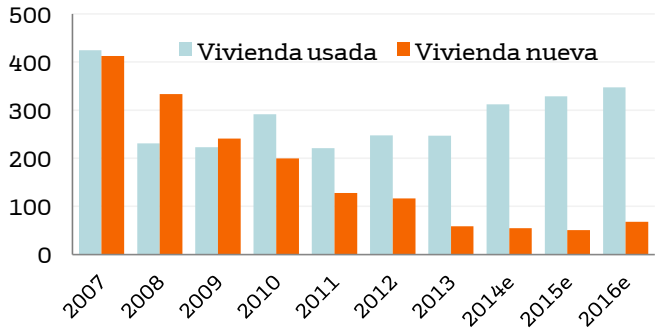
La recuperación del sector inmobiliario: *Allegro, ma non troppo*

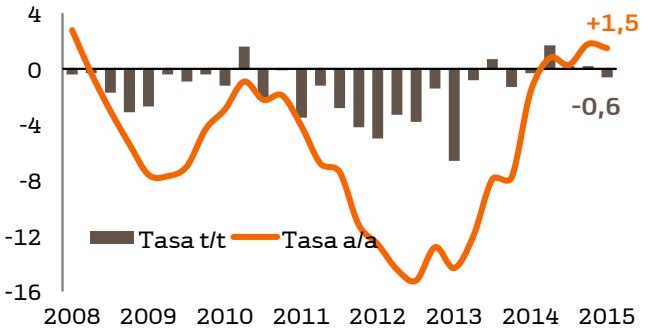
RESUMEN: *El mercado inmobiliario español prosigue su senda de recuperación caracterizada por el incremento de las operaciones de compraventa y el incipiente repunte de los precios. La mejora en el empleo, los reducidos costes de financiación y el mayor atractivo de la vivienda como inversión frente a otras alternativas serán catalizadores de la demanda, que crecerá de forma moderada hasta situarse en un nivel ligeramente superior a 400k viviendas en 2016. El repunte de la demanda junto con la escasez de oferta en ubicaciones selectivas permitirá un tímido repunte de los precios este año, que podría extenderse en 2016 a más ciudades y alcanzar un incremento promedio de +4%. Además, el sector inmobiliario está atrayendo crecientes volúmenes de inversión en grandes carteras de activos para su posterior alquiler y gestión. La subida de las rentas medias por alquiler y la compresión de yields en oficinas y centros comerciales auguran un potencial de revalorización de estos activos, cuyo único obstáculo pueden ser los cambios en normativas urbanísticas o una incertidumbre política que lleve a aplazar algunas decisiones de inversión. En definitiva, el sector inmobiliario vuelve a presentar oportunidades de inversión, aunque la mayor parte de las principales compañías cotizadas del sector[1] presentan elevado endeudamiento, grandes carteras de suelo y viviendas pendientes de desarrollo y venta y ausencia de masa crítica para generar economías de escala. En consecuencia, consideramos que la mejor alternativa es la compra de activos inmobiliarios localizados en ubicaciones "prime" de las grandes ciudades y centros turísticos, con un objetivo de rentabilidad neta en el entorno del 3% y un horizonte de inversión mínimo de 3 a 5 años.*

Gráfico 1: Demanda: evolución y perspectivas



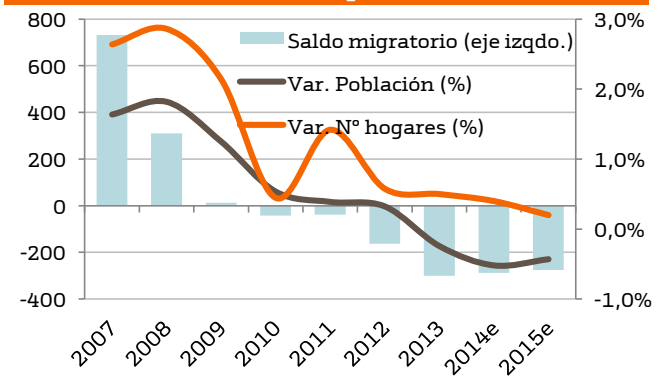
Fuentes: Banco de España, Ministerio de Fomento ,Consejo General del Notariado y estimaciones Análisis Bankinter

Gráfico 2: Precios de vivienda en España



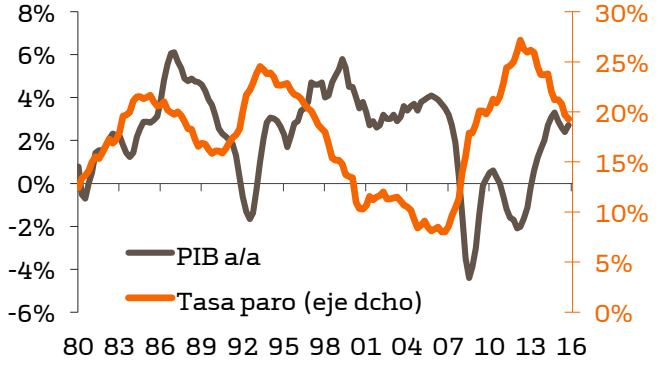
Fuente: INE

Gráfico 3: Estimaciones de población



Fuente: INE y estimaciones Bankinter

Gráfico 4: Evolución prevista del PIB y el paro



Fuentes: INE y estimaciones Bankinter

:: Punto de partida. ¿Dónde nos encontramos?

