-10.308.705,61 €	-13.866.948,14 €

Si el valor del equivalente monetario cierto es positivo, podemos afirmar que el proyecto de inversión podría llevarse a cabo, es decir, el proyecto resulta ACEPTABLE. Por el contrario, si el equivalente monetario cierto es negativo, el proyecto de inversión no resulta rentable desde el punto de vista económico, y se califica como NO ACEPTABLE:

#### VIABILIDAD DEL PROYECTO DE INVERSIÓN INMOBILIARIA.

	VIVIENDA	OFICINA
EN VENTA	NO ACEPTABLE (EMC<0)	NO ACEPTABLE (EMC<0)
EN ALQUILER	NO ACEPTABLE si VR < 24.224.650,81 € ACEPTABLE si VR > 24.224.650,81 €	NO ACEPTABLE (EMC<0)

#### 4.8. Período de Recuperación o Payback, y Payback actualizado.

El período de recuperación (también llamado Payback) es el tiempo necesario para que las entradas de caja generadas por el proyecto hasta ese momento hagan frente a todas las salidas que ha originado. Este método de valoración, que sigue un criterio de liquidez, se detalla en la hoja de cálculo adjunta, exponiéndose aquí únicamente las conclusiones alcanzadas de su estudio.

Debido a la naturaleza del proyecto de inversión planteado, el resultado del EMC y del Período de Recuperación está completamente condicionado por el Valor Residual de los inmuebles.

Como acabamos de ver en el apartado anterior, para el caso de la **explotación en venta** de los inmuebles una vez rehabilitados, **la recuperación no se llega a producir en ningún caso (EMC<0)**.

Para el caso de la **explotación en alquiler**, los flujos de caja estimados a lo largo de la duración del PII resultan poco significativos en relación al último flujo, donde se recoge la mencionada venta. Es evidente, con los flujos de caja presentados en el apartado anterior, que **la recuperación, si se produce** (únicamente lo hace en el caso

de la explotación en alquiler residencial considerando un VR por estimación directa), **tiene lugar exclusivamente en el momento en que se venden los inmuebles.**

Si analizamos el Payback actualizado, en donde se tiene en cuenta el diferente valor del dinero en el tiempo, nos encontramos en la misma situación: la inversión realizada al inicio del proyecto, si se recupera, ésta se materializa con la entrada en caja del VR, procedente de la venta de los inmuebles.

#### 4.9. Análisis del riesgo.

En el presente apartado vamos a realizar un análisis de sensibilidad de alguna de las variables más relevantes, que afectan directamente a nuestro PII, teniendo en cuenta las diferentes opciones de explotación planteadas. A pesar de que todas estas variables están relacionadas entre sí de alguna u otra forma, vamos a intentar realizar su estudio suponiendo que el resto de las mismas se mantienen constantes (*ceteri paribus*).

Así las cosas, se ha estudiado cómo afectaría a la rentabilidad de nuestro PII el incremento en el precio inicial de compra, por ser éste el importe más fuerte realizado dentro del proyecto, los precios de mercado estimados y la variación de las previsiones de crecimiento realizadas. Finalmente, para el caso del alquiler, se analiza la pérdida de la condición que deriva en el régimen fiscal especial aplicado del 0%, bien por derogación de la ley, incumplimiento de los requisitos necesarios, etc.

##### ❖ Variación del precio de adquisición del edificio.

En primer lugar, se ha estudiado el precio de adquisición del edificio, debido a que el importe de esta variable es fundamental en la inversión inicial del proyecto, siendo el pago más importante del desembolso inicial, y por ende, de todo el PII.

Para el caso de venta de los inmuebles (viviendas y oficinas) una vez realizada la rehabilitación del activo, el importe del precio de adquisición del edificio es determinante en la no viabilidad del proyecto de inversión desde el punto de vista económico-financiero, teniendo en cuenta el incremento del valor de mercado y las tasas de actualización estimadas.

Con un precio de adquisición del inmueble como el inicial, de 20.000.000 €, el PII no resultaría rentable en ningún caso, ni planteando siquiera escenarios prácticamente imposibles, como un aumento del mercado tres veces más al considerado (18% para los años 2018 y 2019) con una tasa de actualización nula, por ejemplo:

Condiciones modificadas en explotación en venta: Previsión de crecimiento estimado = 18% + s = 0%	EMC	TIR del PII
Residencial (viviendas)	-1.057.144,68 €	-4,08%
Oficina	-5.662.541,32 €	-21,94%

Para la explotación en venta, el precio de adquisición del inmueble necesitaría rebajarse hasta los 12.920.582,87 € para las viviendas y hasta los 9.367.110,27 € para el caso de las oficinas, suponiendo un VR por estimación directa. Estas rebajas suponen una disminución en términos porcentuales del 35,40% y del 53,16% respectivamente,

por lo que podemos concluir que el precio de adquisición del inmueble para un modelo de negocio basado en la explotación en venta después de rehabilitar está fuera de mercado en todo caso.

Para la unidad de negocio basada en el alquiler del inmueble acondicionado a oficinas, nos encontramos en la misma situación que la que acabamos de comentar, con un precio de adquisición de 20.000.000 € el PII no resulta aceptable en ningún caso. En función de si el VR se estima por la venta del inmueble o según una renta perpetua y constante, el precio de adquisición debería establecerse en 13.957.062,97 € y 12.607.141,99 €, lo que supone unas rebajas del 30,22% y del 36,96% respectivamente, para que el proyecto de inversión planteado fuera rentable.

En último lugar, para el caso de la explotación en alquiler del inmueble en uso residencial, en donde el PII resulta rentable si el VR es superior a 24.224.650,81 €, el precio de adquisición afecta en enorme medida a la viabilidad del proyecto y a la rentabilidad obtenida. Esto se debe a que esta cantidad supone más de un 77% del desembolso inicial, mientras que la venta del activo al final del proyecto de inversión representa más de un 97% del último flujo de caja.

Con un VR obtenido mediante estimación directa, por cada fluctuación de un 1% en el precio de adquisición, el EMC varía en casi un 41%, no siendo viable el PII si este sube más de un 3%, lo que supone un margen superior muy estrecho. Si consideramos el VR mediante el cálculo de una renta perpetua y constante, el precio de adquisición inicial tendría que reducirse un 28,69%, hasta los 14.261.726,94 €, para que la inversión resultase viable desde el punto de vista económico-financiero.

