

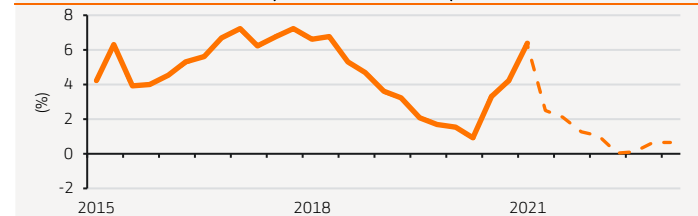
Sector Inmobiliario

Analista: Juan Moreno

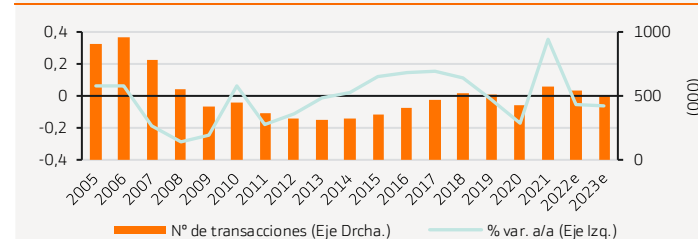
El mercado inmobiliario tenderá a enfriarse, aunque ofrece cierta protección frente a la inflación

Tipo de activo	Recomendación
Vivienda	Comprar
Oficinas	Vender
C. Comerciales	Vender
Logístico	Comprar
Hoteles	Comprar

Precio de vivienda libre (% Varicación a/a)



Transacciones de vivienda



SOCIMIs	Recom.	Precio	Precio	Potencial
		Mercado	objetivo	
Inm. Colonial	Comprar	7,72	8,81	14,1%
Lar España	Neutral	4,91	5,40	10,0%
Merlin Properties	Neutral	10,35	10,74	3,8%

Promotoras	Recom.	Precio	Precio	Potencial
		Mercado	objetivo	
Aedas Homes	Comprar	20,85	23,60	13,2%
Metrovacesa	Acudir Oferta	7,52	7,80	3,7%
Neinor Homes	Comprar	10,70	12,60	17,8%

Los precios de vivienda deberían frenar. Estimamos +1% en 2022e y 2023e.

Preveemos que el mercado de vivienda se enfríe, tras un 2021 muy bueno. Por un lado, los **precios de vivienda** desacelerarán tras apreciarse +6,4% en 2021, por mayores costes de financiación y menores tasas de ahorro. Por otra parte, las **transacciones** retrocederán, tras alcanzar registros no vistos desde 2007. Si bien, **no vemos síntomas de sobrecalentamiento en precios**, que están bien soportados y de hecho, podrían apreciarse de forma muy moderada en 2022 y 2023 (+1% BKTe). Esto, unido a una rentabilidad por alquiler del 3,7%, que consideramos sostenible a futuro, ofrece cierta protección en un entorno de inflación elevada (+4,1% a/a a diciembre 2022e).

Preferencia por activos logísticos y vinculados a nuevas tecnologías. Hoteles ofrece oportunidades.

Centramos nuestra estrategia en **activos cuya demanda es creciente** y que por tanto tienen capacidad de incrementar rentas en línea con la inflación. Sus valoraciones soportarán mejor el repunte de TIR en bonos. Entre ellos destacan: **logístico, residencial en alquiler, activos vinculados a nuevas tecnologías** (5G, almacenamiento en la nube, etc...) **y salud** (residencias de tercera edad y hospitales). Evitamos oficinas y centros comerciales, donde la demanda está en fase de reajuste.

El Inmobiliario cotizado ofrece oportunidades, pero debemos ser selectivos.

Existen inmobiliarias cotizadas que cumplen con nuestra estrategia de inversión y que ofrecen buenas oportunidades de entrada, tras las recientes caídas. Buenos ejemplos son: (i) **Vonovia**, líder europeo de residencial en alquiler, con rentabilidad por dividendo superior al 5% y descuento del 50% sobre NAV; (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. Las principales SOCIMIs cotizadas en España, presentan menor atractivo por elevada exposición a oficinas y centros comerciales. Tan sólo tenemos recomendación de Compra en **Inm. Colonial**.

Mantenemos visión positiva sobre promotoras inmobiliarias (Aedas Homes y Neinor Homes).

Las alzas en precios de vivienda se moderan, aunque seguirán compensando parte del incremento de costes. Además, la obra nueva tiene recorrido y superará este año las 100k para cubrir el déficit de oferta de los últimos años. Además, el apalancamiento del sector es muy moderado (LTV medio 13%).

