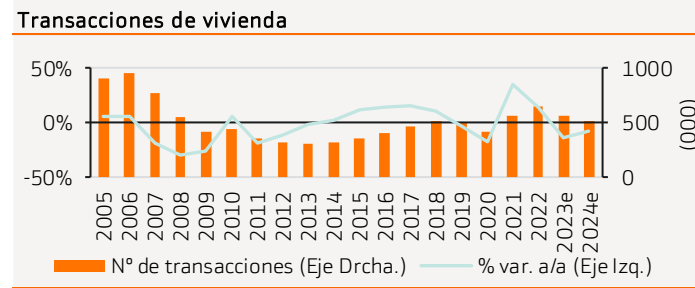
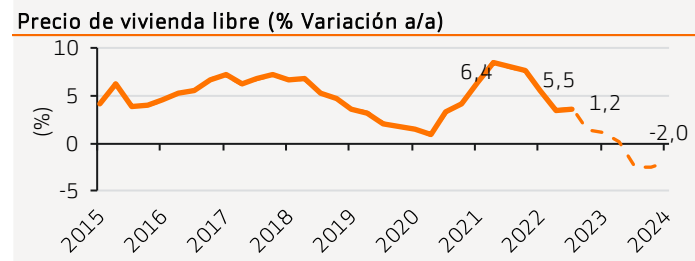


Sector Inmobiliario

Analista: Juan Moreno

Los precios de vivienda sorprenden positivamente en 2023. ¿Caerán en 2024?

| | | | |
|----------------|---|-----------|---|
| Vivienda | ↗ | Logístico | ↗ |
| Oficinas | ↘ | Hoteles | ↗ |
| C. Comerciales | ↘ | Cotizado | ↗ |



| SOCIMIS | Recom. | Cotización* | Precio objetivo | Potencial |
|-------------------|---------|-------------|-----------------|-----------|
| Inm. Colonial | Comprar | 5,20 | 6,70 | 28,8% |
| Lar España | Comprar | 5,71 | 6,34 | 11,0% |
| Merlin Properties | Comprar | 7,72 | 9,20 | 19,2% |

| Promotoras | Recom. | Cotización* | Precio objetivo | Potencial |
|--------------|---------|-------------|-----------------|-----------|
| Aedas Homes | Comprar | 15,54 | 20,94 | 34,7% |
| Metrovacesa | Neutral | 7,50 | 7,90 | 5,3% |
| Neinor Homes | Neutral | 10,06 | 10,60 | 5,4% |

* Cotización a 19/10/2023; 17:35h

Revisamos al alza nuestras estimaciones de Precios de Vivienda (+1% 2023e vs -3% anterior).

Los precios de vivienda aguantan sorprendentemente bien en 2023, a pesar de la desaceleración económica, el fuerte incremento de costes de financiación y la caída de transacciones (-20% estimado entre 2023 y 2024). El principal motivo lo encontramos en el **mercado laboral**, con sólida creación de empleo y salarios subiendo a ritmos próximos al 5% interanual. Por ello, **revisamos al alza nuestras estimaciones de precios de vivienda hasta +1% 2023e vs -3% anterior**.

Si caen en 2024, será de forma coyuntural. La vivienda presenta sólidos fundamentales.

Los precios deberían tender a estancarse e incluso podrían caer ligeramente en 2024e (estimamos -2%). Si bien, de producirse dicha **corrección será coyuntural** por el entorno de tipos elevados. A partir de 2025 deberían volver a la senda del crecimiento (+1% estimado), con el Euribor moderándose y apoyado en **sólidos fundamentales del mercado de vivienda**: (i) ratios de accesibilidad en medias históricas, (ii) oferta y demanda equilibradas y (iii) financiación hipotecaria más prudente.

Todavía queda ajuste de valoraciones de activos, sobre todo oficinas y centros comerciales.

Se incrementa la rentabilidad exigida a los activos inmobiliarios, en un entorno en el que los bonos soberanos vuelven a ser una alternativa de inversión. Sólo **activos con capacidad de subida de rentas** lograrán evitar rebajas significativas de valoraciones de activos. Este es el caso de activos **logísticos, centros de datos y relacionados con la salud** (residencias de 3ª edad y hospitales). Sin embargo, hay otros en los que la capacidad de subida de rentas es muy limitada y que por tanto seguirán ajustando a la baja sus valoraciones, como oficinas y centros comerciales.

El inmobiliario cotizado ha sobrereaccionado. Momento de empezar a posicionarse de cara a 2024.

El inmobiliario cotizado **anticipa un escenario excesivamente conservador**, con descuentos próximos al 30% sobre NAV y rentabilidad por dividendo c.5%. Detectamos oportunidades como **Vonovia, Welltower, Prologis y Digital Realty Trust**. Subimos recomendación a las tres grandes **SOCIMIS españolas a Comprar desde Neutral** (Inm. Colonial, Merlin Properties y Lar España). Es momento de empezar a posicionarse de cara a un 2024 que prevemos favorable, con crecimiento económico moderado, inflación todavía elevada y final del proceso de subidas de tipos.

⁽¹⁾ Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y de su difusión

Vivienda: Los precios de vivienda sorprenden positivamente

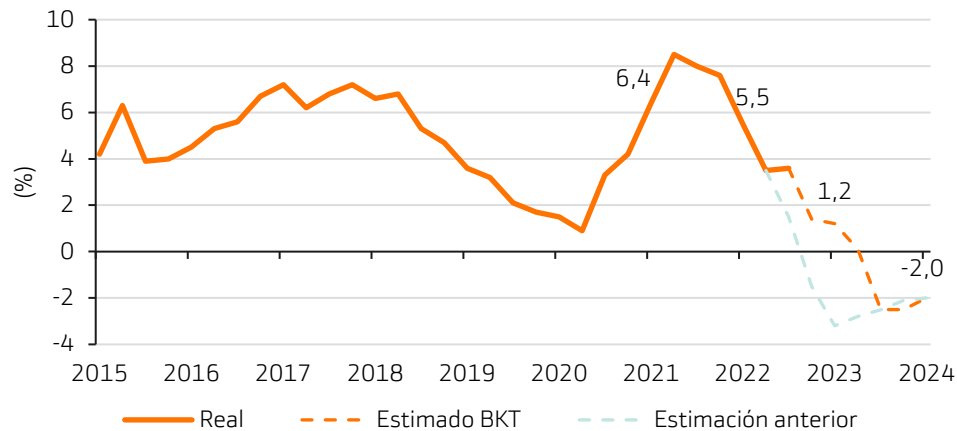
Revisamos al alza estimaciones de precios de vivienda hasta +1% 2023e (vs -3% anterior).

A pesar de la ralentización económica y las subidas de tipos de interés, los precios de vivienda están aguantando sorprendentemente bien. Continúan subiendo (+3,6% a/a en 2T 2023) y aunque tenderán a aflojar, podrían cerrar el año en positivo (+1,2% BKT). Revisamos, por tanto, nuestras estimaciones significativamente a mejor, desde -3,2% estimado anteriormente.

La principal explicación la encontramos en el mercado laboral. La fortaleza del sector servicios, muy intensivo en mano de obra, se traduce en una fuerte creación de empleo y subida de salarios, próxima al +5% este año (2T 2023 a/a). Otros motivos que también dan soporte a los precios de vivienda son la **escasez de oferta en las principales ciudades** y la **subida en el precio de los alquileres** (ca. +10% a/a en agosto según el portal inmobiliario Idealista), consecuencia inintencionada pero inducida por la nueva Ley de Vivienda.

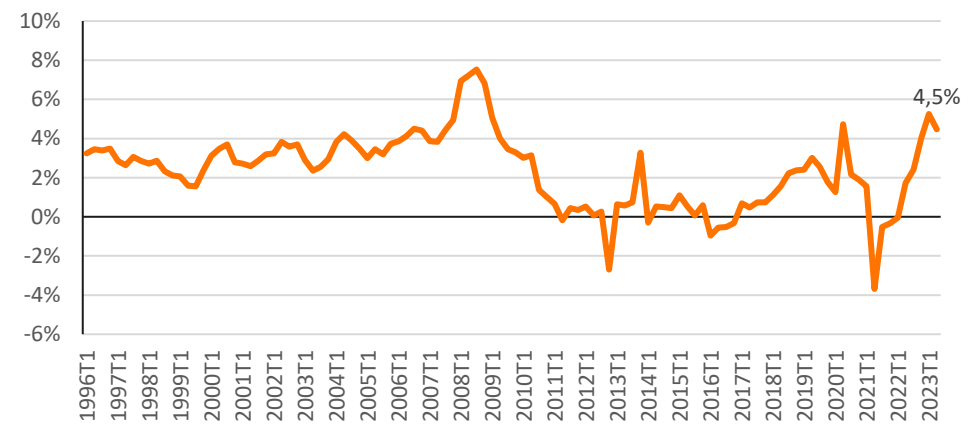
Es una tendencia generalizada a nivel global, no sólo ocurre en España. Por ejemplo, en **EE.UU.** se estima actualmente que los precios de vivienda no caerán en 2023 (vs -4,5% estimado a principios de año, según el consenso de estimaciones elaborado por Reuters). La misma tendencia se produce en buena parte de Europa, con 2 excepciones: Alemania y Reino Unido, aunque por circunstancias locales. En Alemania los precios han subido más de un 80% en el último ciclo inmobiliario (desde 2007), mientras en otras geografías, como España o Irlanda, los precios están todavía en niveles de 2007 o inferiores. En Reino Unido está claramente condicionado por el Brexit.

Cuadro 1. Precio de la vivienda libre



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos históricos del INE

Cuadro 2. Remuneración de los Asalariados, Var. a/a (%)



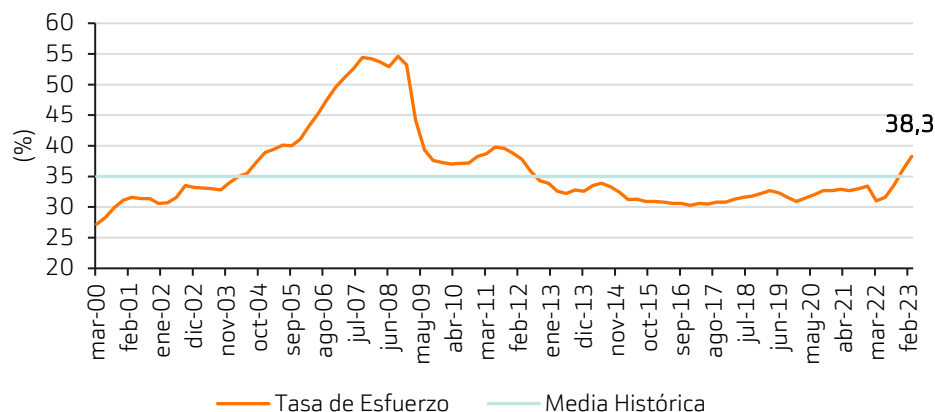
Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE

Mantenemos una posible corrección coyuntural en 2024.

Mantenemos nuestras estimaciones de caída de precios del -2% en 2024. Aunque ahora es un escenario menos probable, al menos mientras el mercado laboral se mantenga tan fuerte, **las subidas de tipos de interés suponen un factor de disrupción temporal, por:**

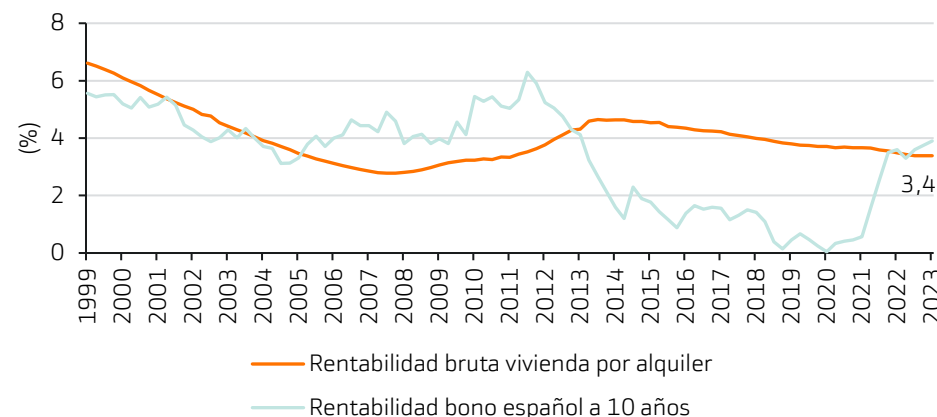
- **Mayor coste de financiación hipotecaria.** El Euribor 12 meses ha pasado del -0,5% en diciembre de 2021 al +4,1% actual, niveles que prevemos se mantengan al menos hasta final de año. Esto se traduce en un incremento superior a los 550€ al mes para un nuevo crédito hipotecario (145.000€ de media en España). Como consecuencia, la tasa de esfuerzo superará el 40% en 2023.
- **Menor tasa de ahorro de los hogares,** por mayor coste de financiación y fuerte inflación en bienes de consumo básico, como energía y alimentación.
- El fuerte repunte de TIR del bono español a 10 años **resta atractivo a la inversión en vivienda para alquiler.** Los bonos han vuelto a ser una alternativa de inversión, tras años en los que ofrecían rentabilidad próxima a cero. De hecho, en estos momentos su rentabilidad es muy similar a la de la vivienda en alquiler (3,5% bruto). Además, la **Ley de Vivienda** genera nuevas incertidumbres.

Cuadro 3. Tasa de esfuerzo hipotecario



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del BdE

Cuadro 4. Rentabilidad vivienda vs Bono Español 10A



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del BdE y Bloomberg

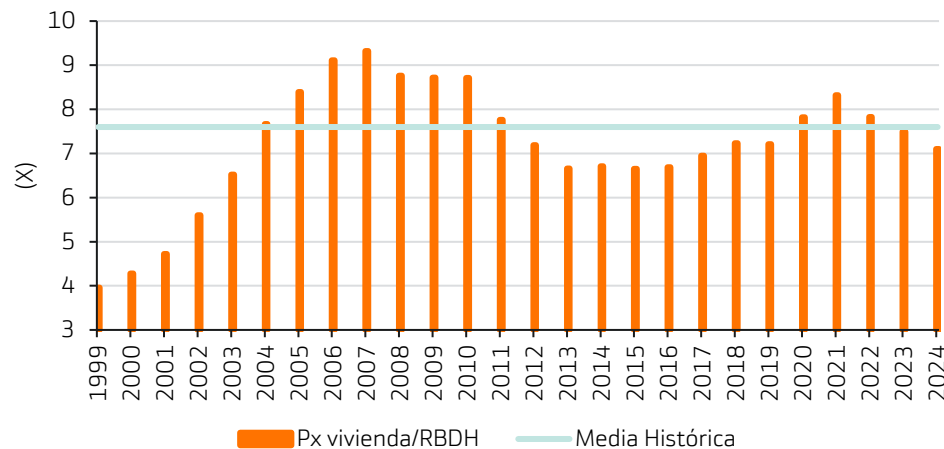
El mercado de vivienda presenta sólidos fundamentales. No hay burbuja.

De producirse dicho ajuste, será coyuntural. **Los precios de vivienda volverían a subir en 2025 (+1% BKT_e)**, momento en el que estimamos que el BCE podría comenzar a rebajar los tipos de interés. Nuestra previsión es que el **Euribor 12 meses** afloje desde el 4,1% 2023e hasta el 3,9% en 2024e y 3,4% en 2025e.

Los fundamentales del mercado de la vivienda son buenos:

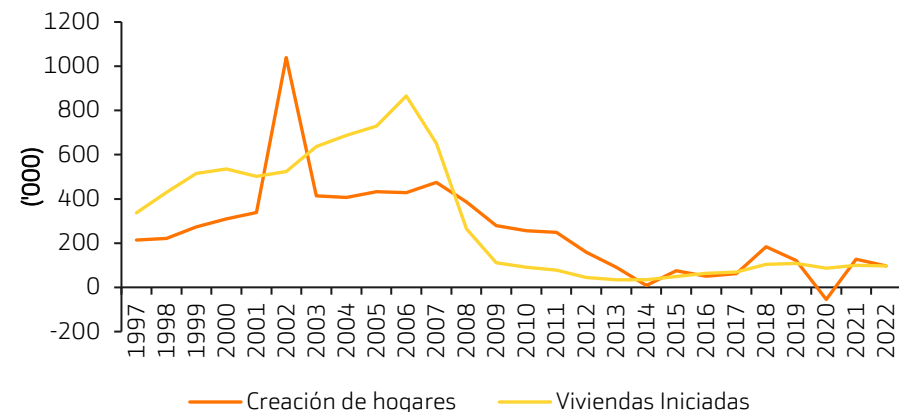
- **Accesibilidad a la vivienda en línea con la media histórica:** La relación entre precios de la vivienda e ingresos familiares medios finalizará ya este año por debajo de 7,5x (media histórica) y mejorará todavía más en 2024. La clave está en los salarios, que podrían seguir creciendo por encima de los precios de la vivienda.
- **Equilibrio entre oferta y demanda.** Tanto las viviendas iniciadas como la creación de hogares se encuentran muy equilibradas en torno a 100.000 al año, nivel que consideramos sostenible a medio/largo plazo. Si bien, hay zonas donde hay una clara falta de oferta por mayor concentración de población. Estas son principales ciudades, costa mediterránea e islas.
- **Financiación más prudente.** En los últimos 5 años, en torno a la mitad de las hipotecas se han firmado a tipo fijo, lo que reducirá el sufrimiento de los hogares y el número de ventas forzosas. Además, el número de hipotecas que superan el 80% de LTV está en mínimos históricos (<10% de las concedidas actualmente).

Cuadro 5. Precios de Vivienda vs Renta Bruta Disponible de los Hogares



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del BdE

Cuadro 6. Viviendas Iniciadas (oferta) vs Creación de Hogares (demanda)



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE

Las transacciones sí podrían caer -20% en 2 años... desde niveles máximos de 15 años.

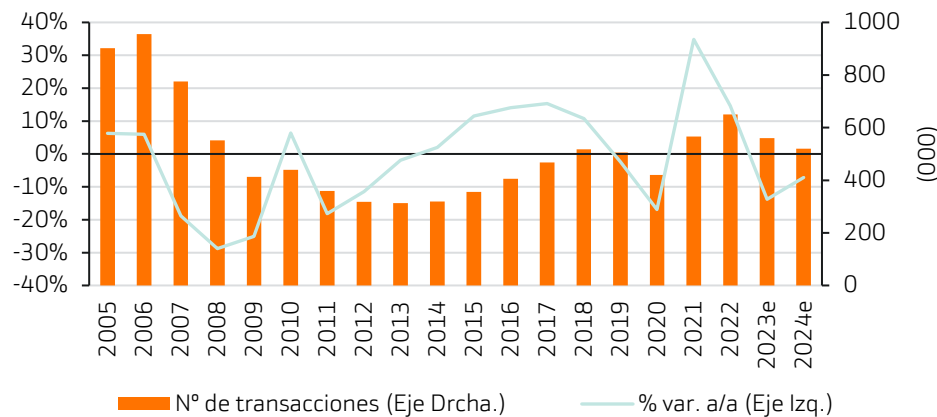
Al contrario de lo que ocurre en precios, las transacciones de vivienda sí que están sufriendo recortes (-10% a/a en julio). Mantenemos nuestra previsión del **-14% en 2023e** y **-7% en 2024e**. Si bien, hay que tener en cuenta que **veníamos de niveles máximos de los últimos 15 años**. (650.000 transacciones en 2022) y que esta reducción acumulada de en torno al 20% supondría volver a la media histórica de 500k transacciones al año. Consideramos que este nivel es sostenible a medio plazo y debería repartirse en unas 100.000 transacciones de vivienda nueva y 400.000 de segunda mano.

Suelo: Tanto precios como transacciones a la baja.

En un entorno de subidas muy moderadas de precios de vivienda y mayores costes de construcción, por materias primas y mano de obra, la **gestión del suelo** pasa a ser **clave para las promotoras**. Por un lado, el precio de compra es la principal herramienta para proteger los márgenes. Por otro, tratarán de reducir suelo en balance para rebajar los costes de financiación.

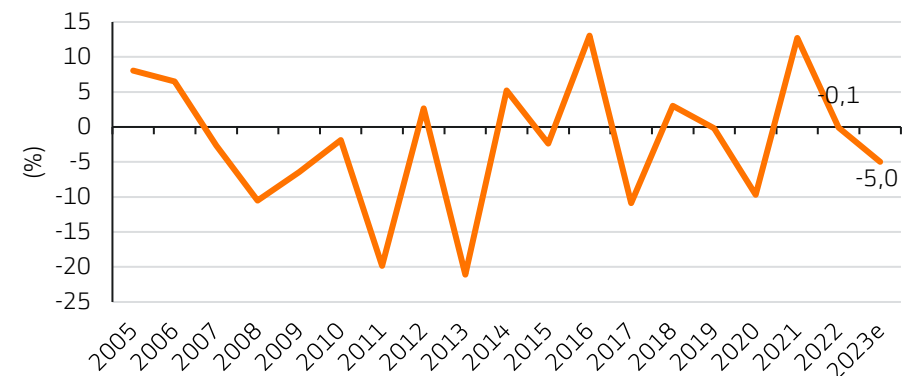
Por ello, mantenemos nuestras estimaciones de caída de precios de suelo del -5% y transacciones -20% en 2023.

Cuadro 7. Transacciones de vivienda



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE

Cuadro 8. Precios del suelo (% var a/a)



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE y Ministerio de Fomento

Oficinas: Mayor rentabilidad exigida y rentas con escasa capacidad de crecimiento.

La demanda de oficinas se estabiliza. Por un lado, se puede dar por terminada la fase de adaptación a las nuevas formas de trabajo, que sufrió una revolución tras el paso del COVID. El sistema que mayor éxito ha tenido ha sido el híbrido, que combina presencialidad y teletrabajo, y permite reducir la demanda de espacio de oficinas, aunque no de forma drástica. Por otra parte, a pesar de la desaceleración económica, el empleo se muestra sólido y el número de afiliados a la Seguridad Social crece +3% en septiembre (a/a). Esto ha permitido a los activos *prime* mantener ocupaciones elevadas, de en torno al 95%.

Sin embargo, las rentas se estancan. Tanto en 2022 como en lo que llevamos de año, hemos visto cómo las rentas apenas crecen, a pesar de los elevados niveles de inflación (del 5,7% dic-2022). Aunque los contratos de alquiler están vinculados a IPC, parece complicado que en este entorno de demanda débil las rentas se incrementen.

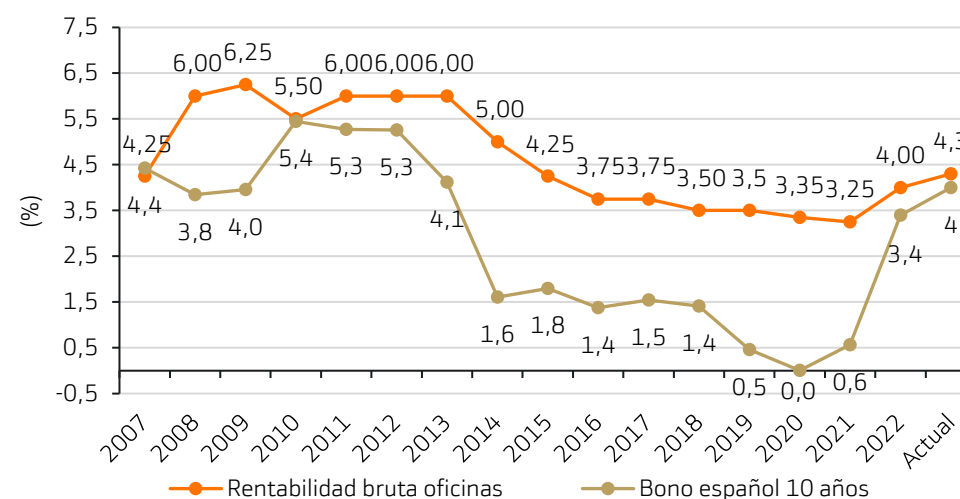
Mayores tipos de interés penalizará las valoraciones. El fuerte repunte de TIR en bonos soberanos, lleva a exigir mayores rentabilidades a los activos de oficinas (*yield*). Se ha incrementado hasta el 4,30% en 1S 2023 (vs 4,00% a diciembre 2022) y prevemos que continúe haciéndolo hasta niveles cercanos al 5% en 2023. Las valoraciones de activos han caído de media -8% en los últimos 12 meses (según el índice elaborado por CBRE) y podrían retroceder hasta un -10% adicional entre 2023 y 2024.

Cuadro 9. Rentas (€/m²/mes) y ocupaciones prime en Madrid y Barcelona

| | Madrid CBD | | | | Barcelona CBD | | | |
|------|------------|---------|-----------|------------|---------------|---------|-----------|------------|
| | Rentas | Var (%) | Ocupación | Var (p.b.) | Rentas | Var (%) | Ocupación | Var (p.b.) |
| 2009 | 30 | -23,1% | 94,4 | -160 | 21 | -16,0% | 94,4 | -160 |
| 2010 | 27 | -10,0% | 91,7 | -270 | 19 | -9,5% | 91,7 | -270 |
| 2011 | 26 | -3,7% | 91 | -70 | 19 | 0,0% | 91 | -70 |
| 2012 | 24,25 | -6,7% | 90,9 | -10 | 18 | -5,3% | 90,6 | -40 |
| 2013 | 24,25 | 0,0% | 90,9 | 0 | 17,5 | -2,8% | 89,7 | -90 |
| 2014 | 25,5 | 5,2% | 91,1 | 20 | 17,8 | 1,7% | 92,2 | 250 |
| 2015 | 27,3 | 7,1% | 93 | 190 | 20 | 12,4% | 92,7 | 50 |
| 2016 | 29 | 6,2% | 92,2 | -80 | 21,5 | 7,5% | 94 | 130 |
| 2017 | 31,3 | 7,9% | 93 | 80 | 23,3 | 8,4% | 96,5 | 250 |
| 2018 | 34,5 | 10,2% | 93,3 | 30 | 25,3 | 8,6% | 97,9 | 140 |
| 2019 | 36,5 | 5,8% | 93,5 | 20 | 27,5 | 8,7% | 98,3 | 40 |
| 2020 | 36,0 | -1,4% | 94,7 | 120 | 27,0 | -1,8% | 94,9 | -340 |
| 2021 | 36,5 | 1,4% | 92,6 | -210 | 27,5 | 1,9% | 93,9 | -100 |
| 2022 | 37,0 | 1,4% | 94,5 | 190 | 28,0 | 1,8% | 94,6 | 70 |
| 1S23 | 37,5 | 1,4% | 95,2 | 70 | 28,0 | 0,0% | 95,5 | 90 |

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos de JLL

Cuadro 10. Rentabilidad bruta de oficinas y TIR del bono español a 10 años



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos de JLL y Bloomberg

Centros comerciales: Presión a la baja en valoración de activos

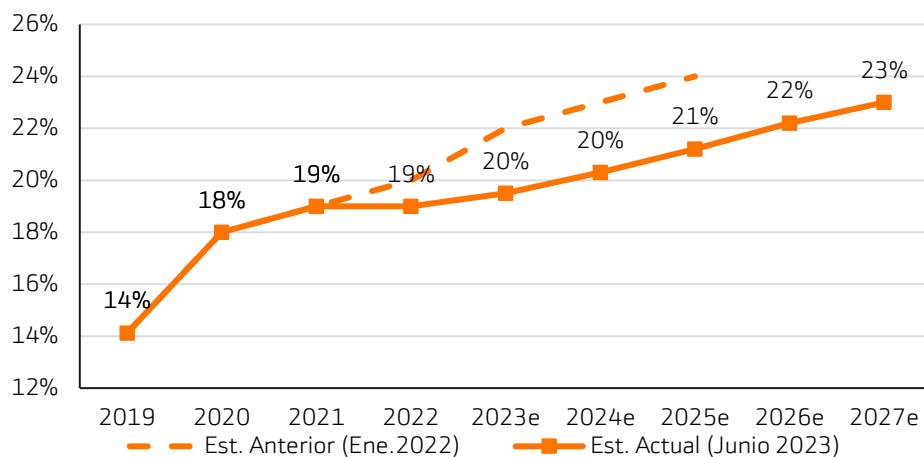
La inflación en bienes de consumo básico (energía y alimentación), unido a unos mayores costes de financiación, está erosionando el poder adquisitivo de los hogares. La **Confianza del Consumidor** ha caído de forma significativa en los últimos meses, lo que terminará por afectar a las ventas minoristas.

La buena noticia es que el comercio electrónico crece a menor ritmo del inicialmente estimado. Tras el "boom" del comercio electrónico a raíz de la pandemia, su crecimiento se ha moderado significativamente en 2022 y 2023. De hecho, se han rebajado las previsiones de cuota de mercado del comercio electrónico global, hasta el 20% 2024e vs 23% estimado anteriormente.

El **principal reto** de los centros comerciales es mantener niveles de **ocupación** elevados y tasas de esfuerzo de los comercios en niveles razonables. Para ello, renunciarán probablemente a la revisión contractual de las **rentas** en base a inflación. De hecho, según JLL las rentas de los centros comerciales en España no han subido en el último año y podrían hacerlo a un ritmo medio del +1,4% anual entre 2023 y 2027, por debajo de la inflación prevista para el periodo (+2,8%).

El fuerte repunte de TIR en bonos soberanos, incrementa la rentabilidad exigida sobre los centros comerciales (5,85% actual según JLL), y lleva a rebajas de valoraciones superiores al -10% acumulado desde 2020. Estimamos recortes adicionales en 2023 y 2024.

Cuadro 11. Global: Cuota de mercado comercio electrónico sobre ventas minoristas total



Fuente: eMarketer

Cuadro 12. España: Conf. del Consumidor (índice)



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos de Eurostat

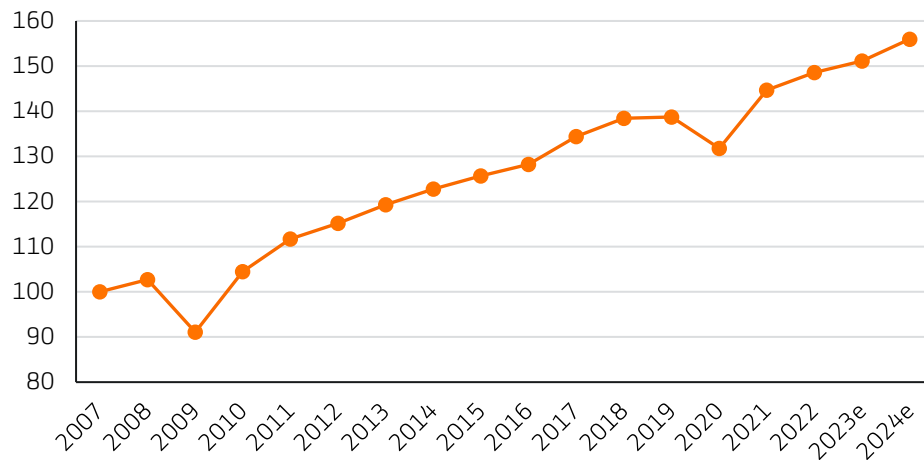
Logístico: Capacidad de subida de rentas, que dan soporte a las valoraciones

A pesar de la desaceleración económica global, **la demanda de activos logísticos sigue creciendo**, apoyada sobre todo en: (i) el comercio electrónico sigue ganando cuota de mercado y requiere de ca.3x más capacidad de almacenamiento que el comercio tradicional; y (ii) se prevé que el comercio internacional de mercancías siga incrementándose +1,7% en 2023e y +3,2% en 2024e, gracias al crecimiento poblacional e incremento de las clases medias en países emergentes. Por otra parte, **la oferta es todavía reducida**, sobre todo en activos con superficie de más de 20.000m², que son las más demandadas por los grandes operadores logísticos, y los proyectos para nuevos desarrollos se están frenando por los mayores costes de construcción y financiación.

Otro atractivo de esta tipología de activos es su **gran capacidad de incremento de rentas**. Esto se debe a que el alquiler de instalaciones representa menos del 5% sobre la base de costes totales de las empresas logísticas, por lo que una subida de rentas del 20% tan sólo supondría un incremento inferior al 1,0% sobre los costes totales de estas compañías. Es decir, la actividad empresarial es relativamente poco sensible a la renta. En 2022, las rentas se incrementaron cerca de +30% y el principal operador a nivel global (Prologis) prevé crecimientos próximos al +8% en 2023.

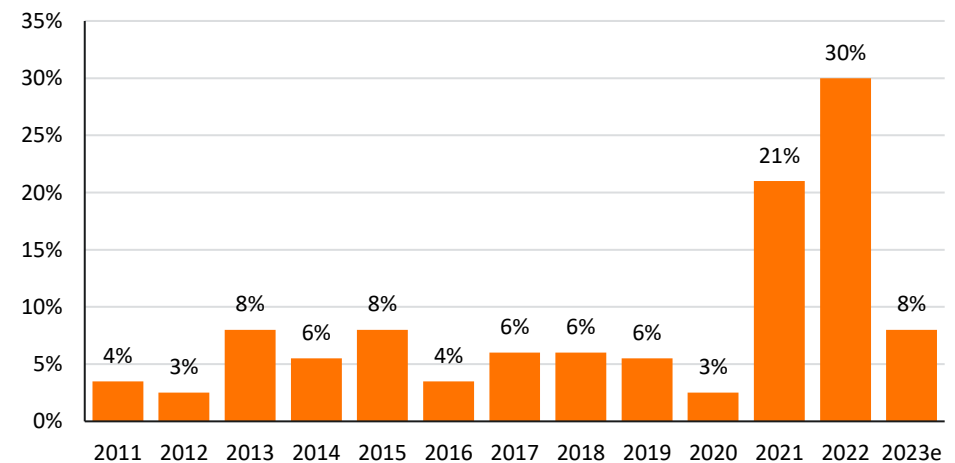
El incremento de rentas por encima de la inflación, debería compensar la mayor rentabilidad exigida a los activos y dar soporte a las valoraciones de activos.

Cuadro 13. Global: Comercio internacional de mercancías (Base 100=2007)



Fuente: OMC

Cuadro 14. EE.UU: Rentas activos logísticos (% var. a/a)



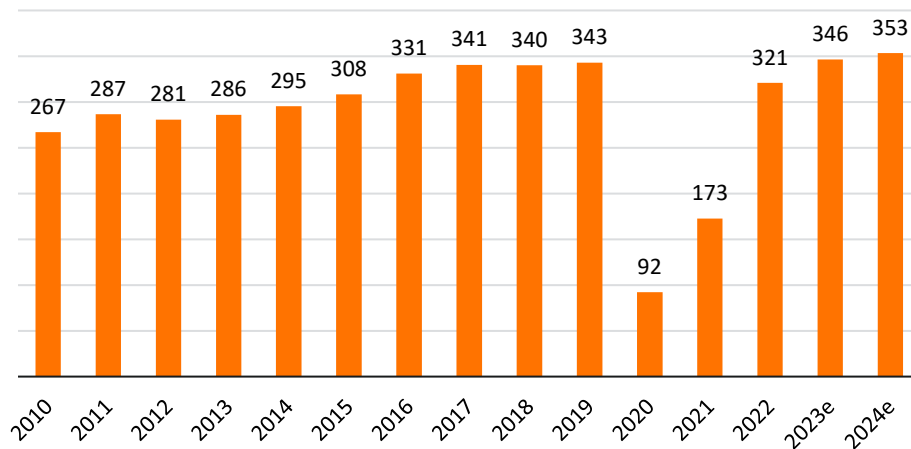
Fuente: Prologis

Hoteles: El turismo en España marca récord histórico en 2023.

El mayor apetito por el turismo tras el paso del virus se ha convertido en algo más estructural de lo inicialmente estimado. La demanda hotelera se mantiene muy sólida, a pesar de la desaceleración económica y las tensiones geopolíticas. Estimamos que las pernoctaciones hoteleras superarán este año los niveles previos al virus (346M vs 343M en 2019) y marcará por tanto un nuevo máximo histórico. Además, el sector ha mostrado una gran capacidad de **incremento de precios**, con ADR (tarifa media diaria) que ya supera en +25% los niveles previos al virus (2019). En consecuencia, **prevedemos que los ingresos hoteleros superen este año los niveles previos al virus entre +20% y +25%**, con márgenes estables e incluso superiores en algunos casos.

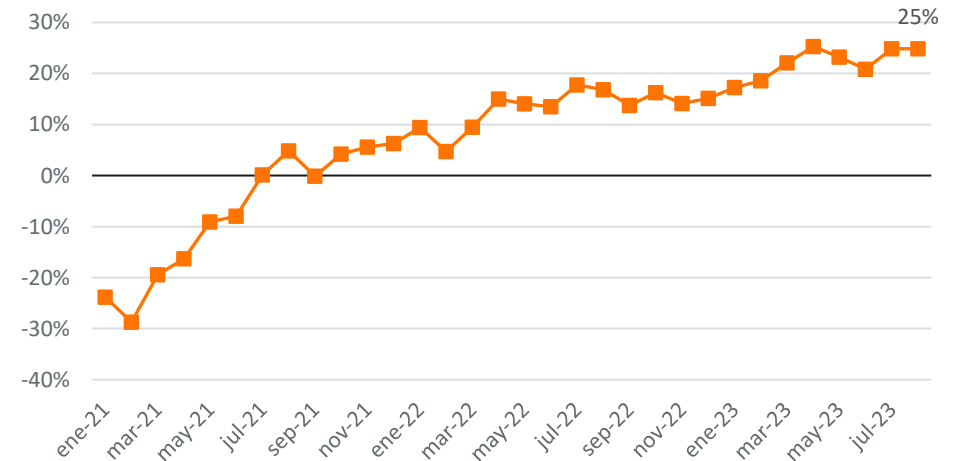
Las buenas perspectivas sobre los hoteles deberían dar **estabilidad a las valoraciones de activos**, si bien las **transacciones** se verán reducidas en al menos un **-20%** en 2023, por **mayores costes de financiación**. Entre los principales compradores de activos destacan inversores de Oriente Medio, con menor necesidad de financiación. Por el lado de los vendedores, sigue habiendo gran presencia de operadores hoteleros, buscando desapalancarse vía operaciones de *sale&lease* o *sale&management*.

Cuadro 15. Pernoctaciones Hoteleras en España (Mn)



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE

Cuadro 16. Ingreso por habitación ocupada (ADR) (% var vs 2019)



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE

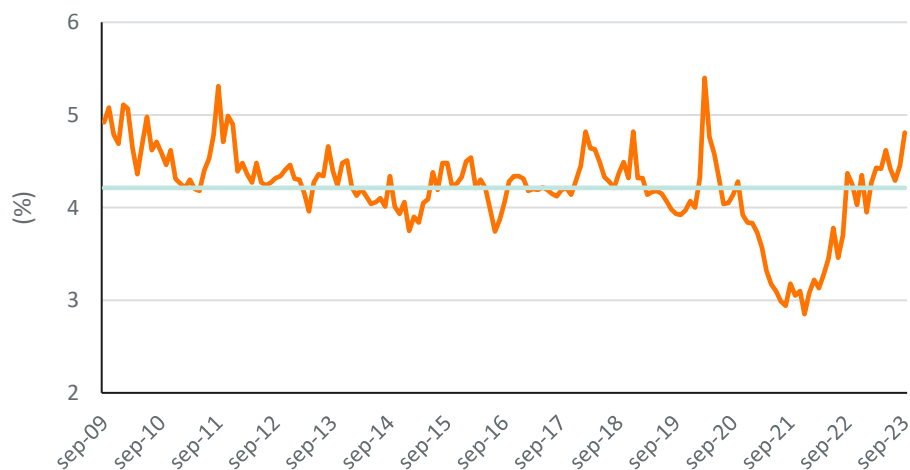
Inmobiliario cotizado: Momento de empezar a posicionarse con perspectiva de medio/largo plazo

El inmobiliario cotizado ha caído un -35% a nivel global entre 2022 y lo que llevamos de 2023, lastrado por el fuerte repunte de TIR en bonos soberanos. Como consecuencia, el sector cotiza con un **descuento sobre NAV** (Net Asset Value) de entre 20% y 30%, que implica una considerable rebaja de valoración de activos. La **rentabilidad por dividendo** media se sitúa en el 4,8%, por encima de la media histórica (4,2%). Por el lado de la deuda, el inmobiliario cotizado presenta un **LTV** medio de en torno al 30%, en mínimos históricos.

Es momento de empezar a tomar posiciones. El repunte de las cotizaciones no será inmediato, pero prevemos un 2024 favorable para el sector, por: i) Crecimiento económico moderado, aunque positivo; ii) inflación todavía elevada, en niveles próximos al 3%; y iii) fin del proceso de subidas de tipos. La TIR de los bonos soberanos debería tender a moderarse desde los niveles actuales, sobre todo cuando la expectativa de bajadas de tipos sea fiable y esté próxima (¿mediados de 2024?).

Si bien, centramos la estrategia en tipologías de activos con capacidad de crecimiento y, por tanto, de trasladar la inflación a las rentas. Detectamos algunas oportunidades, como: (i) **Vonovia**, líder europeo de residencial en alquiler. Cotiza con rentabilidad por dividendo superior al 5,5% 2024e, a pesar de haberlo rebajado a la mitad, y descuento del 59% sobre valoración de activos (NAV 49,7€/acción, ya rebajado -25% desde 2021). En EE.UU, destacamos: (ii) **Welltower**, relacionada con salud, sobre todo residencias de ancianos; (iii) **Prologis**, líder mundial de activos logísticos; (iv) **Digital Realty Trust**, especializada en centros de datos.

Cuadro 17. Rentabilidad por dividendo media del FTSE Naerit Developed Index



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos de FTSE EPRA NAREIT

Cuadro 18. Selección de REITs internacionales

| | Vonovia | Welltower | Prologis | Digital Realty Trust |
|----------------------|-------------------------|----------------------|-----------|----------------------|
| Geografía | ALE | EE.UU. | Global | EE.UU. |
| Divisa | € | \$ | \$ | \$ |
| Tipología de activos | Residencial en alquiler | Salud (Res. 3ª Edad) | Logístico | Centros de datos |
| P. Mercado | 20,5 | 83,9 | 102,6 | 115,6 |
| % var. YTD | -7% | 28% | -9% | 15% |
| Rating Deuda (S&P) | BBB+ | BBB+ | A | BBB |
| Rent. por Dividendo: | | | | |
| 2023e | 4,1% | 2,8% | 2,9% | 4,0% |
| 2024e | 6,0% | 2,8% | 3,2% | 4,0% |

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con estimaciones de Reuters. *Cierre del 19/10/2023

Aunque las principales SOCIMIs cotizadas españolas (Inmobiliaria Colonial, Merlin Properties y Lar España) presentan aparentemente menor atractivo por su elevada exposición a oficinas y centros comerciales, cotizan con descuentos excesivos sobre valoración de activos (~50%) y rentabilidad por dividendo atractiva (entre 4,8% y 8,3%) desde una perspectiva histórica. Las valoraciones de activos sufrirán rebajas, pero del -10%/-15% sobre GAV (-20%/-30% sobre NAV), y por el lado de los dividendos, no estimamos rebajas significativas. Presentan niveles de ocupación elevados, con rentas ligeramente al alza, y ratios de apalancamiento moderados (<40%), con prácticamente toda la deuda a tipo fijo y vencimiento medio superior a 5 años.

Cuadro 19. Principales SOCIMIs españolas

| | Recomendación | Cotización (€/acción)* | P. Objetivo (€/acción) | Potencial | NAV (€/acción) | Prima/desc. Vs. NAV | Tipología de activos | Div. Yield 2023e |
|-------------------|---------------|---------------------------|---------------------------|-----------|-------------------|------------------------|---------------------------------|---------------------|
| Inm. Colonial | Comprar | 5,20 | 6,70 | 28,8% | 10,90 | -52,3% | Oficinas Prime | 4,8% |
| Lar España | Comprar | 5,71 | 6,34 | 11,0% | 10,76 | -46,9% | Comercial | 8,3% |
| Merlin Properties | Comprar | 7,72 | 9,20 | 19,2% | 15,40 | -49,9% | Oficinas, comercial y logístico | 5,6% |

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

*Precio 19/10/2023; 17:35h

Mejoran los fundamentales para el sector promotor. La demanda se mantendrá fuerte, sobre todo en Madrid, Cataluña, costa Mediterránea e islas, donde la oferta es por el momento insuficiente. Además, mejoramos nuestra previsión de precios de vivienda hasta +1% 2023e vs -3% estimado anteriormente. Si se produce alguna caída en 2024 será coyuntural. Gracias a ello, la presión en márgenes será menor de lo inicialmente estimado, permitiéndoles así mantener un margen EBITDA por encima del 15% (vs ca. 20% anterior). Subimos recomendación a Aedas Homes a Comprar desde Neutral, con un potencial de revalorización del +35%.

Cuadro 20. Promotores inmobiliarios cotizados en España

| | Recomendación | Cotización (€/acción)* | P. Objetivo (€/acción) | Potencial | NAV (€/acción) | Prima/desc. Vs. NAV | Tipología de activos | P/Valor Contable 2024e |
|--------------|---------------|---------------------------|---------------------------|-----------|-------------------|------------------------|-------------------------------|---------------------------|
| Aedas Homes | Comprar | 15,54 | 20,9 | 34,7% | 33,48 | -53,6% | Suelo residencial | 0,7 |
| Metrovacesa | Neutral | 7,50 | 7,9 | 5,3% | 13,73 | -45,4% | Suelo residencial y terciario | 0,7 |
| Neinor Homes | Neutral | 10,06 | 10,6 | 5,4% | 17,17 | -41,4% | Suelo residencial | 0,9 |

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

*Precio 19/10/2023; 17:35h

Anexo 1. Valoraciones de activos (GAV y NAV).

El *Net Asset Value (NAV)* o valor neto de los activos corresponde al valor liquidativo del activo o cartera de activos, es decir, lo que se obtendría de su venta, después de repagar deuda y otros pasivos (circulante, etc...). Se basa en valoraciones externas, que determinan el GAV o valor bruto de los activos.

¿Qué factores influyen en las valoraciones de activos? Son generalmente 2:

- **Rentas:** Las rentas que genera un activo inmobiliario dependen de la ocupación del activo y el precio del alquiler. Ambos están generalmente vinculados a **inflación y crecimiento económico**, entre otros factores intrínsecos a cada tipología de activos.
- **Rentabilidad exigida (yield):** Está vinculada a la evolución de los bonos soberanos, sobre los que se exige un diferencial en función de la tipología de activo y su riesgo.

El **mejor escenario para las valoraciones de activos** es el de inflación por encima del 2%, con previsión de crecimiento económico y tipos de interés estables. Incluso aunque los tipos de interés suban ligeramente, las valoraciones salen favorecidas en entornos de inflación. Por eso, **siempre se ha dicho que los activos inmobiliarios protegen frente a la inflación**. En esta ocasión, sin embargo, no ha sido así por: (i) la falta de crecimiento económico, que impide trasladar la inflación a las rentas y (ii) la brusca subida de tipos de interés.

Cuadro 21. Evolución histórica del sector inmobiliario, en función de la inflación y previsión económica. Índice de referencia = MSCI US

| | Inflación baja (<1,7%) | | | | Inflación Media | | | | Inflación alta (>2,7) | | | |
|----------------|------------------------|------|--------------|-------|-----------------|------|--------------|-------|-----------------------|-------|--------------|-------|
| PMI Bajo (<51) | Tecnología | 1,58 | Industriales | 0,49 | Tecnología | 1,63 | Cons. Disc. | 0,80 | Cons. Básico | 0,72 | Materiales | -0,02 |
| | Cons. Disc. | 1,36 | Utilities | 0,14 | Salud | 1,42 | Materiales | 0,79 | Salud | 0,34 | Utilities | -0,21 |
| | Telecom | 1,05 | Materiales | 0,11 | Telecom | 1,23 | Industriales | 0,72 | Inmobiliario | 0,27 | Cons. Disc. | -0,38 |
| | Salud | 0,97 | Financieras | 0,10 | Financieras | 1,10 | Inmobiliario | 0,67 | Energía | 0,07 | Índice | -0,41 |
| | Cons. Básico | 0,80 | Energía | -0,17 | Cons. Básico | 1,05 | Utilities | 0,06 | Industriales | -0,02 | Tecnología | -0,91 |
| | Índice | 0,75 | Inmobiliario | -0,33 | Índice | 0,98 | Energía | -0,17 | Financieras | -0,02 | Telecom | -1,24 |
| PMI Medio | Cons. Disc. | 1,86 | Salud | 1,30 | Tecnología | 2,26 | Cons. Disc. | 1,14 | Inmobiliario | 1,78 | Financieras | 1,03 |
| | Financieras | 1,82 | Energía | 0,99 | Telecom | 1,49 | Cons. Básico | 1,03 | Energía | 1,58 | Industriales | 0,93 |
| | Tecnología | 1,60 | Cons. Básico | 0,76 | Industriales | 1,45 | Energía | 0,95 | Cons. Básico | 1,36 | Índice | 0,87 |
| | Materiales | 1,54 | Inmobiliario | 0,64 | Materiales | 1,34 | Inmobiliario | 0,92 | Tecnología | 1,31 | Materiales | 0,45 |
| | Índice | 1,33 | Utilities | 0,32 | Utilities | 1,22 | Financieras | 0,83 | Salud | 1,25 | Cons. Disc. | 0,34 |
| | Industriales | 1,32 | Telecom | 0,32 | Índice | 1,19 | Salud | 0,56 | Utilities | 1,21 | Telecom | 0,19 |
| PMI Alto (>55) | Energía | 2,28 | Índice | 1,83 | Tecnología | 1,81 | Salud | 1,27 | Energía | 2,08 | Índice | 1,13 |
| | Financieras | 2,18 | Telecom | 1,66 | Cons. Disc. | 1,17 | Financieras | 1,15 | Inmobiliario | 1,92 | Cons. Básico | 0,94 |
| | Industriales | 2,18 | Inmobiliario | 1,38 | Industriales | 1,36 | Utilities | 1,06 | Tecnología | 1,57 | Financieras | 0,90 |
| | Tecnología | 2,10 | Salud | 1,31 | Telecom | 1,34 | Energía | 1,03 | Utilities | 1,38 | Salud | 0,89 |
| | Cons. Disc. | 1,95 | Cons. Básico | 1,30 | Índice | 1,33 | Materiales | 0,93 | Materiales | 1,23 | Cons. Disc. | 0,84 |
| | Materiales | 1,93 | Utilities | 1,09 | Inmobiliario | 1,29 | Cons. Básico | 0,70 | Industriales | 1,18 | Telecom | 0,60 |

Fuente: Janus Henderson

Cuadro 22. Prima/Descuento histórico sobre NAV (Global)



Fuente: Janus Henderson

Anexo 2. Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses

| Inm. Colonial | | | Merlin Properties | | | Metrovacesa | | |
|----------------------|---------------|-----------------|--------------------------|---------------|-----------------|--------------------|---------------|-----------------|
| Fecha | Recomendación | Precio objetivo | Fecha | Recomendación | Precio objetivo | Fecha | Recomendación | Precio objetivo |
| 11/10/2022 | Comprar | 6,86 € | 11/10/2022 | Neutral | 9,79 € | 11/10/2022 | Vender | 7,20 € |
| 28/11/2022 | Comprar | 6,70 € | 30/11/2023 | Neutral | 9,40 € | 26/04/2023 | Vender | 7,20 € |
| 26/04/2023 | Comprar | 6,50 € | 26/04/2023 | Neutral | 8,70 € | 20/10/2023 | Neutral | 7,90 € |
| 14/08/2023 | Comprar | 6,70 € | 11/08/2023 | Neutral | 9,20 € | | | |
| 20/10/2023 | Comprar | 6,70 € | 20/10/2023 | Comprar | 9,20 € | | | |

| Lar España | | | Aedas Homes | | | Neinor Homes | | |
|-------------------|---------------|-----------------|--------------------|---------------|-----------------|---------------------|---------------|-----------------|
| Fecha | Recomendación | Precio objetivo | Fecha | Recomendación | Precio objetivo | Fecha | Recomendación | Precio objetivo |
| 11/10/2022 | Neutral | 5,38 € | 11/10/2022 | Neutral | 17,70 € | 11/10/2022 | Neutral | 11,60 € |
| 26/04/2023 | Neutral | 5,43 € | 26/04/2023 | Neutral | 14,80 € | 26/04/2023 | Neutral | 9,40 € |
| 20/10/2023 | Comprar | 6,34 € | 20/10/2023 | Comprar | 20,90 € | 20/10/2023 | Neutral | 10,60 € |

INFORMACIÓN IMPORTANTE. -

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website:
<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- Las metodologías de valoración más frecuentemente aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico.
- La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:
https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf
- Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf

NOTAS DE COMPAÑÍAS RECIENTEMENTE PUBLICADAS.-

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: [Link a informes de compañías.](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS

| | | |
|--|--|--|
| Ramón Forcada – Director | Rafael Alonso – Bancos | Pedro Echeguren – Farma & Salud |
| Eduardo Cabero – Seguros & Medios de Pago | Aránzazu Bueno – Eléctricas | Pilar Aranda – Petróleo & Aerolíneas |
| Aránzazu Cortina – Industriales | Esther Gutiérrez de la Torre – Autos | Juan Moreno– Inmobiliarias, Infraestructuras & Hoteles |
| Juan Tuesta – Construcción, Defensa & Tecnología | Elena Fernández–Trapiella – Consumo/Lujo & Telecoms. | Jorge Pradilla – Logística & Ciberseguridad |
| Pedro Ribeiro – Químicas & Papel | Carlos Pellicer – Alimentación & Distribución | Tiago Brito – Analista |

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión y Planes de Pensiones
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable
- Capital Advisor y Bankinter Roboadvisor