A modo de resumen, exponemos en el siguiente cuadro las conclusiones obtenidas del análisis de variación del precio de adquisición del inmueble:

#### VARIACIÓN DEL EMC SEGÚN EL PRECIO DE ADQUISICIÓN DEL INMUEBLE.

	VIVIENDA	OFICINA
EN VENTA	▼ 35,40% precio de adquisición hasta los 12.920.582,87 €, para EMC=0 y PII aceptable.	▼ 53,16% precio de adquisición hasta los 9.367.110,27 €, para EMC=0 y PII aceptable.
	<b>VR por estimación directa</b>	
EN ALQUILER	Δ 1% en el precio de adquisición conlleva ▼ 40,98% en EMC. PII no aceptable si el precio de adquisición Δ 3%	▼ 30,22% precio de adquisición hasta los 13.957.062,97 €, para EMC=0 y PII aceptable.
	<b>VR por renta perpetua</b>	
	▼ 28,69% precio de adquisición hasta los 14.261.726,94 €, para EMC=0 y PII aceptable.	▼ 36,96% precio de adquisición hasta los 12.607.141,99 €, para EMC=0 y PII aceptable.

❖ Variación de los precios de compraventa y alquiler.

En este punto vamos a estudiar la relación entre los precios de mercado obtenidos en el análisis comercial y el EMC del PII para el supuesto de que

emprendamos el modelo de negocio de explotación de viviendas en alquiler durante 10 años.

Este análisis solamente lo realizamos en dicho modelo de negocio debido a que es el único con el que se podría alcanzar un EMC positivo, y por tanto su aceptación como proyecto de inversión, teniendo en cuenta que esta modalidad de explotación sólo resulta rentable si el VR es superior a 24.224.650,81 €, considerado según estimación directa, por lo que asumimos este dato como hipótesis de partida.

La relación entre los precios de mercado obtenidos y el EMC del proyecto es directamente proporcional, puesto que si aumentan los precios, el montante monetario residual y actualizado, una vez finalizada la inversión, también lo hace.

Considerando el precio de compraventa de forma aislada, esto es, manteniendo constante el precio de alquiler, y partiendo del valor inicial, que ascendía a los 4.171 €/m<sup>2</sup>, éste solo puede disminuir un 2,66%, hasta los 4.059,92 €/m<sup>2</sup>, para que el PII siga siendo aceptable desde el punto de vista económico-financiero.

Además, hay que tener en cuenta que este precio "límite" se encuentra por encima de los precios medios obtenidos a través de las distintas fuentes de estadística oficiales, por lo que existe un cierto riesgo si éste llegara a converger con los datos oficiales, convirtiendo el proyecto de inversión en inviable.

A medida que aumenta el precio de compraventa estimado respecto del inicial, el EMC también aumenta, aunque a menor ritmo; mientras que si el precio disminuye, el EMC baja igualmente, pero a un ritmo muy superior, lo que implica un riesgo del PII respecto a esta variable muy importante. En la siguiente tabla se expone la variación del EMC, en términos absolutos y relativos, en función de la variación del precio del mercado de compraventa actualmente:

$\Delta$	-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%
<b>Precio €/m<sup>2</sup></b>	<b>4.045,87</b>	<b>4.087,58</b>	<b>4.129,29</b>	<b>4.171,00</b>	<b>4.212,71</b>	<b>4.254,42</b>	<b>4.296,13</b>
<b>EMC</b>							
<b>Abs. €</b>	<b>EMC &lt; 0</b>	<b>131.516,62</b>	<b>329.809,05</b>	<b>528.101,47</b>	<b>726.393,89</b>	<b>924.686,32</b>	<b>1.122.978,74</b>
<b>% por cada 1%</b>	<b>▼150,77%</b>	<b>▼60,12%</b>	<b>▼37,55%</b>		<b>▲37,55%</b>	<b>▲27,30%</b>	<b>▲21,44%</b>

En el caso del precio de compraventa contemplado para el alquiler de oficinas, éste debería situarse en los 5.104,17 €/m<sup>2</sup>, por encima incluso de los precios obtenidos que se habrían dado en transacciones similares. En este mismo sentido, para que la modalidad de explotación en venta resultase viable, el precio de compraventa de vivienda debería situarse en los 6.061,78 €/m<sup>2</sup>, mientras que el de oficina tendría que ascender hasta los 6.378,17 €/m<sup>2</sup>. Pensar que se pueden alcanzar estos precios en la actualidad es completamente irreal.

**VARIACIÓN DEL EMC SEGÚN LOS PRECIOS DE MERCADO DE COMPRAVENTA.**

	VIVIENDA	OFICINA
EN VENTA	<b>El precio debería alcanzar los 6.061,78 €/m<sup>2</sup> (Δ 45,33%), para EMC=0 y PII aceptable.</b>	<b>El precio debería alcanzar los 6.378,17 €/m<sup>2</sup> (Δ 52,92%), para EMC=0 y PII aceptable.</b>
EN ALQUILER	<b>VR por estimación directa<sup>58</sup></b>	
	<b>± 1% en precio de compraventa inicial conlleva ± 37,55% en EMC.</b>	<b>El precio debería alcanzar los 5.104,17 €/m<sup>2</sup> (Δ 51,23%), para EMC=0 y PII aceptable.</b>

A pesar de tener en cuenta el análisis de la variación de los precios de compraventa sobre el EMC, manteniendo constantes el resto de variables, vamos a realizar a continuación un estudio conjunto de los dos precios de mercado: para compraventa y alquiler, puesto que en el sector inmobiliario es habitual que ante la variación de uno de ellos el otro también varíe. Este estudio, al igual que el realizado más arriba, se ejecuta sobre el caso de viviendas en alquiler.

Por tanto, se estudia la sensibilidad de la rentabilidad del PII en relación a la variación de los precios de venta y alquiler, partiendo de los datos obtenidos inicialmente:

**Variación del EMC en € según los precios de mercado (compraventa y alquiler).**

Filas: variación en % del precio de compraventa estimado inicialmente (4.171 €/m<sup>2</sup>).

Columnas: variación en % del precio de alquiler estimado inicialmente (13,98 €/mes/m<sup>2</sup>).

EMC	-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%
-3,00%	-196.536,24 €	1.756,19 €	200.048,61 €	398.341,03 €	596.633,46 €	794.925,88 €	993.218,30 €
-2,00%	-153.282,76 €	45.009,67 €	243.302,09 €	441.594,51 €	639.886,94 €	838.179,36 €	1.036.471,78 €
-1,00%	-110.029,28 €	88.263,14 €	286.555,57 €	484.847,99 €	683.140,41 €	881.432,84 €	1.079.725,26 €
0,00%	-66.775,80 €	131.516,62 €	329.809,05 €	<b>528.101,47 €</b>	726.393,89 €	924.686,32 €	1.122.978,74 €
1,00%	-23.522,32 €	174.770,10 €	373.062,52 €	571.354,95 €	769.647,37 €	967.939,79 €	1.166.232,22 €
2,00%	19.731,15 €	218.023,58 €	416.316,00 €	614.608,43 €	812.900,85 €	1.011.193,27 €	1.209.485,70 €
3,00%	62.984,63 €	261.277,06 €	459.569,48 €	657.861,90 €	856.154,33 €	1.054.446,75 €	1.252.739,17 €
4,00%	106.238,11 €	304.530,53 €	502.822,96 €	701.115,38 €	899.407,80 €	1.097.700,23 €	1.295.992,65 €
5,00%	149.491,59 €	347.784,01 €	546.076,44 €	744.368,86 €	942.661,28 €	1.140.953,71 €	1.339.246,13 €

El cuadro superior representa el valor del EMC, en términos absolutos, en función de los incrementos de los precios de mercado del sector inmobiliario en los ámbitos estudiados, para analizar cómo afectarían posibles ajustes de cálculo en el proyecto de inversión. En las filas se indican las posibles variaciones del precio del alquiler respecto al considerado inicialmente, y en las columnas las de los precios de compraventa. En el recuadro sombreado tenemos el valor del EMC con los supuestos iniciales.

<sup>58</sup> El precio de compraventa considerado no afecta al EMC calculado con un VR según una renta perpetua y constante.

En las siguientes tablas reflejamos cuáles son los incrementos del EMC en función de los incrementos de los precios de mercado estudiados:

**Variación del EMC en función de la variación del precio de alquiler, para un incremento / decremento del precio de compraventa dado.**

	-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%
-3,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	- 96,10%	- 17,78%	- 9,79%	- 6,76%	- 5,16%	- 4,17%
-2,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	- 49,01%	- 15,09%	- 8,92%	- 6,33%	- 4,91%	- 4,01%
-1,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	- 32,89%	- 13,11%	- 8,19%	- 5,95%	- 4,68%	- 3,85%
0,00%							
1,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	+ 32,89%	+ 13,11%	+ 8,19%	+ 5,95%	+ 4,68%	+ 3,85%
2,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	+ 24,75%	+ 11,59%	+ 7,57%	+ 5,62%	+ 4,47%	+ 3,71%
3,00%	+ 219,21%	+ 19,84%	+ 10,39%	+ 7,04%	+ 5,32%	+ 4,28%	+ 3,58%
4,00%	+ 68,67%	+ 16,55%	+ 9,41%	+ 6,57%	+ 5,05%	+ 4,10%	+ 3,45%
5,00%	+ 40,71%	+ 14,20%	+ 8,60%	+ 6,17%	+ 4,81%	+ 3,94%	+ 3,34%

**Variación del EMC en función de la variación del precio de compraventa, para un incremento / decremento del precio de alquiler dado.**

	-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%
-3,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	- 99,12%	- 49,78%		+ 49,78%	+ 33,24%	+ 24,94%
-2,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	- 81,50%	- 44,90%		+ 44,90%	+ 30,99%	+ 23,66%
-1,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	- 69,20%	- 40,90%		+ 40,90%	+ 29,03%	+ 22,50%
0,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	- 60,12%	- 37,55%		+ 37,55%	+ 27,30%	+ 21,44%
1,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	- 53,15%	- 34,71%		+ 34,71%	+ 25,76%	+ 20,49%
2,00%	- 90,95%	- 47,63%	- 32,26%		+ 32,26%	+ 24,39%	+ 19,61%
3,00%	- 75,89%	- 43,15%	- 30,14%		+ 30,14%	+ 23,16%	+ 18,81%
4,00%	- 65,11%	- 39,44%	- 28,28%		+ 28,28%	+ 22,05%	+ 18,06%
5,00%	- 57,02%	- 36,31%	- 26,64%		+ 26,64%	+ 21,04%	+ 17,38%

Los resultados obtenidos en ambas tablas nos llevan a una misma conclusión acerca del PII presentado en este informe, a pesar de que, en términos generales, lógicamente, las variaciones del EMC son mucho mayores cuando varía el precio de compraventa que cuando lo hace el precio de alquiler, por el mayor peso que supone el primero en la inversión.

Como podemos observar, cuando uno de los precios de mercado aumenta, bien sea el de compraventa o el de alquiler, el EMC del proyecto de inversión también lo hace, aunque a un ritmo más lento según dicho incremento es mayor. Por otro lado, cuando uno de los precios disminuye, el EMC desciende en cuantía, aunque en esta ocasión lo hace a mayor velocidad según se acentúa la disminución del precio estimado inicialmente.

Esto significa que a medida que ajustemos nuestras previsiones al alza, el EMC aumentará, aunque cada vez menos, mientras que las revisiones a la baja serán



penalizadas con mayor fuerza a medida que el ajuste sea mayor, teniendo el límite inferior de viabilidad económico-financiero bastante cercano (en torno al -2%).

❖ Variación de las previsiones de crecimiento.

En este apartado se analiza el impacto que tiene sobre el EMC del PII las variaciones que se puedan producir respecto a las previsiones de crecimiento iniciales contempladas para el PII presentado.

Al igual que en el epígrafe anterior, este estudio se realiza exclusivamente sobre el modelo de negocio de arrendamiento de viviendas<sup>59</sup>, analizando conjuntamente los resultados que se producen en el EMC en el caso de que variase la previsión en el sector del alquiler residencial y el IAPC, puesto que ambos influyen de forma directa sobre los flujos netos de caja (ingresos y gastos). Asimismo, sólo se considerarán ajustes en las previsiones hasta el año 2022 inclusive, por la mayor incertidumbre que suponen los periodos posteriores a dicho ejercicio, y para los que se ha propuesto un valor igual para ambas variables.

En la siguiente tabla se exponen los distintos valores del EMC, en términos absolutos, en función de las variaciones en las comentadas previsiones de crecimiento para el PII que nos ocupa:

**Variación del EMC en € según las previsiones de crecimiento en el alquiler de viviendas y el IAPC.**

Filas: variación absoluta de la previsión de crecimiento en el alquiler residencial.

Columnas: variación absoluta de la previsión de crecimiento en el IAPC.

EMC	-3,00%	-2,00%	- 1,00%	0,00%	1,00%
-2,00%	-67.575,22 €	121.015,98 €	317.796,55 €	523.061,78 €	737.115,11 €
-1,00%	-59.537,90 €	127.572,37 €	322.804,03 €	526.449,84 €	738.810,64 €
0,00%	-53.016,80 €	132.542,50 €	326.151,89 €	<b>528.101,47 €</b>	738.689,35 €
1,00%	-48.165,45 €	135.770,16 €	327.681,11 €	527.854,70 €	736.586,20 €
2,00%	-45.147,46 €	137.089,00 €	327.222,44 €	525.537,27 €	732.325,72 €
3,00%	-44.137,01 €	136.321,97 €	324.595,86 €	520.966,02 €	725.721,53 €
4,00%	-45.319,49 €	133.280,78 €	319.610,04 €	513.946,41 €	716.575,70 €
5,00%	-48.892,03 €	127.765,29 €	312.061,67 €	504.271,86 €	704.678,20 €

Las posibles variaciones, en términos absolutos, de las previsiones de crecimiento realizadas para el mercado del alquiler de viviendas y para el IAPC se recogen en las filas y en las columnas respectivamente.

Cabe destacar, según vemos en la tabla, que si el crecimiento efectivo del mercado de alquiler residencial entre el año 2018 y 2022 se sitúa únicamente tres puntos por debajo de las previsiones realizadas por las distintas fuentes consultadas, el proyecto dejaría de ser viable, independientemente de la trayectoria que siga el IAPC. Esto supone un riesgo considerable, teniendo en cuenta el optimismo de las perspectivas iniciales, con crecimientos superiores al 6% hasta el año 2020.

<sup>59</sup> Considerando VR por estimación directa, ya que es la única opción donde EMC>0.

**Variación del EMC en función de la variación del IAPC, para un incremento / decremento de la previsión para el sector del alquiler residencial dado.**

EMC	-3,00%	-2,00%	- 1,00%	0,00%	1,00%
-2,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	-5,139%	-1,551%	-0,644%	-0,229%
-1,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	-3,750%	-1,026%	-0,313%	0,016%
0,00%					
1,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	2,435%	0,469%	-0,047%	-0,285%
2,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	0,971%	-0,140%	-0,439%	-0,578%
3,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	-0,560%	-0,803%	-0,870%	-0,902%
4,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	-2,231%	-1,536%	-1,347%	-1,260%
5,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	-4,138%	-2,362%	-1,882%	-1,660%

Los resultados de esta tabla nos llevan a concluir que, en primer lugar, ante revisiones a la baja de las previsiones en el mercado del alquiler dadas, una disminución en el IAPC provoca mayores descensos en el EMC que un aumento del mismo de igual cuantía, alcanzándose incluso mayores valores que los EMC de referencia (fila del 0%) si el IAPC sube entre un 1% y un 2%.

Para el caso de que se mantenga la previsión del mercado o se den aumentos en la misma, se produce el efecto contrario: un incremento del IAPC provoca mayores disminuciones en el EMC que si el índice de consumo desciende. Resulta curioso que, para la previsión inicial realizada para el mercado una variación del IAPC lleve a una rebaja del EMC, independientemente del sentido que tome.

De la siguiente tabla, que presentamos a continuación, se concluye que para un IAPC dado, una revisión al alza de la previsión de crecimiento de mercado produce variaciones en el mismo sentido en el EMC, y en mayor proporción que si se dan disminuciones en dicha previsión. No obstante, estas variaciones en el EMC son menores a medida que crece el índice de precios, hasta un tope, que corresponde con un aumento de tres puntos porcentuales respecto al previsto originalmente:

**Variación del EMC en función de la variación de la previsión para el sector del alquiler residencial, para un movimiento del IAPC dado.**

EMC	-3,00%	-2,00%	- 1,00%	0,00%	1,00%
-2,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	-61,920%	-39,243%		40,923%
-1,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	-60,480%	-38,683%		40,338%
0,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	-59,362%	-38,241%		39,876%
1,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	-58,566%	-37,922%		39,543%
2,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	-58,105%	-37,736%		39,348%
3,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	-58,003%	-37,693%		39,303%
4,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	-58,299%	-37,813%		39,426%
5,00%	<b>EMC &lt; 0</b>	-59,058%	-38,116%		39,742%

## 5. CONCLUSIONES.

Una vez realizado todo el análisis anterior, presentado a lo largo del trabajo, podemos establecer diversas conclusiones sobre el proyecto de inversión planteado.

Como hemos visto en el primer bloque de estudio, el inmueble objeto de la inversión presenta diversas particularidades, que lo hacen especial a ojos de un inversor. Además de tener en cuenta los usos posibles y/o restringidos por normativa, como todos los bienes de naturaleza inmobiliaria, **el activo presenta limitaciones** por su condición de protegido, lo que nos impide actuar sobre la superficie comercializable existente, incurriendo en mayores costes de rehabilitación y gastos destinados a su mantenimiento.

En este sentido, el análisis técnico refleja que tendremos unos flujos netos de caja desfavorables, con **menores ingresos (por no poder aumentar los metros cuadrados disponibles) y mayores gastos**. Esto último también repercute en el precio de adquisición, que debe ajustarse a estos condicionantes para que el PII sea aceptable, como más adelante nos confirma el análisis económico-financiero.

El segundo bloque del informe reafirma la idea inicial de que es un **buen momento para invertir en el sector** inmobiliario, debido a que podríamos estar en una nueva fase expansiva del ciclo inmobiliario. Los distintos informes y fuentes consultadas apuntan a previsiones de crecimiento elevadas, sobre todo en el **mercado residencial** y, en menor medida, en el **de oficinas**, segmentos que el análisis técnico nos ofrecía como **posibles y más propicios para el edificio** del café Iruña.

Otras de las variables obtenidas con este segundo estudio son los precios medios existentes en los mercados residencial y de oficinas, y las previsiones sobre su evolución. Éstas nos permiten establecer hipótesis sobre los ingresos esperados (afectando a los FNC) y el valor residual obtenido por el activo al final de la inversión; valorando a su vez la idoneidad del precio de compra que solicitan los actuales propietarios, según la oferta y la demanda específica existente en la zona de influencia.

Los resultados observados a través del análisis comercial se plasman en una mayor certeza con respecto a la idoneidad de la inversión en el actual período inmobiliario, comprobando que **el sector residencial disfruta de un mejor momento, con previsiones y precios medios de compraventa y alquiler mayores** que el segmento de oficinas (que podría encontrarse inmerso en un período de cambios: ajuste y redefinición de los espacios, etc.).

El análisis económico-financiero, abordado en el último bloque de estudio, nos permite, por un lado, verificar la adecuación de los datos obtenidos en los bloques anteriores, planteándolos desde otro punto de vista; y por otro, determinar el resto de variables necesarias para una correcta valoración del PII planteado y definición acerca de su viabilidad. En este sentido, el análisis económico-financiero es el que nos permite extraer mayores conclusiones.

En primer lugar, este proyecto de inversión se caracteriza por la realización de una **fuerte inversión inicial, que se recupera, en el mejor de los casos, solamente en el**

**momento de venta** de los inmuebles al finalizar la duración del mismo, a pesar del buen momento económico.

Esto es debido a la naturaleza de la inversión y del activo objeto de estudio, lo que origina también una **diferencia importante en los cálculos del valor residual**, según se obtenga éste a través de una estimación directa (venta) o mediante un valor de continuidad (renta perpetua y constante). El primero (VR estimación directa) es muy superior al segundo debido a la diferencia entre el valor del activo, que además crece con el tiempo y no se deprecia, y las rentas obtenidas de su explotación.<sup>60</sup>

Como hemos visto, **de todos los modelos de negocio planteados**, con las variables obtenidas inicialmente, **sólo resulta aceptable el PII que plantea el alquiler residencial durante 10 años, con la venta de los inmuebles al final de este período y siempre que el valor residual alcanzado con esta venta sea superior a 24.224.650,81 €.** El EMC obtenido en este caso asciende a **528.101,47 € (TIR = 2,54%)**. Cabe mencionar en este punto que el modelo resulta rentable, entre otras cosas, a la **baja tasa ajustada a riesgo obtenida**.

**Para** que pudiéramos plantearnos **otras alternativas de negocio**, desde el punto de vista de la viabilidad económico-financiera, **el precio de adquisición que solicitan los actuales propietarios debería rebajarse en torno a un 30% - 35%**. Además, para la explotación residencial en alquiler, por cada 1% que varíe el precio, nuestro EMC se ve afectado en casi un 41%, lo que significa una fuerte sensibilidad del PII a esta variable.

A pesar de que el alquiler residencial a 10 años con venta al final resulta un proyecto de inversión viable y/o aceptable técnicamente, **los márgenes de error o la corrección de previsiones iniciales, una vez se vayan haciendo efectivas, son muy reducidos**.

Así las cosas, **una corrección a la baja de únicamente un 1% del precio de compraventa supone una disminución del EMC del 37,55%, entrando en pérdidas si esta corrección llegase al 3%**.

Cuando analizamos los márgenes en la variabilidad de las previsiones de crecimiento, nos encontramos con datos similares: si tuviéramos un crecimiento efectivo del mercado de alquiler residencial en los próximos años tres puntos por debajo de las previsiones realizadas, el proyecto no sería aceptable, independientemente de la trayectoria que siga el IAPC. Es decir, **si en lugar de un crecimiento en torno a un 6%, se llegase solo a un 3% el PII no sería viable en ningún caso**.

Un dato común a todas las variables analizadas es que, para este proyecto de inversión, un movimiento desfavorable en las mismas provoca descensos más fuertes en el EMC que si estas variables fluctúan de forma favorable, elevando proporcionalmente mucho menos el valor del EMC: **si ganamos, ganamos; pero si perdemos, perdemos mucho más**.<sup>61</sup>

<sup>60</sup> Suponemos una fase expansiva del ciclo inmobiliario, donde los bienes aumentan de valor. En el caso de una crisis como la ocurrida en los últimos años, este incremento de valor puede no producirse.

<sup>61</sup> Nos referimos a movimientos favorables o desfavorables para englobar tanto las variables que tienen una relación directa con el EMC ( $\blacktriangle \rightarrow \blacktriangle$ ) como las que son inversamente proporcionales ( $\blacktriangle \rightarrow \blacktriangledown$ ).

Por este último motivo, y por los anteriores analizados, entendemos que **el riesgo que se asume en la operación es elevado**, siendo necesario el **estrecho seguimiento de las variables** que afectan al precio estimado de compraventa de los inmuebles, y a la evolución de los distintos precios del sector, fundamentalmente a corto y medio plazo. Todas ellas, que afectan de forma crucial al PII, son muy volátiles, con **valores muy cambiantes que dependen enormemente de las expectativas del sector**.

Habrà que tener mucho cuidado con las previsiones de crecimiento que se realizan por parte de algunas fuentes especializadas, porque con una leve disminución del optimismo que reflejan, podrían no cumplirse las promesas de las altas rentabilidades del sector, perdiendo incluso los inversores bastante dinero.

En definitiva, y en mi opinión personal, la mencionada recuperación del sector inmobiliario no resulta tan espectacular como parece, pudiendo estar asentada sobre previsiones demasiado optimistas con un alto grado de incertidumbre.

## 6. Bibliografía.

### Documentos e Informes:

- Rodríguez Sandías, A. (2013). Modelos de análisis y valoración de proyectos de inversión. Santiago de Compostela, España: Editorial Andavira.
- Diputación Foral de Bizkaia (2018). Consulta Descriptiva y Gráfica de Datos Catastrales. Bienes Inmuebles. Recuperado de:  
[http://www.bizkaia.eus/home2/Temas/DetalleTema.asp?Tem\\_Codigo=5181&Idioma=CA](http://www.bizkaia.eus/home2/Temas/DetalleTema.asp?Tem_Codigo=5181&Idioma=CA)
- Banco de España (2018). Informe trimestral de la Economía española (Boletín económico 1/2018). Recuperado de: [https://www.bde.es/bde/es/areas/analisis-economi/analisis-economi/proyecciones-mac/Proyecciones\\_macroeconomicas.html](https://www.bde.es/bde/es/areas/analisis-economi/analisis-economi/proyecciones-mac/Proyecciones_macroeconomicas.html)
- BBVA Research (2018). Situación España, segundo trimestre 2018 Unidad de España y Portugal (Boletín económico segundo trimestre 2018). Recuperado de:  
<https://www.bbva.com/>
- Instituto de Tecnología de la Construcción (ITeC)(2018). Euroconstruct junio 2018 (Informe de junio de 2018). Recuperado de: <https://itec.es/servicios/estudios-mercado/euroconstruct-sumario-ultimo-informe/>
- CBRE Research (2017). Real Estate Market Outlook 2018 España (Informe global España 2018). Recuperado de: <https://www.cbre.com/research-and-reports>
- Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Subdirección general de estudios, análisis y planes de actuación (2018). Encuesta de Coyuntura del Sector de la Construcción (Informe mensual agosto de 2018). Recuperado de: <http://www.minetad.gob.es/es-ES/IndicadoresyEstadisticas/Industria/EncuestaCoyuntura/Encuesta%20Coyuntura/dossier%20construccion.pdf>
- CBRE (2017). Claves del mercado y el sector residencial en España (Informe junio 2017). Recuperado de: <https://www.cbre.com/research-and-reports>
- Asociación Hipotecaria Española (2018). Un análisis de la cartera hipotecaria española. Primer semestre de 2017 (Estudio de noviembre de 2017). Recuperado de:  
<http://www.ahe.es/bocms/sites/ahenew/informes/ahe/>
- Iñareta, F. y Del Coso, B. (2018). Informe mensual de precios de compraventa de vivienda usada (Informe marzo 2018). Recuperado de: <https://www.idealista.com/informes-precio-vivienda>
- Idealista (2000-2018). Evolución del precio de la vivienda de segunda mano (Informe primer trimestre de 2018). Recuperado de: <https://www.idealista.com/informes-precio-vivienda>
- Idealista (2000-2018). Evolución del precio de la vivienda en alquiler (Informe primer trimestre de 2018). Recuperado de: <https://www.idealista.com/informes-precio-vivienda>
- Jones Lang LaSalle (2018). Residencial, Radiografía de un sector en crecimiento (Informe junio 2018). Recuperado de: <http://www.jll.es/spain/es-es/research/123/informe-mercado-residencial-2017-junio-2018>

- Consejo de la juventud de España (2011). Observatorio de Emancipación España (Informe primer semestre 2017). Recuperado de:  
<http://www.cje.org/es/publicaciones/novedades/observatorio-emancipacion-primer-semestre-2017/>
- Consejo de la juventud de España (2011). Observatorio de Emancipación País Vasco (Informe primer semestre 2017). Recuperado de:  
<http://www.cje.org/es/publicaciones/novedades/observatorio-emancipacion-primer-semestre-2017/>
- Jones Lang LaSalle (2017). Oficinas. Las claves de un mercado en constante evolución (informe de febrero de 2018). Recuperado de: <http://www.jll.es/spain/es-es/research/oficinas>
- BNP Paribas Real Estate – Research España (2018). At a glance: coworking España (informe de octubre de 2017). Recuperado de: <https://www.realestate.bnpparibas.com/research-and-market-insights/pan-european-research>
- Jones Lang LaSalle (2018). Workplace - Powered by Human Experience. Desde la perspectiva del inversor (informe de 2018). Recuperado de: <http://www.jll.es/spain/es-es/research/search>
- CBRE (2018). El futuro de los entornos de trabajo. Sector financiero (informe de abril de 2018). Recuperado de: <https://www.cbre.es/es-es/servicios/lineas-de-negocio/global-workplace-solutions/workplace-strategy/entornos-de-trabajo-sector-financiero>
- CBRE Research(2017). Marketview Bilbao 2017, Boletín informativo (informe de febrero de 2017). Recuperado de: <https://www.cbre.es/es-es/research-and-reports/informes-regionales>
- Savills Aguirre Newman – Savills Research Global. Oficinas España (2017) Market in Minutes (informe del cuarto trimestre de 2017). Recuperado de: <http://www.savills-aguirrenewman.es/research/>
- BBVA Research (2015). Situación Inmobiliaria España, Diciembre 2015 (Informe diciembre de 2015). Recuperado de:  
<https://www.bbva.com/es/category/tematicas/inmobiliaria/>
- Jones Lang LaSalle (2017). EMEA 2017, Guía de costes de Implantación (informe de 2017). Recuperado de: <http://www.jll.es/spain/es-es/research/search>
- Lar España Real Estate SOCIMI, S.A. (2017) Cuentas Anuales e Informe de Gestión, 31 de diciembre de 2017 (CCAA 2017). Recuperado de:  
<http://www.cnmv.es/portal/Consultas/DatosEntidad.aspx?nif=A86918307>

#### Artículos:

- Amigot, B. (16 de julio de 2014). Seis indicadores que reflejan cómo el sector inmobiliario ya camina hacia la recuperación. *Expansión*. Recuperado de:  
<http://www.expansion.com/2014/07/11/economia/1405069041.html>
- Zuloaga, J. (22 de abril de 2018). Cinco razones por las que nos encaminamos hacia una nueva burbuja inmobiliaria. *Vozpopuli*. Recuperado de: [https://www.vozpopuli.com/economia-y-finanzas/Cinco-razones-nos-encaminamos-hacia-nueva-burbuja-inmobiliaria-credito-hipotecas-alquiler-vivienda\\_0\\_1128488350.html](https://www.vozpopuli.com/economia-y-finanzas/Cinco-razones-nos-encaminamos-hacia-nueva-burbuja-inmobiliaria-credito-hipotecas-alquiler-vivienda_0_1128488350.html)

SERVIMEDIA (14 de febrero de 2016). BBVA prevé un crecimiento en la construcción del 3,8% y el 5,9% para 2016 y 2017. *Expansión*. Recuperado de:

<http://www.expansion.com/empresas/inmobiliario/2016/02/14/56c066f1ca47417c598b461e.html>

Díaz Guijarro, R. (15 de junio de 2016). CBRE prevé que la vivienda se revalorice un 6% al año hasta 2020. *Cinco Días, El País*. Recuperado de:

[https://cincodias.elpais.com/cincodias/2016/06/14/economia/1465922014\\_061554.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2016/06/14/economia/1465922014_061554.html)

Redacción Idealista/news (26 de septiembre de 2017). Uno de cada cuatro euros de inversión extranjera que capta Madrid va a parar al sector inmobiliario. *Idealista*. Recuperado de:

<https://www.idealista.com/news/finanzas/inversion/2017/09/25/748135-uno-de-cada-cuatro-euros-de-inversion-extranjera-que-capta-madrid-va-a-parar-al>

Redacción Idealista/news (21 de marzo de 2018). El sector inmobiliario tira de la inversión extranjera en España: es el que más dinero captó en 2017. *Idealista*. Recuperado de:

<https://www.idealista.com/news/finanzas/inversion/2018/03/20/764833-el-sector-inmobiliario-tira-de-la-inversion-extranjera-es-el-que-mas-dinero-capto-en>

Redacción Idealista/news (28 de marzo de 2018). La inversión inmobiliaria en España creció un 9% en 2017, dos puntos más que en Europa. *Idealista*. Recuperado de:

<https://www.idealista.com/news/inmobiliario/vivienda/2018/03/28/764936-la-inversion-inmobiliaria-en-espana-crecio-9-en-2017-dos-puntos-mas-que-en-europa>

Marrero, D. (7 de noviembre de 2016). La compra de viviendas por parte de extranjeros se dispara más de un 160% desde mínimos. *Idealista*. Recuperado de:

<https://www.idealista.com/news/inmobiliario/vivienda/2016/11/07/744160-la-compra-de-viviendas-por-parte-de-extranjeros-se-dispara-mas-de-un-160-desde>

Redacción Idealista/news (9 de abril de 2018). España mantiene el atractivo y capta 2.500 millones de inversión inmobiliaria hasta marzo. *Idealista*. Recuperado de:

<https://www.idealista.com/news/finanzas/inversion/2018/04/09/765068-espana-mantiene-el-atractivo-y-capta-casi-2-500-millones-de-inversion-inmobiliaria>

Redacción Idealista/news (11 de noviembre de 2016). Madrid, entre las siete ciudades del mundo con más inversión extranjera en 'ladrillo'. *Idealista*. Recuperado de:

<https://www.idealista.com/news/inmobiliario/oficinas/2016/11/11/744237-madrid-entre-las-siete-ciudades-mundiales-con-mas-inversion-extranjera-en-ladrillo>

Arcos, A.P. (2 de marzo de 2018). Cada vez se compran más viviendas como inversión: cuánto supone en las grandes ciudades. *Idealista*. Recuperado de:

<https://www.idealista.com/news/inmobiliario/vivienda/2018/03/01/764559-cada-vez-se-compran-mas-viviendas-como-inversion-cuanto-representa-en-las-grandes>

Marrero, D. y Soto, A. (19 de febrero de 2018). La compra de viviendas de extranjeros vuelve a batir récord: superan las 61.000 casas en 2017. *Idealista*. Recuperado de:

<https://www.idealista.com/news/inmobiliario/vivienda/2018/02/19/764394-la-compra-de-viviendas-de-extranjeros-vuelve-a-batir-record-superan-las-61-000-casas>

Marrero, D. y Soto, A. (30 de noviembre de 2017). Franceses y alemanes compensan el freno de la compra de casas de británicos en España. *Idealista*. Recuperado de:

<https://www.idealista.com/news/inmobiliario/vivienda/2017/11/30/749120-franceses-y-alemanes-compensan-el-freno-de-la-compra-de-casas-de-britanicos-en>



- Marrero, D. y Soto, A. (29 de agosto de 2017). El Brexit no asusta a los británicos: vuelven a comprar más casas en España. *Idealista*. Recuperado de: <https://www.idealista.com/news/inmobiliario/vivienda/2017/08/29/747746-los-britanicos-dejan-atras-la-incertidumbre-del-brex-it-para-comprar-mas-casas-en>
- Redacción Idealista/news (8 de febrero de 2018). Las tendencias que marcarán el sector inmobiliario español en 2018. *Idealista*. Recuperado de: <https://www.idealista.com/news/inmobiliario/empresas/2018/02/07/762752-las-tendencias-que-marcaran-el-sector-inmobiliario-espanol-en-2018>
- Junco, L. (15 de diciembre de 2017). El resurgir inmobiliario de Bilbao. *Expansión*. Recuperado de: <http://www.expansion.com/directivos/estilo-vida/casas/2017/12/15/5a33a43be2704e49048b45aa.html>
- López Letón, S. (27 de junio de 2018). La firma de hipotecas en abril se dispara con importes más altos y más tipos fijos. *El País*. Recuperado de: [https://elpais.com/economia/2018/06/27/vivienda/1530088473\\_246427.html](https://elpais.com/economia/2018/06/27/vivienda/1530088473_246427.html)
- Reuters Madrid (6 de agosto de 2018). El precio del alquiler subirá anualmente un 6,1 por ciento hasta 2020. *Reuters España*. Recuperado de: <https://es.reuters.com/article/businessNews/idESKBN1KR1DJ-OESBS>
- Veiga, Y. (15 de enero de 2018). Lo que vale un piso en Bilbao: entre 1.200 y 6.000 euros el metro cuadrado. *El Correo*. Recuperado de: <https://www.elcorreo.com/bizkaia/precio-metro-cuadrado-20180115202303-nt.html>
- Salido, J. y Matilla A. (29 de noviembre de 2015). Así es la vivienda más deseada. *El Mundo*. Recuperado de: <http://www.elmundo.es/economia/2015/11/27/565745a8e2704e4a1a8b45c4.html>
- Pareja, C. (23 de enero de 2017). El club de las 30: las socimis españolas suman una capitalización bursátil de más de 12.800 millones. *Ejeprime*. Recuperado de: <https://www.ejeprime.com/empresa/el-club-de-las-30-las-socimis-espanolas-suman-una-capitalizacion-bursatil-de-mas-de-12800-millones.html>
- García, S. (30 de abril de 2018). La torre del BBVA, la manzana del Iruña... Bilbao sale a la venta. *El Correo*. Recuperado de: <https://www.elcorreo.com/bizkaia/torre-bbva-manzana-20180429171902-nt.html>
- Gómez, L. (28 de febrero de 2018) Ponen a la venta el edificio del Café Iruña de Bilbao por 20 millones de euros. *El Correo*. Recuperado de: <https://www.elcorreo.com/bizkaia/ponen-venta-edificio-20180228182105-nt.html>
- Salido, J. (3 de abril de 2015). Reformar, una buena alternativa para disfrutar de lo mejor de la vivienda usada y de la nueva. *El Mundo*. Recuperado de: <http://www.elmundo.es/economia/2015/04/03/551c2479268e3e3d048b4573.html>

**Páginas web:**

Instituto Vasco de Estadística (s.f.). Eustat. Vitoria-Gasteiz, España: *Eustat.eus*. Recuperado de: <http://www.eustat.eus/indice.html>

- Diputación Foral de Bizkaia (s.f.). Oficina Virtual de Catastro. España: *Catastro de Bizkaia*. Recuperado de:  
[http://www.bizkaia.eus/home2/Temas/DetalleTema.asp?Tem\\_Codigo=5181&Idioma=CA](http://www.bizkaia.eus/home2/Temas/DetalleTema.asp?Tem_Codigo=5181&Idioma=CA)
- Web del Ayuntamiento de Bilbao (s.f.). Áreas Municipales, planificación urbana. Bilbao, España: *Bilbao.eus*. Recuperado de:  
[http://www.bilbao.eus/cs/Satellite?c=Page&cid=3000047303&language=es&pageid=300047303&pagename=Bilbaonet%2FPage%2FBIO\\_homeArea](http://www.bilbao.eus/cs/Satellite?c=Page&cid=3000047303&language=es&pageid=300047303&pagename=Bilbaonet%2FPage%2FBIO_homeArea)
- Instituto Nacional de Estadística (2018). Madrid, España: *ine.es*. Recuperado de:  
<http://www.ine.es/welcome.shtml>
- Idealista S.A.U. (2000-2018). Idealista. Madrid, España: *idealista.com*. Recuperado de:  
<https://www.idealista.com/>
- Comisión Europea (s.f.). Eurostat, your key to European statistics. U.E. *Eurostat*. Recuperado de:  
<https://ec.europa.eu/eurostat/>
- Torre Iberdrola A.I.E (2018) Torre Iberdrola Bilbao. Bilbao, España: *torreiberdrola.es*. Recuperado de: <http://www.torreiberdrola.es/alquiler-de-oficinas/>
- Gobierno de España. Ministerio de Fomento (s.f.). Fomento. Madrid, España: *fomento.gob.es*. Recuperado de: <http://www.fomento.gob.es/BE/?nivel=2&orden=08000000>
- Gobierno de España. Ministerio de Economía y Empresa (s.f.). Tesoro Público. Madrid, España: *tesoro.es*. Recuperado de: <http://www.tesoro.es/>

#### **Normativa:**

- Resolución de la Diputación Foral de 27 de diciembre de 1994, por la que se aprueba el Plan General de Ordenación Urbana de Bilbao. Boletín Oficial de Bizkaia (nº 124). Recuperado de: <http://apps.bizkaia.eus/BT00/BusquedaAvanzadaValidadorServlet>
- Ordenanza sobre mantenimiento, reparación y rehabilitación de inmuebles. Boletín Oficial de Bizkaia (nº 219). Recuperado de:  
<http://apps.bizkaia.eus/BT00/BusquedaAvanzadaValidadorServlet>
- Ordenanzas Municipales de Edificación. Departamento de Medio Ambiente y Política Territorial, Boletín Oficial del País Vasco. Recuperado de:  
[http://www.ingurumena.ejgv.euskadi.eus/contenidos/informacion/desarrollo\\_ley\\_2\\_06/e\\_s\\_def/adjuntos/ordenanzas\\_edificacion.pdf](http://www.ingurumena.ejgv.euskadi.eus/contenidos/informacion/desarrollo_ley_2_06/e_s_def/adjuntos/ordenanzas_edificacion.pdf)
- Ordenanza Municipal de Protección del Medio Ambiente del Ayuntamiento de Bilbao. Boletín Oficial de Bizkaia (nº 111). Recuperado de:  
[http://www.bizkaia.eus/lehendakaritza/Bao\\_bob/2000/06/20000610a111.pdf?hash=62580e05669e62165995101fe9805c9c#page=3](http://www.bizkaia.eus/lehendakaritza/Bao_bob/2000/06/20000610a111.pdf?hash=62580e05669e62165995101fe9805c9c#page=3)
- Ordenanza Local para la Promoción de la accesibilidad a las viviendas. Boletín Oficial de Bizkaia (nº 234). Recuperado de:  
[http://www.bilbao.eus/cs/Satellite?cid=3000679429&language=es&pagename=Bilbaonet%2FPage%2FBIO\\_ListadoCategorizado](http://www.bilbao.eus/cs/Satellite?cid=3000679429&language=es&pagename=Bilbaonet%2FPage%2FBIO_ListadoCategorizado)

Ordenanza Local sobre Establecimientos de Hostelería (OLEH). Boletín Oficial de Bizkaia (nº 43).

Recuperado de:

[http://www.bilbao.eus/cs/Satellite?cid=3000679429&language=es&pagename=Bilbaone%2FPPage%2FBIO\\_ListadoCategorizado](http://www.bilbao.eus/cs/Satellite?cid=3000679429&language=es&pagename=Bilbaone%2FPPage%2FBIO_ListadoCategorizado)

Real Decreto Legislativo 7/2015, de 30 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Suelo y Rehabilitación Urbana. Boletín Oficial del Estado (nº 261). Recuperado de:

[http://www.euskadi.eus/web01-a2lurral/es/contenidos/normativa/legislacion\\_urbanistica/es\\_legis/indice.html](http://www.euskadi.eus/web01-a2lurral/es/contenidos/normativa/legislacion_urbanistica/es_legis/indice.html)

Ley 2/2006, de 30 de junio, de Suelo y Urbanismo del País Vasco. Boletín Oficial del País Vasco (nº 138). Recuperado de:

[http://www.euskadi.eus/web01-a2lurral/es/contenidos/normativa/legislacion\\_urbanistica/es\\_legis/indice.html](http://www.euskadi.eus/web01-a2lurral/es/contenidos/normativa/legislacion_urbanistica/es_legis/indice.html)

Real Decreto 2159/1978, de 23 de junio, por el que se establece el Reglamento del Urbanístico. Boletín Oficial del Estado (nº 221). Recuperado de:

[http://noticias.juridicas.com/base\\_datos/Admin/rd2159-1978.html](http://noticias.juridicas.com/base_datos/Admin/rd2159-1978.html)

Real Decreto 2187/1978, de 23 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de Disciplina Urbanística para el desarrollo y aplicación de la Ley sobre Régimen del Suelo y Ordenación Urbana. Boletín Oficial del Estado (nº 223). Recuperado de:

[http://noticias.juridicas.com/base\\_datos/Admin/rd2187-1978.html](http://noticias.juridicas.com/base_datos/Admin/rd2187-1978.html)

Decreto 105/2008, de 3 de junio, de medidas urgentes en desarrollo de la Ley 2/2006, de 30 de junio, de Suelo y Urbanismo del País Vasco. Boletín Oficial del País Vasco (nº 118).

Recuperado de:

[http://www.euskadi.eus/web01-a2lurral/es/contenidos/normativa/legislacion\\_urbanistica/es\\_legis/indice.html](http://www.euskadi.eus/web01-a2lurral/es/contenidos/normativa/legislacion_urbanistica/es_legis/indice.html)

Ley 3/2015, de 18 de junio, de vivienda. Boletín Oficial del País Vasco (nº 119). Recuperado de:

[http://noticias.juridicas.com/base\\_datos/CCAA/555512-l-3-2015-de-18-jun-ca-pais-vasco-de-vivienda.html](http://noticias.juridicas.com/base_datos/CCAA/555512-l-3-2015-de-18-jun-ca-pais-vasco-de-vivienda.html)

Decreto 317/2002, de 30 de diciembre, sobre actuaciones protegidas de rehabilitación del patrimonio urbanizado y edificado. Boletín Oficial del País Vasco (31/12/2002).

Recuperado de:

[http://www.eudel.eus/es/documentos/vivienda\\_0/ficheros/decreto\\_317\\_2002\\_de\\_30\\_de\\_diciembre\\_sobre\\_actuaciones\\_protegidas\\_de\\_rehabilitacion\\_del\\_patrimonio\\_urbanizado\\_y\\_edificado\\_bopv\\_31\\_12\\_2002\\_correccion\\_de\\_errores\\_bopv\\_07\\_04\\_2003\\_0](http://www.eudel.eus/es/documentos/vivienda_0/ficheros/decreto_317_2002_de_30_de_diciembre_sobre_actuaciones_protegidas_de_rehabilitacion_del_patrimonio_urbanizado_y_edificado_bopv_31_12_2002_correccion_de_errores_bopv_07_04_2003_0)

Decreto 123/2012, de 3 de julio, de estándares urbanísticos. Boletín Oficial del País Vasco (nº 143). Recuperado de:

[http://www.euskadi.eus/web01-a2lurral/es/contenidos/normativa/legislacion\\_urbanistica/es\\_legis/indice.html](http://www.euskadi.eus/web01-a2lurral/es/contenidos/normativa/legislacion_urbanistica/es_legis/indice.html)

Ley 3/1998, de 27 de febrero, General de Protección del Medio Ambiente del País Vasco. Boletín Oficial del País Vasco (nº 59) y Boletín Oficial del Estado (nº 308). Recuperado de:

[http://noticias.juridicas.com/base\\_datos/CCAA/pv-l3-1998.html](http://noticias.juridicas.com/base_datos/CCAA/pv-l3-1998.html)

Ley 20/1997, de 4 de diciembre, para la Promoción de la Accesibilidad. Boletín Oficial del País Vasco (nº 246). Recuperado de:

[http://noticias.juridicas.com/base\\_datos/CCAA/pv-l20-1997.t5.html](http://noticias.juridicas.com/base_datos/CCAA/pv-l20-1997.t5.html)

Decreto 68/2000, de 11 de abril, por el que se aprueban las normas técnicas sobre condiciones de accesibilidad de los entornos urbanos, espacios públicos, edificaciones y sistemas de

información y comunicación. Boletín Oficial del País Vasco (nº 110). Recuperado de:  
[http://noticias.juridicas.com/base\\_datos/CCAA/pv-d68-2000.html](http://noticias.juridicas.com/base_datos/CCAA/pv-d68-2000.html)

Ley 38/1999, de 5 de noviembre, de Ordenación de la Edificación (Código Técnico de la Edificación). Boletín Oficial del Estado (nº 266). Recuperado de:  
[http://noticias.juridicas.com/base\\_datos/Admin/l38-1999.html](http://noticias.juridicas.com/base_datos/Admin/l38-1999.html)

Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario. Boletín Oficial del Estado (nº 259). Recuperado de:  
[http://noticias.juridicas.com/base\\_datos/Privado/l11-2009.html](http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/l11-2009.html)