Vivienda: Pierde atractivo por mayores costes de financiación

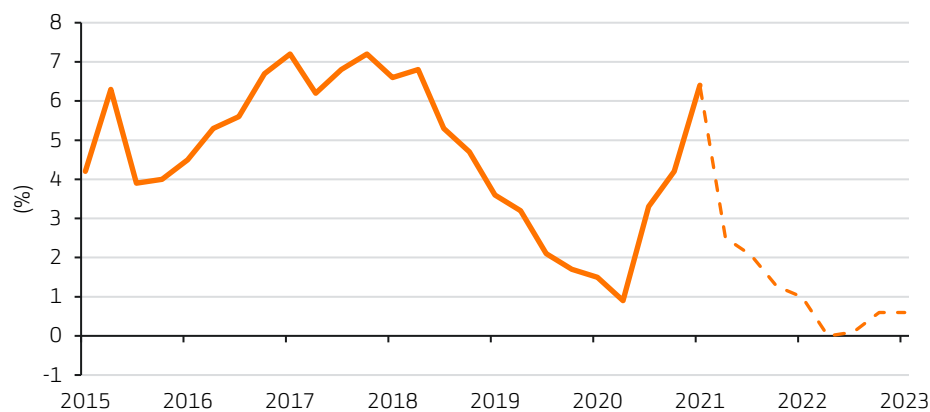
Prevedemos frenazo en precios de vivienda.

Los precios deberían tender a estabilizarse, con un incremento muy moderado, en torno al +1% en 2022e y 2023e, después de apreciarse +6,4% en 2021 (a/a). Pierde atractivo en un entorno de mayores costes de financiación. El Euribor 12m ya está en el +0,25%, que implica un incremento en costes de financiación de unos 75p.b. con respecto a diciembre 2021. Otro factor que frenará la escalada de precios de vivienda es la menor Tasa de Ahorro, como consecuencia de la elevada inflación, sobre todo en bienes de consumo básico, como energía y alimentación. Si bien, este impacto, se verá temporalmente amortiguado por el mayor ahorro acumulado durante los años de pandemia.

Si bien, **no vemos síntomas de sobrecalentamiento**, que hagan prever una corrección significativa en precios:

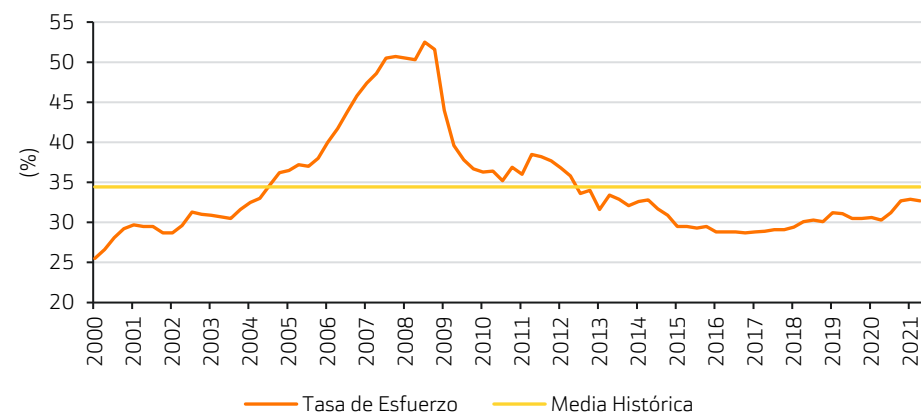
- La **tasa de esfuerzo** se situaba en el 33% a diciembre de 2021, y aunque se incrementará en 2022 por mayores costes de financiación, se mantendrá previsiblemente en niveles próximos a la media histórica del 35%.
- **Equilibrio entre oferta y demanda**. Estimamos una demanda estructural de unas 100k unidades al año (70k por creación de hogares y 30k por demanda extranjera). Por el lado de la oferta, las viviendas iniciadas se encuentran ya en un nivel similar (100k en 2021), y prevemos que supere incluso ese nivel en 2022 y 2023 para cubrir el déficit de oferta de los últimos años.

Cuadro 1. Precio de la vivienda libre



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos históricos del INE

Cuadro 2. Tasa de esfuerzo

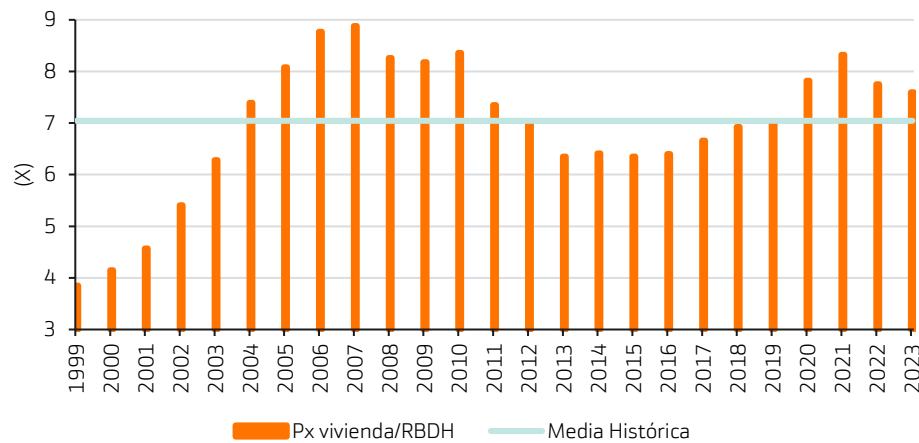


Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del BdE

- Tan sólo apreciamos **cierta sobrevaloración en relación a los salarios**, ligeramente superior al 5% aproximadamente. La relación entre precios de vivienda e ingresos familiares medios se encuentra en 8,3x, ligeramente por encima de la media histórica (20 años) de 7,3x, según datos del Banco de España. Si bien, estimamos que **se ajustará de forma natural en los próximos años**, por mayor incremento de la Renta Bruta Disponible de los Hogares (+3% en 2022e y +2% en 2023e) que de los precios de vivienda.
- El fuerte repunte de TIR del bono español a 10 años **resta atractivo a la inversión en vivienda para alquiler**. En estos momentos, la rentabilidad bruta de la vivienda en alquiler se sitúa en torno al 3,7% de media en España, que supone un diferencial de unos 150p.b. frente al bono español a 10A. Si bien, sigue muy por encima de la media de los últimos 20 años, que se sitúa en unos 70p.b.
- **Tampoco vemos excesos por el lado de la financiación**. Aunque el LTV medio de las hipotecas se encuentra en niveles elevados (65%), favorecido por unos bajos costes de financiación, el número de hipotecas que superan el 80% de LTV es inferior al 10%, niveles mínimos de 20 años. Además, más de la mitad de las hipotecas se han firmado en los últimos años son a tipo fijo, lo que reducirá los daños de las fluctuaciones del Euribor.

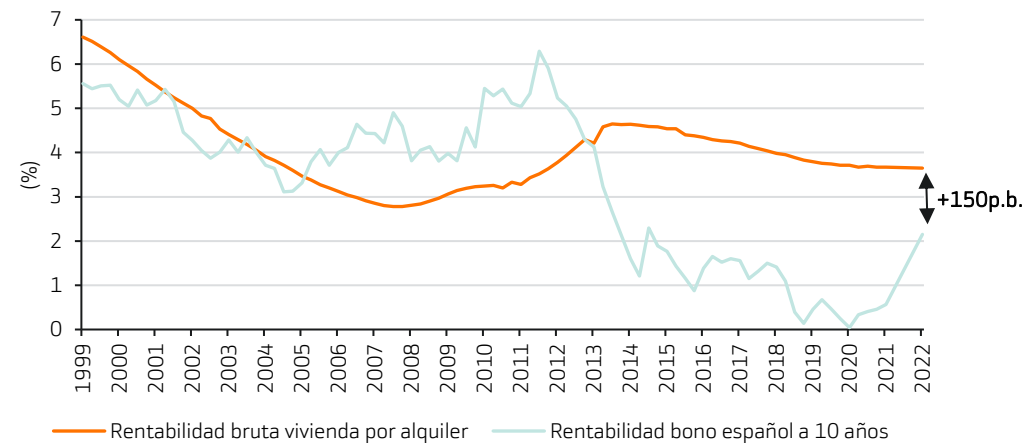
Los precios de vivienda en España actualmente se sitúan de media en 1.825€/m², según el portal inmobiliario Idealista. Esto es un **+22% por encima de mínimo de 2016** (1.496€) y todavía un **-11% por debajo de máximos de 2007** (2.053€). Por otra parte, la inflación acumulada desde 2007 es del +22% y la Renta Bruta Disponible de los Hogares se ha incrementado +15%.

Cuadro 3. Precios de Vivienda en relación con los salarios



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del BdE

Cuadro 4. Rentabilidad vivienda por alquiler vs. Bono español a 10 años



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

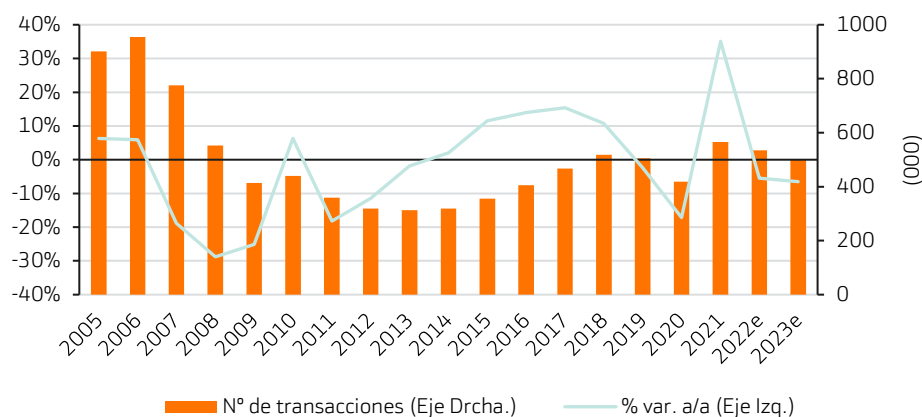
La actividad inmobiliaria debería enfriarse... tras alcanzar niveles máximos de 15 años.

Las **transacciones de vivienda** alcanzaron en 2021 las 566k unidades, niveles máximos desde 2007. **Estimamos cierto enfriamiento en 2022 (-5%)**, aunque probablemente seguirá por encima de su tendencia de largo plazo (500k). La demanda nacional continúa sólida y preveemos un fuerte desembalsamiento de la demanda extranjera, tras 2 años de parón por el virus.

A partir de 2023, preveemos que tienda a estabilizarse en torno a 500.000 transacciones, nivel que consideramos sostenible a medio plazo, y cuya composición debería ser de 100.000 transacciones de vivienda nueva y 400.000 de segunda mano.

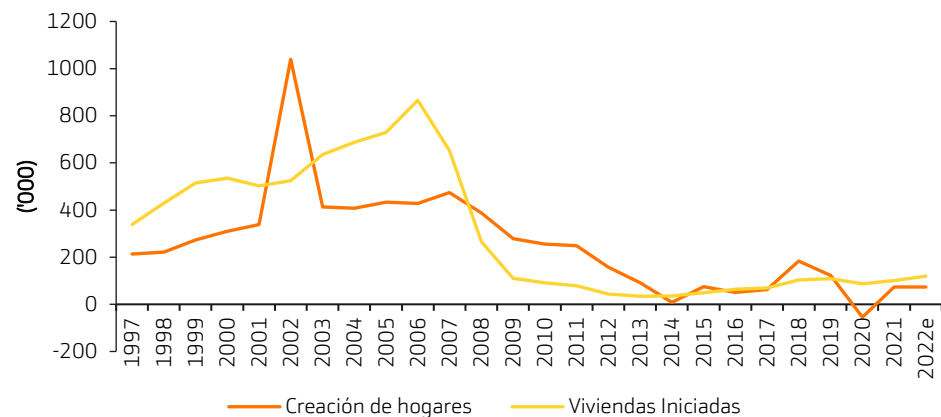
Las transacciones de **suelo** deberían moderarse en 2022. En términos de superficie, podría retroceder -20% en 2022, tras producirse un fuerte desembalsamiento de demanda por parte de las principales promotoras en 2021 (+75% vs 2020). Aún así, preveemos que se mantenga todavía en niveles superiores a los previos al virus. Los precios del suelo deberían tender a estabilizarse, al igual que los de vivienda en 2022, tras incrementarse un +13% en 2021. El fuerte incremento de costes de construcción, llevará a las principales promotoras a extremar la prudencia en compras de suelo con el objetivo de proteger sus márgenes a futuro.

Cuadro 5. Transacciones de vivienda



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE

Cuadro 6. Creación de hogares y viviendas iniciadas



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

Oficinas: Gran parte del reajuste de la demanda se producirá en 2022.

Una vez eliminadas todas las medidas sanitarias frente al virus, la "vuelta a la oficina" es ya una realidad. Si bien, gran parte de las empresas lo hacen en modelo híbrido, combinando presencialidad y teletrabajo, por lo que tendrán que reajustar sus necesidades de espacio. Son decisiones que se han ido demorando de los últimos años, hasta saber en qué condiciones iba a ser esta vuelta a la oficina y poder determinar las necesidades reales de espacio. Preveemos que parte de este **reajuste de la demanda** se produzca **a lo largo de 2022**. Las principales consecuencias serán:

- **Ocupaciones y rentas:** Estimamos caída progresiva de ocupaciones en 2022, que será más acusada en Barcelona, donde se prevé que la oferta continúe incrementándose. En este entorno, parece complicado que las rentas se incrementen, a pesar de que gran parte de los contratos de alquiler están vinculados a inflación.
- **Valoración de activos:** Preveemos **rebajas entre el -5% y -10% en 2022e**. Además de la caída de ocupaciones y escasa capacidad de subidas de rentas, la rentabilidad exigida a los activos (*yields*) podría ampliarse por repunte de los bonos a largo plazo.

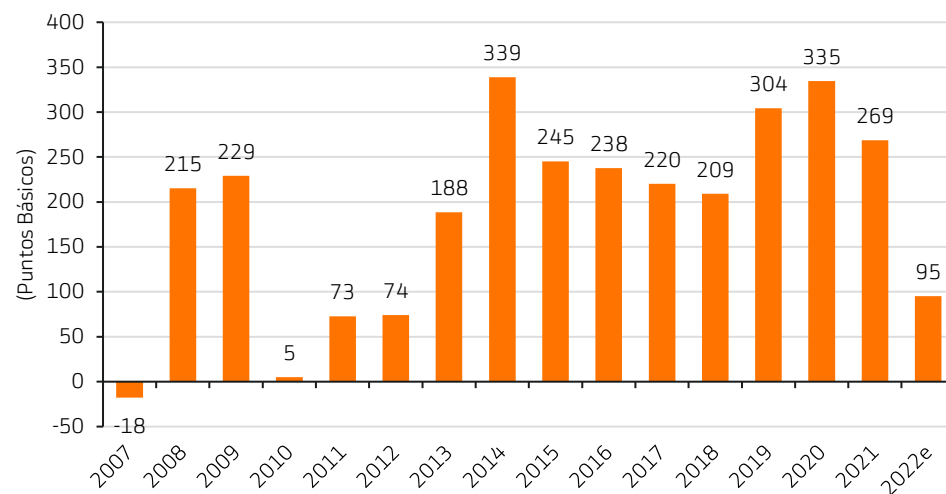
Preferimos activos *prime* en grandes ciudades. Mantendrán niveles de ocupaciones elevados, dado que las empresas concentrarán su actividad en estas ubicaciones por imagen de marca y proximidad al cliente.

Cuadro 7. Rentas y ocupaciones prime en Madrid y Barcelona

	Madrid CBD				Barcelona CBD			
	Rentas	Var (%)	Ocupación	Var (p.b.)	Rentas	Var (%)	Ocupación	Var (p.b.)
2007	40	n.d.	97,5	n.d.	28	n.d.	97,5	n.d.
2008	39	-2,5%	96	-150	25	-10,7%	96	-150
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

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos de JLL

Cuadro 8. Diferencial entre la rentabilidad bruta de oficinas y la del bono español a 10 años



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

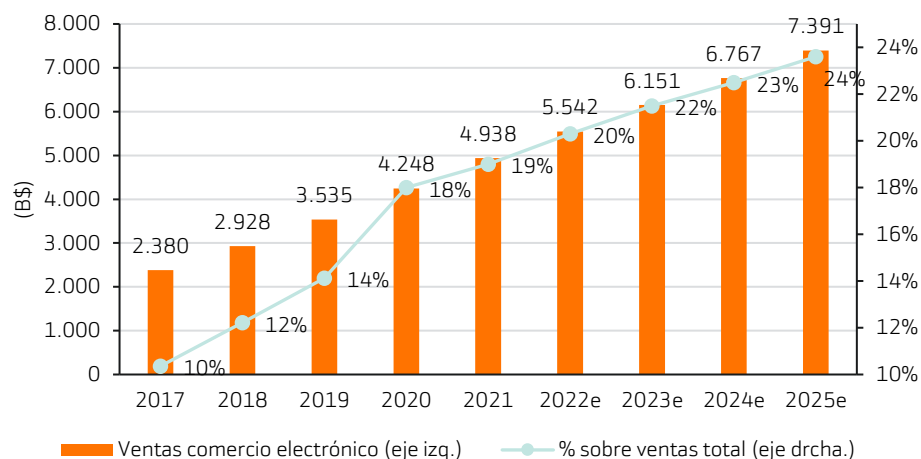
Centros comerciales: La inflación es una nueva fuente de incertidumbre para el comercio

El paso del virus ha producido una fuerte aceleración del comercio electrónico. A nivel global, las ventas *online* se han incrementado un +40% con respecto a los niveles previos al virus y ya representan el 19% de las ventas totales. Se prevé que siga creciendo durante los próximos años, hasta alcanzar una cuota del 24% en 2025. A esto hay que añadir la incertidumbre adicional por el conflicto Rusia-Ucrania. Las fuertes presiones inflacionistas en bienes de consumo básico, como energía y alimentación, resultarán en un menor poder adquisitivo del consumidor.

Las *rentas prime* han caído un -10% en centros comerciales desde 2019, según datos de JLL. Si bien, estas cifras esconden todavía incentivos sobre los alquileres, que superan el 10% de la renta bruta en la gran mayoría de los casos. **Nuestra previsión es que parte de los incentivos se perpetúen en el tiempo.** De esta forma, **prevedemos caídas adicionales de rentas en 2022, siendo los principales afectados centros comerciales no dominantes en grandes ciudades como Madrid y Barcelona, donde la oferta es más elevada.**

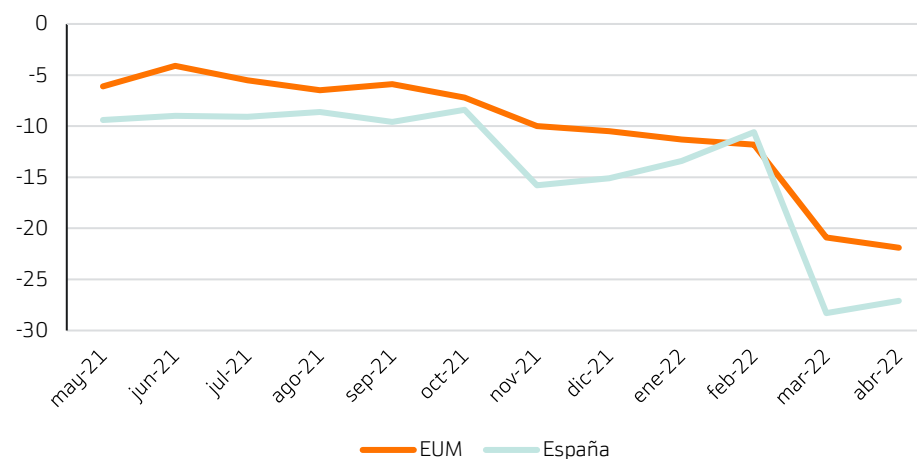
Según nuestros cálculos, las **valoraciones** de activos de centros comerciales ya han caído cerca de -11% a nivel global desde el comienzo del virus (-5% en España). **Prevedemos nuevas rebajas en 2022, por fuerte incremento de TIR en bonos soberanos.** **Recomendamos evitar exposición a centros comerciales y tiendas a pie de calle,** mientras que parques comerciales y supermercados deberían sufrir menos en este entorno.

Cuadro 9. Global: Comercio electrónico y cuota de mercado



Fuente: eMarketer

Cuadro 10. Confianza del Consumidor (índice)



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos de Eurostat

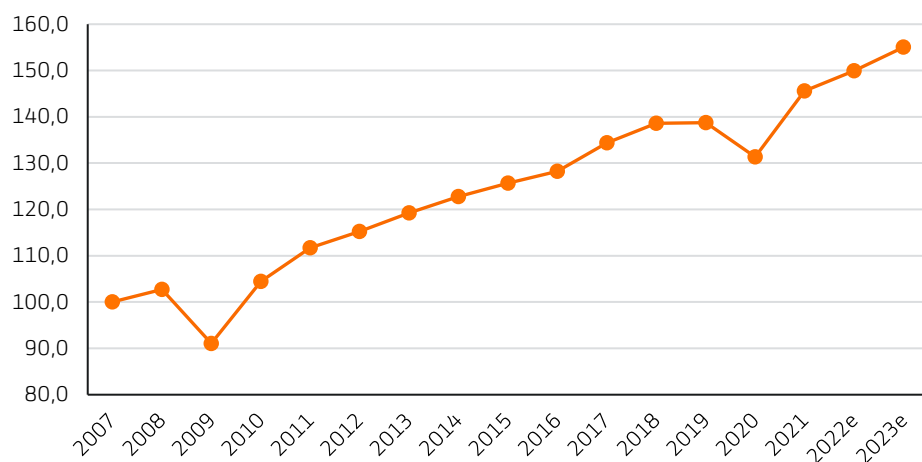
Logístico: Demanda creciente y capacidad de subida de rentas

La demanda de activos logísticos es creciente, favorecida sobre todo por: (i) el auge del comercio electrónico, cuyo crecimiento se prevé sea próximo al +10% anual en los próximos años; (ii) el comercio internacional de mercancías podría crecer +3% en 2022e y 2023e, a pesar de la crisis de Ucrania. 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 en estos momentos.

Otro atractivo de esta tipología de activos es su **gran capacidad de incremento de rentas**. Esto se debe a que el alquiler de instalaciones tan sólo representa en torno al 5% sobre la base de costes totales de las empresas logísticas, por lo que una subida de rentas del 20% tan sólo representarían un incremento del 1,0% sobre los costes totales de estas compañías. Es decir, la actividad empresarial es relativamente poco sensible al precio (renta). En 2021, las rentas se han incrementado por encima del +15% y el principal operador a nivel global (Prologis) prevé que vuelvan a subir en torno a +10% en 2022. **Este incremento de rentas, superior incluso a la inflación, dará soporte a las valoraciones de activos**, a pesar del incremento en TIR de los bonos soberanos.

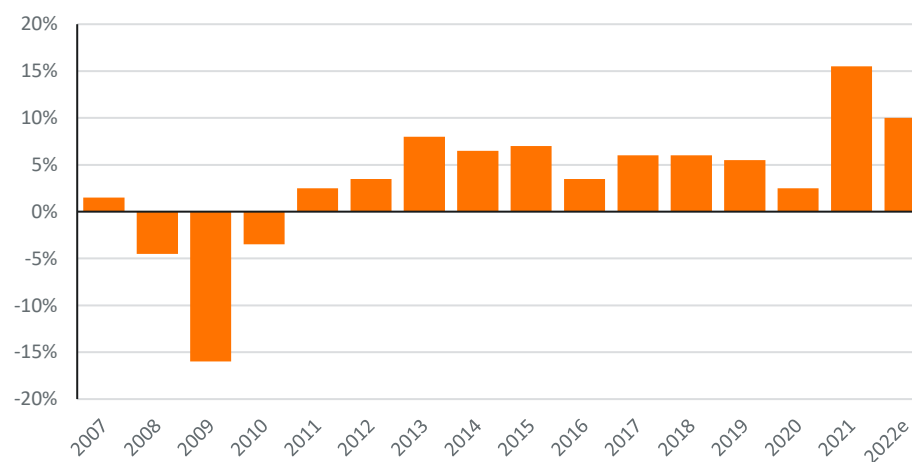
Por otra parte, los cada vez menores tiempos de entrega, están incrementando el interés de las empresas logísticas por **activos “de última milla”**, con menor superficie, pero situados lo más cerca posible del centro de las ciudades.

Cuadro 11. Global: Comercio internacional de mercancías (Base 100=2007)



Fuente: OMC

Cuadro 12. Global: Rentas activos logísticos (% var. a/a)



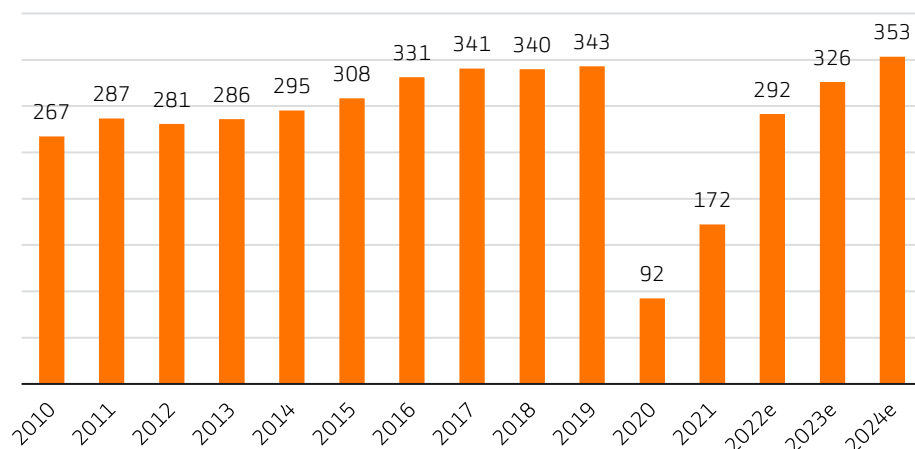
Fuente: Prologis

Hoteles: Ofrece oportunidades. Los operadores necesitan liquidez tras el paso del virus.

Prevedemos una fuerte recuperación del turismo en 2022. El sector hotelero español se situará en torno al 85% frente a niveles previos al virus en 2022 de media (desde 50% en 2021). La recuperación se concentrará sobre todo en hoteles vacacionales o "resorts", que podrían incluso superar los niveles pre-pandemia en los meses de verano. Si bien, en hoteles de ciudad la recuperación será más progresiva, lastrada por un menor volumen de viajes de negocio. Habrá que esperar hasta 2024 para alcanzar niveles previos al virus, aunque cabe recordar que 2019 marcó un máximo histórico de visitantes en España, con 84M de turistas extranjeros.

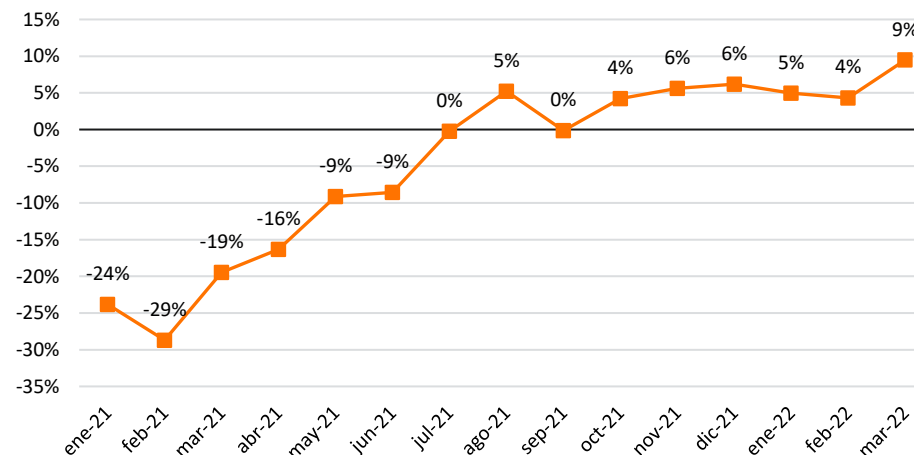
Los hoteles son los activos que más han visto recortadas sus valoraciones, hasta -15% en algunos casos, por la situación de venta forzosa en la que han quedado algunos hoteles tras la pandemia y las mayores necesidades de liquidez del sector. Consideramos que es una **buena oportunidad de compra**, ya que **prevedemos que las valoraciones vuelvan a niveles previos al virus entre 2022 y 2023**, una vez se haya absorbido el exceso de activos en venta. Gran parte de las operaciones se están llevando a cabo bajo los modelos de *sale&lease* y *sale & management*, que permiten separar la operativa inmobiliaria de la puramente hotelera.

Cuadro 13. Global: Pernoctaciones Hoteleras en España (Mn)



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE

Cuadro 14. Ingreso por habitación ocupada (ADR) (% var vs 2019)



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE

El inmobiliario cotizado presenta atractivo en este entorno, pero debemos ser selectivos...

El inmobiliario cotizado es una **buena alternativa en el escenario actual, de elevada inflación**. Si bien, nuestra estrategia se centra en **activos cuya demanda es creciente** y que, por tanto, tienen capacidad de subida de rentas. Estos serán capaces de mantener las valoraciones de activos, a pesar del incremento generalizado de TIR en los bonos soberanos. Destacamos **activos logísticos, residencial en alquiler, activos vinculados a nuevas tecnologías** (centros de datos y 5G) **y salud** (residencias de ancianos y hospitales).

Existen REITs (o SOCIMIs), mayoritariamente fuera de España, que se centran en las tipologías de activos que se encuentran entre **nuestras preferencias**. Entre ellas, destacamos: (i) **Vonovia**, líder europeo de residencial en alquiler, con rentabilidad por dividendo superior al 5% y descuento del 50% sobre NAV; (ii) **Welltower** (EE.UU.), relacionada con salud, sobre todo residencias de tercera edad; (iii) **Prologis** (EE.UU.), líder mundial de activos logísticos; (iv) **Digital Realty Trust** (EE.UU.), especializada en centros de datos.

Las principales **SOCIMIs cotizadas españolas** (Inmobiliaria Colonial, Merlin Properties y Lar España) presentan **menor atractivo en este entorno**, por su elevada exposición a oficinas y centros comerciales, con demanda a la baja, menor capacidad de incremento de rentas y riesgo de rebajas en las valoraciones de activos. Tan sólo tenemos recomendación de Comprar en **Inm. Colonial**, cuyas rentas y valoraciones podrían sufrir menos por la ubicación *prime* de sus activos. Su rentabilidad por dividendo es superior al 3% y cotiza con un descuento del 37% sobre NAV.

Cuadro 15. Principales SOCIMIs españolas

	Recomendación	P. Mercado (€/acción)	P. Objetivo (€/acción)	Potencial	NAV (€/acción)	Prima/desc. Vs. NAV	Tipología de activos	Rent. Dividendo		
								2022e	2023e	2024e
Inm. Colonial	Comprar	7,72	8,81	14,1%	12,04	-35,9%	Oficinas Prime	3,1%	3,4%	4,0%
Lar España	Neutral	4,91	5,40	10,0%	10,41	-52,8%	Comercial	7,3%	7,3%	7,3%
Merlin Properties	Neutral	10,35	10,74	3,8%	16,11	-35,8%	Oficinas, comercial y logístico	10,4%	3,9%	4,2%

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 16. Selección de REITs internacionales

	Geografía	Divisa	Tipología de activos	P. Mercado	NAV/acción	Prima/desc. Vs. NAV	Rent. Dividendo		
							2022e	2023e	2024e
Vonovia	ALE	€	Residencial en alquiler	33,6	66,7	-49,6%	5,4%	5,7%	5,9%
Welltower	EE.UU.	\$	Salud (Res. 3ª Edad)	89,7	n.d.	n.d.	2,8%	3,0%	3,2%
Prologis	Global	\$	Logístico	125,9	145,7	-13,6%	2,5%	2,7%	2,7%
Digital Realty Trust	EE.UU.	\$	Centros de datos	128,7	140,5	-8,4%	3,8%	3,9%	4,1%

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con estimaciones de Reuters

Mantenemos nuestra visión positiva sobre promotoras inmobiliarias, por los siguientes motivos: (i) Precios de vivienda al alza compensarán parcialmente la inflación en costes. Los denominados *Hard Costs*, que hacen referencia a mano de obra y materiales, representan menos del 50% del precio de venta de una vivienda nueva. (ii) La obra nueva tiene todavía algo de recorrido, pudiendo superar las 100k unidades en 2022 y 2023 para satisfacer el déficit de oferta de los últimos años. (iii) Presenta una sólida posición financiera, con niveles de endeudamiento muy moderados (LTV medio inferior al 13%). **Mantenemos recomendación de Comprar sobre Neinor Homes y Aedas Homes.** Metrovacesa presenta más riesgos por su estructura accionarial y menor visibilidad de su cartera de suelo, con un 17% de suelo no finalista.

Cuadro 17. Promotores inmobiliarios cotizados en España

	Recomendación	P. Mercado (€/acción)	P. Objetivo (€/acción)	Potencial	NAV (€/acción)	Prima/desc. Vs. NAV	Tipología de activos	P / Valor Contable		
								2021r	2022e	2023e
Aedas Homes	Comprar	20,85	23,6	13,2%	33,68	-38,1%	Suelo residencial	0,9	0,9	0,9
Metrovacesa	Acudir a la oferta	7,52	7,8	3,7%	15,82	-52,5%	Suelo residencial y terciario	0,5	0,5	0,5
Neinor Homes	Comprar	10,70	12,6	17,8%	17,60	-39,2%	Suelo residencial	0,9	0,9	0,8

Fuente: *Análisis y Mercados Bankinter*

Anexo. Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses

Inm. Colonial		
Fecha	Recomendación	Precio objetivo
06/05/2021	Vender	8,19 €
25/05/2021	Vender	8,69 €
06/08/2021	Vender	8,56 €
14/10/2021	Neutral	8,85 €
22/11/2021	Neutral	8,55 €
18/05/2022	Comprar	8,81 €

Lar España		
Fecha	Recomendación	Precio objetivo
06/05/2021	Vender	5,24 €
14/10/2021	Neutral	5,38 €
18/05/2022	Neutral	5,40 €

Merlin Properties		
Fecha	Recomendación	Precio objetivo
06/08/2021	Neutral	9,93 €
02/12/2021	Neutral	10,00 €
20/12/2021	Vender	10,00 €
04/04/2022	Neutral	10,40 €
18/05/2022	Neutral	10,74 €

Aedas Homes		
Fecha	Recomendación	Precio objetivo
06/05/2021	Neutral	22,90 €
22/07/2021	Neutral	24,10 €
14/10/2021	Comprar	29,20 €
18/05/2022	Comprar	23,60 €

Metrovacesa		
Fecha	Recomendación	Precio objetivo
06/05/2021	Neutral	8,39 €
04/05/2022	Acudir Oferta	7,80 €

Neinor Homes		
Fecha	Recomendación	Precio objetivo
12/01/2021	Neutral	11,70 €
14/10/2021	Comprar	13,46 €
18/05/2022	Comprar	12,60 €

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	Juan Tuesta – Construcción & Tecnología
Eduardo Cabero – Seguros	Aránzazu Bueno – Eléctricas	Pilar Aranda – Petróleo & Aerolíneas	Luis Piñas – Alimentación/Distribución & Otros
Juan Moreno – Inmobiliarias	Aránzazu Cortina – Industriales	Esther Gutiérrez de la Torre – Autos	Elena Fdez. – Trapiella – Consumo/Lujo
Jorge Pradilla – Logística	Mariana Queirós Ferro – Telecoms.		

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable.