

HISPANIA ACTIVOS INMOBILIARIOS

Inicio de Cobertura

Sector: Servicios Financieros e Inmobiliarios (SOCIMI)

ACUMULAR
RIESGO: MEDIO

Accionistas:

Soros Fund Management, 16,7%
 FMR, 7,01%
 Tamerlane, 5,4%

Analista

Iñigo Isardo
 Tel: 34 - 91 - 504 06 12
 Fax: 34 - 91 - 504 40 46

Mesa de contratación

Enrique Zamácola / Javier de Pedro
 Tel: 34 - 91 - 573 30 27
 Fax: 34 - 91 - 504 40 46

Precio acción (05/07/2017): EUR 14,35
 Precio objetivo (12 meses): EUR 17,97
 Nº de Acciones (mill): 109,17
 Capitalización Bursátil (mill): EUR 1.566,04
 Máx/Mín 2017: EUR (15,11 / 10,97)
 Máx/Mín (12 meses): EUR (15,11 / 10,14)
 % Máx/Mín (12 meses): -5/41

PER 14: 71,4
 PER 15: 13,5
 PER 16: 4,4
 PER 17E: 7,1
 PER 18E: 9,6
 PER 19E: 18,0

Datos sobre contratación media diaria

EUR: 3,51 millones
 Títulos: 285.967
 Frecuencia cotización: 100%

Evolución precio acción relativo a:

	12 meses	2017
Sector (1.373,36):	32,9%	14,1%
IGBM (1.060,43):	37,9%	12,4%
Ibex-35 (10.523,60):	37,6%	12,5%

Principales Ratios

	EV / EBITDA	EBITDA (*)	EBIT (*)	B° neto (*)	cash-flow (*)	B° neto por acción	CFlow por acción	ROE (%)	ROA (%)	Dividendo por acción	P-Out (%)
2014	n.d	(2,51)	19,08	17,13	15,72	0,15	0,29	5,8	4,4	0,00	0
2015	148,7	10,01	88,46	66,68	66,69	0,97	0,81	8,4	6,2	0,00	0
2016	22,0	90,70	386,13	308,58	309,93	3,23	2,86	23,9	17,5	0,42	13
2017E	19,8	104,08	294,85	219,00	221,74	2,01	2,03	13,1	10,7	0,44	22
2018E	16,4	119,97	235,51	162,39	165,55	1,49	1,52	8,7	7,8	0,46	31
2019E	11,8	152,52	161,73	87,09	90,88	0,80	0,83	4,3	4,9	0,49	61

(*) EUR millones

FACTORES CLAVE DE LA INVERSIÓN

- **Hispania (o HIS o la Compañía o el Grupo) es un grupo inmobiliario constituido en 2014 y que cotiza desde marzo de ese mismo año con el fin de crear una cartera de activos de alta calidad**, para lo que ha invertido, tanto de forma directa como indirecta, en propiedades de uso residencial, oficinas y, principalmente, hoteles en España.
- La Compañía tiene tres líneas de negocio: i) Hoteles (82,1% de los ingresos totales en 1T2017), ii) Oficinas (13,8%), y iii) Residencial (4,1%). **En su negocio principal, HIS es el mayor propietario de habitaciones de hotel (incluyendo operadores) en España, con más de 11.300 habitaciones.**
- En mayo de 2016 **HIS adoptó la estructura corporativa de una sociedad anónima cotizada de inversión inmobiliaria (Socimi) tras fusionarse con una filial que ya había adoptado dicha estructura en 2014.** Este tipo de sociedad tiene una serie de ventajas fiscales, pero también está sujeta a unos requerimientos específicos y a una legislación bastante restrictiva.
- En marzo de 2017 **Azora**, gestora de HIS, comunicó al Consejo de Administración de la Compañía su propuesta de valor para la cartera de activos del Grupo, en la que **anunció su decisión de** proseguir con el plan trazado en su salida a Bolsa, que consiste en **la venta de todos los activos de la Compañía**, de manera individual, en carteras o a través de una venta o cambio de control en la Compañía, **antes del 14 de marzo de 2020.**
- La Compañía recibió al cierre de 2016 la tasación semestral del valor bruto de sus activos (GAV, por sus siglas en inglés) por parte de la consultora Richard Ellis (CBRE), que alcanzó los EUR 2.007,94 millones. **Asimismo, HIS obtuvo un valor neto de sus activos recomendado (EPRA NAV) de EUR 1.495 millones (EUR 13,72 por acción) en 2016**, lo que supuso una mejora del 25% con respecto al alcanzado en 2015. Posteriormente, al cierre de marzo (1T2017) el EPRA NAV por acción se actualizó hasta alcanzar los EUR 13,88, lo que supone que HIS cotiza en la actualidad con una prima del 8,8% sobre su EPRA NAV.
- Recientemente, **la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's le ha otorgado a HIS un rating de BBB- a largo plazo** con perspectiva estable. Este *rating* con grado de inversión permitirá a HIS emitir deuda en caso de que lo considere necesario.
- **En este sentido, destacar que el Grupo posee una estructura financiera estable y sólida, y que cuenta con la financiación necesaria para financiar su expansión futura.** Al cierre del 1T2017 su deuda financiera bruta se elevaba a EUR 637,0 millones, de los que el 95% eran a tipo fijo, por lo que ante una hipotética subida de tipos, el impacto será bastante limitado. Además, el coste medio del capital se situó en el 2,6%. La duración media de la deuda alcanza los 6,8 años.
- Estimamos que en los próximos ejercicios HIS mantendrá la evolución positiva de sus resultados, impulsada por el auge del turismo en España, con un crecimiento estable en los destinos vacacionales, así como por la recuperación del mercado inmobiliario en las grandes ciudades, tanto en el segmento de Oficinas como en el Residencial. Así, **estimamos para el periodo 2016-2019 un crecimiento tacc de sus ingresos del 9,9% y del 16,3% para su beneficio neto operativo (NOI).**

- Hemos valorado HIS de acuerdo al método recomendado de la estimación razonable del valor neto de sus activos (EPRA NAV) para 2017, hallando el valor bruto de los mismos (GAV), del que hemos deducido el importe de la deuda financiera neta y los minoritarios. En base a los mismos, hemos establecido una valoración para 2017 de **EUR 1.878,76 millones**.
- Trasladamos esta valoración a 2019, fecha que estimamos de cierre de venta de la cartera de activos, aplicándole una tasa de crecimiento anual *tacc* del 9,4% y un *exit yield* del 6,75% para determinar el valor residual de los activos. Así, **estimamos una valoración EPRA NAV por acción de HIS de EUR 22,46 por acción**. Tras aplicarle un descuento del 20% por la no pertenencia del valor al Ibex-35, lo que reduce la cobertura del mismo por parte de los analistas y condiciona la inversión en el mismo de algunos fondos, el precio por acción asciende a **EUR 17,97 por acción** que a precios actuales otorga a la acción un potencial de revalorización del 25,3%.
- Teniendo en cuenta que el potencial de revalorización calculado es para un periodo de tres años, la rentabilidad media anual supera holgadamente el 7,0%, lo que unido a una rentabilidad media por dividendo ligeramente superior al 3%, otorga a la acción una rentabilidad estimada anual superior al 10,0% a precios actuales. Por ello, **iniciamos la cobertura del valor con una recomendación de ACUMULAR el valor en cartera**, aprovechando cualquier recorte en el precio de la acción para tomar posiciones en el mismo.

RECOMENDACIÓN: ACUMULAR
RIESGO: MEDIO

1. PERFIL DE LA COMPAÑÍA

1.1. Breve historia de la Compañía

HIS es una sociedad cotizada de inversión inmobiliaria (Socimi) enfocada en la adquisición, reposicionamiento y gestión activa de activos hoteleros, de oficinas y edificios residenciales en España.

HIS se fundó en enero de 2014, aunque no fue hasta marzo de ese mismo ejercicio cuando empezó a cotizar en Bolsa. Su principal objetivo es la adquisición y gestión de activos inmobiliarios en España con el propósito de maximizar los retornos de los accionistas a través de una gestión activa del patrimonio adquirido.

El siguiente cuadro resume los hitos históricos que se han producido desde la fundación de HIS:

ASPECTOS HISTÓRICOS HISPANIA 2014 - 2017

Cuadro n. 1

Enero 2014	<ul style="list-style-type: none"> Constitución Hispania Activos Inmobiliarios
Marzo 2014	<ul style="list-style-type: none"> Salida a Bolsa a EUR 10 por acción. Capitalización de EUR 550 millones
Mayo 2014	<ul style="list-style-type: none"> Hispania Real se constituye como una Socimi
Febrero 2015	<ul style="list-style-type: none"> HIS y Barceló alcanzan un acuerdo para constituir la primera Socimi hotelera: BAY
Abril 2015	<ul style="list-style-type: none"> HIS completa con éxito una ampliación de capital por importe de EUR 337 millones
Junio 2015	<ul style="list-style-type: none"> HIS se incluye en el índice EPRA (European Public Real Estate Association), referencia del mercado inmobiliario
Octubre 2015	<ul style="list-style-type: none"> Adquisición por parte de HIS del Hotel Holiday Inn, cuatro hoteles Dunas y dos edificios de oficinas en Madrid y Barcelona por un importe total de EUR 125,6 millones
Diciembre 2015	<ul style="list-style-type: none"> Adquisición del Hotel Sandos San Blas y 3 edificios de oficinas por EUR 77,6 millones y firma de contratos de arrendamiento de oficinas, principalmente con Ilunion
Abril 2016	<ul style="list-style-type: none"> El Grupo adquirió la deuda hipotecaria de Dunas Hotels&Resort, además de un complejo residencial en Madrid
Mayo 2016	<ul style="list-style-type: none"> El Consejo de Administración de HIS acordó una ampliación de capital por importe efectivo (nominal+prima) total de EUR 230.686.268.
Mayo 2016	<ul style="list-style-type: none"> Aprobación del proyecto de fusión entre HIS y su filial Hispania Real, y el cambio de HIS al régimen societario de Socimi. La fusión se inscribió en junio de 2016.
Julio 2016	<ul style="list-style-type: none"> La Compañía adquirió, a través de su filial BAY, el 100% de Later Desuser, S.L. propietaria del Hotel Paradise Portinatx, por EUR 11 millones.
Julio 2016	<ul style="list-style-type: none"> La Compañía adquirió, a través de su filial BAY, el 100% de Inversiones Inmobiliarias Oasis Resort, S.L. por EUR 28 millones y acordó con Barceló que éste aportara el Hotel Meliá Jardines del Teide a BAY
Julio 2016	<ul style="list-style-type: none"> Aprobación del proyecto de fusión entre HIS y su participada al 90% Hispania Fides. La fusión fue inscrita en el Registro en diciembre de 2016
Julio 2016	<ul style="list-style-type: none"> Abono de un dividendo, estructurado como pago de prima de emisión, por un importe total de EUR 10,4 millones
Octubre 2016	<ul style="list-style-type: none"> HIS adquirió un solar en Madrid por un importe de EUR 32 millones para el desarrollo de dos edificios de oficinas
Noviembre 2016	<ul style="list-style-type: none"> El Grupo aprobó la distribución de un dividendo a cuenta de los resultados de 2016, por un importe bruto de EUR 17 millones
Febrero 2017	<ul style="list-style-type: none"> La Compañía adquirió el Hotel NH Málaga de 4* por un importe de EUR 41 millones
Marzo 2017	<ul style="list-style-type: none"> La gestora Azora comunica la propuesta de puesta en valor (<i>Value Return Proposal</i>) en la que se incluye la liquidación de la cartera de activos antes de marzo de 2020
Junio 2017	<ul style="list-style-type: none"> La Compañía adquirió el Hotel Selomar de 4* por un importe de EUR 33-35 millones y el Hotel Fergus Tobago por EUR 30 millones

Fuente: CNMV e Hispania. Elaboración propia.

HIS es una sociedad cotizada de inversión inmobiliaria (Socimi)...

...enfocada en la adquisición, reposicionamiento y gestión activa de activos hoteleros, de oficinas y edificios residenciales en España.

1.2. Acuerdo de gestión con Azora Capital

La Compañía firmó un contrato de Gestión con Azora Capital con el objeto de delegar a la gestora...

- Con fecha 21 de febrero de 2014 HIS firmó un Contrato de Gestión (o *Investment Management Agreement*; IMA) con Azora Gestión, S.G.I.I.C., S.A. con el objeto de delegar a la gestora la gestión ordinaria del Grupo por un periodo inicial de seis años. Azora, fundada en 2003, cuenta con un equipo de más de 400 personas y gestiona en la actualidad activos por un importe superior a los EUR 4.000 millones.
- El Contrato de Gestión regula las operaciones y objetivos del Grupo fijándose un periodo de inversión inicial que finaliza el día que se hayan invertido todos los fondos obtenidos en la salida a bolsa y en las ampliaciones de capital realizadas desde la cotización de las acciones de la Sociedad Dominante, o a los tres años desde esa fecha, que en este caso se cumplieron el 14 de marzo de 2017. Posteriormente, este periodo de inversión se amplió hasta diciembre de 2017, tras aprobarlo la Junta General de Accionistas en abril de 2017.
- El Contrato establece el esquema de remuneración para Azora, con un parte fija y otra variable, por su labor de gestión:
 - Honorarios base (parte fija): 1,25% anual calculado sobre el EPRA NAV hasta un EPRA NAV de EUR 1.200 millones, y 1% sobre el exceso. No obstante, el abono a la Gestora se realiza al final de cada trimestre (un cuarto del 1,25% anual y un cuarto del exceso del 1%).
 - Honorarios variables (Honorarios de Incentivo): que se pueden devengar a favor de la Gestora, dependen de los fondos efectivamente distribuidos a los accionistas por parte de la Sociedad (o directamente percibidos por los accionistas en caso de venta de las acciones de la Sociedad en un supuesto de cambio de control) y se calculará como sigue:
 - Los Honorarios de Incentivo sólo se devengarán una vez los accionistas hayan obtenido una rentabilidad anual acumulada del 10% sobre los fondos brutos aportados a HIS.
 - Una vez alcanzada esta rentabilidad, cualquier retorno adicional se devengará 50% para la gestora y 50% para los accionistas.
 - Cuando la Gestora haya recibido el equivalente a un 20% del retorno total, cualquier rentabilidad adicional se devengará un 80% para los accionistas y un 20% para la Gestora.
- A la hora de analizar activos para su adquisición, promoción o rehabilitación, la Gestora buscará activos con las siguientes características:
 - i) Ubicados en zonas metropolitanas de Madrid o Barcelona o, de forma selectiva, en otras zonas españolas;
 - ii) Terminados, de buena calidad y situados en localizaciones céntricas y, de forma selectiva, promociones inmobiliarias casi terminadas;
 - iii) Con potencial para producir flujos de caja estables y diversificados a largo plazo, con rentas significativas de alquiler y posibilidades de revalorización al margen de la evolución del mercado;

...la gestión ordinaria del Grupo por un periodo de seis años.

En marzo de 2017, Azora comunicó a HIS su propuesta de puesta en valor...

...que consiste en la venta de todos los activos de la cartera del Grupo antes del 14 de marzo de 2020.

- iv) Con valoraciones de adquisición atractivas en el momento en el que se efectúe la transacción;
- v) Susceptibles de generar valor a través de una gestión activa, incluyendo inversión, reposicionamiento o gestión de inquilinos / operadores hoteleros;
- Aunque la gestora tiene un grado considerable de discreción a la hora de materializar la política de inversiones del Grupo, el contrato de gestión establece ciertos parámetros dentro de los cuales la gestora ha acordado operar. De esta forma, hay determinadas situaciones en la que la gestora necesitará la aprobación previa bien de la Comisión Ejecutiva, bien del Consejo de Administración o bien de la Junta General de Accionistas. Entre las restricciones existentes a la inversión por parte de la gestora, destacamos las siguientes:
 - i) El coste de adquisición agregado de las inversiones en activos no principales y oportunidades de promoción no puede exceder del 20% del valor de la cartera de activos de la entidad;
 - ii) Las inversiones en un activo concreto no podrán suponer en ningún caso una inversión para el Grupo superior a EUR 100 millones de *equity*.
- El endeudamiento deberá respetar los siguientes límites: a) el nivel consolidado de endeudamiento de la Compañía bajo cualquier financiación, no puede superar en ningún caso a nivel consolidado el 45% del valor bruto de la cartera de activos en ese momento, y b) el endeudamiento incurrido para la adquisición de un activo concreto no puede superar, salvo autorización del Consejo de Administración, el 65% de los costes totales de adquisición (incluidas inversiones previstas) en relación con dicha inversión.
- En marzo de 2017 el Consejo de Administración del Grupo informó que la gestora Azora le comunicó su propuesta de puesta en valor (*Value Return Proposal*) para HIS, que confirmó el plan inicialmente previsto en el Contrato de Gestión, consistente en la venta de todos los activos que componen la cartera de HIS y en la consecuente distribución entre sus accionistas, tanto de los fondos netos procedentes de esas ventas, como de cualesquiera otros fondos propios remanentes de la Compañía; todo ello con anterioridad al 14 de marzo de 2020.
- Para ello, Azora se servirá de distintas herramientas para maximizar el valor de sus activos como son la venta directa de activos (individualmente o a través de carteras), la venta de acciones de sociedades tenedoras o, en su caso, la búsqueda activa de ofertas de adquisición sobre la totalidad de las acciones de la sociedad.
- Por otra parte, en el contexto de esta propuesta, y en la medida en que HIS cuenta aún con capacidad de inversión y Azora Gestión considera que todavía existen oportunidades atractivas en el sector hotelero (todas ellas alineadas con la estrategia de HIS y susceptibles de generar valor y rentabilidad para sus accionistas), la Gestora propuso la extensión de la fecha límite del periodo de inversión (*Investment Period*) desde el mes de marzo hasta el 31 de diciembre de 2017.
- La Junta General de Accionistas aprobó el pasado mes de abril la extensión del periodo de inversión hasta diciembre de 2017.

1.3. Constitución en SOCIMI

La sociedad filial Hispania Real SOCIMI, S.A.U. optó por aplicar, desde 1 de enero de 2014, el régimen fiscal especial propio de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (Socimi), comunicando dicha opción a la Administración tributaria con fecha 7 de mayo de 2014.

En marzo de 2016 el Consejo de Administración de la matriz HIS y los órganos de gobierno de su filial Hispania Real aprobaron el proyecto de fusión entre la Compañía, como sociedad absorbente e Hispania Real, como sociedad absorbida. Así, HIS cambió su estructura societaria para acogerse al régimen de Socimi. En abril de 2016 la Junta General de Accionistas aprobó la fusión, y se inscribió la misma en el Registro Mercantil en junio de 2016.

Las Socimi son sociedades españolas semejantes a los “real estate investment trusts” (REITs) europeos, es decir, son entidades dedicadas a la adquisición, rehabilitación y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento durante, al menos, tres años, a las que también se les permite la tenencia de participaciones en otras entidades de inversión inmobiliaria (como otras Socimi, Fondos de Inversión Inmobiliaria (FIIs), Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SIIIs), fondos inmobiliarios extranjeros, etc.), y que están obligadas a distribuir en forma de dividendo la mayoría de las rentas generadas.

El objetivo de la normativa de Socimi es crear un instrumento de inversión destinado al mercado inmobiliario del arrendamiento, no solo de viviendas sino de cualquier inmueble urbano con el fin de, por un lado, dinamizar el mercado de arrendamiento de inmuebles urbanos atrayendo a los inversores a un subsector del mercado más estable y, por otro, abrir la posibilidad a los propietarios de los inmuebles en explotación de obtener liquidez a su patrimonio inmobiliario.

El régimen jurídico de las Socimi se encuentra recogido en la Ley 11/2009, de 26 de octubre, en la redacción dada por la Ley 16/2012, de 27 de diciembre (Ley de Socimi). Por su relevancia, resumimos a continuación los aspectos más relevantes de la regulación de las Socimi:

- a) **Elementos societarios.** Las Socimi deben tener: (i) forma de sociedad anónima, (ii) un capital social mínimo de EUR 5 millones y (iii) una sola clase de acciones de carácter nominativo.
- b) **Actividad obligatoria.** Las Socimi deben dedicarse como actividad principal a la adquisición, promoción o rehabilitación de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, ya sea directamente o mediante la participación en otras Socimi, REITs, Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliarias (IICIs) y otras entidades de inversión inmobiliaria bajo ciertas condiciones.
- c) **Activos permitidos.** Las Socimi deberán tener invertido al menos el 80% de su activo en:
 - a. Inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento (en España o en un país con el que España tenga firmado un acuerdo de efectivo intercambio de información tributaria) o terrenos para la promoción de dichos inmuebles siempre que la promoción se inicie dentro de los tres años siguientes a su adquisición; o
 - b. Participaciones en el capital o en el patrimonio de otra Socimi o REIT no residentes, Socimi no cotizadas, entidades no residentes no cotizadas íntegramente participadas por Socimi o por REITs, IICIs u otras entidades, residentes o no en España, que ten-

En marzo de 2016, HIS adoptó la estructura societaria de una Socimi...

...que le otorga ventajas fiscales, pero también unos requerimientos específicos sometidos a una legislación bastante restrictiva.

gan como objeto social principal la adquisición de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento y que estén sometidas al mismo régimen establecido para las Socimi en cuanto a la política obligatoria, legal o estatutaria, de distribución de beneficios y de requisitos de inversión.

Solamente el 20% de su activo puede estar constituido por elementos patrimoniales que no cumplan estos requisitos.

El Grupo centra sus actividades en la inversión en propiedades en tres líneas de negocio:

- d) **Origen de ingresos.** En consonancia con el anterior requisito, el 80% de las rentas de las Socimi del período impositivo correspondientes a cada ejercicio, excluidas las derivadas de la transmisión de Activos Aptos una vez transcurrido el período de tenencia a que se refiere el apartado (e) siguiente, deben provenir necesariamente de los arrendamientos de Inmuebles Aptos y/o de dividendos o participaciones en beneficios derivados de las Participaciones Aptos.
- e) **Periodo de tenencia de activos.** Los Inmuebles Aptos adquiridos o promovidos por las Socimi deben permanecer arrendados durante al menos tres años. A efectos del cómputo, se sumará el tiempo que los inmuebles hayan estado ofrecidos en arrendamiento, con un máximo de un año. Este periodo de tenencia de tres años se extiende a las Participaciones Aptos.
- f) **Política de distribución.** En cada ejercicio, las Socimi habrán de repartir obligatoriamente a sus accionistas (i) el 100% del beneficio obtenido de dividendos o participaciones en beneficios derivados de Participaciones Aptos; (ii) al menos el 50% del beneficio procedente de la transmisión de Activos Aptos realizadas una vez transcurrido el período de tenencia descrito en el apartado anterior, (debiendo en este caso reinvertirse el resto del beneficio dentro de los siguientes tres años en otros Activos Aptos o, en su defecto, distribuirse una vez transcurrido el referido periodo de reinversión); y (iii) al menos el 80 % del resto del beneficio obtenido.
- g) **Admisión a negociación.** Las acciones de las Socimi deben cotizar en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación español o de un país de la UE o del Espacio Económico Europeo (EEE), o en un mercado regulado de cualquier otro país con el que exista un efectivo intercambio de información tributaria con España.
- h) **Régimen fiscal.** Las Socimi tributan a un tipo del 0% en el Impuesto sobre Sociedades. No obstante, en caso de que los beneficios distribuidos a un accionista que sea titular de, al menos, el 5% del capital queden exentos o sometidos a una tributación inferior al 10% en sede de dicho accionista, la Socimi quedará sometida a un gravamen especial del 19% sobre el importe íntegro de los dividendos o participaciones en beneficios distribuidos a dicho accionista.

...a) Hoteles (82,1% de las ventas), b) Oficinas (13,8%) y c) Residencial (4,1%).

1.4. Principales líneas de negocio

El Grupo centra sus actividades en las siguientes líneas de negocio:

- Actividad de inversión en propiedades de uso de oficinas.
- Actividad de inversión en propiedades de uso de viviendas.
- Actividad de inversión en propiedades de uso de hoteles.
- Actividad de gestión en propiedades de uso de hoteles (de forma temporal).

Todas las actividades del Grupo se realizan en España.

Así, HIS pretende crear, a través de sus inversiones y de la gestión activa de Azora, una cartera de activos inmobiliarios de alta calidad y alta generación de rentas y revalorización invirtiendo principalmente en hoteles. Adicionalmente a dichos activos hoteleros, la Compañía posee una cartera de activos de oficinas y viviendas residenciales bajo alquiler, sobre los que existen planes de reposicionamiento y alquiler para maximizar sus ingresos y revalorización.

Hoteles

La Compañía es el mayor propietario de habitaciones de hotel en España (incluyendo operadores)...

- HIS es el mayor propietario (incluyendo operadores) de habitaciones de hotel en España, ya que dispone de más de 11.300 habitaciones de hotel, distribuidas en 39 hoteles, que se pueden clasificar en tres tipos: i) hoteles con renta fija, ii) hoteles con renta fija y renta variable, y iii) hoteles bajo gestión (de forma temporal).
- Además, este segmento constituye el negocio principal del Grupo, con un 82,1% de su facturación total (según los datos del 1T2017), como luego comprobaremos. En términos de beneficio operativo (*Net Operative Income* o NOI), el segmento de Hoteles supuso el 82,7%. Mientras, en términos del valor bruto de sus activos (*Gross Asset Value* ó GAV), la división de Hoteles alcanzó los EUR 1.292,3 millones, un 63,1% del GAV global de EUR 2.049,3 millones.
- En 1T2017 esta división experimentó un comportamiento muy sólido, principalmente por la evolución positiva de los precios en el segmento vacacional y principalmente en los hoteles de Baleares y Canarias. Así, este segmento registró aumentos en Ocupación, ingresos medios diarios (ADR) y en ingresos por habitación (RevPar) del 1,0% hasta el 87%, del 7,8% hasta EUR 120,6 y del 8,9% hasta EUR 104,5 respectivamente (+4%, +11% y +16% interanuales en 2016), superando la media del mercado regional.
- Indicar que el Grupo invierte fundamentalmente en activos de hoteles terminados con un claro enfoque turístico en cuanto a su localización y con potencial de reforma y/o reposicionamiento que permite crear valor adicional sobre la inversión inicial. Así, HIS focaliza su inversión en destinos turísticos consolidados y con alto componente de cliente internacional, como las islas Canarias o Baleares, y selectivamente en zonas urbanas de primer nivel.
- Como ya hemos señalado, HIS tiene por el Contrato de Gestión un límite de inversión por activo de EUR 100 millones de fondos propios y un objetivo de mantener una estructura conservadora de financiación con un *loan-to-value* (LTV) del 45%. El objetivo es lograr una rentabilidad del 15% en las inversiones acometidas a través de la gestión activa que concluya en una generación de caja estable y sostenible así como un potencial de revalorización de los activos en el tiempo.
- El hecho de que el Grupo disponga de hoteles bajo su gestión se debe a una cuestión temporal, ya que no es un operador hotelero, sino una compañía inmobiliaria. Así, la adquisición de estos hoteles se llevó a cabo tras la solicitud de éstos de concurso de acreedores o situaciones de cese de operaciones del anterior operador. HIS está gestionando estos hoteles a través de una sociedad llamada Gestora de Activos Hoteleros (GAT), mientras alcanza acuerdos con diferentes operadores que estén interesados en gestionar los mismos. De hecho, como luego veremos, estos hoteles son los únicos que tienen gastos operativos, ya que requieren gastos de personal, entre otros, lo que lastra sus márgenes sobre ventas y limita el margen global de los activos.
- Desglosando la cartera hotelera de HIS por tipo de hotel, el 95% de los mismos se encuentran en destinos vacacionales, mientras que el 5% restante se encuentran en zonas urbanas. Por categoría del hotel, el 81% de los hoteles del Grupo son de 4*, mientras que el 13% son de 3* y el 6% restante son de categoría 5*.

...distribuidos en i) Hoteles con renta fija, ii) Hoteles con renta fija y variable, y iii) Hoteles bajo gestión (de forma temporal).

La rentabilidad anualizada de la cartera hotelera de HIS se situó en el 10,3% en 2016...

...lo que la convierte en la clase de activo más rentable para la Sociedad.

- Asimismo, desglosando los hoteles por geografía, el 69% de los hoteles en cartera de HIS se encuentran en las Islas Canarias, mientras que el 16% se encuentran en las Islas Baleares y el 15% restante en la Península.
- La rentabilidad anualizada de la cartera hotelera sobre el coste de inversión de HIS se situó en 2016 en un 10,3%, lo cual la convierte en la clase de activo más rentable para la Sociedad, así como uno de los activos más rentables del mercado inmobiliario.
- Debemos destacar la creciente inversión que está realizando HIS en el segmento hotelero en los últimos ejercicios. Así, en 2015 destinó EUR 633 millones, el 75% de su inversión total a inversiones hoteleras, destacando la compra del 76% de la cartera vacaciones del grupo Barceló, que engloba 16 activos hoteleros y 6.100 habitaciones de hotel, localizados en su mayoría en las Islas Canarias. Además, HIS adquirió activos importantes gestionados por otros operadores como Sandos o Grupo Atlantis.
- Recientemente, HIS ha adquirido el Hotel NH Málaga por una inversión total de EUR 41 millones, de los que EUR 23 millones corresponden al precio pactado por el activo y EUR 18 millones al importe destinado a la ampliación del activo en 112 habitaciones para alcanzar las 245 habitaciones en total.
- Asimismo, en los últimos días HIS también ha comunicado la adquisición del Hotel Selomar en Benidorm (Alicante) por un importe total de EUR 33-35 millones, de los que EUR 16 millones corresponden a la compra propiamente dicha y los EUR 17-19 millones restantes a la rehabilitación integral del activo. El Hotel Selomar tiene 245 habitaciones y la adquisición se realizó a través de BAY, la *joint-venture* conjunta entre HIS y Barceló.
- Adicionalmente, la Compañía adquirió el hotel Fergus Tobago, que posee 275 habitaciones, en Palmanova (Mallorca), también a través de su filial hotelera BAY, por un importe de EUR 20,2 millones.
- Como veremos más adelante, el objetivo de HIS es dedicar la capacidad de inversión que tenía en 2016 de aproximadamente EUR 230 millones, minorada por las adquisiciones mencionadas, en seguir creciendo en el segmento hotelero.

RATIOS DE LA CARTERA DE HOTELES (2016 vs 2015)

Cuadro n. 2

	Habitaciones	Ocupación		Total ADR (*)		Total RevPar (**)	
		2016	2015	2016	2015	2016	2015
Hoteles de Renta Fija y Variable	7.229	85%	82%	128,3	117,2	109,0	95,6
Canarias	4.611	86%	84%	132,0	119,6	113,4	99,2
Baleares	2.049	84%	80%	126,0	113,9	105,7	91,5
Andalucía	569	81%	75%	106,4	109,8	85,4	81,8
Hoteles de Renta Fija	966	85%	79%	152,5	136,6	133,4	110,6
Madrid	161	65%	65%	81,8	82,5	53,3	53,9
Barcelona	70	82%	81%	135,9	128,0	111,9	103,5
Tenerife	630	91%	82%	177,9	156,3	161,3	129,5
Andalucía	106	86%	82%	119,1	107,2	103,0	88,3
Hoteles Bajo Gestión	975	74%	73%	131,5	121,6	95,6	86,1
Madrid	313	60%	63%	109,2	99,3	65,3	62,7
Andalucía	178	60%	57%	209,6	204,9	124,9	115,8
Baleares	484	89%	86%	117,3	105,5	104,4	90,4

Fuente: Hispania. Elaboración propia.

(*) Average Daily Rate (ADR): Tarifa media diaria, incluyendo la tarifa por alojamiento, restauración y otros ingresos

(**) RevPar: Ingresos totales, incluyendo F&B y otros ingresos por habitación disponible.

Oficinas

Asimismo, el Grupo
invierte en
propiedades de
Oficinas,
principalmente en
Madrid y Barcelona...

- En este segmento, la Compañía enfoca su negocio en propiedades de oficinas localizadas en los distritos más consolidados de negocios de Madrid y Barcelona, buscando oficinas en zonas descentralizadas o en zonas secundarias de la ciudad, además de inversiones puntuales en los Central Business District (CBD), centrándose en activos de máxima calidad o que pueden llegar a ella tras su reforma o reposicionamiento.
- Esta área de negocio constituyó en 1T2017 el 25,7% del GAV total del Grupo, y un 13,7% del beneficio operativo (NOI). Asimismo, Oficinas mejoró la ocupación en 1T2017, hasta alcanzar el 82,4%, y una renta media de EUR 13,8/m²/mes, lo que supone un 7% más que en el 1T2016. HIS dispone de 25 edificios de oficinas con una superficie total de 153.000 m² y un solar donde se construirán dos edificios adicionales con más de 33.000 m².
- Un reciente estudio de la consultora CB Richard Ellis (CBRE) cifró la contratación de oficinas en Madrid y Barcelona en 2016 en 766.468 m² (-14% vs 2015; +34% vs 2014). Desglosando por ciudad, en Madrid la contratación de oficinas en 2016 alcanzó los 453.333 m², con un total de 486 operaciones registradas. Barcelona, por su parte, alcanzó los 313.333 m² contratados en 2016, con un total de 460 operaciones.
- El buen comportamiento de la demanda en número de operaciones se vio acompañado de un incremento de las rentas *prime*, lo que es un claro indicativo de la recuperación del segmento de oficinas, algo que deberá consolidarse en los próximos meses.
- En cuanto a rentas de oficinas *prime* en la capital, el promedio a finales de 2016 fue de EUR 28,25/m²/mes, un 15% más que en 2013. En lo que se refiere a las previsiones, CBRE considera que el mayor potencial de crecimiento de rentas *prime* se encuentra en Madrid, con un posible incremento por encima del 25% hasta 2021, mientras que en Barcelona se estima en el 15%.
- Recientemente, HIS alcanzó un acuerdo para la venta de su edificio de oficinas denominado Aurelio Menéndez por un total de EUR 37,5 millones. Dicho precio de venta representó un 39% de incremento sobre el valor de la última tasación (incluyendo inversión pendiente) y un *exit yield* del 3,5%.

...y en viviendas
Residenciales que ya
han comenzado a
vender.

Residencial

- El segmento Residencial constituyó el 11,3% de la cifra total de GAV de HIS en 1T2017, y un 3,1% de su beneficio neto operativo (NOI).
- En el segmento residencial HIS continuó en el 1T2017 con las inversiones para reformar las viviendas en categoría "Premium" que derivó en una renta media de EUR 10,9/m²/mes, un 4,8% superior a la renta de cierre del ejercicio 2016. Adicionalmente, la Compañía comenzó el plan de ventas minoristas del portfolio, habiendo vendido 4 pisos entre los edificios de Isla del Cielo y Sanchinarro en este trimestre. El precio medio de venta bruto de dichos pisos supuso en media un 21% de incremento frente al GAV en el momento de la venta.

2. ESTRATEGIA

2.1. Características del mercado

Mercado Inmobiliario en España

El ejercicio 2016 fue el segundo mayor en inversión inmobiliaria en España, con EUR 10.400 millones...

Según un informe de BNP Paribas Real Estate, la inversión inmobiliaria en España cerró 2016 con una cifra de EUR 10.400 millones, lo que supone el segundo mayor ejercicio de inversión inmobiliaria, tan sólo superado por 2015, con EUR 11.900 millones (EUR 14.120 millones si se incluye la operación de compra de Metrovacesa por parte de Merlin Properties (MRL)).

En este ejercicio destacó la inversión realizada por los fondos de inversión, que aprovecharon la liquidez existente en el mercado y la baja rentabilidad de las alternativas de inversión (bajas rentabilidades de los bonos y de los depósitos), si bien las rentabilidades ofrecidas por los activos inmobiliarios de todos los segmentos también se redujeron.

Por su parte, las Socimis, que destacaron en 2015 con una inversión por importe de EUR 4.160 millones, redujeron su volumen invertido en 2016 hasta una cifra de EUR 1.400 millones.

Desglosando la inversión por segmentos, el segmento de oficinas fue el mayor receptor de inversión del sector, con un importe de EUR 3.400 millones, mientras que el segmento minorista se mantuvo muy cerca, con EUR 3.245 millones de inversión. El segmento hotelero, por su parte, registró una inversión de EUR 1.750 millones en 2016, siendo el tercer segmento inmobiliario en España.

Mercado del Turismo

Como ya hemos comentado, a pesar de que HIS pertenece al sector inmobiliario, su mayor segmento de actividad es el hotelero, por lo que nos parece adecuado profundizar en el mercado turístico global y, en particular, en el español.

...y constituyó el séptimo ejercicio consecutivo de crecimiento de turismo a nivel global, impulsado por una sólida demanda.

El ejercicio 2016 fue el séptimo año consecutivo de crecimiento del turismo a nivel global, impulsado por una demanda sólida. Así, en dicho ejercicio se registró a nivel mundial una cifra de llegadas de turistas internacionales de 1.235 millones, según el último barómetro de la Organización Mundial de Turismo (UNWTO, por sus siglas en inglés), lo que supuso una mejora de 46 millones respecto a las llegadas de 2015.

En lo que respecta a Europa, el comportamiento en los diferentes destinos fue mixto, afectado en algunos de ellos por problemas de seguridad. Las llegadas de turistas internacionales alcanzaron las 620 millones en 2016, es decir un 2% más o 12 millones de turistas más que en el ejercicio anterior. En el Norte de Europa (+6%) y en Centro Europa (+4%) el incremento fue significativo, mientras que en la región Sur Mediterránea el crecimiento se limitó al 1% y en Europa Occidental se mantuvo sin crecimiento.

Además, las perspectivas del turismo en Europa para la próxima década son positivas, según las estimaciones de la Organización Mundial de Turismo (UNWTO). Para 2026, la UNWTO espera que la industria del turismo en Europa genere \$ 956 millones, lo que conllevaría una tasa acumulada de crecimiento (tacc) del 2,9% para el periodo 2016-2026, superior a la tacc 2010-2016, que fue del 2,6%.

Por su parte, el sector turístico en España registró un crecimiento del 4,9% en el ejercicio 2016, representando más del 11,2% del PIB español, alcanzando los EUR 125.000 millones.

La expansión del PIB turístico mejoró en 1,7 p.p. la tasa de crecimiento de la economía española (+3,2%), en línea con el diferencial observado entre ambas variables desde 2010, según datos de la patronal Exceltur.

El mercado hotelero en España está muy fragmentado, con el 82% de la cuota de mercado...

España es el tercer destino turístico mundial, tras EEUU y Francia, con un número elevado de habitaciones, y con una base de visitantes diversificada. Además, es el único país dentro de la Unión Europea que dispone de un destino turístico durante los 12 meses del año, como son las Islas Canarias.

Así, según los datos del Instituto Nacional de Estadística (INE), España recibió en 2016 la visita de 75,6 millones de turistas, superando las previsiones de la patronal Exceltur (74 millones) y de la Organización Mundial del Turismo (UNWTO) (75 millones), lo que constituyó un récord histórico y supuso un incremento del 10,3% respecto al número de turistas del año anterior. Los principales países de residencia de los turistas fueron Reino Unido (+12,4% interanual), Francia (+7,1% interanual) y Alemania (+6,4% interanual).

Además, los turistas internacionales gastaron EUR 77.000 millones en nuestro país, lo que supuso una mejora del 8,3% respecto al año anterior, y que también constituyó un récord histórico. La inseguridad política, principalmente de Turquía, seguirá trasladando turistas a destinos alternativos en Europa, entre ellos a España.

Cataluña fue la principal comunidad de destino principal en 2016, con 18,0 millones de turistas (+4,0% interanual), seguida de Canarias con 13,3 millones de turistas (+13,2% interanual) y de Islas Baleares con 13,0 millones (+11,9% interanual). Andalucía, por su parte, recibió 10,6 millones de turistas (+12,8% interanual) y Comunidad de Madrid 5,7 millones de turistas (+13,5% interanual).

Mercado Hotelero

...controlada por operadores pequeños e independientes.

No obstante, dado el peso relativo superior al 80% que tiene el segmento hotelero dentro de la facturación total de la Compañía, aportamos datos actualizados de dicho segmento para una mejor comprensión del Informe.

Según un informe de BofAML el desglose de las 16 millones habitaciones de hotel mundiales por mercado geográfico indicó que América lideró en 2015 con el 41%, seguido de Europa con el 29%, Asia con el 26% y Oriente Medio y África con el 5% restante. En términos de ingresos, América aportó el 40%, mientras que Europa registró el 31%, Asia el 23% y Oriente Medio y África el 6% restante.

El mercado hotelero en España está muy fragmentado, con el 82% de la cuota de mercado total controlada por pequeños e independientes operadores.

No obstante, de las 530.000 habitaciones de hotel existentes en la actualidad en España, el 74% del total se concentran en cuatro principales destinos vacacionales:

- Baleares: 173.000 habitaciones
- Canarias: 148.000 habitaciones
- Costa Sol: 38.000 habitaciones
- Costa Blanca: 33.000 habitaciones

Según datos del Instituto Nacional de Estadística (INE), las pernoctaciones en establecimientos hoteleros alcanzaron la cifra de 330,0 millones en 2016 en España, lo que supone una mejora del 7,1% con respecto a las registradas en el ejercicio 2015.

Desglosando las mismas por residencia, las pernoctaciones de residentes españoles aumentaron un 3,1% y las de no residentes un 9,3%. Los viajeros residentes representaron un 49,7% del total y realizaron el 34,5% del total de pernoctaciones durante 2016.

2.2. Estrategia Hispania

El modelo de negocio de HIS se sustenta sobre cuatro pilares:...

La estrategia del Grupo consiste en la creación de una cartera diversificada de activos de alta calidad (residencial, oficinas y hoteles) en España, con gran potencial de generación de rentas y revalorización del rendimiento (*yield*).

Así, el modelo de negocio de HIS se sustenta sobre cuatro pilares:

- i) Estrategia de disciplina de crecimiento: a) a partir de fundamentales y de la mejora general del valor de la cartera de activos, b) a través de una constante evaluación del equilibrio riesgo/retorno, c) a partir de un acceso exclusivo único al flujo de operaciones, y d) a un enfoque de atractivos precios bajos de entrada, reduciendo los riesgos y mejorando los retornos.
- ii) Activos de alta calidad: a) el mantenimiento de una buena base de activos en localizaciones atractivas y consolidadas, b) la diversificación de la cartera de activos, c) el valor intrínseco oculto, d) la ventaja del primer postor, y e) un rendimiento elástico de la cartera hotelera durante la crisis.
- iii) Gestión activa de la cartera: a) un reposicionamiento eficaz, b) una gestión de alquileres proactiva, c) diversificación de arrendatarios, d) los derechos de los operadores de hoteles, e) la gestión de los costes, y f) las sinergias de los ingresos y de la generación de costes en la plataforma hotelera.
- iv) Retornos sostenibles: a) acuerdos favorables de arrendamiento, b) flujo de ingresos bien equilibrado y diversificado, c) una estrategia prudente de financiación, d) una generación de rendimientos elevados de forma recurrente, y e) unas altas barreras de entrada.

...i) Estrategia de disciplina de crecimiento, ii) Activos de alta calidad, iii) Gestión activa de cartera, y iv) Retornos sostenibles.

Para profundizar en la estrategia que desarrolla HIS, tenemos que destacar la especialización que está llevando a cabo el Grupo en el segmento hotelero y, asimismo, su especialización geográfica en el mercado de Canarias. En 2016 el importe de inversión en capital (*capex*) de HIS ascendió a EUR 45,9 millones.

Pasamos a analizar cuál es la estrategia que mantiene HIS en este segmento hotelero. Así, el Grupo lleva a cabo una serie de iniciativas dirigidas a:

- Mejorar la calidad de los activos
- Reposicionar los activos seleccionando el operador más adecuado
- Corregir los modelos operativos implementando procedimientos de buenas prácticas en la gestión de activos hoteleros.

Tenemos que destacar la alianza que alcanzó HIS en 2015 con el Grupo Barceló para el segmento vacacional. Las dos entidades crearon una Socimi (76% HIS; 24% Barceló) denominada BAY en 2015. Este acuerdo constituyó un hito para continuar ampliando el portfolio hotelero a través de compras o aportaciones de nuevos hoteles con el objetivo de duplicar el tamaño de la cartera, creando un portfolio vacacional español único con activos gestionados por diferentes operadores líderes en este mercado.

Según indicamos anteriormente, la estrategia de HIS es invertir de aquí a finales del ejercicio 2017 su capacidad inversora remanente, que al cierre de 2016 ascendía a EUR 230 millones pero que se vio minorada por las adquisiciones del Hotel Selomar y del Hotel Fergos Tobago. Así, HIS destinará su capacidad a incrementar su presencia en el segmento hotelero, fundamentalmente en hoteles vacacionales o vinculados al turismo, aunque también mantendrán su interés por los hoteles urbanos.

Turismo en Canarias

El Grupo concentra su negocio en el segmento hotelero en Canarias, único destino vacacional que ofrece sol y playa los 365 días del año...

Dado el peso relativo que tiene este destino vacacional dentro de los ingresos del Grupo, queremos dar algunas cifras que ayudan a comprender la estrategia de HIS de enfocar su negocio en el segmento hotelero de esta comunidad autónoma.

Canarias es el único destino que ofrece sol y playa los 365 días del año, lo que le distingue frente a otros destinos vacacionales.

En el ejercicio 2016 Canarias recibió 14.981.113 turistas, una mejora del 12,63% en relación al número de turistas que entraron en la región en 2015. De dicha cifra, un 11,0% correspondió a turistas nacionales, mientras que el 89% restante fueron turistas extranjeros, lo que le permitió a la región constituirse como el segundo destino principal para los mismos, tras Cataluña, que alcanzó los 18 millones de turistas extranjeros.

Asimismo, en el mes de mayo de 2017 Canarias recibió 1,0 millones de turistas, lo que supone un 12,7% del total y un 11,3% más en términos interanuales. En el acumulado a mayo de 2017 (5M2017), Canarias registró un entrada de 5,9 millones de turistas, lo que supone en 21,1% del total de España, y una mejora de en un 9,3% sobre la cifra del mismo periodo del año anterior.

...y que constituye el segundo destino principal en España para los turistas extranjeros.

A escala nacional, el total de turistas extranjeros llegó en mayo hasta los 7,9 millones de turistas, un 11,7% más que en el mismo mes de 2016. Por su parte, en 5M2017 España superó los 27,9 millones, el 10,7% más que en el mismo periodo de 2016.

3. ANÁLISIS EVOLUCIÓN DE LOS RESULTADOS DEL GRUPO – ESTIMACIONES PARA LOS PRÓXIMOS AÑOS

3.1. Análisis de los resultados de la Compañía 2014-2015

HIS cerró 2015 con un beneficio neto atribuido de EUR 66,7 millones, un resultado muy superior a los EUR 17,1 millones registrados en 2014, algo previsible teniendo en cuenta que 2015 fue el primer ejercicio completo de funcionamiento del Grupo. La mejora fue consecuencia de los ingresos obtenidos del alquiler de los activos inmobiliarios, de las plusvalías generadas por los mismos y de los efectos de las operaciones de adquisición societarias.

La cifra neta de negocio se elevó hasta los EUR 37,8 millones, cuadruplicando los ingresos registrados en 2014. El importe refleja los ingresos obtenidos por rentas de patrimonio, netos de bonificaciones y descuentos junto con los ingresos obtenidos por la gestión directa de los hoteles Holiday Inn Bernabeu y del Hotel Guadalmina SPA & Golf Resort, por importe de EUR 4,0 millones.

De acuerdo con la normativa financiera, HIS no consideró como ingresos los costes repercutidos a los arrendatarios de sus inversiones inmobiliarias, sino que los presentaron minorando los costes en las cuentas consolidadas. Estos gastos ascendieron a EUR 3,47 millones.

Desglosando la cifra de ingresos por áreas de negocio, el 56% correspondió al segmento de Hoteles (el portfolio BAY aportó el 15%; los hoteles en gestión el 12%; y el resto de hoteles el 29% restante). Oficinas, por su parte, alcanzó el 32% de los ingresos totales, correspondiendo a Residencial el 12% restante.

El ejercicio 2015 fue el primer ejercicio completo de funcionamiento...

El cash flow de explotación (EBITDA), por su lado, se elevó a EUR 10,01 millones, lo que en términos de ingresos supuso el 26,5%. Desglosando el EBITDA por línea de negocio, el segmento de Hoteles (sin los gestionados por HIS) alcanzó los EUR 15,45 millones, mientras que los hoteles gestionados registraron un EBITDA negativo por importe de EUR 2,41 millones. Oficinas y Residencial aportaron EUR 9,56 millones y EUR 3,37 millones, respectivamente. La partida de Otros Gastos, que incluye la comisión a Azora Capital por EUR 10,36 millones, registró un EBITDA negativo de EUR 15,98 millones.

Tenemos que destacar el impacto positivo de la revalorización de los activos inmobiliarios del Grupo puesta de manifiesto por la valoración realizada por CBRE en base metodología RICS, que a 31 de diciembre de 2015 supuso un importe en la cuenta de resultados de EUR 54,97 millones (EUR 14,05 millones en 2014).

La gestión de las adquisiciones realizadas durante 2015 generó una diferencia negativa de consolidación por importe de EUR 23,46 millones originada fundamentalmente por la combinación de negocios realizada con BAY. Adicionalmente, y en menor medida, surgieron diferencias negativas de consolidación en las combinaciones de negocios de Leading Hospitality, S.L.U. y ECO Resort San Blás, S.L.U.

...lo que le permitió mejorar su facturación, sus márgenes de explotación y elevar su EPRA NAV por acción un 16% interanual, hasta EUR 11,69.

Asimismo, el resultado financiero arrojó una pérdida de EUR 4,29 millones, tras la obtención de unos ingresos financieros de EUR 2,01 millones y de unos gastos financieros de EUR 6,38 millones, que recogieron fundamentalmente el coste de los préstamos de las sociedades del Grupo, incluido el coste de las coberturas de tipos de interés. El tipo total medio ponderado a cierre de 2015 ascendió al 2,7%, siendo la duración media de dicha financiación 7,9 años. Al cierre del ejercicio, un 96% de la deuda financiera del Grupo se encontraba cubierta frente a fluctuaciones de los tipos de interés.

Por otra parte, en términos de EPRA NAV, el valor neto de los activos por acción creció un 16% interanual en 2015, hasta situarse en EUR 11,69.

3.2. Análisis de los resultados de la Compañía 2016

Asimismo, HIS cerró 2016 con un beneficio neto atribuible de EUR 308,58 millones, que compara muy positivamente con los EUR 66,68 millones de 2015, impulsada por el fuerte incremento experimentado en la revalorización de los activos.

El importe neto de la cifra de negocios se elevó a EUR 142,87 millones, casi cuadruplicando los EUR 37,8 millones del cierre de 2015, reflejando los ingresos por rentas de patrimonio, netas de bonificaciones y descuentos junto con los ingresos obtenidos por la gestión directa de los hoteles del Grupo.

Desglosando por tipo de negocio:

- Hoteles alcanzó unos ingresos de EUR 117,78 millones (+461% vs EUR 20,99 millones en 2015; +33% *like-for-like*) y mejoró sus ingresos medios diarios (*Average Daily Rate (ADR)*) un 4,4% interanual, impulsados por los hoteles de Canarias, con una mejora de la ocupación en 1,7 puntos porcentuales hasta el 84% y de los ingresos medios por habi-

tación disponible (RevPar) del 15% frente al 2015 y del 6,3% frente a los estimados inicialmente por la propia HIS.

Además, debemos señalar que del importe total de ingresos de EUR 142,87 millones, EUR 31,75 millones corresponden a ingresos por servicios de hotelería y de gestión hotelera de los Hoteles en Gestión.

- Oficinas experimentó una mejora de sus ingresos totales de un 55,1% interanual (+13% *like-for-like*), hasta situarlos en EUR 18,84 millones. En términos homogéneos (*like-for-like*) la renta media aumentó un 7,1% por encima de la media de la industria. Mientras, su ocupación se incrementó en 5,8 puntos porcentuales respecto a la registrada al cierre de 2015, hasta el 82%, tras el alquiler de una superficie neta adicional de 8.852 m² en el ejercicio. HIS dispone de 25 edificios de oficinas con una superficie total de 153.000 m² y un solar donde se construirán dos edificios adicionales con más de 33.000 m².
- Residencial aumentó sus ingresos un 33,92% con respecto a los de 2015 (+5%; *like-for-like*), principalmente por la mejora de las rentas procedentes de las inversiones realizadas para reformar 166 viviendas hasta el cierre de 2016 en el Edificio Residencial Isla del Cielo y en el Edificio Residencial Sanchinarro. Los nuevos contratos firmados en 2016 han supuesto aumentos de rentas del 71% y del 29% en ambos activos, respectivamente, frente al cierre de 2015. HIS cuenta con 5 edificios residenciales que aglutinan más de 750 unidades de viviendas en alquiler.

En 2016 la fuerte revalorización de los activos según la valoración de la consultora Richard Ellis (CBRE)...

...y la mayor facturación de sus tres líneas de negocio, que casi cuadruplicó la alcanzada en 2015...

INGRESOS HISPANIA POR TIPO DE ACTIVO 2016 vs 2015 (EUR millones)

Cuadro n. 3

Por tipología de activo	Hoteles	Oficinas	Residencial	Total
Ingresos por Rentas 2015	20,99	12,15	4,67	37,80
EPRA <i>like-for-like</i> (LFL)	1,56	1,30	0,15	3,01
Proyectos finalizados o en curso	-	-0,23	-	-0,23
Nuevas adquisiciones 2015	69,67	5,62	0,89	76,19
Nuevas adquisiciones 2016	10,62	-	0,64	11,26
Bajas	-	-	-0,10	-0,10
Cambios en la estructura contractual	7,69	-	-	7,69
Otros efectos	7,25	-	-	7,25
Ingresos por Rentas 2016	117,78	18,84	6,25	142,87
Variación total (%)	461%	55%	34%	278%
Variación <i>like-for-like</i> (%)	33%	13%	5%	17%
Base de cálculo LFL	4,72	9,78	3,32	17,82

Fuente: Informe Anual 2016 Hispania. Elaboración propia.

Tenemos que indicar que HIS comunica en sus resultados trimestrales y anuales una cuenta de resultados analítica, en la que aplica unos gastos no repercutibles por importe de EUR 31,32 millones, para alcanzar una magnitud beneficio neto operativo (NOI) de EUR 111,55 millones, cuatro veces más que los EUR 25,99 millones del ejercicio precedente. Desglosando el NOI por tipo de activo, el 82,7% correspondió a Hoteles, mientras que el 13,6% correspondió a Oficinas y el 3,7% restante a Residencial.

En la cuenta de resultados financiera, tras unos gastos recurrentes de EUR 18,58 millones (EUR 13,37 millones en 2015), que incluyen la comisión pagada por HIS a la gestora Azora (EUR 15,11 millones), el cash flow de explotación (EBITDA) recurrente alcanzó los EUR 92,97 millones (EUR 12,63 millones en 2015). Los gastos no recurrentes se elevaron a EUR 2,27 millones, similares a los EUR 2,61 millones del año anterior, arrojando un EBITDA reportado de EUR 90,70 millones, importe muy superior a los EUR 10,01 millones del ejercicio precedente.

...permitieron un crecimiento significativo de los márgenes de explotación (EBIT y EBITDA)...

Al cierre del ejercicio 2016, la revalorización de los activos inmobiliarios del grupo según la valoración realizada por la consultora Richard Ellis (CBRE) en base a la metodología RICS a 31 de diciembre de 2016 supuso un impacto positivo en la cuenta de resultados de EUR 286,1 millones (EUR 54,97 millones en 2015), y de EUR 6 millones en reservas. Esta revalorización, que es un mero apunte contable que no afecta al cash flow, es consecuencia de la actualización del valor de la cartera de activos de HIS y supuso un incremento del 36% respecto al precio de adquisición de los activos y un 29% frente a la inversión total (capex + reposicionamiento) implementada en los diferentes activos.

El resultado financiero registró una pérdida por importe de EUR 20,59 millones en 2016, un incremento significativo respecto a la pérdida de EUR 4,29 millones de 2015, principalmente por el incremento de la deuda financiera bruta llevado a cabo en el ejercicio 2016 para financiar las adquisiciones y mejoras de activos.

El beneficio antes de impuestos (BAI o EBT, en inglés) alcanzó los EUR 365,54 millones, que compara muy positivamente respecto a los EUR 84,17 millones de un año antes.

De esta forma, teniendo en cuenta el mínimo pago de impuestos requerido a las Socimis, el beneficio neto consolidado ascendió a EUR 358,97 millones, 4,6 veces el importe de 2015 y que equivale a EUR 3,17 por acción. Mientras, el beneficio neto atribuible se elevó a los ya mencionados EUR 308,58 millones.

RESULTADOS HISPANIA 2016 vs 2015

Cuadro n. 4

EUR millones	2016	2015
Hoteles con Renta Fija y Variable	83,66	10,90
Hoteles con Renta Fija	9,55	5,79
Hoteles bajo Gestión	24,57	4,29
TOTAL HOTELES	117,78	20,99
OFICINAS	18,84	12,15
RESIDENCIAL	6,25	4,67
IMPORTE NETO CIFRA NEGOCIOS	142,87	37,80
Hoteles con Renta Fija y Variable	79,52	10,08
Hoteles con Renta Fija	9,11	5,37
Hoteles bajo Gestión	3,60	-2,41
TOTAL HOTELES	92,24	13,04
OFICINAS	15,22	9,59
RESIDENCIAL	4,10	3,37
NOI TOTAL	111,55	25,99
Comisión Gestión	-15,11	-10,36
Gastos Recurrentes	-1,88	-2,13
Gastos no Gestionables	-1,59	-0,88
EBITDA Recurrente	92,97	12,63
Gastos no Recurrentes	-2,27	-2,61
EBITDA	90,70	10,01
Resultado Financiero	-20,59	-4,29
EBTDA	70,11	5,73
Amortización	-1,35	-0,01
Otros Resultados	-0,48	0,00
Revalorización de Activos	286,21	54,97
Diferencia negativa de Consolidación	10,69	23,46
Resultado Venta de Activos	0,36	0,02
EBT	365,54	84,17
Impuestos	-6,56	-10,79
BENEFICIO NETO	358,97	73,38
Minoritarios	-50,40	-6,70
BENEFICIO NETO ATRIBUIDO	308,58	66,68

...e impulsaron al alza el beneficio neto atribuible de la Compañía.

Fuente: Informe Anual 2016 Hispania. Elaboración propia.

3.3. Análisis de resultados 1T2017

Destacaríamos los siguientes aspectos de los resultados del 1T2017 de HIS:

RESULTADOS HISPANIA 1T2017 vs 1T2016

Cuadro n. 5

La mejora de resultados continuó en el primer trimestre de 2017 (1T2017),...

EUR millones	1T2017	1T2016	Var (%)
Hoteles con Renta Fija y Variable	25,64	18,78	36,5%
Hoteles con Renta Fija	2,57	2,42	6,3%
Hoteles bajo Gestión	2,97	2,56	16,0%
TOTAL HOTELES	31,17	23,76	31,2%
OFICINAS	5,26	4,47	17,6%
RESIDENCIAL	1,54	1,45	5,9%
IMPORTE NETO CIFRA NEGOCIOS	37,97	29,68	27,9%
Hoteles con Renta Fija y Variable	24,3	17,8	36,8%
Hoteles con Renta Fija	2,4	2,3	6,7%
Hoteles bajo Gestión	-0,5	-0,6	-14,5%
TOTAL HOTELES	26,2	19,4	34,8%
OFICINAS	4,3	3,3	28,6%
RESIDENCIAL	1,0	0,9	2,4%
NOI TOTAL	31,5	23,7	32,7%

Fuente: Informe trimestral Hispania. Elaboración propia.

- Aumento de los **ingresos por rentas** en sus tres áreas de negocio:
 - Hoteles: Mejora del 31,2% interanual de los ingresos, apoyada en la buena evolución de los hoteles de Canarias, con mejoras de los ingresos medios diarios (ADR) del 6,6% y de los ingresos por habitación disponible (RevPar) del 8,4%.
 - Oficinas: Incremento de los ingresos en un 17,6% interanual a marzo, impulsada por el aumento del 7% en la renta media por mes, hasta situarla en EUR 13,8 / m², y destacando el contrato firmado con la Liga de Fútbol Profesional para el alquiler del Edificio Murano.
 - Residencial: Aumento del 5,9% en los ingresos con respecto a los del 1T2016, por el aumento de la renta media del 4,8%, hasta los EUR 10,9 / m². HIS ha comenzado el plan de ventas minoristas del portfolio, con 4 pisos vendidos con un 21% de incremento frente al valor bruto de los activos (GAV) en el momento de la venta.
- De acuerdo con la actualización de las valoraciones realizadas por el consultor Richard Ellis (CBRE), el **valor bruto de los activos inmobiliarios (GAV)** al cierre de marzo alcanzó los EUR 2.049,3 millones, un 2,1% más que los EUR 2.008,0 millones del cierre de 2016. Asimismo, también mejoró el valor neto de los activos (**EPRA NAV**) **por acción**, desde los EUR 13,72 del 2016 hasta los EUR 13,88 del cierre de marzo.
- Por su parte, el **cash flow de explotación (EBITDA)** aumentó un 30,7% interanual, hasta situar su importe en EUR 25,14 millones, mientras que el **beneficio neto atribuible** alcanzó los EUR 16,74 millones, casi un 50% más que los EUR 11,2 millones registrados en el 1T2016.
- Adicionalmente, HIS anunció que su participada BAY (la filial socimi hotelera que comparte a través de una *joint venture* con el grupo Barceló) tiene intención de salir al Mercado Alternativo Bursátil (MAB) próximamente.

...apoyada en la buena evolución de los hoteles de Canarias, con mejoras del ADR (+6,6%) y del RevPar.(+8,4%).

Consideramos que estos resultados de HIS plasmaron la mejora continua de sus ventas y sus márgenes operativos, impulsados por sus tres áreas de negocio. Además, la Socimi reiteró su intención de vender su cartera de activos antes de marzo de 2020.

3.4. Estimaciones de los próximos años

Pasamos ahora a presentar nuestras estimaciones de resultados de HIS para el periodo 2017-2019.

Creemos que en los próximos ejercicios la recuperación del mercado inmobiliario, el aumento de la demanda y el reposicionamiento de activos...

En primer lugar, destacar que existen factores que creemos influirán de forma positiva en los resultados de HIS en los próximos ejercicios. Estos factores son los siguientes: i) recuperación del mercado inmobiliario en España, principalmente en Madrid y Barcelona, ii) incremento de la demanda (extranjera y nacional) en el segmento hotelero vacacional español por el auge del turismo, principalmente en Canarias y Baleares, iii) reposicionamiento y rotación de activos.

Además, tenemos que destacar, a efectos comparativos, que en los últimos ejercicios, el retorno medio anual de las rentas procedentes de activos inmobiliarios se ha situado ligeramente por debajo del 5%, superando la rentabilidad del bono español a 10 años, que no ha superado el 2%, y generando una fuerte demanda entre los inversores, demanda que creemos se mantendrá en los próximos ejercicios, por diversos factores: i) aumento del PIB, ii) reducción del nivel de desempleo, y iii) tipos de interés bajos por un periodo prolongado de tiempo.

Por otra parte, existen también aspectos con una elevada incertidumbre que podrían devenir en un impacto negativo en los resultados de la Compañía, como la salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE), el denominado *brexit*, cuyos efectos aún están por determinar. La depreciación de la libra esterlina frente al euro, así como la implantación de un visado de entrada en la UE, son algunos de los efectos que podrían frenar la llegada de turistas británicos a España.

...más que compensarán la incertidumbre del impacto negativo del *brexit* en los resultados de la Compañía.

No obstante, tras la entrega de la carta que activó el proceso de salida del *brexit*, la fecha de salida efectiva del país anglosajón es en marzo de 2019 por lo que, a efectos de este informe, creemos que el impacto negativo será limitado y siempre a expensas de las negociaciones que se mantengan entre ambas partes.

Como hemos señalado con anterioridad, los turistas británicos son, junto a los franceses y los alemanes, los que más contribuyen al crecimiento de la industria en nuestro país, principalmente en los destinos vacacionales como Canarias o Baleares, por lo que cualquier medida restrictiva que se adoptase podría afectar de forma negativa al turismo vacacional y, por lo tanto a la facturación de HIS.

Entre los aspectos positivos, destacar también el aumento de la demanda en la industria hotelera. Ésta viene motivada por un incremento del consumo y por la inestabilidad de algunos mercados turísticos del Mediterráneo, principalmente Turquía. Como ya hemos señalado, este factor se ha traducido en una mejora de los principales indicadores (ADR, RevPar y nivel de ocupación) del sector hotelero en España. Creemos que 2017 será un ejercicio positivo para el turismo en España, dado que a pesar de una cierta recuperación de algunos de los destinos de turismo del Norte de África, como Egipto, y también de Turquía, el incremento de la misma es lento, permitiendo a países como España seguir beneficiándose como alternativa turística a dichos destinos.

HIS se ha comprometido a destinar la capacidad remanente de inversiones en el segmento hotelero, que constituye el negocio principal del Grupo y que es el segmento de negocio que ofrece un mayor rendimiento. No obstante, estimamos que también realizará inversiones de reposicionamiento en el periodo 2017-2019 en todos sus activos destinados a mejorar los mismos hasta su venta.

Así, estimamos una tasa de crecimiento anual acumulado (tacc) de la facturación del 9,9% en el periodo 2016-2019...

Por último, debemos señalar que tenemos conocimiento de que se producirán ventas de activos entre 2017 y 2018, principalmente de los segmentos Residencial y Oficinas, ya que creemos que HIS tiene intención de vender la mayoría de ambas áreas de negocio antes de que finalice 2018 y cerrar la venta del remanente y de la cartera hotelera en 2019. Carecemos de toda la información en lo que se refiere al momento exacto en que se producirán dichas ventas, por lo que las estimaciones que mostramos a continuación se realizan con la información disponible hasta la fecha, en la que estimamos que los ingresos de Residencial se verán reducidos a la mitad por las ventas de 2017, aunque no detallamos ventas de activos en los ejercicios 2018 y 2019 por carecer de la información necesaria para ello.

Así, estimamos que los ingresos de HIS repunten en el periodo 2016-2019 a una tasa de crecimiento anual acumulado (tacc) del 9,9%, con crecimiento en Hoteles y Oficinas y decrecimiento en Residencial por el comienzo de la venta de viviendas.

ESTIMACIONES RESULTADOS HISPANIA (2016 – 2019E)

Cuadro n. 6

EUR millones	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Tacc 16/19 (%)
Hoteles con Renta Fija y variable	10,90	83,66	101,70	124,35	146,30	20,5%
Hoteles con Renta Fija	5,79	9,55	9,74	9,94	11,54	6,5%
Hoteles bajo gestión	4,29	24,57	13,14	0,00	0,00	-
TOTAL INGRESOS HOTELES	20,99	117,78	124,59	134,29	157,84	10,2%
Ingresos Oficinas	12,15	18,84	19,97	21,56	29,99	16,8%
Ingresos Residencial	4,67	6,25	2,65	2,12	2,01	-31,4%
TOTAL CIFRA DE NEGOCIOS	37,80	142,87	147,20	157,97	189,84	9,9%
Hoteles con Renta Fija y variable	10,08	79,52	96,62	118,13	138,98	20,5%
Hoteles con Renta Fija	5,37	9,11	9,26	9,44	10,96	6,3%
Hoteles bajo gestión	-2,41	3,60	1,97	0,00	0,00	-
TOTAL NOI HOTELES	13,04	92,24	107,84	127,58	149,95	17,6%
NOI Oficinas	9,59	15,22	16,17	17,47	24,29	16,9%
NOI Residencial	3,37	4,10	1,75	1,40	1,33	-31,3%
TOTAL NOI	25,99	111,55	125,77	146,44	175,57	16,3%

...y una mejora del beneficio neto operativo (NOI) del 16,6% tacc en el mismo periodo.

Fuente: Estimaciones propias.

Por otro lado, tenemos que indicar que tanto en el cash flow de explotación (EBITDA) como en el beneficio neto atribuible tiene un significativo impacto el comentado apunte contable de revalorización de los activos que establece todos los ejercicios la consultora CBRE a partir de la tasación de los activos. Como sólo se van a realizar inversiones de adquisición en 2017 creemos, por tanto, que el importe de dicha revalorización de activos disminuirá su importe de forma significativa en 2018-2019, lo que se plasmará en una caída de los resultados de explotación y del beneficio neto.

Además, no dispondremos de las tasaciones de CBRE para el periodo 2017-2019, pero sí que conocemos las inversiones de reposicionamiento que HIS tiene previsto realizar para dicho periodo, así como el importe de inversiones para adquisiciones para el que ha recibido autorización en su Junta General de Accionistas, que ascendía a los mencionados EUR 230 millones.

En la presentación de resultados de 2016 el Grupo indicó que los activos hoteleros han obtenido un rendimiento medio del 22% sobre las inversiones realizadas. Tomando dicho dato

como referencia, establecemos entonces que en 2017 la revalorización de los activos será el 25% de las inversiones de EUR 230 millones, más el importe ya conocido y destinado a reposicionar los activos, y que asciende a EUR 136 millones.

De esta manera, la revalorización de activos ascenderá en 2017 a EUR 193,50 millones. En años posteriores, se limitará a los importes destinados a reposicionar los activos, y que ascenderán en 2018 a EUR 118,7 millones y en 2019 a EUR 13 millones.

Los márgenes de explotación se verán beneficiados por la reducción de los gastos de personal...

Así, prevemos que el EBITDA se elevará hasta los EUR 104,08 millones en 2017 (+14,8% respecto a 2016), y registrará un incremento del 15,3% en 2018 para alcanzar los EUR 119,97 millones, para finalizar 2019 en EUR 152,52 millones, una mejora del 27,1% respecto a 2018, debido a la reducción de costes por haber pasado todos los hoteles que actualmente están bajo gestión de HIS a ser gestionados por operadores hoteleros.

El beneficio neto de explotación (EBIT) verá reducido su importe desde los EUR 386,13 millones de 2016 hasta los EUR 294,85 millones en 2017, como consecuencia de la reducción de la revalorización de activos. Excluyendo esta partida, el beneficio operativo alcanzaría en 2017 los EUR 101,35 millones, un 0,94% más que en el año precedente.

Posteriormente, en 2018 el EBIT alcanzará los EUR 235,51 millones, ya que recordamos que desde el año 2017 no se realizarán inversiones en adquisiciones de activos. No obstante, si excluimos una vez más dicha revalorización, el beneficio operativo ascendería a EUR 116,81 millones, un 15,3% más que la cifra registrada en 2017. Finalmente, en 2019 el EBIT alcanzaría los EUR 161,73 millones, ascendiendo sin la revalorización de activos a EUR 148,73 millones, un 27,3% más que en 2018.

...como consecuencia del traspaso de la gestión de hoteles en gestión propia a manos de operadores hoteleros.

En términos sobre ventas, el EBIT recurrente (sin revalorización de activos) se situará en el 68,9% en 2017, mejorando posteriormente hasta el 73,9% en 2018 y hasta el 78,3% en 2019. Como ya hemos explicado anteriormente, esta mejora proviene de los menores gastos, principalmente de personal, que tendrá HIS como consecuencia del traspaso de la gestión de los hoteles que tiene en la actualidad en gestión propia a manos de operadores hoteleros, así como por la mayor ocupación de oficinas, y por el menor peso relativo del Residencial, negocio de menor margen.

Por su parte, el resultado financiero reducirá ligeramente su pérdida en 2017, hasta los EUR 17,4 millones, ya que consideramos que los ingresos financieros evolucionarán de forma más positiva que los gastos financieros, similares a los de 2016. Hemos estimado un coste del capital medio del 2,7% para 2018-2019, por lo que en 2019 prevemos que cierre HIS con una menor pérdida financiera, de EUR 14,6 millones.

Así, el beneficio antes de impuestos (BAI) situará su importe en EUR 277,4 millones en 2017, mientras que en 2018 y 2019 alcanzará los EUR 219,02 millones y EUR 147,12 millones, respectivamente.

Hemos señalado con anterioridad que las Socimis se caracterizan por un pago de impuestos muy reducido, por lo que el beneficio neto consolidado será similar al importe del BAI en 2017, y exactamente igual en 2019 con un importe de EUR 147,12 millones.

Como hemos comentado, el beneficio neto atribuible también se verá afectado negativamente por la menor revalorización de activos del periodo, y así alcanzará los EUR 219,0 millones en 2017 (-29,0% vs 2016), los EUR 162,39 millones en 2018 (-25,8% vs 2017) y cerrará 2019 en EUR 87,09 millones, un 46,4% inferior al importe en 2018.

4. ESTRUCTURA ECONÓMICO – FINANCIERA

Creemos que HIS tiene una estructura financiera estable y sólida y que cuenta con la financiación necesaria para financiar su expansión futura. Así, en lo que se refiere al endeudamiento, según el Informe del 1T2017, HIS contaba con una deuda financiera bruta por importe de EUR 637,0 millones. Asimismo, de dicho importe, la deuda a tipo fijo alcanza el 95% del total, por lo que ante una hipotética subida de tipos, el impacto será bastante limitado. Además, el coste medio del capital se situó en el 2,6%. La duración media de la deuda alcanza los 6,8 años. Al final del periodo, el ratio bruto de endeudamiento ascendió al 31% y el neto al 20%.

Consideramos que HIS tiene una estructura financiera estable y sólida...

En relación a los vencimientos de la deuda, que podemos apreciar en el Gráfico n. 1, destacar que hasta 2021 alcanzan los EUR 139,17 millones (EUR 21,12 millones en 2017, EUR 20,8 millones en 2018, EUR 33,2 millones en 2019, EUR 26,9 millones en 2020 y EUR 37,14 millones en 2021), mientras que en el periodo 2022 y adelante vence deuda por importe de EUR 492,08 millones.

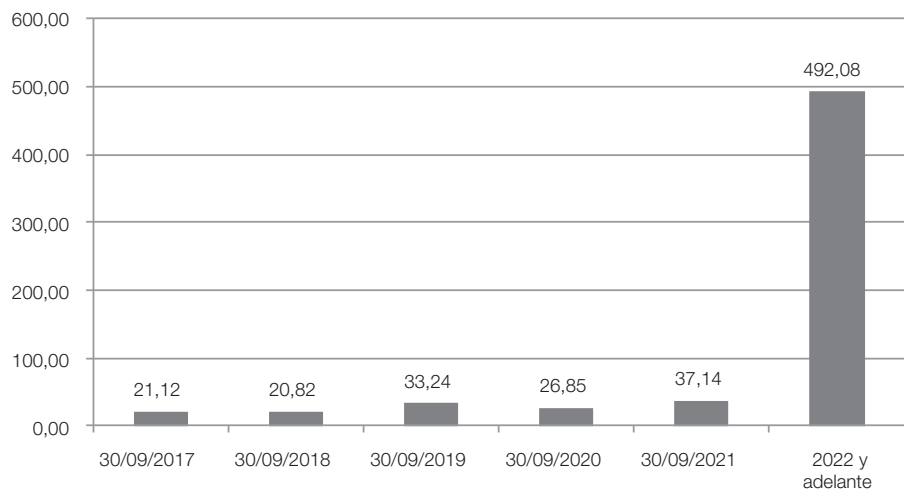
Recientemente, la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's le ha otorgado a HIS un *rating* de "BBB-" a largo plazo con perspectiva "estable". Este *rating* con grado de inversión permitirá a HIS emitir deuda a costes competitivos en caso necesario.

Al cierre de marzo de 2017, HIS contaba con una tesorería por importe de EUR 227,7 millones. Durante estos tres meses, la tesorería de la Compañía se redujo en EUR 39 millones, ya que las entradas de caja en efectivo (EUR 9 millones) fueron inferiores a las salidas de caja de la actividad de inversión (EUR 23,0 millones), por la adquisición del NH Málaga y la inversión en *capex* de reposicionamiento y mejora de los activos del Grupo.

La diferencia entre el EBITDA generado y el flujo de caja de las actividades de explotación está motivada principalmente por la liquidación de los compromisos de pago de las sociedades propietarias del portfolio Dunas y Helios.

CALENDARIO DE VENCIMIENTO DE PRÉSTAMOS HISPANIA (EUR millones) Gráfico n. 1

...con un 95% de su deuda financiera bruta a tipo fijo, y con un coste medio del capital del 2,6%.



Fuente: Informe Resultados 9M2016 Hispania. Elaboración propia.

Ampliación de capital

En mayo de 2016, HIS ejecutó una ampliación de capital mediante la emisión y puesta en circulación de 25,8 millones de acciones ordinarias, con derecho de suscripción preferente para sus accionistas. Las nuevas acciones se emitieron por un valor nominal de EUR 1,00 más una prima de emisión de EUR 7,95 por acción, siendo el importe efectivo total del aumento de EUR 230,7 millones tras su completa suscripción

Pago dividendo

Además, el Grupo establece como remuneración (pay-out) el 75% de los flujos de caja provenientes de operaciones (FFO)...

En lo que se refiere al dividendo a abonar a los accionistas, hay que hacer algunas puntualizaciones. Como hemos indicado a nivel de los resultados consolidados existen algunos apuntes que son meramente contables, como la revalorización de los activos, y que aunque HIS los incluye dentro de su cuenta de resultados consolidados como un mayor beneficio de explotación, no corresponden a movimientos de caja, por lo que no se tienen en cuenta a la hora de determinar la remuneración a los accionistas (*pay-out*).

Así, HIS establece como *pay-out* aproximadamente el 75% de los flujos de caja provenientes de operaciones (*Funds From Operations*, o FFO), que se establecen como el cash flow de explotación (EBITDA), descontándole los gastos financieros y los impuestos (en caso de que existan), y una vez se hayan aplicado las inversiones (*capex*) de mantenimiento, que el Grupo establece en un importe aproximado anual de unos EUR 10-12 millones.

HIS abonó su primer dividendo el 5 de julio de 2016. La remuneración, estructurada como pago de prima de emisión, supuso una distribución de un importe total de EUR 10,4 millones, es decir, EUR 0,096 brutos por acción.

...descontándole los gastos financieros y los impuestos, y tras la aplicación del *capex* de mantenimiento.

Por otro lado, el pasado 24 de noviembre de 2016, el Consejo de Administración de HIS acordó la distribución de un dividendo a cuenta de los resultados de 2016 por un importe bruto de EUR 17 millones. Así, el importe bruto por acción fue de EUR 0,15715002 tomando en consideración las acciones que HIS mantiene en autocartera. El pago del dividendo se realizó el pasado 30 de noviembre de 2016. Posteriormente, en abril de 2017 HIS realizó el abono de un dividendo complementario con cargo a los resultados de 2016 por un importe total de EUR 17,2 millones, es decir, EUR 0,16 brutos por acción. Así, sumando todos los dividendos abonados con cargo a los resultados de 2016, la Compañía alcanzó un pago de dividendos ligeramente superior a los EUR 0,40 brutos por acción. Este reparto es un 11% superior con respecto al previsto inicialmente por la propia HIS, y se justificó por la evolución positiva de los resultados del ejercicio.

Así, para el año 2016, año en el que la Compañía adopta la estructura de Socimi, el Grupo obtuvo unos FFO de EUR 70,11 millones, ajustado por un *capex* de mantenimiento de EUR 8,4 millones, e indicó que abonaría dividendo por importe de EUR 45 millones, lo que supuso el 73% del importe de FFO ajustado. Hemos estimado para los ejercicios 2017-2019 destinar unos importes de pago de dividendos de EUR 60,8 millones, EUR 72,9 millones y EUR 93,2 millones, respectivamente. A precios actuales, las rentabilidades por dividendo se situarían en dichos ejercicios en el 3,1%, 3,2% y 3,4%, respectivamente

5. EVOLUCIÓN DEL VALOR EN BOLSA

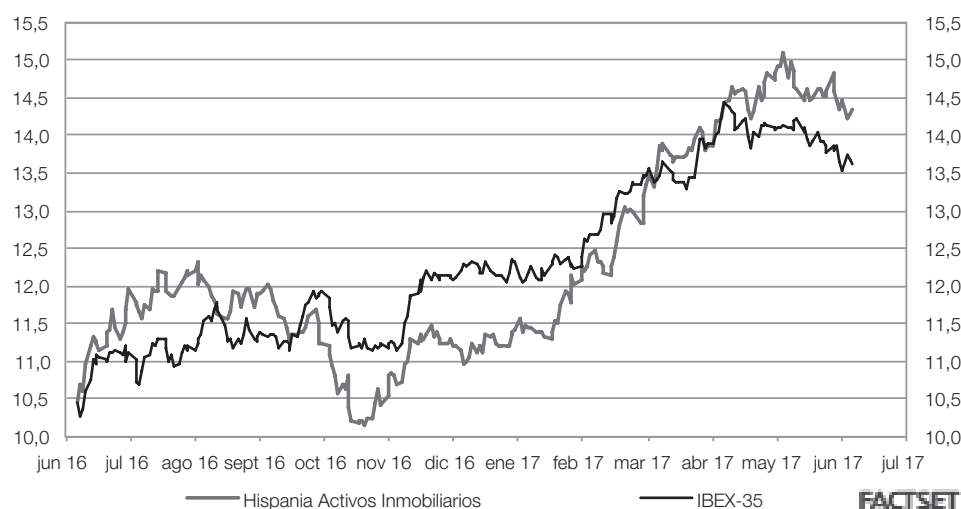
5.1. Evolución Bursátil

HIS es una sociedad de nueva creación que cotiza en las Bolsas de valores españoles y en el Mercado Continuo desde marzo de 2014. En concreto, HIS forma parte del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) y del índice de Servicios Financieros e Inmobiliarios, subíndice de SOCIMI. A los precios actuales, la capitalización de HIS alcanza los EUR 1.566,04 millones; su frecuencia de contratación es del 100%; y su volumen diario ha sido desde que comenzó a cotizar en Bolsa en marzo de 2014 de 285.967 acciones, lo que equivale a EUR 3,51 millones.

Dada la limitación temporal del proyecto de HIS...

EVOLUCIÓN COTIZACIÓN DE HISPANIA vs IBEX-35 (12 meses)

Gráfico n. 2



Fuente: FactSet.

5.2. Principales Accionistas

Al cierre de junio, los principales accionistas de HIS eran los siguientes fondos:

- Soros Fund Management: 16,6% del capital de HIS.
- FMR: 7,0%
- Tamerlane: 5,4%
- BW Gestao de Investimentos: 3,6%
- BlackRock: 3,3%
- BMO: 3,3%
- Cohen & Steers: 3,0%
- Hispania Management: 1,5%
- Resto Inversores: 56,3%

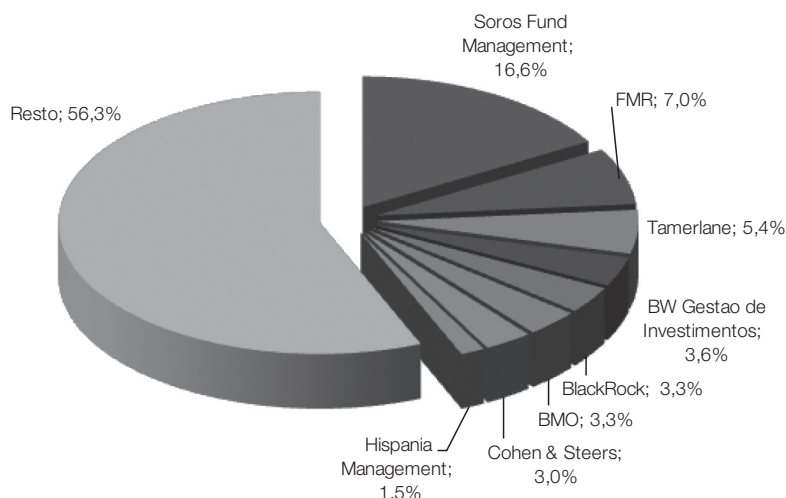
Desde nuestro punto de vista, normalmente consideraríamos a todos estos inversores como capital flotante (*free-float*). Sin embargo, dadas las características extraordinarias de este proyecto, principalmente la limitación temporal que tiene, al finalizar el mismo como ya hemos señalado en marzo de 2020, creemos que los inversores mantendrán en su gran mayoría sus participaciones con pequeñas variaciones de forma estable, hasta que finalice el periodo del proyecto o, en su defecto, que se liquiden los activos con anterioridad, o que se lleve a cabo una venta global de la Compañía.

...creemos que los principales accionistas mantendrán en su gran mayoría sus participaciones hasta la liquidación de los activos.

PRINCIPALES ACCIONISTAS HISPANIA (30/06/2017)

Gráfico n. 3

Creemos que el método de valoración del valor neto de los activos (EPRA NAV) es el que mejor refleja la valía de las compañías inmobiliarias...



Fuente: CNMV. Elaboración propia.

6. VALORACIÓN

Dentro del sector inmobiliario existen diferentes formas de valorar los activos. Por un lado, están los métodos tradicionales, como el de descuento de los flujos de caja (DFC) futuros que genera el negocio, como si se tratara de proyectos industriales. No obstante, este método no resuelve por sí mismo la demanda de los inversores del sector, que reclamaban disponer de un valor de mercado que se base en datos sobre el patrimonio inmobiliario y que parta de la información de los estados financieros auditados.

Así, desde hace dos décadas, la asociación europea de compañías inmobiliarias (*European Public Real Estate Association* o EPRA, por sus siglas en inglés) utiliza en Europa su propio método para valorar los resultados de las compañías inmobiliarias. Esta asociación recomienda que la valoración de un grupo inmobiliario se realice a través del valor neto de sus activos (NAV).

...ya que, además, recoge la demanda de los inversores de disponer de un valor de mercado que se base en datos del patrimonio inmobiliario.

Para alcanzar el NAV, primero debe hallarse el valor bruto de sus activos (*Gross Asset Value* o GAV), normalmente a través de una tasación de una consultora externa. En el caso de HIS, cada semestre la consultora CB Richard Ellis (CBRE) realiza una tasación de los activos del Grupo.

Así, cada tasación evalúa la realizada con anterioridad, añadiendo la revalorización de los activos, los activos que se han incorporado al perímetro de consolidación del Grupo, las bajas de activos del perímetro y el importe de las inversiones (*capex*) aplicado en el periodo.

EVOLUCIÓN DEL GAV HISPANIA 1T2017 vs 2016 POR TIPO DE NEGOCIO

Cuadro n. 7

EUR millones	Hoteles	Oficinas	Residencial	TOTAL
GAV al cierre 2016	1.257,1	521,4	229,6	2.008,0
Incorporaciones al perímetro	25,7	0,0	0,0	25,7
Bajas del perímetro	0,0	0,0	-1,7	-1,7
Capex implementado	9,6	5,0	2,6	17,3
GAV al final del 1T2017	1.292,3	526,4	230,5	2.049,3

Fuente: Informe trimestral Hispania. Elaboración propia.

Tras una tasación del valor bruto de los activos (GAV) por parte de la consultora CBRE...

Una vez emitida dicha tasación, se determina el EPRA *Net Asset Value* o valor neto de los activos (NAV). En el caso de HIS, este valor equivale al valor de los activos netos según el balance consolidado bajo las normas IFRS, ajustado por determinados conceptos, como la valoración de los instrumentos financieros y los impuestos diferidos relacionados con la valoración de los activos inmobiliarios, que no se esperan materializar asumiendo una estrategia de inversión a largo plazo.

Una vez hallado el NAV, si se divide el NAV entre el número de acciones de la Sociedad obtenemos el NAV por acción, que permite determinar qué parte del NAV corresponde a cada acción, y que suele ser un buen indicador de la evolución de la compañía.

Además, dentro de este método de valoración existen otras variables en función de los ajustes realizados. Así, si se deducen los impuestos asociados a la venta de los activos que forman el NAV se alcanza el NNAV. Por último, si se incluye el valor razonable de i) instrumentos financieros, ii) deuda, e iii) impuestos diferidos se halla el EPRA NAV ajustado (EPRA NNNAV)

Así, según CBRE, el **valor bruto de los activos (GAV)** de HIS alcanzó los EUR 2.008,0 millones en 2016 (+40,9% vs GAV de 2015; EUR 1.425,22 millones). Desglosando el GAV por tipo de activo, el 63% correspondió a Hoteles (EUR 1.257,05 millones), el 26% a Oficinas (EUR 521,39 millones) y el 11% a Residencial (EUR 229,55 millones). Como ya hemos señalado, las tasaciones de CBRE son semestrales, por lo que en el 1T2017 solamente se actualizó la obtenida en diciembre de 2016, alcanzando un GAV de EUR 2.049,3 millones (+2,06% vs diciembre 2016).

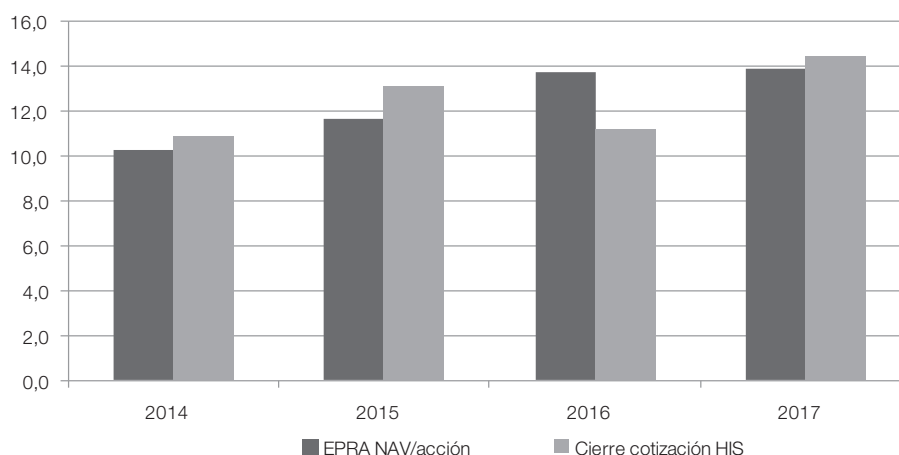
...desglosado por tipos de activos, se determina el valor neto de los activos (EPRA NAV) ajustando los instrumentos financieros y los impuestos,...

El **valor neto de los activos (EPRA NAV)** se situó al cierre de 2016 en EUR 1.495,19 millones (+54,8% vs 2015; EUR 1.523 millones incluyendo los dividendos abonados). La revaluación de activos se elevó un 19% en términos homogéneos (*like-for-like*) hasta situarse en EUR 299 millones, impulsando este EPRA NAV, al igual que el beneficio del periodo y menos los minoritarios. En el 1T2017 alcanzó los EUR 1.512,18 millones, ligeramente por encima (+1,1%) respecto al obtenido en diciembre de 2016.

El **EPRA NAV por acción** ascendió en 2016 a EUR 13,72, un 25% superior al alcanzado el ejercicio anterior. Posteriormente, en su actualización del 1T2017, el EPRA NAV por acción se elevó hasta EUR 13,88, un 1,2% superior al de cierre de 2016.

COMPARATIVA EPRA NAV/ACCIÓN vs CIERRE ANUAL HISPANIA

Gráfico n. 4



Fuente: Hispania. Elaboración propia.

EVOLUCIÓN EPRA NAV HISPANIA 1T2017 vs 2016

Cuadro n. 8

EUR millones	31/03/17	31/12/16
...cuya división entre el número de acciones, permite determinar el EPRA NAV por acción...		
Valor de activos netos según balance de situación	1.462,88	1.444,24
Revalorización de activos corrientes	-	-
Valor razonable de instrumentos financieros	13,05	14,69
Impuesto diferido	36,25	36,27
Valor razonable de instrumentos financieros en empresas asociadas	-	-
Impuesto diferido en empresas asociadas	-	-
EPRA NAV	1.512,18	1.495,19
Nº acciones (excluyendo acciones propias)	108.959.871	108.981.421
EPRA NAV POR ACCIÓN	13,88	13,72

Fuente: Hispania. Elaboración propia.

Tras la deducción de los impuestos asociados a la venta de los activos que forman el NAV se alcanza el NNAV. Por último, si se incluye el valor razonable de i) instrumentos financieros, ii) deuda, e iii) impuestos diferidos se halla el EPRA NAV ajustado (EPRA NNNAV). En 2016, el **EPRA NNNAV** alcanzó los EUR 1.431,50 millones, equivalente a EUR 13,14 por acción, mientras que en el 1T2017 el EPRA NNNAV se elevó hasta los EUR 1.450,55 millones, equivalente a EUR 13,31 por acción.

INDICADORES EPRA NAV HISPANIA 1T2017 vs 2016

Cuadro n. 9

EUR millones	31/03/17	31/03/2017	Hoteles	Oficinas	Residencial	31/12/16
	(€/acción)					
EPRA Earnings	16,42	0,15				11,276
EPRA NAV	1.512,18	13,88				1.495,19
EPRA NNNAV	1.450,55	13,31				1.431,50
EPRA Net Initial Yield (NIY)	7,0%		8,4%	3,6%	n.a.	6,5%
EPRA "Topped-up" NIY	7,2%		8,4%	4,1%	n.a.	6,6%
Net Reversión Yield on NAV	7,6%		8,5%	5,3%	n.a.	7,1%
EPRA Vacancy Rate	17,9%		n.a.	17,9%	n.a.	16,9%
EPRA Cost Ratio (incluyendo gastos de activos inmobiliarios vacíos)	27,4%					28,5%
EPRA Cost Ratio (excluyendo gastos de activos inmobiliarios vacíos)	27,2%					26,5%

Fuente: Hispania. Elaboración propia.

Asimismo, el EPRA también recomienda el uso de otras medidas alternativas específicas de rendimiento utilizadas en el sector, en términos relativos sobre los costes de transacción o el valor razonable (GAV):

- *EPRA net passing yield on cost*: compara el beneficio anual procedente de costes operativos no recuperables derivados del alquiler de la cartera de activos, con la inversión acumulada en el portfolio.
- *EPRA net passing yield on GAV*: también compara el beneficio anual procedente de costes operativos no recuperables derivados del alquiler de la cartera de activos, pero en este caso en relación al valor de mercado del portfolio incrementado por la estimación de los costes de transacción.
- *Reversión yield on cost*: compara el beneficio anual procedente de costes operativos no recuperables derivados del alquiler de la cartera de activos, utilizando el valor de mercado del beneficio neto de la cartera de activos en la fecha de su cálculo, en relación a la inversión acumulada de la cartera de activos.

- *Reversión yield on GAV*: compara el beneficio anual procedente de costes operativos no recuperables derivados del alquiler de la cartera de activos, utilizando el valor de mercado del beneficio neto de la cartera de activos en la fecha de su cálculo, pero en este caso en relación al valor de mercado del portfolio incrementado por la estimación de los costes de transacción.

Por su parte, el **rendimiento inicial EPRA** (*EPRA Net Initial Yield* o NIY) se situó en el 7,0% al cierre de marzo (6,5% en 2016). No obstante, el rendimiento neto sobre coste de las adquisiciones realizadas en 2016 se elevó hasta el 10%.

Así, hemos alcanzado una valoración EPRA NAV de EUR 22,46 por acción para 2020, a la que hemos aplicado un 20% de descuento...

De esta forma, una vez se determina el escenario base, se pueden realizar análisis de sensibilidad sobre las variaciones que puedan experimentar las valoraciones de los activos cuando cambian los *yields*, como veremos posteriormente a la hora de valorar la Compañía.

Pasamos ahora a realizar la valoración de HIS. En primer lugar descartamos una posible comparativa por relativos con el resto de las Socimis que operan en nuestro país, dada la especialización de HIS en el segmento hotelero siendo, además, la mayor propietaria de habitaciones del país, incluyendo a los operadores hoteleros. Asimismo, el Grupo solo opera en España, por lo que también descartamos realizar comparativas con los operadores hoteleros, dado que aunque el tamaño de algunos como Meliá Hotels (MEL) es similar, la diversificación geográfica de sus negocios y las propias diferencias de negocio en sí impiden la comparativa de los mismos.

Asimismo, consideramos que el método más fiable para establecer una valoración objetiva de los activos de la Compañía es el método del EPRA NAV explicado con anterioridad.

Para ello, partimos de la última tasación realizada por la consultora CBRE del cierre de 2016, en la que el GAV de los activos de HIS alcanzó los EUR 2.008,0 millones, con un EPRA NAV por acción de EUR 13,72. El GAV se actualizó al cierre del 1T2017 hasta situarse en EUR 2.049,3 millones, obteniendo un importe EPRA NAV por acción de EUR 13,88.

...lo que sitúa el EPRA NAV ajustado por acción en EUR 17,97, con un potencial de revalorización del 25,3%.

Nos parece adecuado desglosar la valoración por distinto tipo de activo (Hoteles, Oficinas, Residencial). Además, desglosaremos dentro del segmento de Hoteles entre los que pertenecen a la *joint venture* con Barceló (BAY), que constituye un 58,2% del total y el resto de hoteles.

En la valoración tendremos en cuenta:

- Capacidad remanente de inversión de adquisición en Hoteles en 2017, que ascendía a EUR 230 millones al cierre de 2016: hemos aplicado esa capacidad en la proporción actual (58,2% BAY; 41,8% resto de hoteles).
- Inversión en reposicionamiento de Hoteles, oficinas y Residencial en 2017-2019, que asciende a un importe total aproximado de EUR 267 millones
- Evolución positiva de las rentas de Hoteles en los años 2018 y 2019, a un ritmo de crecimiento anual del 9,4%, sobre el GAV de BAY y Hoteles.
- Tasa de rentabilidad o capitalización (*exit yield*) en la obtención del valor residual por la venta de la cartera de hoteles de un 6,75% en 2019. Sólo la aplicamos a este segmento, porque aunque no desglosamos ventas de los segmentos de Oficinas y Residencial, por no disponer de la información sobre cuándo se llevarán a cabo, sí sabemos que en 2019 HIS ya habrá vendido los activos correspondientes a dichos segmentos.

Así, y como se resume en el cuadro que mostramos a continuación, hemos alcanzado una valoración EPRA NAV de EUR 22,46 por acción. No obstante, a dicha valoración, le hemos aplicado un descuento del 20%, dado que todos los activos de la Compañía se encuentran en España y que el Grupo no cotiza en el índice selectivo Ibex-35, lo que le hace tener una menor cobertura por parte de analistas y de inversores. Una vez aplicado el descuento, el EPRA NAV ajustado por acción es de EUR 17,97. A precios actuales, ello supone que la acción de HIS cotiza con un potencial de revalorización del 25,3%.

VALORACIÓN HISPANIA POR MÉTODO DEL EPRA NAV

Cuadro n. 10

	EUR millones	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/2019 (*)
	BAY	732,10	934,96	1.022,85	1.088,81
	Hoteles	524,90	670,34	733,35	782,00
	Oficinas	521,39	598,27	622,27	639,27
	Residencial	229,55	294,66	300,36	302,36
	TOTAL Valor Bruto Activos (GAV)	2.007,94	2.498,23	2.678,83	2.812,44
	Deuda Financiera Neta 2016	-443,41	-499,45	-396,56	-240,39
	Minoritarios	-78,58	-120,02	-120,02	-120,02
	TOTAL Valor Neto Activos (EPRA NAV)	1.485,95	1.878,76	2.162,25	2.452,03
	Número de acciones	109,17	109,17	109,17	109,17
	EPRA NAV / acción	13,61	17,21	19,81	22,46
	Descuento (20%)				-4,49
	EPRA NAV / acción Ajustado				17,97

Fuente: Elaboración y estimaciones propias.

(*) En 2019 incluye el Exit Yield del 6,75% en el segmento de BAY y Hoteles.

7. CONCLUSIÓN

HIS es un grupo inmobiliario español constituido en 2014 y que desde marzo de 2016 adoptó la estructura societaria de una Socimi (sociedad cotizada de inversión inmobiliaria), tras fusionarse con una filial que la había adoptado previamente. Este tipo de sociedad tiene una serie de ventajas fiscales, pero está sujeta a requerimientos específicos y a una legislación muy restrictiva.

El objetivo de la Compañía es crear una cartera de activos de alta calidad, para lo que ha invertido, de forma directa o indirecta en tres segmentos de negocio: i) Hoteles, su negocio principal con el 82,1% de su cifra de negocio en 1T2017, ii) Oficinas (13,8%), y iii) Residencial (4,1%). En su negocio principal, HIS es el mayor propietario de habitaciones de hotel en España (incluyendo operadores), con más de 11.300 habitaciones, incluyendo las últimas adquisiciones (NH Málaga, Hotel Selomar y Hotel Fergus Tobago).

El Grupo centra su estrategia en la adquisición y gestión de activos inmobiliarios en España, maximizando los retornos de los accionistas a través de una gestión activa de su cartera. Para ello, suscribió un contrato en 2014 con la gestora Azora Capital con el objeto de delegar a la gestora de capital privado la gestión ordinaria del Grupo por un periodo de seis años.

En 2016, el Grupo cerró con un beneficio neto atribuible de EUR 308,57 millones, que comparó muy positivamente con los EUR 66,68 millones de 2015, impulsada por el aumento de los ingresos en sus tres áreas de negocio y por el fuerte incremento experimentado en la revalorización de los activos.

Por su parte, el importe neto de la cifra de negocios se elevó a EUR 142,87 millones, casi cuadruplicando los EUR 37,8 millones del cierre de 2015, reflejando los ingresos por rentas de patrimonio, netas de bonificaciones y descuentos junto con los ingresos obtenidos por la

Consideramos a HIS como una atractiva inversión dentro de las Socimis de la Bolsa española...

...con una interesante rentabilidad sobre sus activos, superior al 10% en la actualidad.

gestión directa de los hoteles Holiday Inn Bernabeu, Hotel Maza, Hotel Guadalmina SPA & Golf Resort y de los tres hoteles del Portfolio de San Miguel.

Además, HIS recibió al cierre del pasado ejercicio 2016 la tasación de sus activos por parte de la consultora CB Richard Ellis (CBRE). En la misma, CBRE le asignó un valor bruto de los activos (GAV) al Grupo de EUR 2.008,0 millones, Asimismo, el valor neto de sus activos recomendado (EPRA NAV) se situó en EUR 13,72 por acción, mejorando en un 25% el alcanzado en 2015.

Teniendo en cuenta la rentabilidad estimada anual superior al 10% a precios actuales...

Por otro lado, la Compañía realizó diversas adquisiciones en 2016 (Oasis, Later Desuser, un solar para oficinas), con un rendimiento medio sobre coste (*yield on cost*) de sus adquisiciones superior al 10%. Adicionalmente, en 2017 HIS ha adquirido el hotel NH Málaga por EUR 41 millones, el Hotel Selomar por EUR 33 – 35 millones, y el Hotel Fergus Tobago por EUR 30 millones, mediante fondos propios e inversión procedente de la ampliación de capital, que le permitirá aumentar su presencia en la región y consolidar su liderazgo en el segmento hotelero.

En marzo de 2016 Azora Capital comunicó al Consejo de Administración de la Compañía su propuesta de valor para la cartera de activos del Grupo, en la que anunció su decisión de proseguir con el plan trazado en su salida a Bolsa, que consiste en la venta de todos los activos de la Compañía, de manera individual, en carteras o a través de una venta o cambio de control en la Compañía, antes del 14 de marzo de 2020.

Por otra parte, recientemente, la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's le ha otorgado a HIS un *rating* de "BBB-" a largo plazo con perspectiva "estable", que permitirá a HIS emitir deuda a coste competitivo en caso de que lo considere necesario.

...iniciamos la cobertura del valor con una recomendación de ACUMULAR.

En este sentido, destacar que el Grupo posee una estructura financiera estable y sólida, y que cuenta con la financiación necesaria para financiar su expansión futura. Al cierre del 1T2017 su deuda financiera bruta se elevó a EUR 637,0 millones, de los que el 95% son a tipo fijo, por lo que ante una hipotética subida de tipos, el impacto será bastante limitado. Además, el coste medio del capital se situó en el 2,6%. La duración media de la deuda alcanza los 6,8 años.

Estimamos que en los próximos ejercicios HIS mantendrá la evolución positiva de sus resultados, impulsada por el auge del turismo en España, con un crecimiento estable en las Islas Canarias, así como por la recuperación del mercado inmobiliario en las grandes ciudades, tanto en el segmento de Oficinas como en el Residencial. Así, estimamos para el periodo 2016-2019 un crecimiento tacc de sus ingresos del 9,9% y del 16,3% para su beneficio neto operativo (NOI).

Hemos valorado HIS de acuerdo al método recomendado de la estimación razonable del valor neto de sus activos (EPRA NAV) para 2017, hallando el valor bruto de los mismos (GAV) y desglosando los flujos de caja por cada tipo de negocio (Hoteles, Oficinas y Residencial). A esta valoración le hemos aplicado un *exit yield* del 6,75% al cierre de 2019 para determinar el valor residual de los activos. Así, estimamos una valoración final de la cartera de HIS de EUR 22,46 por acción. Tras aplicarle un descuento del 20% por la no pertenencia del valor al Ibex-35, lo que reduce la cobertura del mismo por parte de los analistas y condiciona la inversión en el mismo de algunos fondos, el precio objetivo 12 meses por acción asciende a **EUR 17,97 por acción** que a precios actuales otorga a la acción un potencial de revalorización del 25,3%.

Consideramos a HIS como una atractiva inversión dentro de las Socimis de la Bolsa española. A pesar de que la cartera de activos tiene una fecha límite del 14 de marzo de 2020, entendemos que la especialización del Grupo en el segmento hotelero, donde es el poseedor del mayor número de habitaciones incluyendo operadores, le dota de una interesante rentabilidad sobre sus activos, superior al 10% en la actualidad.

Teniendo en cuenta que el potencial de revalorización calculado es para un periodo de tres años, la rentabilidad media anual supera holgadamente el 7,0%, lo que unido a una rentabilidad media por dividendo ligeramente superior al 3%, otorga a la acción una rentabilidad estimada anual superior al 10,0% a precios actuales. Por ello, **iniciamos la cobertura del valor con una recomendación de ACUMULAR el valor en cartera**, aprovechando cualquier recorte en el precio de la acción para tomar posiciones en el mismo.

8. RECOMENDACIÓN: ACUMULAR / RIESGO: MEDIO

ANEXO N° 1

PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS
(Evolución 2014/2016; Proyecciones 2017/2019)

	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014
RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO						
• Ratio de solvencia (acir/pcir)	4,04	3,10	2,46	3,76	3,51	15,52
• Activo disponible (ef+real)/pcirc	4,00	3,05	2,41	3,68	3,50	15,35
• Fondo de maniobra (EUR mill.)	370,93	243,73	163,38	239,21	179,85	197,83
ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO						
• F.Propios+int.min./pasivo total	0,74	0,73	0,71	0,70	0,64	0,88
• F.Propios+int.min./pasivo l/p	2,63	2,57	2,40	2,28	1,73	7,49
• F.Propios+int.min./activo fijo	0,89	0,84	0,79	0,82	0,75	1,30
• Fondos accionista/activo fijo	0,89	0,84	0,79	0,82	0,75	1,30
• Recursos permanentes/activo fijo	1,22	1,16	1,13	1,17	1,18	1,48
• Recursos ajenos/activo total	0,32	0,33	0,34	0,35	0,41	0,14
• Deuda neta/fondos accionista	11%	19%	26%	26%	37%	-23%
• EBIT/gastos financieros brutos	8,62	12,11	15,03	18,46	13,88	4,82
• Gastos financieros brutos/ventas n.	9,9%	12,3%	14,3%	18,8%	18,9%	43,9%
• EBITDA/gtos.financieros netos	10,44	7,28	5,97	4,41	2,33	-0,88
• Endeudamiento neto (EUR mill.)	240,39	396,56	499,45	443,41	407,54	-130,87
RENDIMIENTO INVERSIÓN						
• ROA	4,9%	7,8%	10,7%	17,5%	6,2%	4,4%
• ROE	4,3%	8,7%	13,1%	23,9%	8,4%	5,8%
• ROCE	6,0%	9,1%	12,1%	19,3%	6,7%	5,5%
• Fondos propios/capital social	1,9	1,8	1,7	1,5	1,2	1,1
• BAI/fondos accionista (A)	6,5%	10,3%	14,4%	21,8%	7,7%	3,1%
• EBIT/recursos permanentes (A1)	5,2%	8,0%	10,8%	16,0%	5,1%	2,9%
• A/A1	1,3	1,3	1,3	1,4	1,5	1,0
RESULTADOS EXPLOTACIÓN						
• Margen bruto	97%	97%	97%	97%	97%	100%
• Margen explotación	85,2%	149,1%	215,4%	347,5%	261,9%	211,5%
• EBITDA/ventas	80,3%	75,9%	76,0%	81,6%	29,7%	-27,8%
• B°Neto/ventas	77,5%	138,6%	199,0%	323,1%	217,3%	194,3%
UTILIZACIÓN DEL ACTIVO						
• Ventas netas/tesorería	0,4	0,5	0,6	0,4	0,2	0,0
• Ventas netas/cuentas a cobrar	4,06	4,06	3,77	2,86	1,51	4,20
• Ventas netas/existencias	104,59	87,04	75,43	61,22	18,91	281,91
• Ventas netas/activo total	6%	5%	5%	5%	2%	1%
DATOS POR ACCIÓN						
• Beneficio neto por acción (EUR)	0,80	1,49	2,01	3,23	0,97	0,15
• Dividendo por acción (EUR)	0,49	0,46	0,44	0,42	0,00	0,00
• Cash-flow por acción (EUR)	0,83	1,52	2,03	2,86	0,81	0,29
• Valor contable por acción (EUR)	18,95	17,96	16,37	14,40	12,33	10,17
• Precio/valor contable (veces) (*)	0,76	0,81	0,88	1,01	1,06	1,07
RATIOS BURSÁTILES						
• Precio (EUR) (*)	14,35	14,35	14,35	14,35	13,10	10,89
• PER	18,0	9,6	7,1	4,4	13,5	71,4
• Precio/cash-flow	17,2	9,5	7,1	5,0	16,2	38,1
• Rentabilidad por dividendo	3,4%	3,2%	3,1%	2,9%	0,0%	0,0%
• Pay-out	61%	31%	22%	13%	0%	0%

(*) El precio de los años 2016, 2017, 2018 y 2019 es el actual.
 Fuente: Memorias anuales de Compañía. Estimaciones propias.

ANEXO N° 2

CUENTA DE RESULTADOS
(Evolución 2014/2016; Proyecciones 2017/2019)

EUR millones	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014
Total Ventas	189,84	157,97	136,90	111,11	33,77	9,02
Prestación de servicios	0,00	0,00	10,30	31,75	4,03	0,00
Coste de Ventas	(6,64)	(5,53)	(4,79)	(4,70)	(1,01)	0,00
MARGEN BRUTO	183,20	152,44	142,41	138,16	36,79	9,02
Gastos Explotación	(47,95)	(46,87)	(50,33)	(48,86)	(27,69)	(11,59)
Otros ingresos explotación	17,28	14,40	12,00	1,39	0,91	0,06
CASH-FLOW EXPLOTACIÓN O EBITDA	152,52	119,97	104,08	90,70	10,01	(2,51)
Amortización inmovilizado	(3,80)	(3,16)	(2,74)	(1,35)	(0,01)	(0,01)
Diferencia negativa consolidación	0,00	0,00	0,00	10,69	23,46	7,50
Resultados netos por venta de activos	0,00	0,00	0,00	0,36	0,02	0,05
Variación del valor de las inversiones inmobiliarias	13,00	118,70	193,50	285,73	54,97	14,05
BENEFICIO EXPLOTACIÓN o EBIT	161,73	235,51	294,85	386,13	88,46	19,08
Rdos. financieros netos	(14,61)	(16,49)	(17,43)	(20,59)	(4,29)	(1,42)
Otros ajustes y resultados	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	(0,13)
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS	147,12	219,02	277,42	365,54	84,17	17,53
Impuesto de sociedades	0,00	0,00	(4,99)	(6,56)	(10,79)	(0,00)
BENEFICIO NETO	147,12	219,02	272,43	358,98	73,37	17,53
Minoritarios	(60,03)	(56,63)	(53,43)	(50,40)	(6,70)	(0,39)
BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo	87,09	162,39	219,00	308,58	66,68	17,13
<i>EBITDA</i>	<i>152,52</i>	<i>119,97</i>	<i>104,08</i>	<i>90,70</i>	<i>10,01</i>	<i>(2,51)</i>
<i>EBIT</i>	<i>161,73</i>	<i>235,51</i>	<i>294,85</i>	<i>386,13</i>	<i>88,46</i>	<i>19,08</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>90,88</i>	<i>165,55</i>	<i>221,74</i>	<i>309,93</i>	<i>66,69</i>	<i>15,72</i>

BALANCE DE SITUACIÓN (Grupo Consolidado)
(Evolución 2014/2016; Proyección 2017)

EUR millones	2017E	2016	2015	2014
INMOVILIZADO	2.425,02	2.056,38	1.471,42	438,52
ACTIVO CIRCULANTE	275,04	325,90	251,38	211,45
TOTAL ACTIVO	2.700,06	2.382,28	1.722,80	649,96

EUR millones	2017E	2016	2015	2014
FONDOS PROPIOS	1.787,01	1.560,58	1.018,45	560,24
• Capital y prima emisión	1.075,43	1.075,43	860,26	533,13
• Aportaciones de socios	0,54	0,54	0,54	0,54
• Reservas	6,67	5,56	0,05	(0,05)
• Acciones propias	0,00	(2,18)	(1,09)	0,00
• Beneficios retenidos	575,12	396,48	83,81	17,13
• Dividendo a cuenta+Diferencias Negativas conv	(10,35)	(31,59)	(3,70)	(0,66)
• Socios externos	139,60	116,34	78,58	10,14
INGRESOS DISTR. VARIOS EJERCICIOS	0,00	0,00	0,00	0,00
PROVISIONES RIESGOS Y GASTOS	0,75	0,72	0,88	0,40
ACREEDORES LARGO PLAZO	801,39	735,02	632,82	76,11
ACREEDORES CORTO PLAZO	111,66	86,69	71,53	13,62
TOTAL PASIVO	2.700,06	2.382,28	1.722,80	649,96

Número acciones (millones)

109,2 108,4 82,6 55,1

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.



Link Securities

Juan Esplandiú, 15 - planta baja
Madrid 28007
Tel : 915 040 612
Fax : 915 044 046

"Link Securities SV no asume ninguna responsabilidad por posibles errores de hecho u opinión contenidos en este informe, el cual está basado en información obtenida de fuentes fidedignas. Este documento no representa una oferta de compra o venta de valores. Los clientes de Link Securities SV y sus empleados pueden tener una posición o haber realizado transacciones sobre cualquiera de los valores a los que hace referencia este informe".

"Link Securities SV, S.A. es una entidad sometida a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)".