El mercado inmobiliario residencial español se encuentra en una fase de moderada recuperación que se va consolidando progresivamente. La situación actual se caracteriza por una reactivación gradual de la demanda focalizada únicamente en las ventas de vivienda de segunda mano y la estabilización de los precios medios. En conjunto, las perspectivas del sector continúan mejorando y 2015 será el segundo año consecutivo que finalizará con un incremento en las compraventas de vivienda. Tras haber cerrado el año 2014 con una cifra de 367k viviendas vendidas (+19%) y registrar fuertes crecimientos en los primeros meses de 2015, las tasas de incremento se han moderado hasta el 8,4% en tasa a/a del mes de mayo, según los datos del Consejo General del Notariado. Actualmente existe un marcado contraste entre el crecimiento de las ventas de vivienda usada (+14,5% a/a) y el descenso de la demanda de vivienda nueva (-21,5% a/a). En nuestra opinión, la tasa interanual acumulada finalizará el año en niveles cercanos a +4%, ya que la tendencia de mejora de la demanda se verá empañada por la comparativa con unas cifras muy positivas en Dic-2014, debido a las operaciones adelantadas a final de año para evitar el impacto de la eliminación de los coeficientes de abatimiento en la tributación de plusvalías. El comportamiento moderadamente positivo de la demanda está permitiendo que los precios se estabilicen. La tasa interanual muestra un incremento de +1,5% y acumula ya 4 trimestres consecutivos de tendencia alcista (gráfico 2), por lo que reiteramos la idea expresada en nuestro anterior informe del mercado inmobiliario: el ajuste de los precios ha concluido y 2015 será el año de la estabilización previa al repunte.

:: Nuevo boom de la vivienda o crecimiento leve?

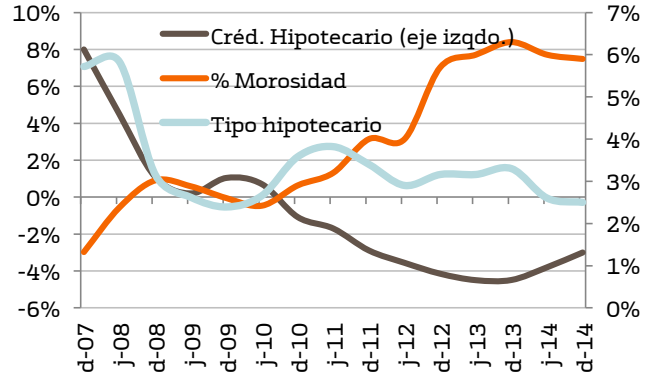
Las estimaciones futuras de la demanda de vivienda en España se encuentran condicionadas por 2 tipos de fuerzas que en buena medida se contrarrestan: Factores de largo plazo que fijan un techo para la demanda y catalizadores que permitirán incrementos moderados de las compraventas. Entre los factores estructurales que suponen un límite para la demanda existen 2 variables determinantes que han cambiado sustancialmente con respecto a los años del *boom* inmobiliario.

1 Excluimos de esta opinión general la socimi Merlin Properties, que en la fecha de publicación de este informe está realizando una ampliación de capital de la que Bankinter es entidad colocadora y aseguradora.

Equipo de Análisis de Bankinter:
Jesús Amador (analista principal del informe) Ramón Forcada Eva del Barrio Rafael Alonso Pilar Aranda
Ramón Carrasco Belén San José Esther Gutiérrez de la Torre Ana de Castro Ana Achau (Asesor.)
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avda. Bruselas, 12
28108 Alcobendas

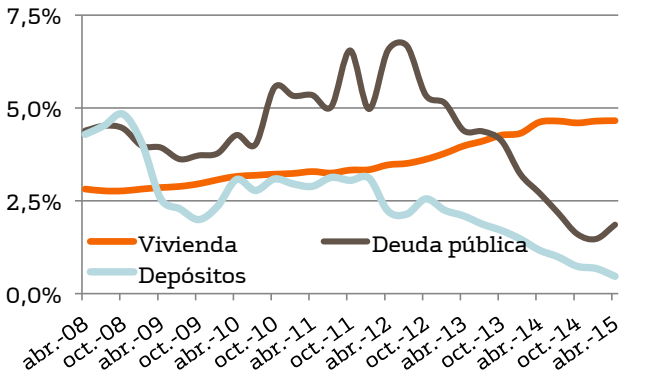
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.

Gráfico 5: Crédito hipotecario a familias (var. a/a), morosidad y tipo de interés hipotecario



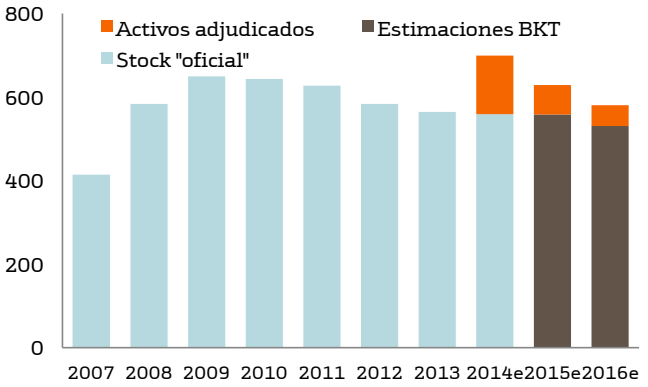
Fuente: BdE, síntesis de indicadores

Gráfico 6: Rentabilidad por activos



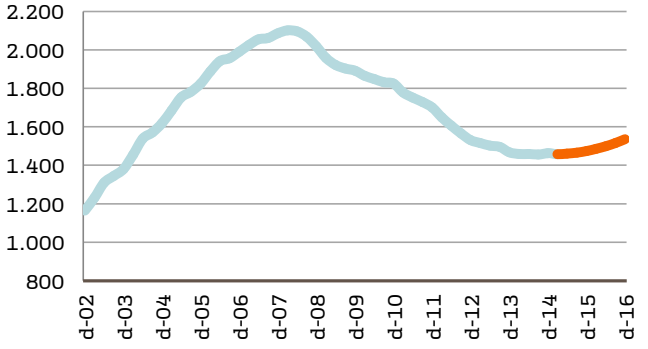
Fuente: BdE, síntesis de indicadores

Gráfico 7: Stock de vivienda



Fuentes: Ministerio de Fomento (2006-13) y estimaciones Bankinter (años 2014-15) incluyendo adjudicados

Gráfico 8: Evolución estimada del precio (€/m^2)



Fuentes: INE y estimaciones BKT (2015-16), en color naranja

En primer lugar, el descenso de la población (tanto por crecimiento vegetativo como por saldo migatorio negativo) provoca que la demanda estructural estimada de vivienda nueva se vaya reducido hasta una cifra aproximada de 250k. Por otra parte, la tasa de paro continuará siendo superior a +19% hasta finales de 2016, lo que hará que el número de familias con renta disponible suficiente para afrontar la compra de una vivienda no se incremente de forma sustancial. No obstante, el mercado inmobiliario residencial se encuentra con algunos factores coyunturales positivos que deberían permitir que la demanda repunte también en 2016, entre los que destacamos:

(i) Aceleración del crecimiento económico. Estimamos que el incremento del PIB se situará en +3,0% en 2015 y +2,6% en 2016. La mejor coyuntura también se está reflejando en el mercado laboral, de forma que la ocupación ha aumentado en 486.000 personas a lo largo de los últimos 12 meses, según la EPA del 2T'15. Aunque el impacto sobre la demanda de vivienda será limitado por el elevado porcentaje de contratos temporales que no aportan la estabilidad laboral suficiente para afrontar la compra de una vivienda, sí es evidente que una creación de empleo cercana a 1 millón de nuevos puestos de trabajo totales en los años 2015 y 2016 sí generan un mayor nivel de confianza y suponen un catalizador para la demanda.

(ii) Condiciones de acceso a la financiación y elevada liquidez. La política monetaria expansiva y el programa de compra de activos del BCE están propiciando una caída de los costes de financiación y que el Euribor 12m se mantenga en niveles inferiores a 0,5%, por lo que los tipos hipotecarios continúan descendiendo. Asimismo, la morosidad hipotecaria tocó techo en 2014 y ya se ha situado en niveles inferiores al 6%, lo que está permitiendo que la nueva producción hipotecaria esté creciendo y el volumen total de crédito hipotecario para adquisición de vivienda haya reducido su ritmo de caída desde -3,8% hasta -3,0% en los 5 primeros meses de 2015 (gráfico 5).

(iii) Atractivo de la vivienda como bien de inversión. El brusco ajuste en los precios de la vivienda ha generado un aumento de la rentabilidad bruta por alquiler de la vivienda. Este yield es aún más relevante si tenemos en cuenta que otras alternativas de inversión como la renta fija soberana a largo plazo o los depósitos bancarios están ofreciendo rentabilidades muy reducidas (gráfico 6). La ausencia de alternativas de inversión (excepto la renta variable) y el escenario actual de reducida inflación configura un contexto de mercado en el que la inversión en vivienda puede proporcionar una rentabilidad bruta cercana a 4,0%, lo que reforzará la demanda siempre que no se produzcan cambios en la legislación que creen incertidumbre para los inversores a la hora de alquilar una vivienda.

En definitiva, consideramos que el ciclo de recuperación actual no generará un nuevo *boom* de la demanda de vivienda, pero sí se están creando las condiciones para que las compraventas se incrementen a lo largo de este año hasta 380k viviendas y en 2016 hasta 420k viviendas, lo que supone revisar levemente a la baja nuestras estimaciones publicadas en febrero en las que estimábamos una demanda de 450k viviendas en 2016. En el segundo semestre del año 2015, las ventas de vivienda nueva seguirán reduciéndose debido a la escasez de nueva oferta y a que existe un volumen de operaciones de compraventa realizadas sobre activos adjudicados por las entidades financieras. En consecuencia, consideramos que la cifra de venta de viviendas nuevas se situará en 2015 en una cifra cercana a 50k casas nuevas y repuntará en 2016 hasta un rango 70k-80k viviendas nuevas.

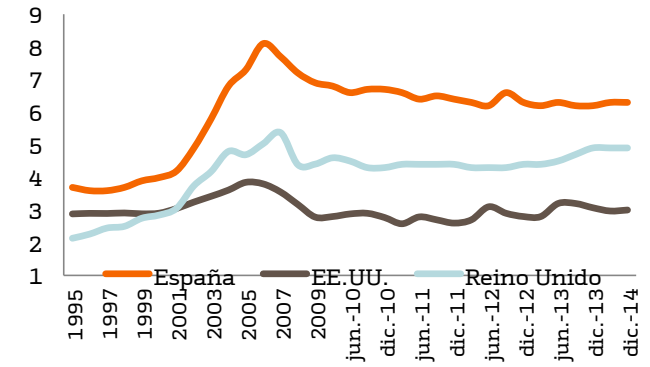
:: Los precios subirán de forma gradual y selectiva.

Los precios de la vivienda en España han comenzado una fase de repunte que se consolidará a lo largo de los 2 próximos años y que tendrá 2 características clave: será muy gradual y la evolución continuará siendo muy desigual en las diferentes ciudades y zonas costeras. Las principales razones que nos llevan a prever un aumento muy contenido de los precios son el moderado crecimiento de la demanda y el elevado stock de vivienda a precios con descuento.

Equipo de Análisis de Bankinter:
Jesús Amador (analista principal del informe) Ramón Forcada Eva del Barrio Rafael Alonso Pilar Aranda
Ramón Carrasco Belén San José Esther Gutiérrez de la Torre Ana de Castro Ana Achau (Asesor.)
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avda. Bruselas, 12
28108 Alcobendas

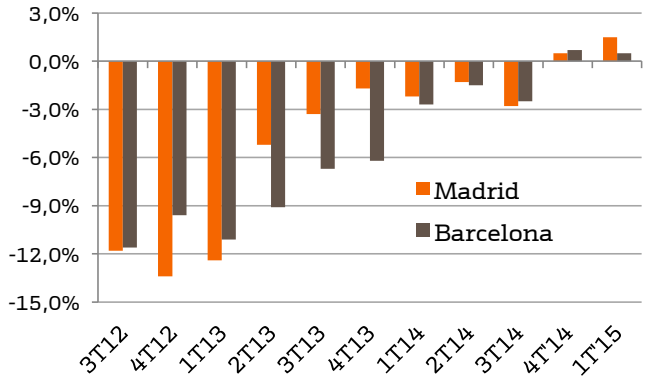
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón

Gráfico 9: Esfuerzo medido en años de renta familiar para pagar la vivienda.



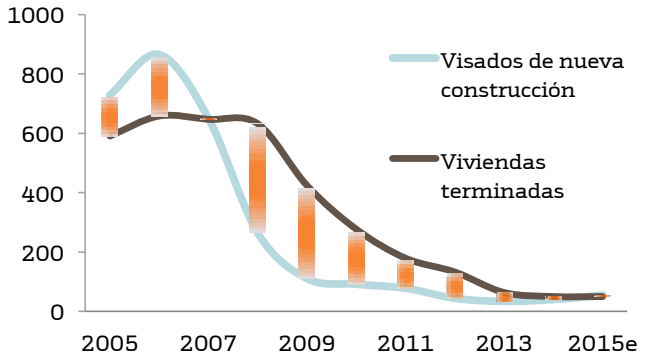
Fuentes: BdE, Nationwide y National Association of Realtors

Gráfico 10: Variación de los precios de la vivienda en Madrid y Barcelona (tasa a/a)



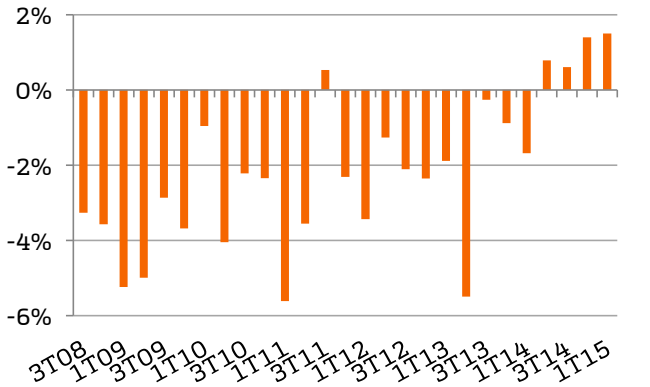
Fuentes: INE y Ministerio de Fomento

Gráfico 11: Evolución de la actividad promotora



Fuentes: INE

Gráfico 12: FBCF en PIB (Construcción, tasa t/t)



Fuente: INE

La oferta de viviendas adjudicadas por las entidades financieras y transferidas a Sareb con un descuento medio de -54% en el caso de viviendas terminadas y -63% en las promociones en curso seguirá provocando que se cierren operaciones a precios reducidos. Asimismo, ventas de viviendas a precios de derribo en áreas alejadas de las grandes ciudades seguirán presionando a la baja los precios medios de venta.Sin embargo existen algunos factores que pueden contribuir a incrementar el precio de la vivienda a lo largo de los próximos 18 meses, entre los que destacamos:

i) Normalización de los ratios de esfuerzo financiero. El duro ajuste de precios entre 2008 y 2013 vino acompañado de un descenso en las rentas familiares y el fin de los incentivos fiscales a la compra, lo que provocó que los ratios de esfuerzo financiero para la adquisición de vivienda siguieran siendo elevados. Sin embargo, la mejora de riqueza financiera desde principios de 2014 ha permitido que los ratios de esfuerzo se estén normalizando, de forma que una unidad familiar debe dedicar el 32,5% de su renta anual bruta al pago de la vivienda, un nivel equiparable al de los años 2000-01 y desde luego muy inferior al 49% alcanzado en 2008, año que marcó el máximo nivel de precios.

ii) Ausencia de oferta. La parálisis de la actividad promotora (el número de viviendas terminadas acumula 2 años en mínimos históricos con cifras inferiores a 50k viviendas anuales) ha provocado una escasez de oferta que afecta especialmente a las zonas centrales de las grandes ciudades.

iii) Repuntes en las grandes ciudades y áreas turísticas *premium*. Los precios medios de la vivienda en Madrid y Barcelona acumulan 2 trimestres consecutivos de subida, con incrementos de +1,5% y +0,5% respectivamente. Además, los precios permanecen en niveles elevados y comienzan a subir en los municipios costeros con mayor demanda, imagen premium y oferta más restringida. Ejemplos de ello son los precios por m2 e incrementos interanuales en localidades como Calvià (2.250 €/m2; +4,5%); Sitges (2.694 €/m2; +4,2%) o Jávea (1.658 €/m2; +11,2%), frente a unos precios que siguen reduciéndose en municipios con exceso de oferta como Lloret de Mar (1.433 €/m2; -7,5%); Roquetas de Mar (1.001 € /m2; -4,0%) y Gandía (889 € /m2; -14,6%, según la tasadora Tinsa.

En resumen, se mantiene el escenario de aumento de los precios en 2015 y 2016 que habíamos estimado en el informe de febrero. Este incremento de los precios continuará siendo desigual en las diferentes localizaciones, pero el precio medio repuntará de forma gradual con incrementos cercanos a +2% en el conjunto del año 2015 y +4% en el año 2016 en ubicaciones selectivas.

:: La promoción inmobiliaria despierta de su letargo.

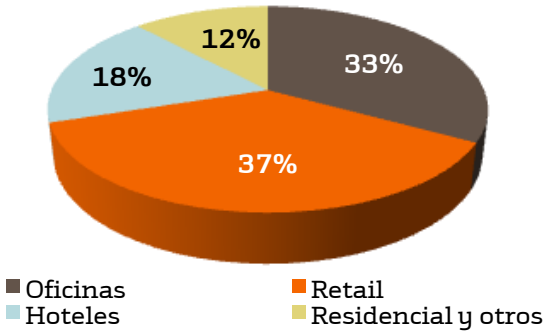
La construcción de vivienda no volverá a alcanzar los niveles máximos en los años de la burbuja inmobiliaria. La promoción ha sido prácticamente inexistente desde 2012 debido a la anémica demanda y la necesidad de que el mercado absorbiera los restos del naufragio en forma de un *stock* de vivienda que actualmente estimamos en un rango 600k-650k casas. No obstante, la escasez de oferta en zonas *premium* y el agotamiento en algunas áreas de las grandes ciudades está permitiendo que la actividad promotora comience a resurgir de sus cenizas. Esta incipiente recuperación se está poniendo de manifiesto en 2 variables:

Crecimientos de los visados de obra nueva.- Tras un aumento testimonial de los visados de obra en 2014, los primeros meses de 2015 han registrado un crecimiento de +30%, de forma que durante el año 2015 se concederán prácticamente 50k visados de obra nueva, la cifra más alta de los últimos 4 años.

Inversión en construcción.- La formación bruta de capital fijo en construcción ha repuntado durante los 4 últimos trimestres, lo que supone un cambio de tendencia notable tras 5 años consecutivos de retroceso. En consecuencia, el flujo de inversión en sector inmobiliario, que hasta ahora se ha centrado en inversión en activos ya desarrollados del sector terciario, también está comenzando a dirigirse hacia la promoción de vivienda.

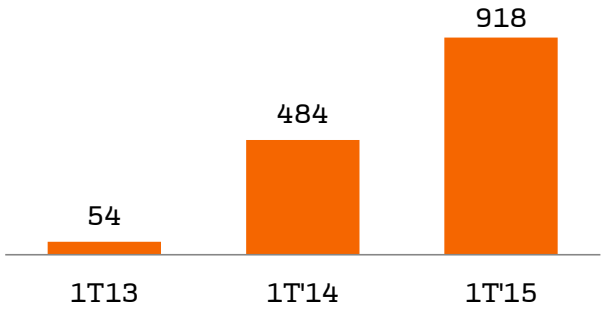
Equipo de Análisis de Bankinter: http://broker.bankinter.com/
Jesús Amador (analista principal del informe) Ramón Forcada Eva del Barrio Rafael Alonso Pilar Aranda http://www.bankinter.com/
Ramón Carrasco Belén San José Esther Gutiérrez de la Torre Ana de Castro Ana Achau (Asesor.) Avda. Bruselas, 12
28108 Alcobendas
Por favor, consulte importantes advertencias legales en: https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón

Gráfico 13: Destino de la inversión inmobiliaria durante 1S'15



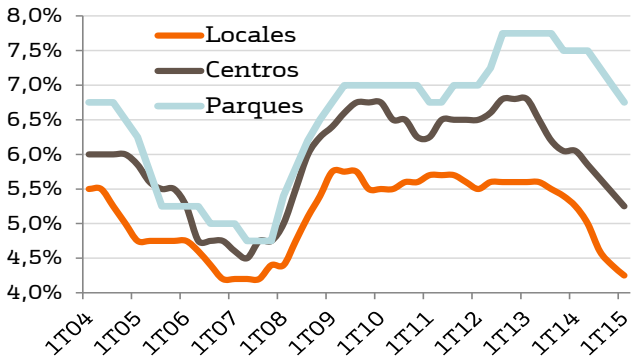
Fuente: CB Richard Ellis

Gráfico 14: Volumen de inversión en *retail* (locales, centros y parques comerciales)



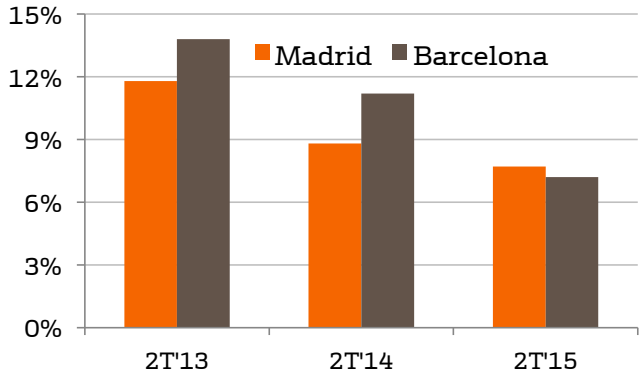
Fuente: Fuente: Jones Lang Lassalle

Gráfico 15: Evolución de *yields* en el sector *retail*



Fuente: Jones Lang Lassalle

Gráfico 16: Tasas de Disponibilidad de oficinas en Madrid y Barcelona (CBD)



Fuente: Jones Lang Lassalle

:: El sector terciario gana *momentum*

La recuperación del sector inmobiliario residencial ya está más consolidada en el sector terciario. Tras haber repuntado con fuerza en el año 2014, la inversión inmobiliaria en España ascendió a 8.500 M.€ en el primer semestre de 2015, lo que supone superar incluso los niveles de 2007, según la consultora CB Richard Ellis. Las 2 características fundamentales de esta tendencia son la firma de grandes operaciones, entre las que destacan la compra de Testa por Merlin Properties por 1.800 M.€ y el interés por activos del sector terciario (37% del volumen e inversión se ha dirigido a retail, 33% en oficinas y 18% en el sector hotelero). En nuestra opinión, las principales magnitudes sugieren que el sector inmobiliario no residencial continuará mostrando un buen comportamiento, apoyado en:

i) Rentabilidad en el sector retail. La rentabilidad de la inversión inmobiliaria en el sector retail, medida como la relación entre los ingresos por alquileres y el *Gross Asset Value* (GAV) de los activos continúa descendiendo, fundamentalmente por la revalorización de los activos que se está poniendo de manifiesto tanto en los locales comerciales de las áreas centrales, como en los centros comerciales más consolidados (gráfico 15). Adicionalmente, las rentas obtenidas en estos activos se deberían ver favorecidas por su vinculación al ciclo expansivo español, ya que una mejora de la economía y el consumo provocará un incremento del tráfico de visitantes y las ventas.

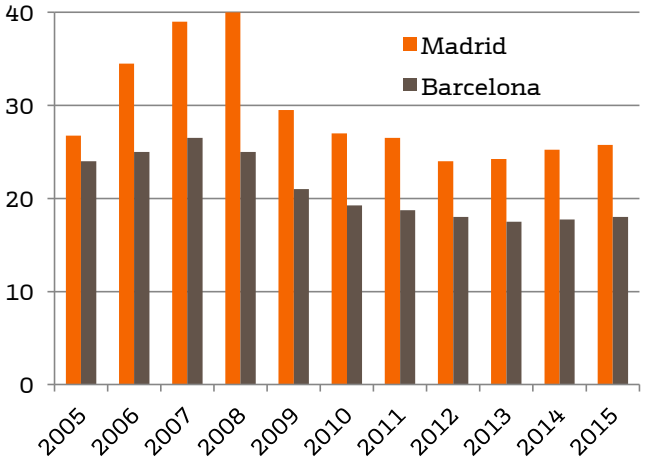
ii) Menor disponibilidad de oficinas. El aumento de la contratación de superficie de oficinas y la escasez de oferta en los *Central Business District* (CBD) de las grandes ciudades españolas está provocando que las tasas de disponibilidad se hayan reducido desde el 8,8% al 7,7% en Madrid y desde el 11,2% hasta el 7,3% en Barcelona durante los últimos 11 meses. Esta menor disponibilidad mejora la posición negociadora de los propietarios y puede acelerar el proceso de inversión en reposicionamiento de edificios de oficinas para atender a la creciente demanda.

iii) Aumento de las rentas por alquiler.- Los precios de alquiler de oficinas se están estabilizando en la periferia y están acentuando su repunte en el CBD de las grandes ciudades. El precio por m2 y mes en la zona prime de Barcelona ha repuntado durante los últimos 3 trimestres y la tasa interanual de incremento de las rentas asciende a +8,6% al cierre del 2T'15. En Madrid, la renta mensual media en el CBD ha aumentado +6,1% en los últimos 12 meses hasta situarse en 26 € por m2 / mes. A pesar de este rápido aumento, la escasez de oferta de calidad en Madrid en el interior de la M-30 parece indicar que hay recorrido al alza de los precios hasta niveles muy próximos a 30 € / m2 / mes, un nivel que consideramos alcanzable considerando que el nivel máximo previo a la crisis fue 40 €/m2/mes en el año 2008.

A pesar de que el aumento de los precios que se ha registrado en las operaciones más recientes limita en parte el potencial de mejora en los próximos años, conviene tener en cuenta que las rentabilidades obtenidas actualmente todavía muestran un *spread* significativo con respecto a la inversión en otras alternativas como la deuda pública de los principales países europeos, lo que seguirá generando un flujo de fondos de aquellos inversores institucionales obligados a generar rentabilidades superiores a las de la deuda soberana y corporativa europea de mayor calidad crediticia. En consecuencia, el contexto de mercado continúa siendo positivo en el sector terciario, aunque existen 2 **factores de riesgo** que pueden provocar que el flujo inversor se frene en el tramo final de 2015: **(i)** Cambios en la **normativa urbanística**. En este sentido, cabe destacar que medidas como la **moratoria en la concesión de nuevas licencias hoteleras** en Barcelona va a afectar negativamente a la inversión en el sector. **(ii)** La **incertidumbre política** derivada del intenso **calendario electoral** en España puede generar un aplazamiento de las inversiones hasta conocer el desenlace de las elecciones o moderar los niveles de inversión y los precios pagados por los activos si las **condiciones de financiación** se endurecen por una ampliación de las primas de riesgo.

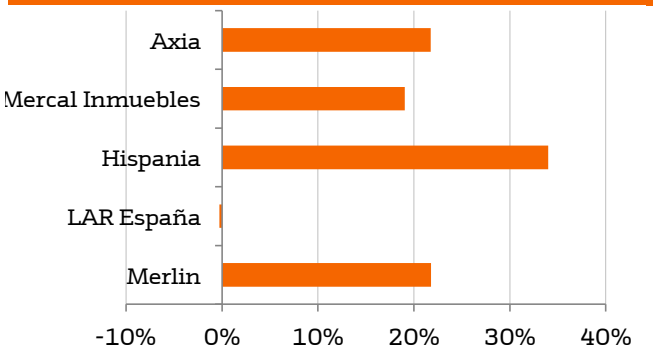
Equipo de Análisis de Bankinter:
Jesús Amador (analista principal del informe) Ramón Forcada Eva del Barrio Rafael Alonso Pilar Aranda
Ramón Carrasco Belén San José Esther Gutiérrez de la Torre Ana de Castro Ana Achau (Asesor.)
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avda. Bruselas, 12
28108 Alcobendas

Gráfico 17: Rentas medias (€/m2/mes) en CBD



Fuente: Jones Lang Lassalle

Gráfico 18: Evolución de SOCIMIs desde su salida a bolsa



Fuente: Bloomberg

:: ¿Cómo invertir en la recuperación del ciclo inmobiliario?

Las alternativas de inversión que permitan aprovechar la recuperación del sector inmobiliario español continúan siendo limitadas. Los activos más líquidos para inversores minoristas, como es el caso de la mayoría de compañías cotizadas del sector, no presentan potenciales de revalorización en el corto plazo que compensen los elevados riesgos que presentan. El proceso de desapalancamiento todavía es muy lento y el escaso crecimiento de los ingresos, las pérdidas en sus resultados más recientes, un e importantes carteras de suelo y viviendas pendientes de terminar son características comunes a muchos de las antiguas compañías de referencia del sector, con la excepción de Colonial. Por otra parte, las Socimis[2] aportan ventajas desde el punto de vista fiscal y la obligación de distribuir dividendos, tienen menor endeudamiento y su cartera de activos está centrado en el sector terciario. Sin embargo, la mayor parte de estas sociedades tiene una cartera de activos de dimensión limitada, que no proporciona la masa crítica necesaria para generar mayor rentabilidad.

En consecuencia, consideramos que para invertir en el sector inmobiliario español, es fundamental **seleccionar** con gran prudencia la **compañía más adecuada**, que debería reunir los siguientes requisitos: (i) **Modelo de negocio centrado en actividad patrimonial frente a la** promoción. (ii) Cartera de activos con **reducido peso de activos residenciales** y hoteleros. (iii) Ratios de **apalancamiento sostenibles**. (iv) **Capitalización bursátil**, cartera de activos, volumen de negociación y *free-float* elevados en relación a sus comparables del sector.

Actualmente consideramos que no existen compañías que cumplan estas condiciones y coticen a múltiplos atractivos. En consecuencia, reiteramos la idea de que de que la **inversión directa en activos inmobiliarios situados en ubicaciones centrales y *premium* de las grandes ciudades y centros turísticos** con mayor demanda continúa siendo una alternativa adecuada, debido a que el previsible incremento de precios y rentas propios de un nuevo ciclo de progresiva recuperación debería generar una rentabilidad atractiva **(aproximadamente 3%)** en el actual entorno de tipos cercanos a 0% y en ausencia de inflación, siempre que se contemple un horizonte de inversión no inferior a 3-5 años.

Tabla 1: Principales magnitudes y ratios de las compañías inmobiliarias cotizadas

Compañía	GAV	NAV	Cotiz.	NAV / acción	Desglose cartera por ingresos			Revalor. YTD	*Market cap*
					Residencial y suelo	Oficinas + *retail*	Logísitico, hotel y otros		
Colonial	5.757	1.521	0,7	0,48	0%	93%	7%	21,0%	2.111
Martinsa Fadesa	n.d	n.d	7,3	n.d	n.d	n.d	n.d	0,0%	680
Quabit	317	-19	0,1	n.r.	95%	5% patrimonial		73,3%	154
Realia	1.850	449	0,7	1,46	14%	86% patrimonial		36,3%	214
Reyal Urbis	984	n.d	0,1	n.d.	95%	4% patrimonial		0,0%	36
Merlin Properties	5.564	3.770	9,6	11,53	5%	82%	13%	19,4%	3.087
Hispania	993	1.052	13,4	10,09	15%	55%	30%	23,6%	1.107
LAR España	439	395	8,8	9,97	0%	83%	17%	7,7%	530
AXIA	496	367	11,8	0,60	0%	82%	18%	13,2%	845

Compañía	Ebitda 2014	BNA (2014)	Gtos. Financ. 2014	FF.PP. (m€)	Deuda neta (m€)	Deuda neta / FFPP.	Deuda neta/ Ebitda	Ebitda / Intereses
Colonial	161	492	-255	1.427	2.545	1,8x	15,8x	0,6x
Martinsa Fadesa	-43	-314	-126	-4.603	4.113	n.r	n.r.	n.r.
Quabit	71	53	-10	36	336	9,2x	4,7x	7,1x
Realia	31	-40	-40	165	1.091	6,6x	35,3x	0,8x
Reyal Urbis	-522	-694	-140	-3.150	3.398	n.r.	n.r.	n.r.
Merlin Properties	38	50	-18	2.950	1.790	0,6x	n.r.	2,1x
Hispania	19	17	-3	550	-59	n.r	n.r.	6,8x
LAR España	2	3	-2	394	44	0,1x	23,2x	1,1x
AXIA	1	2	1	342	112	0,3x	85,8x	1,3x

Martinsa Fadesa y Reyal Urbis permanecen suspendidas de cotización. El desglose de la cartera inmobiliaria se basa en la generación de ingresos. Las cifras de GAV, NAV y Deuda en Merlin Properties incluyen la adquisición de Testa. Los resultados corresponden al cierre de 2014, sin la integración de la compañía comprada, según las cifras publicadas en el folleto de la ampliación de capital que está realizando la compañía.

[2] NOTA IMPORTANTE: En esta nota no se emite opinión acerca de Merlin Properties. Bankinter es entidad colocadora y aseguradora de la amplición de capital que lleva a cabo actualmente la compañía y cuya información pública puede consultarse en la web de la CNMV: http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={4e4b2800-f260-4a9c-aae3-da259d5123b7}

Equipo de Análisis de Bankinter: http://broker.bankinter.com/
Jesús Amador (analista principal del informe) Ramón Forcada Eva del Barrio Rafael Alonso Pilar Aranda http://www.bankinter.com/
Ramón Carrasco Belén San José Esther Gutiérrez de la Torre Ana de Castro Ana Achau (Asesor.) Avda. Bruselas, 12
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en: https://broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf