



**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**

**DOBLE GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS Y  
DERECHO**

**DESCIFRANDO EL DESCUENTO INMOBILIARIO: INVESTIGANDO LA  
BRECHA ENTRE LA VALORACIÓN DE MERCADO Y VALOR DE LOS ACTIVOS  
DE LAS EMPRESAS INMOBILIARIAS COTIZADAS**

**CURSO ACADÉMICO (2022-2023)**

Trabajo realizado por el alumno Luis Castilla Fernández y dirigido por el Catedrático D. José Luis Galán González.

Vº. Bº. del Tutor:

Alumno:



## ÍNDICE

<b>1. INTRODUCCIÓN</b> .....	6
<b>2. OBJETIVOS</b> .....	7
<b>3. EL PAPEL DEL SECTOR INMOBILIARIO EN EL PIB ESPAÑOL</b> .....	8
<b>4. ANÁLISIS DE LA CONTRIBUCIÓN Y EVOLUCIÓN DEL SECTOR EN EL PIB</b> .....	9
<b>5. LOS CICLOS ECONÓMICOS Y EL MERCADO INMOBILIARIO</b> .....	10
<b>5.1. EL PROCESO</b> .....	10
<b>5.2. DURACIÓN DEL CICLO</b> .....	10
<b>6. ACTIVIDADES DEL SECTOR</b> .....	11
<b>7. METODOLOGÍA</b> .....	12
<b>8. PERFIL DE LAS EMPRESAS</b> .....	14
<b>8.1. AEDAS HOMES</b> .....	14
<b>8.1.1. ANÁLISIS CUALITATIVO.</b> .....	14
<b>8.1.2. ANÁLISIS CUANTITATIVO</b> .....	16
<b>8.2. INMOBILIARIA DEL SUR (INSUR)</b> .....	17
<b>8.2.1. ANALISIS CUALITATIVO</b> .....	17
<b>8.2.2. ANÁLISIS CUANTITATIVO</b> .....	19
<b>8.3. METROVACESA</b> .....	20
<b>8.3.1. ANÁLISIS CUALITATIVO</b> .....	20
<b>8.3.2. ANÁLISIS CUANTITATIVO</b> .....	22
<b>8.4. NEINOR HOMES</b> .....	23
<b>8.4.1. ANÁLISIS CUALITATIVO</b> .....	23
<b>8.4.2. ANÁLISIS CUANTITATIVO</b> .....	25
<b>8.5. REALIA BUSINESS</b> .....	26
<b>8.5.1. ANÁLISIS CUALIATIVO</b> .....	26
<b>8.5.2. ANÁLISIS CUANTITATIVO</b> .....	28
<b>8.6. ÁRIMA REAL ESTATE SOCIMI</b> .....	29
<b>8.6.1. ANÁLISIS CUALITATIVO</b> .....	29
<b>8.6.2. ANÁLISIS CUANTITATIVO</b> .....	31
<b>8.7. INMOBILIARIA COLONIAL</b> .....	32
<b>8.7.1. ANALISIS CUALITATIVO</b> .....	32
<b>8.7.2. ANÁLISIS CUANTITATIVO</b> .....	34
<b>8.8. LAR ESPAÑA REAL ESTATE SOCIMI</b> .....	35
<b>8.8.1. ANÁLISIS CUALITATIVO</b> .....	35
<b>8.8.2. ANÁLISIS CUANTITATIVO</b> .....	37

<b>8.9. MERLIN PROPERTIES</b> .....	38
<b>8.9.1. ANÁLISIS CUALITATIVO</b> .....	38
<b>8.9.2. ANÁLISIS CUANTITATIVO</b> .....	41
<b>9. ANÁLISIS COMPARADO POR SUBSECTORES EN ESPAÑA</b> .....	42
<b>9.1 ANÁLISIS SUBSECTOR PROMOCIÓN</b> .....	42
<b>9.2 ANÁLISIS SUBSECTOR SOCIMI</b> .....	42
<b>10. COMPARATIVAS CON COMPAÑÍAS EXTRANJERAS</b> .....	43
<b>10.1. COMPARATIVA ESPAÑA VS ALEMANIA</b> .....	43
<b>10.2. COMPARATIVA ESPAÑA VS FRANCIA</b> .....	44
<b>10.3. COMPARATIVA ESPAÑA vs REINO UNIDO</b> .....	44
<b>11. CONCLUSIONES</b> .....	45
<b>12. VALORACIÓN PERSONAL</b> .....	46
<b>13. BIBLIOGRAFÍA</b> .....	47

## 1. INTRODUCCIÓN

El sector inmobiliario está integrado por aquellas organizaciones que, de acuerdo con la Real Academia Española de la Lengua, realizan actividades de construcción, arrendamiento, venta y administración de viviendas. Sin embargo, estas no son las únicas actividades que se pueden encontrar, pues la realidad incluye actividades de compra, tratamiento y urbanización del suelo, así como su transformación de no urbanizable a urbanizable a través de los planes de ordenación urbana. (Instituto de Estudios Económicos, 2014)

De acuerdo con el informe *El sector inmobiliario en España* de Marta Otero Moreno y Joaquín Blanco García Lomas 2014, el proceso productivo de la actividad inmobiliaria contiene las siguientes fases (IEE, 2014):

- Una primera fase de promoción: En la cual se realizan todas las actuaciones administrativas tendentes a habilitar el suelo. Esta contaría con dos subetapas. (IEE, 2014)
  - o Paso de suelo rústico a suelo urbanizable: En este punto se dará una actuación por parte de la Administración que aprobará la ordenación. Aquí se está planificando una expansión urbanística (IEE, 2014).
  - o Una segunda fase de suelo urbanizable a urbanizado: En la que el suelo formará parte del núcleo urbano (IEE, 2014).
- Una segunda fase de ejecución: En la que se acuerda el proyecto por parte de los arquitectos, se reúne al equipo de profesionales que trabajarán la obra y se procede a su realización (IEE, 2014).
- Tercera fase de comercialización: En este punto, se dan las labores de venta o arrendamiento del producto, estando acompañadas de un eventual mantenimiento y rehabilitación (IEE, 2014).

Este complejo proceso unido a las grandes necesidades de financiación, hacen que las empresas de dicho sector acudan a los mercados de capitales en búsqueda de liquidez.

Las bolsas de valores en las que cotizan recogen el precio de negociación de las acciones. Este podría ser parecido al valor neto de sus activos o no, ya que como se ha visto en análisis previos, compañías homólogas suelen presentar gaps en su valoración.

## 2. OBJETIVOS

El presente trabajo pretende analizar si existe o no la mencionada diferencia entre el precio y el NAV, así como, cuantificar la magnitud del gap en las principales compañías nacionales del mercado continuo.

La primera parte del proyecto realizará una introducción de las principales actividades que se desarrollan en el sector, se presentará su aportación al Producto Interior Bruto español e identificará la influencia de los ciclos económicos al mismo.

La segunda, tiene doble objetivo:

El primero de todos será la presentación individualizada de los principales players del mercado, para comprender sus modelos de negocio y sirvan de base para el análisis cuantitativo de las valoraciones.

El segundo, será la concreción de la existencia o no de tasas de descuentos y, en el caso de existir, la cuantía de estos.

Finalmente, se llevará a cabo una comparativa con homólogas de otros países del extranjero y ver si el descuento aplicado es mayor, menor o igual al de las empresas españolas

Para ello, el estudio se apoyará en los datos publicados por las compañías en sus reportes anuales y demás documentos de carácter económico-financiero.

### 3. EL PAPEL DEL SECTOR INMOBILIARIO EN EL PIB ESPAÑOL

El sector inmobiliario se presenta como uno de los más pujantes en las economías desarrolladas. Su participación en el Producto Interior Bruto (en adelante PIB) suele medirse a través de tres indicadores fundamentales, la producción agregada, la inversión o la generación de empleo por parte de las compañías del sector (INE, 2022).

En España, debemos de acudir a los datos proporcionados por el Instituto Nacional de Estadística (en adelante INE) para conocer la contribución de cada industria al PIB. Para su medición se utiliza la desagregación del Valor Añadido Bruto, la remuneración de los asalariados, sus componentes y estimaciones de empleo. A su vez, estos datos se dividen por actividades que se presentan y se clasifican utilizando el criterio de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (en adelante CNAE-2009) (INE, 2022).

En dicha relación encontramos dos grandes grupos:

- Construcción: como reza literalmente, las comprenden aquellas *"Actividades generales y especializadas de construcción de edificios y obras de ingeniería civil. Comprende las obras nuevas, la reparación, las ampliaciones y reformas, la construcción in situ de edificios y estructuras prefabricadas, así como las construcciones de carácter temporal."*(INE, 2022)

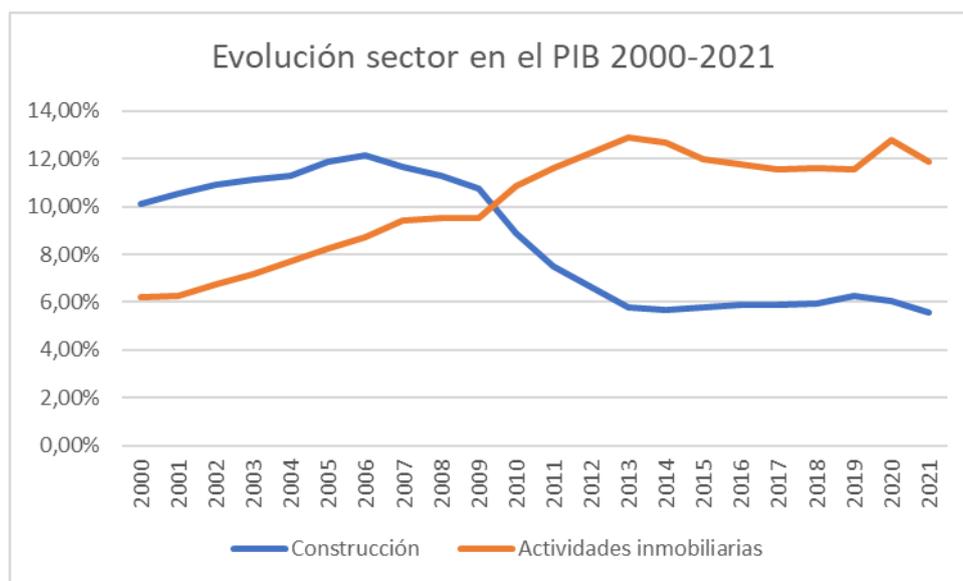
Dichas actividades comprenden todo tipo de activos, como viviendas, oficinas, centros comerciales y un largo etcétera. Todas ellas pueden ejercerse a través de terceros o de forma particular, para sí mismo o para otros. (INE, 2022)

- Actividades inmobiliarias: *"Ejercicio como arrendador, agente o intermediario en una o varias de las actividades que siguen: en la venta o adquisición de propiedad inmobiliaria, alquiler de propiedad inmobiliaria, provisión de otros servicios relacionados con la propiedad inmobiliaria como la tasación de esta o el ejercicio como agente inmobiliario fiduciario."*(INE, 2022)

#### 4. ANÁLISIS DE LA CONTRIBUCIÓN Y EVOLUCIÓN DEL SECTOR EN EL PIB

Como se muestra en la gráfica, el sector inmobiliario representa en torno a un 18,65 % del PIB español, sin embargo, su composición y peso no ha sido siempre el mismo.

Gráfico 1. Evolución sectorial en el PIB español años 2000 a 2021.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE

En primer lugar, cabe destacar como el subsector de la construcción poseía el papel dominante hasta finales de la gran crisis financiera de 2008, esto se debía principalmente al excesivo relajamiento de las condiciones financieras y crediticias que impulsaron al sector a ser uno de los mayores empleadores del país, con cifras del 20% entre el periodo 2000 y 2007. Además, fueron también razones de peso para la explosión del sector el aumento de población y el efecto baby boom que impulsaron las necesidades de nueva edificación. (La Caixa, 2009).

En segundo lugar, y tras la crisis, en 2009 aparece como nueva punta de lanza el subsector de las actividades inmobiliarias, alcanzando cotas entre el 10% y el 12% en detrimento de la construcción, la cual baja hasta una media del 6%, debido al endurecimiento de las políticas y la entrada en vigor de las medidas de ajuste económico.

## 5. LOS CICLOS ECONÓMICOS Y EL MERCADO INMOBILIARIO

### 5.1. EL PROCESO

Los procesos de desaceleración económica en los países desarrollados suelen estar precedidos por caídas de la actividad inmobiliaria y de la construcción. El principal detonante es el carácter cíclico del sector inmobiliario (La Caixa, 2009).

En periodos de expansión su tasa de crecimiento es superior al resto de sectores y, por el contrario, en momentos de ajuste económico cae más que la media. El principal motivo son los largos períodos de inversión que soportan este tipo de actividades, ya que en el 2009 la media de tiempo de la edificación rondaba los 2 años y, por el lado del consumidor, otros 10 años para la liquidación de una hipoteca (La Caixa, 2009).

Todo esto, sumado a las posibles fluctuaciones de los tipos de interés y la poca capacidad de adaptación a corto plazo, da lugar a excesos de oferta en períodos contractivos y excesos de demanda en aquellos expansivos (La Caixa, 2009).

El efecto contagio suele trasladarse en primer lugar a los activos, como pueden ser las viviendas, disminuyendo su precio y la capacidad de enriquecimiento y financiación de familias, empresas y entidades de crédito. Seguidamente, se produce un cambio de tendencia inversora, optando por mantener liquidez y reduciendo el crédito disponible. Cuando se da esto, aumenta la tasa de morosidad e impagos en la economía y el consumo y la inversión se contraen, generando paro y crisis económica (La Caixa, 2009).

Como ejemplo, en el año 2007 el 80% de la riqueza familiar estaba destinada a la vivienda habitual, el hecho de que cayeran los precios propició una caída del consumo y aumentó el ahorro familiar (La Caixa, 2009).

En el caso de las empresas, la disminución del valor de sus activos provocó bajadas de las tasas de inversión y producción, especialmente en PYMES, por el uso de estos como aval frente a sus créditos (La Caixa, 2009).

Finalmente, para las entidades financieras el riesgo de impago y la caída de los valores de contraprestación provocó disminuciones de la rentabilidad de los créditos concedidos, drenando de crédito la economía y rotando a mantener liquidez en las carteras (La Caixa, 2009).

Analizados dichos efectos, se puede afirmar que el principal transmisor de la recesión al resto de la economía es la caída del precio de los activos inmobiliarios (La Caixa, 2009).

### 5.2. DURACIÓN DEL CICLO

En los períodos expansivos, el precio de los activos inmobiliarios tiende a subir debido en gran parte a los bajos tipos de interés reales, entendiéndose estos como los tipos nominales descontados por la inflación (La Caixa, 2009).

Según el estudio de Aspachs-Bracons, (2009), un período expansivo suele durar una media de 6 años. Este dato es muy importante, pues a mayor duración de la fase de crecimiento económico, vendrá acompañada por una recesión más larga. No obstante, una mayor inflación de precios (por el incremento del tiempo de bonanza) no tiene por qué ir acompañada de una deflación proporcional (La Caixa, 2009).

## 6. ACTIVIDADES DEL SECTOR

A continuación, se presentan las principales actividades que realizan las compañías que serán objeto de análisis en el presente documento. Para dicha descripción se acude al listado proporcionado por el CNAE, el cual distingue entre dos grandes grupos de actividades ya mencionados:

- Construcción
- Actividades inmobiliarias.

Para el trabajo que nos concierne, nos centraremos en las actividades que realizan las empresas que cotizan en el mercado continuo, dentro de las dos principales categorías presentadas. Estas son las siguientes:

Dentro de la Construcción

- Promoción inmobiliaria: *"Promoción de proyectos de construcción de edificios residenciales y no residenciales mediante la consecución de los medios financieros, técnicos y físicos para realización de dichos proyectos para su futura venta."* Esta actividad se encuentra dentro de la construcción de edificios (INE, 2022).

Dentro de las actividades inmobiliarias

- Compraventa de bienes inmobiliarios por cuenta propia: *"Compraventa de casas, pisos edificios no residenciales como salas de exposiciones, almacenes, centros comerciales e incluso, terrenos."*(INE, 2022).
- Alquiler de bienes inmobiliarios por cuenta propia: *"Alquiler y gestión de edificios destinados a la vivienda o no, salas de exposiciones y edificios de auto almacenamiento o trasteros, terrenos y provisión de casas y apartamentos de uso permanente y explotación de zonas residenciales para viviendas móviles"*(INE, 2022).
- Actividades inmobiliarias por cuenta de terceros: *"Actividades de los agentes de propiedad inmobiliaria, entre las que encontramos: la intermediación en la compra, la venta y el alquiler de bienes inmuebles, el asesoramiento y los servicios de tasación, así como la gestión y administración de la propiedad."* (INE, 2022)

## 7. METODOLOGÍA

El presente trabajo pretende demostrar si las compañías del sector inmobiliario, tanto de la promoción como de servicios inmobiliarios, cotizan con descuentos en su precio con respecto al valor de su activo neto (en inglés, Net Asset Value o NAV). Esta metodología es la más común a la hora de valorar una empresa inmobiliaria según el consenso del mercado (Roig y Soriano, 2014).

Para definir el NAV, debemos tener en cuenta lo siguiente:

- El valor neto de los activos viene definido como el valor bruto de los mismos (Gross Asset Value, GAV, por sus siglas en inglés) minorado por la deuda financiera neta (DFN, en inglés). Es decir, valor razonable del activo total de la compañía menos deudas, reducidas por la caja y demás créditos a corto plazo que tenga la empresa a su favor (Roig y Soriano, 2014).

$$NAV = GAV - DFN$$

Partiendo del Patrimonio Neto (resultado de restar al activo total, el pasivo de la compañía) incrementado por el importe de las plusvalías inmobiliarias brutas (diferencia entre el valor contable neto de los activos y el valor de mercado para los mismos) y por los pasivos fiscales por impuesto diferidos (diferencias entre el valor contable y fiscal de los activos) suele ser una buena forma de cálculo, tal y como proponen Roig y Soriano en su informe.

No obstante, para facilitar el análisis, utilizaremos los datos publicados por las compañías en sus respectivos informes anuales, pues los datos de valor razonable son difíciles de obtener para el inversor minorista, e incluso son ya las propias empresas las que los publican basándose en las tasaciones realizadas por agencias de valoración independientes (CBRE, Savills o JLL, entre otras).

Una vez obtenido el dato del NAV, pasaremos a calcular el NAV por acción que permitirá una comparación más homogénea con el precio y que será expresado de la siguiente manera:

$$\frac{NAV}{ACC} = \frac{NAV}{NÚMERO DE ACCIONES EN CIRCULACIÓN}$$

El número de acciones en circulación es la cantidad de acciones emitidas por la compañía minoradas por la autocartera.

Este cálculo será realizado según los estados contables a cierre de los períodos de estudio: 2020, 2021, 2022.

Para la cotización, utilizaremos el precio medio de los últimos 10 días de cada ejercicio contable, y así evitar cualquier fluctuación imprevista en el precio de la acción.

Por el contrario, para las acciones en circulación extraeremos la autocartera.

Finalmente, obtendremos el descuento mediante la siguiente división:

$$\text{Descuento} = 1 - \frac{\text{Precio}/acc}{\text{NAV}/acc}$$

Debido a la entrada en vigor de las nuevas recomendaciones de valoración por parte de la European Public Real Estate Association (EPRA), y dado su más que extendido uso entre las empresas a valorar, utilizaremos dichos criterios para el análisis que nos concierne.

Este método propone el cálculo del EPRA NTA (Net tangible Asset) como sustituto del NAV clásico. Para ello, se parte de los fondos propios de la compañía y se le aplican los siguientes ajustes (Informe Anual Colonial, 2022):

- Revalorización de otras inversiones a valor de mercado, comprándolo con su valor contable (a coste de adquisición).
- Revalorizaciones de activos mantenidos para la venta, como pueden ser los propios inmuebles pertenecientes a esta categoría.
- Ajustes por impuestos diferidos.
- Valor de mercado de activos financieros.

## 8. PERFIL DE LAS EMPRESAS

En este apartado presentamos las principales empresas a analizar en el trabajo. Para ello dividiremos a las mismas en dos grandes grupos.

### 8.1. AEDAS HOMES

#### 8.1.1. ANÁLISIS CUALITATIVO.

##### 8.1.1.1. Descripción

Empresa promotora de obra nueva cotizada en el mercado continuo desde octubre de 2017, la cual presenta una estructura descentralizada, basada en unidades territoriales altamente independientes. Su valor diferencial reside en la cercanía con sus grupos de interés generando sinergias con ellos, mediante el uso de recursos propios y externalizando aquellas actividades no esenciales de forma eficiente y adaptable a los cambios en el entorno. El compromiso y las relaciones a largo plazo constituyen el eje central de sus colaboraciones. (AEDAS Homes, 2023)

Su modelo de negocio se basa en tres líneas principalmente (AEDAS Homes, 2023):

- Build to sell: el público objetivo está formado por particulares y presenta un enfoque en la residencia o, eventualmente, en la inversión.
- Build to rent: dirigido a inversores especializados e institucionales, destinado especialmente al alquiler.
- Servicios inmobiliarios: promoción y gestión de inmuebles a terceros, pudiendo llegar a convertirse en co-inversores.

##### 8.1.1.2. Productos

Viviendas multifamiliares con estructuras racionales y de última generación, adaptables a los gustos de los clientes y de elevada durabilidad. Los diseños son sostenibles, así como el proceso de construcción de las edificaciones (AEDAS Homes, 2023).

##### 8.1.1.3. Estilo inversor del grupo:

El proceso de inversión consiste en la selección cautelosa y estructurada de oportunidades, a través de Delegaciones Territoriales, las cuales revisan las propuestas y determinan la oferta exigiendo altas rentabilidades (AEDAS Homes, 2023).

La compañía en su presentación determina que el margen neto debe de ser de al menos un 20%, así como el IRR (Tasa interna de rentabilidad) de un mínimo del 20% también. Finalmente, el Equity Multiple de la inversión exigido sería (antes de impuestos) de 1,4 veces (AEDAS Homes, 2023).

La compañía posee profesionales que se dedican exclusivamente a buscar las mejores localizaciones de suelo en zonas de robusta demanda donde invierten mediante el uso de recursos propios (AEDAS Homes, 2023).

Actualmente el grupo tiene presencia en 20 provincias con 6 delegaciones territoriales y poseen más de 17.000 unidades de suelo bajo gestión (AEDAS Homes, 2023).



## 8.1.2. ANÁLISIS CUANTITATIVO

Tabla 2. Análisis descuento de valoración AEDAS.

	Fecha de Análisis		
	31/09/2020	31/03/2021	31/03/2022
Gross Asset Value (GAV) Miles €	2.158.000	1.907.000	2.075.000
Deuda financiera Neta y ajustes Miles €	-616.000	- 404.000	-547.000
Net Asset Value (NAV) Miles €	1.542.000	1.503.000	1.528.000
Nº Acciones en circulación	47.966.587	47.966.587	46.806.537
NAV/ acc	32,15	31,33	32,65
P/ acción	15,63	18,97	22,25
Descuento %	51,39%	39,46%	31,83%

*Fuente: Elaboración propia en base a datos de los informes anuales e infobolsa.*

La tabla en cuestión muestra como AEDAS HOMES presenta descuentos sobre su capitalización bursátil. Cabe destacar la progresiva reducción de dichos porcentajes, mostrando el mercado una mayor confianza hacia los activos de la compañía.

El valor de los activos apenas varía en la serie temporal, tanto desde el punto de vista del activo bruto como del neto. No obstante, el aumento del precio de la acción es el principal motivo por el cual AEDAS consigue mejores resultados.

## **8.2. INMOBILIARIA DEL SUR (INSUR)**

### **8.2.1. ANALISIS CUALITATIVO**

#### **8.2.1.1. Actividad**

Es una compañía cotizada en el mercado continuo español la cual realiza dos actividades fundamentales (INSUR, 2022):

- Promoción inmobiliaria: el grupo establece relaciones de colaboración con terceros, como puede ser a través de joint ventures, y se especializa en actividades terciarias y residenciales. El porcentaje que representa del GAV es del 70%.
- Actividades patrimonialistas: se dedica a la comercialización de los activos del grupo y representa un 30% del GAV.

Su modelo de negocio se basa en la integración de ambas actividades, respaldado por un ambicioso plan estratégico hasta el año 2025 y con un claro alineamiento entre los intereses de la propiedad y la dirección.

El equilibrio entre la actividad promotora y comercializadora se consigue a través de los siguientes puntos (INSUR, 2023):

- Endeudamiento prudente: el capital ajeno no supone más del 40%
- El suelo como materia prima y no como algo meramente negociable. Promoviendo la compra en fases de contracción en los mercados.
- Alianzas con terceros que permitan diversificar los riesgos y que permita impulsar las rentabilidades de los proyectos.
- Construcción propia y control de costes
- Control del proceso desde la promoción hasta la comercialización.

El plan estratégico para el periodo 2021-2025 comprende los siguientes puntos (INSUR, 2023):

Promoción:

- Mantener la integración vertical y la alianza con colaboradores externos
- Conseguir proyectos generadores de mayor valor, así como incrementar la rentabilidad de estos y en la construcción.
- Incrementar su participación en Madrid y en Málaga capital (especialmente en el sector de oficinas)
- Reducción de los periodos de maduración.

Patrimonial:

- Aumento de la actividad por vía directa o joint ventures.
- Incremento de la presencia en Madrid.

#### **8.2.1.2. Productos:**

Oficinas, locales, aparcamientos y hoteles repartidos por Andalucía occidental y con una apuesta por la diversificación, especialmente en la zona de Madrid. Se caracterizan por tener un enfoque más exclusivo y de mayor calidad, especialmente en zonas *prime*. (Ethifinance Ratings, 2022)

### 8.2.1.3. Estilo inversor del grupo

Basado en el plan estratégico anteriormente mencionado, el grupo persigue los siguientes hitos (Insur, 2023):

- Promociones propias: 24,6% de margen bruto/ventas y 21,6% margen neto/ventas.
- Joint Ventures: 26,3% margen después de los costes de edificación, venta y administración.
- Emisión de bono corporativo de hasta 30 millones de euros y ampliación de capital por valor de 60 millones.
- Incremento de la ratio EBITDA/cifra de negocio en 5 puntos porcentuales.

### 8.2.1.4. Estructura del capital

Tabla 3. Accionariado Inmobiliaria del Sur

Accionista	% participación
Acciones en circulación (free float)	37,28%
Otros consejeros	21,42%
Inrecisa, S.L.	8,74%
Inversiones Agrícolas Industriales y Comerciales,	7,42%
Dña. Carmen Pumar Mariño	6,01%
Menezpla, S.L	5,09%
Bon Natura, S.A.	5,05%
Inverfasur, S.L.	5,03%
Dña. Gloria Pumar Mariño	3,44%
Autocartera	0,51%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Informe Anual 2022

### 8.2.1.5. Volumen de activos:

El grupo presentó resultados de 2022 entre los cuales podemos destacar las siguientes cifras (INSUR, 2023):

- Una cifra de negocios de 117,9 millones de euros (agregada de todas sus líneas de negocio), lo cual presenta una reducción del 5,9% respecto al año anterior por la entrega del edificio Sur (Proyecto Río 55)
- Un beneficio neto de 15,1 millones de euros, un 25 % superior al año precedente pues incluye 9,4 millones por la adquisición del control de DMS.
- El número de viviendas en cartera fue de 2.163 unidades (para un total de 3.871 si se tiene en cuenta la construcción y desarrollo)
- Entregas de 384 unidades y preventas de 680 viviendas
- Posee más de 130.000 m<sup>3</sup> y más de 3.000 plazas de aparcamiento
- Tasa de ocupación del 90,4 %

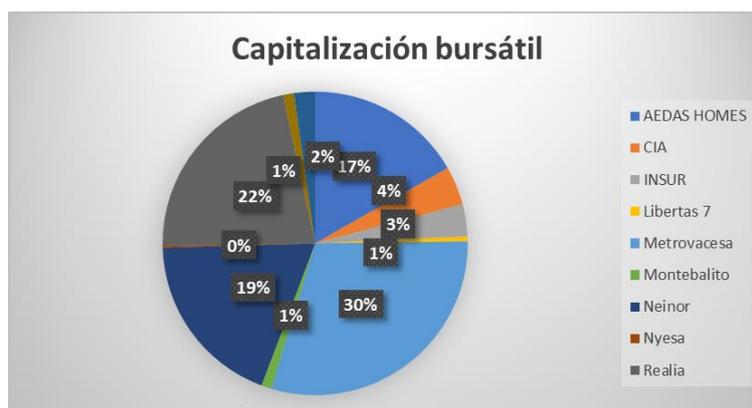
Por líneas de negocio, la promoción residencial presentó un incremento de 15,7% en las unidades preventadas. De las unidades entregadas el precio medio de las viviendas fue de 269.352 euros, frente a los 320.116 euros del año anterior para una diferencia de solo 4

viviendas. La inversión en suelo fue de 52,5 millones de euros y la de ejecuciones de obra de 25,2 millones (INSUR, 2023).

La promoción terciaria representa 118.454 m<sup>2</sup> y el negocio patrimonial 132.868,8 m<sup>2</sup> y más de 3.000 plazas de aparcamiento y una inversión de 2,1 millones de euros. La tasa de ocupación es del 90,4% y permite que la renta anualizada aumente de 17,5 millones a 18,9 millones de euros (INSUR, 2023).

### 8.2.1.6. Cuota de mercado:

Gráfico 3. Capitalización bursátil sector promoción



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la web del BME Exchange.

## 8.2.2. ANÁLISIS CUANTITATIVO

Tabla 4. Análisis descuento de valoración INSUR.

	Fecha de Análisis		
	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Gross Asset Value (GAV) Miles €	525.977	522.935	584.384
Deuda financiera Neta y ajustes Miles €	-208.858	-197.949	-236.962
Net Asset Value (NAV) Miles €	317.119	324.986	347.422
Nº Acciones en circulación	16.774.116	17.754.253	18.556.071
NAV / acc	18,91	18,30	18,72
P / acción	6,75	7,29	7,01
Descuento %	64,31%	60,17%	62,58%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los informes anuales e infobolsa.

La compañía sevillana es de las que mayores descuentos presenta con cotas por encima del 60%, presentado un gran desacople entre el precio y el valor de los activos.

## **8.3. METROVACESA**

### **8.3.1. ANÁLISIS CUALITATIVO**

#### **8.3.1.1. Actividad**

Grupo promotor de obra nueva residencial y gestor de suelos tanto de naturaleza finalista como en desarrollo para usos terciarios y urbanos. Con más de 100 años de historia se consolida como uno de los líderes del mercado con el objetivo de transformarse en promotor residencial puro. Posee una de las mayores carteras de suelo y se centra en aquellas provincias con mayor potencial (por su demanda y calidad), siendo 6 provincias las que ocupan el 74% del GAV, para un total de 31 en las que está presente (Metrovacesa, 2023).

El modelo de negocio presenta dos enfoques principalmente:

- Build to sell: con clientes de índole particular e institucional.
- Build to rent: con clientes de naturaleza privada.

No obstante, el grupo centra sus esfuerzos en la vivienda residencial segmento que ha sufrido una fuerte concentración en el número de participantes con procesos más eficientes y de mayor valor añadido (Ethifinance Ratings, 2022).

Su plan estratégico se centra en la generación de caja y el reforzamiento de su negocio promotor. Entre los aspectos a destacar encontramos:

- 1- Aumentar la importancia de la promoción y el incremento de unidades hasta la horquilla 2.000-2.5000 unidades de entregas.
- 2- Transformar el suelo a urbanizable y optimizar la cartera.
- 3- Para el sector terciario maximizar el valor de este.
- 4- Transformar en flujos reales de caja el 100% de las ventas de suelo y el 30% de las entregas.
- 5- Incrementar su atractivo mediante la retribución vía dividendos al accionista (Metrovacesa, 2023).

#### **8.3.1.2. Productos**

El 18% de su GAV se dedica a la gestión de suelo, ya sea para promociones propias o de terceros y/o venta. Esto presenta problemas por el aumento de los períodos de compra, adaptación, gestión y ventas (45-90 meses), no obstante, los conocimientos y la experiencia ayudan a disminuir los riesgos inherentes (Ethifinance Ratings, 2022).

La promoción suele presentar plazos de 42-45 meses, con mayores riesgos de demanda iniciales compensados con reservas de entorno a un 30-40% (Ethifinance Ratings, 2022).

Los proyectos *build to rent*, complementan la actividad de la empresa, desarrollando para otros *players* oficinas, hoteles y otros activos, permitiendo la diversificación del negocio (Ethifinance Ratings, 2022).

#### **8.3.1.3. Estilo inversor del grupo**

Del total del GAV de la empresa (2.423 millones) el 77% corresponde a suelo residencial y el 23% restante a terciario. A su vez, presenta un enfoque en suelo finalista, centrando la mayoría de sus esfuerzos en el mismo con 17.500 unidades frente a las 11.000 bajo gestión (Metrovacesa, 2023).

Por otro lado, presenta una fuerte tendencia hacia provincias *tier 1* (Barcelona, Madrid, Málaga e Islas Baleares), las cuales favorecen los buenos resultados de la compañía, pues el precio medio por unidad de 290.000 €. No obstante, al estar presente en 31 provincias permite la diversificación territorial de sus ingresos (Metrovacesa, 2023).

El enfoque en la promoción hace que la mayoría de sus ingresos sean buscados a través de dicha vía, siendo complementados con la actividad comercial (Metrovacesa, 2023).

Metrovacesa externaliza actividades de construcción con otros operadores de referencia permitiendo establecer plazos predefinidos y precios fijados, lo que impide grandes fluctuaciones en sus costes (Metrovacesa, 2023).

Por otro lado, se centra en el uso de fondos propios, reduciendo la necesidad de financiación y controlando su endeudamiento, otorgándole ventaja frente a sus competidores (Metrovacesa, 2023).

Finalmente, cabe desatacar el enfoque en el accionista, incrementando paulatinamente su retribución, alcanzando en 2022 1,65€/acc frente a los 0,8€/acc de 2021 (Metrovacesa, 2023).

#### **8.3.1.4. Estructura del capital**

El capital del grupo se compone de la siguiente manera:

*Tabla 5. Accionariado Metrovacesa*

<b>Accionista</b>	<b>% participación</b>
Santander	49,36%
BBVA	20,85%
CEC/FC y C	20,24%
Otros	5,60%
Quasar	3,95%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>

*Fuente: Elaboración propia. Datos de Metrovacesa (Estructura accionarial)*

#### **8.3.1.5. Volumen de activos**

En 2022 el grupo presentó 7.947 unidades activas (de 150 promociones). En cuanto a las unidades en comercialización, estas fueron de 6.235 con un precio medio de 328.000 € y representando 118 promociones. Esto significó un incremento del 12,2% en comparación con las 5.555 del pasado año (Metrovacesa, 2023).

Finalmente, las unidades vendidas alcanzaron la cifra de 3.171 a un precio medio de 312.000€, esto supuso un 4,5 % más respecto a las 3.033 del año anterior. Estos datos suponen unos ingresos futuros de 990 millones de euros (Metrovacesa, 2023).

Las unidades en construcción fueron 4.101 para un total de 90 promociones, suponiendo un incremento del 2,3% respecto a las 4.007 del 2021 (Metrovacesa, 2023).

Se entregaron 1.699 unidades para un precio medio de 259.000€, un aumento del 4% y con expectativas de aumentos del precio medio para 2023 y 2024 (Metrovacesa, 2023).

Finalmente, el total de unidades prevendidas fue de 1.837, siendo la única reducción en los resultados, de un 4,27% respecto a las 1.733 unidades del año anterior. Sin embargo, el

precio se incrementó hasta los 315.000 € frente a los 275.000 € del periodo anterior (Metrovacesa, 2023)

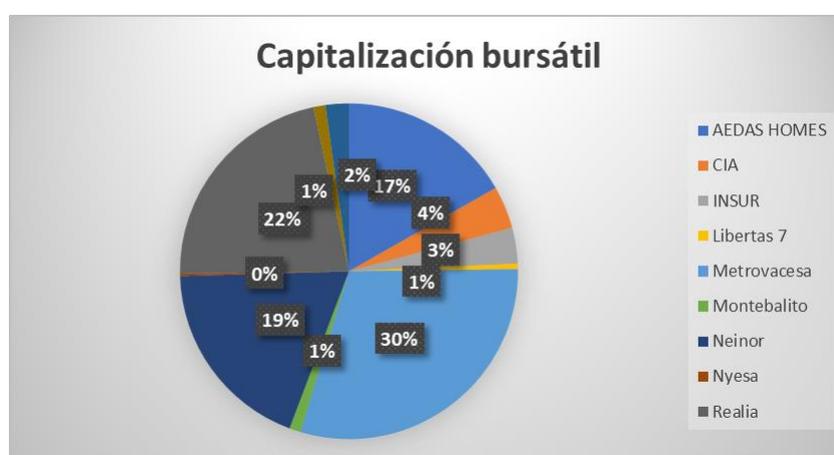
El margen de la promoción se mantuvo robusto, en cotas del 21,2% cercano a la media histórica del 20% (Metrovacesa, 2023).

En cuanto al suelo, las ventas ascendieron a 53,3 millones de euros y las unidades de suelo hasta 28.500 siendo finalista el 81% del total (Metrovacesa, 2023).

Se prevé que para el período 2023-2025 el suelo bajo gestión se incremente en 5.000 unidades, exigiendo una inversión de 200 millones de euros mediante nuevas compras de terrenos adyacentes, comercialmente atractivos y que generen grandes retornos (Metrovacesa, 2023).

### 8.3.1.6. Cuota de mercado

Gráfico 4. Capitalización bursátil sector promoción



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la web del BME Exchange.

### 8.3.2. ANÁLISIS CUANTITATIVO

Tabla 6. Análisis descuento de Metrovacesa

	Fecha de Análisis		
	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Gross Asset Value (GAV) Miles €	2.679.000	2.599.300	2.423.000
Deuda financiera Neta y ajustes Miles €	-252.400	-272.500	-368.300
Net Asset Value (NAV) Miles €	2.426.600	2.326.800	2.054.700
Nº Acciones en circulación	151.443.000	151.448.000	151.429.000
NAV / acc	16,02	15,36	13,57
P / acción	4,43	5,57	6,45
Descuento %	72,36%	63,72%	52,45%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los informes anuales e infobolsa.

Siguiendo los datos del gráfico, podemos observar como el mercado penaliza a Metrovacesa con tasas superiores al 50% a pesar de ser una de las compañías más grandes de las que operan en el sector promocional. No obstante, siguiendo la línea temporal, poco a poco la compañía se va sobreponiendo, incrementando su precio a pesar de que el valor de sus activos se vea reducido.

## **8.4. NEINOR HOMES**

### **8.4.1. ANÁLISIS CUALITATIVO**

#### **8.4.1.1. Actividad**

Neinor es una empresa dedicada al sector promocional, líder en el mercado nacional y con uno de los mayores bancos de suelo finalista. Su actividad de desarrolla repartida por las siguientes zonas: Andalucía occidental, Andalucía Oriental, Centro, Este, Levante y Norte (Neinor Homes, 2023).

Además del negocio promocional, presta otros servicios a sus clientes como alquiler residencial y *servicing* bancario (Neinor Homes, 2023).

En el año 2021, Neinor y Quabit realizaron una fusión por absorción, en la que Quabit quedaría integrada en el esquema de la primera, ofreciendo servicios integrales y reforzando su potencial en el mercado (Neinor Homes, 2023).

Desde 2019, Neinor lleva ejecutando un plan de negocio hasta el año 2023 el cual está a punto de superar todas sus expectativas (Neinor Homes, 2023).

- Desde 2019 a 2022 la compañía entregó 8.671 unidades lo que supuesto un aumento del 11% frente a lo estimado. Esto sumado a las previsiones para 2023, la sociedad pretende alcanzar las 11.421 entregas para unas previsiones de entre 10.300 y 13.100.
- El Ebitda acumulado está cerca de superar el objetivo de 650 millones con una estimación de 658 millones.
- Por la parte del beneficio neto, el grupo superó en 2022 los 340 millones cercano al límite inferior preestablecido de 370 y con unas previsiones de 434 millones (Neinor Homes, 2023).

#### **8.4.1.2. Productos**

El negocio de la compañía se basa en dos grandes tipologías de productos:

- Actividad promotora
- Plataforma de alquiler

Entre su porfolio podemos encontrar casas, chalés y pisos que combinan la alta calidad, innovación y sostenibilidad (aspecto a destacar pues se posiciona como la empresa líder ESG según sustainalytics) (Neinor Homes, 2023).

#### **8.4.1.3. Estilo inversor del grupo**

La compañía pretende mantener un volumen de adquisición de 1.200 unidades al año. Para ello, pretende invertir más de mil millones de euros en la adquisición de nuevo suelo que proporcione una tasa interna de rentabilidad superior al 20%. Dichas operaciones se realizarían mediante una estrategia de coinversión que descargue de uso de fondos propios. Además, el

objetivo principal sería reducir el número de años de mantenimiento del banco de suelo desde los 5,7 actuales a los 4-4,5 previstos para 2027 (Neinor Homes, 2023).

Para compensar a los accionistas, el grupo pretende remunerarles con 600 millones de euros vía dividendos, lo que se traduce en 7,5 euros la acción, destacando el reparto de 450 millones entre los años 2023 y 2025 (Neinor Homes, 2023).

Todo ello se conseguiría mediante el mantenimiento de una media de 2.000 entregas anuales, una revalorización desde los 700 millones de capitalización hasta 1,4 billones de euros y un *ROE* estimado del 15% (Neinor Homes, 2023).

Finalmente, cabe destacar la firme apuesta por el sector *living*, con potenciales revalorizaciones de 1,8 veces en BTS, 12,2 veces en BTR, 15 veces en el *microliving* Y 17,2 en el *senior living*. A su vez, centrando sus apuestas en las 6 provincias con mayor potencial de crecimiento demográfico (Sevilla, Málaga, Murcia, Madrid, Barcelona y Guipúzcoa) (Neinor Homes, 2023).

#### **8.4.1.4. Estructura de capital**

El accionariado de Neinor Homes se divide como se muestra en la tabla

*Tabla 7. Accionariado Neinor*

<b>Accionista</b>	<b>% participación</b>
Capital flotante	29,97%
ORION EUROPEAN REAL ESTATE FUND V, SLP	28,01%
STONESHIELD HOLDING S.A.R.L.	22,67%
ADAR CAPITAL PARTNERS LTD	12,69%
BMO ASSET MANAGEMENT LIMITED	4,79%
Otros	1,88%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del informe anual de 2022*

#### **8.4.1.5. Volumen de activos**

En cuanto a su actividad promotora, cabe destacar que Neinor posee un banco de suelo de 11.800 unidades, a con compras totales de 1.200 unidades por 30 millones de euros (estrategia marcada a seguir a pesar de la inestabilidad económica) (Neinor Homes, 2023).

Actualmente posee 4.840 promociones activas y 2.056 unidades prevendidas, no obstante, el número de entregas asciende a 2.530 unidades (Neinor Homes, 2023).

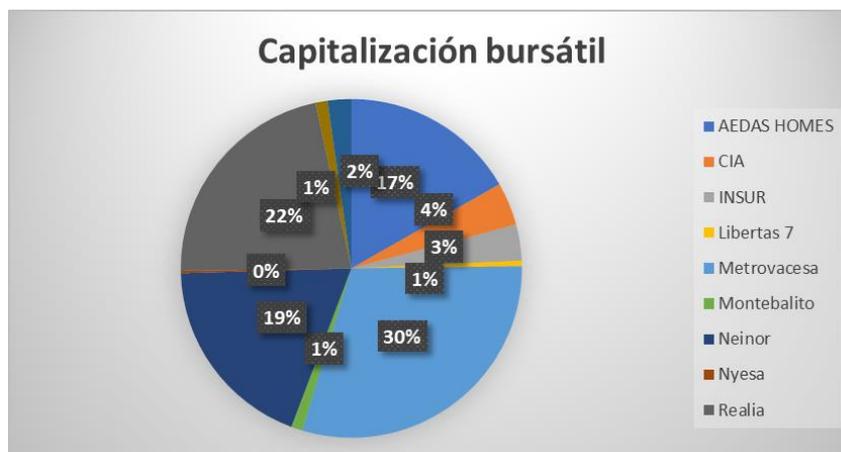
La tasa de preventas de 2023 alcanza ya el 71% y el 12% para 2024, con un valor medio en 2022 de 309.000 euros. En cuanto a la tasa de absorción mensual, esta se mantiene en un 5,7% (superior a la media de 4,8%) y las cancelaciones solo suponen un 1% (Neinor Homes, 2023).

En cuanto a la plataforma de alquiler, la compañía destinó en 2022 3.700 unidades de suelo de las cuales 1.125 pertenecen a Habitatge Metròpolis Barcelona (joint venture de 4.500). Actualmente posee 3.875 unidades activas con una tasa de ocupación del 97% y un 15% de incremento en las rentas (Neinor Homes, 2023).

El GAV en zonas atractivas representa más de 900 millones de euros para un total de 3.875 unidades activas (Neinor Homes, 2023).

#### 8.4.1.6. Cuota de mercado

Gráfico 5. Capitalización bursátil sector promoción



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la web del BME Exchange.

#### 8.4.2. ANÁLISIS CUANTITATIVO

Tabla 8. Análisis descuento de valoración Neinor.

	Fecha de Análisis		
	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Gross Asset Value (GAV) Miles €	1.540.000	1.907.000	1.706.000
Deuda financiera Neta y ajustes Miles €	-324.000	-541.000	-464.000
Net Asset Value (NAV) Miles €	1.216.000	1.366.000	1.242.000
Nº Acciones en circulación	73.930.000	76.613.000	60.461.000
NAV / acc	16,45	17,83	20,54
P / acción	8,99	9,55	8,27
Descuento %	45,36%	46,45%	59,73%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los informes anuales e infobolsa.

Al contrario que otras corporaciones analizadas, Neinor presenta una tendencia negativa en términos de valoración de su cartera de activos en el último año, posiblemente provocada por la reducción de acciones en circulación. A pesar de ello, es una de las compañías más fuertes del mercado y que ha disfrutado en años anteriores de mejores niveles de divergencia.

## **8.5. REALIA BUSINESS**

### **8.5.1. ANÁLISIS CUALITATIVO**

#### **8.5.1.1. Actividad**

Realia es una compañía nacida en el año 2000 que cotiza en el mercado continuo español. Realiza toda clase de actividades de la cadena de valor relacionada con bienes inmuebles, desde la promoción hasta la prestación de servicios inmobiliarios. En particular, podemos destacar dos ámbitos principales de actuación (Realia, 2023):

- Área promocional: Se basa principalmente en dos actividades, la promoción propia de proyectos urbanísticos a través de su banco de suelo o la promoción para terceros.
- Área patrimonial: Alquiler de una cartera propia de viviendas residenciales, oficinas y centros comerciales, así como la gestión de carteras externas (Realia, 2023).

Sus funciones son realizadas a través de una red de empresas y filiales que forman el grupo Realia, en la que cada una se especializa en un ámbito de trabajo (Realia, 2023).

En cuanto a la importancia de cada área, para el año 2021, el 45% de los ingresos del grupo procedía del ámbito patrimonial, frente al 55% de la rama promocional. Ya para el año 2022 el grupo cambió su rumbo pasando a ser el área patrimonial el más importante con 69% frente al 31% del promocional (principalmente por el menor número de entregas en dicho año) (Realia, 2023).

El ámbito geográfico de actividad se centra en España, aunque posee presencia en el extranjero como en Bucarest (Rumanía) (Realia, 2023).

#### **8.5.1.2. Productos**

Principalmente, el negocio patrimonial consiste en el arrendamiento y gestión de viviendas, oficinas y centros comerciales, con más de 400.000 metros cuadrados en cartera. Destacan por ubicaciones estratégicas y servicios actualizados a las nuevas tendencias del mercado que potencien el rendimiento de sus inquilinos (Realia, 2023).

El negocio patrimonial presenta un enfoque en viviendas de obra nueva en las ciudades más importantes del país con altos niveles de calidad, diseño y confort. Su porfolio abarca pisos, apartamentos, chalés adosados y viviendas unifamiliares (Realia, 2023).

#### **8.5.1.3. Estilo inversor del grupo**

Los activos que posee, el bajo endeudamiento y los cash-flows recurrentes permiten que el grupo se adapte a cualquier circunstancia (Realia, 2022).

Realia posee un enfoque diferente al del resto de sus competidores, pues no busca liderar el mercado en número de unidades vendidas o alquiladas, sino más bien en productos adaptables y flexibles que permitan obtener grandes retornos incluso en los peores escenarios (Realia, 2022).

Para el negocio patrimonial:

- Se centra en combatir cualquier cambio en la normativa que impacte en el negocio, especialmente en el arrendamiento.
- Apoyo a filiales y sociedades asociadas.

- Inversiones en tecnología y sostenibilidad, así como mejorar las dotaciones para fomentar la salud.
- Mejorar relaciones con los arrendatarios.
- Desinversiones en activos maduros.
- Inversiones especialmente en el sector build to rent.
- Desarrollar promociones activas enfocadas en el alquiler.

Para el negocio promocional:

- Mantener la actividad promotora.
- Inversión en activos potencialmente rentables por su ubicación y desarrollo urbanístico, así como llevar a cabo promociones en lugares de demanda fuerte.
- Promociones sostenibles y eficientes en términos energéticos.
- Búsqueda de nuevas oportunidades de inversión rentables y de ubicación excelente.
- Usos no convencionales para sus activos (Realia, 2022)..

#### **8.5.1.4. Estructura de capital**

*Tabla 9. Accionariado Realia*

<b>Accionista</b>	<b>% participación</b>
Soimob Inmobiliaria Española, S.A.U	23,23%
FC y C , S.A. (filial 80,03% FCC, S.A.)	51,89%
Otros	24,88%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>

*Fuente: Informe anual gobierno corporativo 2023*

#### **8.5.1.5. Volumen de activos**

Del lado promocional, Realia presentaba un GAV de 373,9 millones de euros teniendo en cuenta suelos, promociones en curso y productos terminados.

Además, posee un banco de suelo valorado en 296,6 millones de euros con una superficie bruta de 6.964.002 metros cuadrados y una edificabilidad de 1.736.158 metros cuadrados.

El 58% del suelo es de carácter finalista, 18% en urbanización, 20% en planeamiento y un 4% en ordenación urbanística.

Por parte de los activos patrimoniales, el valor de estos ha alcanzado los 1.556,6 millones de euros gracias al desarrollo de proyectos residenciales en Madrid y el alza en los tipos de interés y el incremento de las rentabilidades exigidas por los accionistas.

Las oficinas copan la mayoría del GAV, siendo 26 el número de estas bajo gestión, 6 centros comerciales, 1 residencia build to rent y 2 unidades de suelo en desarrollo.

### 8.5.1.6. Cuota de mercado

Gráfico 6. Capitalización bursátil sector promoción.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la web del BME Exchange

### 8.5.2. ANÁLISIS CUANTITATIVO

Tabla 10. Análisis descuento Realia

	Fecha de Análisis		
	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Gross Asset Value (GAV) Miles €	1.907.910	1.905.680	1.930.460
Deuda financiera Neta y ajustes Miles €	-848.510	-776.080	-738.720
Net Asset Value (NAV) Miles €	1.059.400	1.129.600	1.191.740
Nº Acciones en circulación	813.437.923	811.089.229	811.089.229
NAV / acc	1,3	1,39	1,47
P / acción	0,66	0,78	1,07
Descuento %	49,12%	43,62%	27,02%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los informes anuales e infobolsa.

Realia es una de las compañías con menores desajustes entre el precio y el valor neto de los activos, la cual lleva reduciendo diferencias desde el año 2020, dónde alcanzaba cotas del 50% hasta un 27,02% en el último ejercicio.

## **8.6. ÁRIMA REAL ESTATE SOCIMI**

### **8.6.1. ANÁLISIS CUALITATIVO**

#### **8.6.1.1. Actividad**

Árima se constituye como SOCIMI hace más de 30 años. Actualmente cotiza en el mercado continuo español y su negocio se basa en la compra de inmuebles, su rehabilitación y su posterior alquiler (Árima, 2023).

Su ámbito de actuación se concentra en el área de Madrid y la mayoría de sus activos son oficinas. No obstante, el resto de su cartera está formada por centros logísticos y tampoco descarta la adquisición de otros tipos de inmuebles siempre y cuando generen buenos retornos (Árima, 2023).

Actualmente, es la única empresa que posee la certificación de la Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), entidad global de estándares de la construcción y actividades inmobiliarias. Así mismo, también forma parte de la European Public Real Estate Association (EPRA) (Árima, 2023).

Su estrategia se basa en la búsqueda activa de inmuebles en aquellas zonas estables, con amplias redes de comunicación y servicios, que permitan revalorizarse y convertirse en zonas de primer nivel (Árima, 2023).

Su valor diferencial reside en la selección de un director por edificio acompañado de un equipo que se encargará de su gestión integral para conseguir generar esa potencial revalorización en el mercado (Árima, 2023).

Los inmuebles son adaptados con servicios y tecnología puntera, así como son diseñados con arquitectura integrada y siempre con vistas al respeto al medioambiente (Árima, 2023).

Gracias a su estrategia conservadora, consiguen generar elevadas rentabilidades para sus accionistas (Árima, 2023).

#### **8.6.1.2. Productos**

Actualmente, la cartera de Árima está formada por 9 activos inmobiliarios concentrados en Madrid ciudad y Guadalix (Árima, 2023).

La gran mayoría son oficinas, las cuales se concentran en la ciudad de Madrid. Estas destacan por tener plazas de aparcamiento, un elevado porcentaje de luz natural, jardines, terrazas, y los mejores servicios y dotaciones eléctricas. Además, cabe destacar la apuesta de la compañía por la salud y las energías verdes en sus dotaciones (Árima, 2023).

En el plano logístico, podemos destacar un solo centro en Guadalix. Éste se encuentra arrendado hasta 2025 para supermercados Eroski. Destaca por sus elevadas dotaciones de frío, diferenciando desde zonas negativas de temperaturas para los productos congelados hasta zonas de frío positivo para productos perecederos. Además, cuenta con 29 muelles de carga para poder realizar entradas y salidas de mercancías (Árima, 2023).

#### **8.6.1.3. Estilo inversor del grupo**

La compañía destaca por la concentración de sus inversiones en Madrid y sectorialmente en las oficinas, como mencionado anteriormente (Árima, 2023).

A fecha de presentación de resultados, se encontraba en búsqueda de nuevas oportunidades de inversión por valor de 1.000 millones de euros para un total de 10 activos (Árma, 2023).

Las compras de activos se suelen hacer fuera de mercado buscando precios competitivos y, a su vez, se construye una cartera defensiva ante los ciclos económicos, con una rentabilidad del 6,5 % y un incremento de las rentas por alquiler de 210 puntos porcentuales (Árma, 2023).

La empresa se encuentra en un proceso de recompra de acciones comenzado en julio del año 2022 con el objetivo 2 millones de acciones o 20 millones de euros (para retribuir a los accionistas principalmente). A día de cierre, se había completado el 26% del mismo (Árma, 2023).

Presenta gran alineación entre los intereses de la dirección y la propiedad, pues actualmente el 7% del capital lo poseen los propios dirigentes de la compañía, mostrando fiel compromiso con el proyecto y adquiriendo más participaciones incluso con la caída de beneficios por acción (de los 0,94 céntimos a 0,39) (Árma, 2023).

Se espera que la cuenta de resultados mejore, ya que aún el 60% de los activos se encuentran gestionados por Árma.

#### **8.6.1.4. Estructura de capital**

*Tabla 11. Accionariado Árma.*

<b>Accionista</b>	<b>% participación</b>
Autocartera	7,11%
Capital flotante	37,51%
Víctor Urrutia Vallejo	7,95%
Luis Alfonso López Herrera-Oria	5,02%
Ana Patricia Torrente Blasco	5,00%
Fidelity Select Portfolios	3,55%
FMR LLC	3,55%
Ivanhoé Cambridge, INC.	20,29%
Thames River Capital LLC	5,01%
TR Property Investment Trust PLC	5,01%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>

*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Accionistas significativos web de la CNMV*

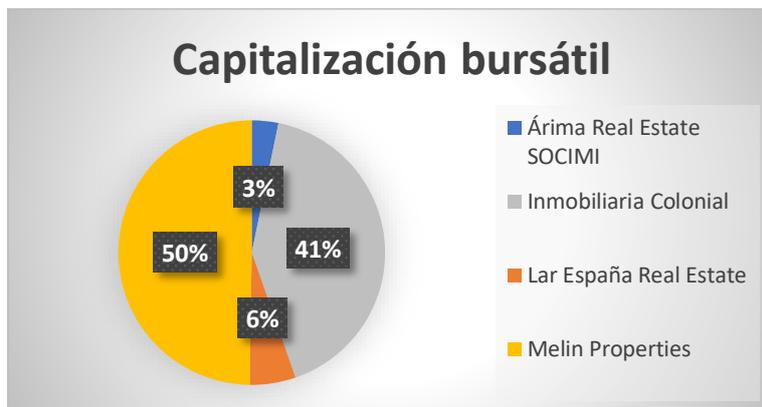
#### **8.6.1.5. Volumen de activos**

La empresa CBRE de servicios y de inversión inmobiliaria realizó una valoración de la cartera de Árma a fecha 31 de diciembre de 2022. Los resultados de dicho informe fueron los siguientes:

- Valor conjunto de la cartera total de 379.700.000 euros (GAV)
- Crecimiento de la valoración año contra año de un 11%
- Incremento de la inversión de un 30%
- Mejora de dotaciones, desarrollo de proyectos e incremento de contratos de alquiler.
- 12 adquisiciones transformadas en 9 por la unión de fincas).
- 101.927 metros cuadrados bajo gestión y el total de ellos en Madrid.
- 91% de oficinas y 9% de logístico (Árma, 2023).

### 8.6.1.6. Cuota de mercado

Gráfico 7. Capitalización bursátil SOCIMIS



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la web de BME Exchange

### 8.6.2. ANÁLISIS CUANTITATIVO

A continuación, se presentan los resultados obtenidos para el período en cuestión de Árima:

Tabla 12. Análisis descuentos Árima.

	Fecha de Análisis		
	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Gross Asset Value (GAV) Miles €	275,750	343,600	379,700
Deuda financiera Neta y ajustes Miles €	27,520	-17,453	-51,508
EPRA NTA (NAV) Miles €	303,270	326,147	328,192
Nº Acciones en circulación	27.850.863	27.503.309	26.407.127
NAV / acc	10,89	11,86	12,43
P / acción	8,41	8,83	7,54
Descuento %	22,74%	25,50%	39,37%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de los informes anuales e infobolsa.

Como podemos observar, Árima presenta uno de los menores descuentos sobre el precio, ya que es una de las compañías que menos diversifica sus inversiones. No obstante, presenta descuentos crecientes con el paso de los años.

## **8.7. INMOBILIARIA COLONIAL**

### **8.7.1. ANALISIS CUALITATIVO**

#### **8.7.1.1. Actividad**

Inmobiliaria Colonia (en adelante Colonial), es una SOCIMI que cotiza en el mercado continuo español, específicamente en el IBEX 35 y se dedica prestar servicios inmobiliarios (Inmobiliaria Colonial, 2023).

Fundada en 1946 por el Banco Hispano Colonial, se ha centrado desde sus orígenes en la gestión de patrimonio, terrenos o bienes raíces. En la actualidad, presenta un enfoque hacia el sector de las oficinas prime en los principales centros de negocios (CBD, del inglés Central Business District) de las ciudades en las que opera (Barcelona, Madrid o París, entre otras) (Inmobiliaria Colonial, 2023).

Actualmente, el 97% de sus activos son oficinas dedicadas a la inversión y el alquiler, y el 3% restante son retail y otros. El 63% de su cartera se encuadra en París, el 25% en Madrid y el 12% restante en Barcelona (Inmobiliaria Colonial, 2023).

Posee más de un millón de metros cuadrados de oficinas y el GAV supera los 13.000 millones de euros (Inmobiliaria Colonial, 2023).

Su objetivo principal es convertirse en el líder del mercado de oficinas prime, para ello se basa en los siguientes aspectos:

- Generar valor mediante la transformación de oficinas prime ubicadas en centros de negocios y de más alta calidad, y su consiguiente explotación.
- Mejora de la eficiencia energética.
- Diversificación territorial europea.
- Combinación de inversiones conservadoras "core" y otras más centradas en la creación de valor "value added".
- Inversiones en industrial inmobiliario.
- Mantener buenos niveles de calificación crediticia.
- Obtener buenas rentabilidades (Inmobiliaria Colonial, 2023).

#### **8.7.1.2. Productos**

Oficinas de alta calidad para su alquiler en las principales ciudades europeas, ubicadas en distritos de negocio y en el centro de las capitales (Inmobiliaria Colonial, 2023).

Se caracterizan por tener elevados niveles de eficiencia energética, ser modernos y funcionales, tener plazas de aparcamiento y diversos servicios de apoyo para cualquier necesidad. Por otra parte, las ubicaciones permiten a los inquilinos tener acceso a servicios, medios de transporte y, además, de disfrutar de buenas vistas de las ciudades (Inmobiliaria Colonial, 2023).

#### **8.7.1.3. Estilo inversor del grupo**

Colonial realizó en 2022 inversiones como la sede de Amundi en París y la sede de Danone en Barcelona, incrementando consecuentemente un 13% los ingresos (Inmobiliaria Colonial, 2023).

Las rentabilidades de los proyectos se sitúan en niveles del 4% en ciudades como Madrid o Barcelona, siendo el importe total de 2.288 millones de euros para 2022. Madrid supera ligeramente a Barcelona con 1.188 millones frente a 1.100 millones de euros, incrementándose con respecto al año anterior (Inmobiliaria Colonial, 2023).

Las rentabilidades en París caen ligeramente hasta el 3,25% para un total de 10.456 millones. Destacar que los inversores nacionales copan el 75% del total, mostrando confianza en la compañía española (Inmobiliaria Colonial, 2023).

Por el contrario, se encuentra en medio de un programa de desinversiones, llamado “flight to quality” por valor superior a 500 millones de euros en activos no estratégicos y maduros que no son capaces de generar niveles adecuados de rendimientos o que presentan elevada desocupación (Inmobiliaria Colonial, 2023).

En 2022 consiguieron deshacerse de 84 millones y para 2023 están cerrando otros 420 millones de euros en 6 activos. La rentabilidad de dichas desinversiones se sitúa entorno al 2,6% (Inmobiliaria Colonial, 2023).

Gracias a este programa se espera reducir la deuda del grupo y destacar que todas las ventas se están realizando a valor de tasación (Inmobiliaria Colonial, 2023).

#### **8.7.1.4. Estructura de capital**

*Tabla 13. Accionariado Colonial*

<b>Accionista</b>	<b>% participación</b>
Águila LTD (Santo Domingo)	5,00%
Autocartera	1,50%
Capital flotante	59,00%
Grupo Finaccess	15,00%
Qatar Investment Authority	19,00%
Otros	0,50%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>

*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la web de Colonial.*

#### **8.7.1.5. Volumen de activos**

Para el año 2022, Colonial contaba con 1.688.149m<sup>2</sup> de los cuales 1.543.934 m<sup>2</sup> eran oficinas. Del total de oficinas, se encontraban en uso el 85% de ellas, siendo el resto proyectos y reformas (Inmobiliaria Colonial, 2023).

Se firmaron contratos por 176.895 m<sup>2</sup> de los cuales el 39% eran renovaciones y el resto nuevas incorporaciones (Inmobiliaria Colonial, 2023).

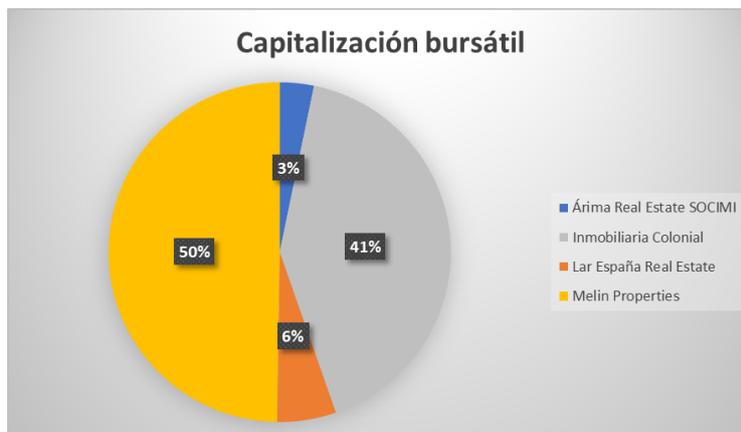
En cuanto a la ocupación, París lidera el grupo con casi un 100%, rozando el lleno, seguida de Madrid con un 95,5% y Barcelona con un 80% (Inmobiliaria Colonial, 2023).

En proyecto, se poseen más de 180.000 m<sup>2</sup>, para un total de 8 proyectos, estando 6 de ellos finalizados y 7 pre alquilados (Inmobiliaria Colonial, 2023).

Todo esto, da un valor total del GAV de 13.000 millones de euros, conformándola como una de las empresas con mayor valor el activo del sector (Inmobiliaria Colonial, 2023).

### 8.7.1.6. Cuota de mercado

Gráfico 8. Capitalización bursátil SOCIMIS



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la web de BME Exchange.

### 8.7.2. ANÁLISIS CUANTITATIVO

Tabla 14. Análisis descuentos Colonial

	Fecha de Análisis		
	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Gross Asset Value (GAV) Miles €	12.020.000	12.436.000	13.005.000
Deuda financiera Neta y ajustes Miles €	-6.292.000	-5.940.000	-6.621.000
EPRA NTA (NAV) Miles €	5.728.000	6.496.000	6.384.000
Nº Acciones en circulación	507.139.000	515.705.000	539.600.000
NAV / acc	11,29	12,60	11,83
P / acción	7,83	8,15	6,00
Descuento %	30,68%	35,30%	49,32%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de los informes anuales e infobolsa.

Colonial presenta una evolución desfavorable en la evolución de su precio de cotización desde el año 2020, a pesar del repunte de 2021. Esto, unido a un ajuste en el NAV han hecho que el gap de valoración haya aumentado hasta cotas cercanas al 50%. Un rendimiento bastante deficiente si se compara con los datos del 2020 que apenas sumaban un 30%.

## **8.8. LAR ESPAÑA REAL ESTATE SOCIMI**

### **8.8.1. ANÁLISIS CUALITATIVO**

#### **8.8.1.1. Actividad**

Grupo Lar es una compañía familiar fundada hace más de 50 años y que actualmente cotiza en el mercado continuo español con su filial Lar España (SOCIMI). Esta última, se dedica a la inversión y explotación de activos inmobiliarios, su actividad se desarrolla en el territorio español, y se especializa fundamentalmente en oficinas, edificios comerciales y no descarta entrar en el mercado residencial (Grupo Lar, 2021).

Como grupo, su estrategia se basa en la diversificación del riesgo (mediante su porfolio de productos o ubicaciones), el desarrollo tecnológico, la flexibilidad y los compromisos estratégicos con otras compañías (cabe destacar su posición de coinversor con fondos de inversiones e inversores institucionales) (Grupo Lar, 2021).

Los ámbitos principales del grupo son los siguientes:

- Promoción: Activos residenciales, logísticos o centros comerciales, así como modelos para la venta, el alquiler o gestión de suelos.
- Gestión inmobiliaria: A través de la sociedad Gentalia, gestiona una cartera de centros comerciales, así como asesora a inversores y promotores en nuevos proyectos (Grupo Lar, 2021).

La SOCIMI, estructura su actividad entorno a los arrendatarios, comerciantes en los activos de Lar España y, sus clientes, visitantes de los centros comerciales.

La estrategia pasa por:

- Ser la SOCIMI líder del sector minorista.
- Generar buenas rentabilidades a sus accionistas
- Establecer proyectos que cumplan con los objetivos de sostenibilidad, eficiencia energética, universalidad, etc.
- Recompra de bonos que proporcionen beneficios a la cuenta de resultados.
- Mantener un adecuado nivel de endeudamiento ~40% y mantener calificación crediticia BBB (Grupo Lar, 2021).

Su modelo de negocio se basa en:

1. Gestión: análisis de la inversión a nivel corporativo y búsqueda de financiación.
2. Compra: una vez se ha determinado la viabilidad.
3. Desarrollo y construcción de los edificios
4. Reposicionamiento
5. Venta
6. Reinversión
7. Retribución al accionista

#### **8.8.1.2. Productos**

Arrendamiento de parques y centros comerciales a empresas minoristas para que puedan desarrollar sus actividades (Lar España, 2023).

Se caracterizan por su fácil accesibilidad y buenas comunicaciones, por estar situados en puntos de gran afluencia de público y con infraestructuras de gran calidad, además de contar con servicios tales como zonas verdes, de ocio, etc. (Lar España, 2023).

### 8.8.1.3. Estilo inversor del grupo

Lar tiene como objetivo principal la maximización del beneficio, el reparto anual de dividendos (50 millones en 2022) y el incremento de la ratio NTA/NAV (Lar España, 2023).

Para ello, invierte en activos del sector retail y ha desinvertido en otras categorías que no permitían maximizar el valor de la compañía. Se invierte en aquellos segmentos donde la competencia es menor y se diversifica por todo el territorio español (Lar España, 2023)

Además, el grupo incentiva las inversiones sostenibles, poseyendo todo su porfolio la certificación BREEAM, que acredita los beneficios repercutidos a los agentes de su entorno y la calidad y eficiencia de sus edificios (Lar España, 2023).

Para 2023 el grupo está llevando a cabo una recompra de bonos por un montante de 110 millones que supone un 18% de descuento sobre el precio y pretende generar ingresos por valor de 20 millones (Lar España, 2023)

### 8.8.1.4. Estructura de capital

Tabla 15. Accionariado de Colonial

Accionista	% participación
Adamsville	5,20%
Autocartera	10,00%
Blackrock	3,70%
Brandes	5,00%
Capital flotante	42,50%
Castellana Properties	25,50%
Santalucía	5,00%
Utah State Retirement System	3,10%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la web de LAR

### 8.8.1.5. Volumen de activos

En el año 2022, la compañía poseía un GAV por valor de 1.473 millones de euros dividido en 14 activos, representando un total de 550.391 metros cuadrados. El EPRA NTA referente a la hora de valorar una SOCIMI asciende a 914,3 millones de euros o 10,93 euros la acción, teniendo en cuenta para su evolución el efecto de los dividendos (Lar España, 2023).

Del activo total, podemos dividirlo en centros comerciales el 66 % y el 34 % restante corresponde a parques comerciales generando unos ingresos con mismos porcentajes (Lar España, 2023)

En cuanto a la distribución territorial de los activos podemos encontrar la siguiente:

Gráfico 9. Distribución territorial activos Lar España.

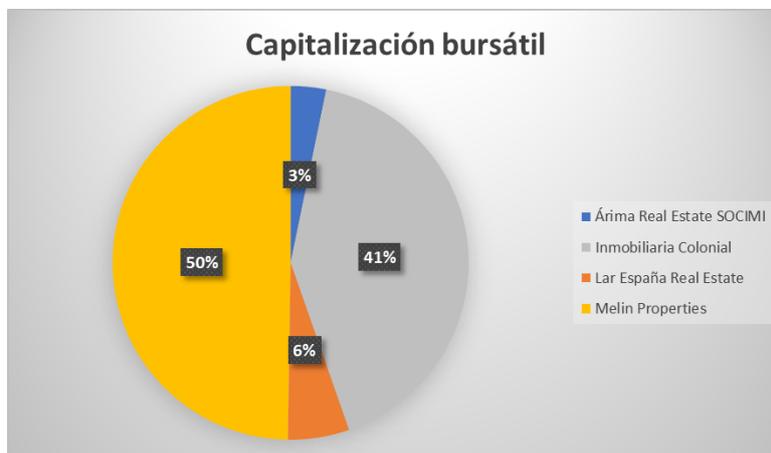


Fuente: Informe anual 2022 Lar España.

Finalmente, la ocupación del porfolio asciende al 96,6 % y el periodo medio de vigencia de los contratos de alquiler es de 2 años y medio.

### 8.8.1.6. Cuota de mercado

Gráfico 10. Capitalización bursátil SOCIMIS



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la web de BME Exchange.

### 8.8.2. ANÁLISIS CUANTITATIVO

Tabla 16. Análisis descuentos Lar España.

	Fecha de Análisis		
	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Gross Asset Value (GAV) Miles €	1.475,000	1.424,000	1.473,000
Deuda financiera Neta y ajustes Miles €	-593,624	-554,499	-558,588
EPRA NTA (NAV) Miles €	881,376	869,501	914,412
Nº Acciones en circulación	84.559.058	83.561.999	83.636.255
NAV / acc	10,42	10,41	10,93
P / acción	4,76	5,02	4,30
Descuento %	54,38%	51,73%	60,70%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de los informes anuales e infobolsa.

Lar España es una de las SOCIMIS que cotiza con mayores descuentos, durante toda la serie temporal la prima supera el 50%, siendo el mejor año el 2021. Los valores como el GAV y el NAV apenas varían, y el precio de la acción tampoco sufre grandes fluctuaciones, por eso no se aprecian grandes cambios.

## **8.9. MERLIN PROPERTIES**

### **8.9.1. ANÁLISIS CUALITATIVO**

#### **8.9.1.1. Actividad**

Merlin es una SOCIMI nacida en 2014 y que actualmente cotiza en el Ibex 35 y en la bolsa de Lisboa. e dedica principalmente a la compra de inmuebles, su gestión y explotación y específicamente, opera en cuatro nichos: centros comerciales, data centers, logística y oficinas (Merlin Properties, 2023).

Su valor diferencial reside en la diversificación de sus activos y la aplicación de la tecnología e innovaciones más punteras que permitan a sus clientes una experiencia enriquecedora (Merlin Properties, 2023).

Actualmente opera en toda la península ibérica siendo líder del mercado en la mayoría de las áreas donde actúa (logístico, oficinas, etc.) y teniendo empresas punteras y Administraciones Públicas entre sus principales clientes (Merlin Properties, 2023).

Su estrategia se basa en los siguientes puntos:

- Diversificación como pilar fundamental: 50 % oficinas (en espacios prime y en los principales CBD), 20 % logística (soluciones integrales para sus clientes en la península ibérica), 15 % data centers (uso de la tecnología más puntera, usos adecuados de energía y gran escala) y 15 % centros comerciales (por toda la península y en núcleos urbanos o dominantes).
- Mejores prácticas internacionales: Buen gobierno corporativo, eficiencia en costes, dividendos del 80% del AFFO, adecuado grado de inversión y enfoque en España y Portugal.
- Data centers como mercado en auge con falta de oferta y demanda con crecimiento exponencial (Merlin Properties, 2023).

#### **8.9.1.2. Productos**

En el plano de las oficinas, Merlin ofrece una amplia gama de productos, tanto multi inquilino como sedes corporativas, además de adaptarse a las necesidades de sus clientes y, por supuesto, ubicaciones excelentes (Merlin Properties, 2023).

En el sector logístico, destaca por ofrecer soluciones integrales a los operadores logísticos y poseer establecimientos por toda la península (Merlin Properties, 2023).

En cuanto a los centros comerciales, destaca por sus ubicaciones en aquellas zonas con renta per cápita más altas, siendo el principal referente del mercado y con gran capacidad negociadora (Merlin Properties, 2023).

Finalmente, los data centers se caracterizan por poseer la más alta tecnología de mercado y por su eficiencia energética, dando servicio a todas las escalas (Merlin Properties, 2023).

#### **8.9.1.3. Estilo inversor del grupo**

En este punto diferenciaremos entre las diferentes áreas de negocio en las que opera la compañía.

Data centers: el auge del sector y el desajuste entre la oferta y la demanda, hacen muy atractivo para Merlin el desarrollo de esta línea de negocio. Además, carece de rivales relevantes para el mercado (Merlin Properties, 2023).

Su objetivo es convertirse en líder de la península, para ello busca desarrollar 70 MW y captar primeros inquilinos de máxima calidad. Para lograrlo busca atraer el dinero de inversores institucionales que le permitan generar 75 millones de rentas estables (Merlin Properties, 2023).

Logística: La empresa es líder absoluto del mercado gestionando casi 3 millones de metros cuadrados (Merlin Properties, 2023).

La compañía busca maximizar rentabilidades y que, a pesar de su caída en los últimos años, éstas se sitúan por encima del 4%. Además, la compañía ha aumentado el volumen de transacciones desde las 604 de 2014 a las 2611 de 2021 (Merlin Properties, 2023).

En cuanto a las ubicaciones, siempre se optan por buenas comunicaciones, formando un eje por toda la península (Merlin Properties, 2023).

Oficinas: La estrategia se basa en la adquisición de clientes importantes que proporcionen elevados flujos de ingresos. Claro ejemplo es que posee la mayor cantidad de plantas en el distrito de negocios de Madrid (Merlin Properties, 2023).

Para sus inversiones, Merlin espera obtener unas rentabilidades entorno al 7,25 % sobre el coste (Merlin Properties, 2023).

Centros comerciales: El estilo de la compañía es buscar centros urbanos y dominantes con alto PIB per cápita. La rentabilidad de sus inversiones se sitúa en el 5,8 % (Merlin Properties, 2023).

Finalmente, cabe señalar la importancia de la retribución al accionista, con dividendos crecientes en prácticamente toda su vida, habiendo repartido más de 1,7 billones de euros (Merlin Properties, 2023).

Actualmente el NTA se sitúa en 15,67 euros por acción lo que supone un incremento del 4,7 % con respecto al periodo anterior (Merlin Properties, 2023).

#### **8.9.1.4. Estructura de capital**

*Tabla 17. Accionariado Merlin Properties.*

<b>Accionista</b>	<b>% participación</b>
Autocartera	0,33%
Banco Santander	22,27%
Blackrock INC	3,14%
Capital flotante	67,99%
Manuel Lao Hernández	6,27%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la Web de Merlin*

### 8.9.1.5. Volumen de activos

Actualmente, los activos se reparten de la siguiente manera:

En el plano de oficinas posee más de 500 mil metros cuadrados en zonas de primer nivel, más de 600 mil en zonas secundarias y más de 150 mil en periferias. Posee un 76% de las sedes corporativas de la península, siendo el 95% de sus inquilinos grandes empresas. El valor de dichos activos alcanza el 57% del GAV los 6.388 millones de euros y el nivel de ocupación el 92,5% (Merlin Properties, 2023).

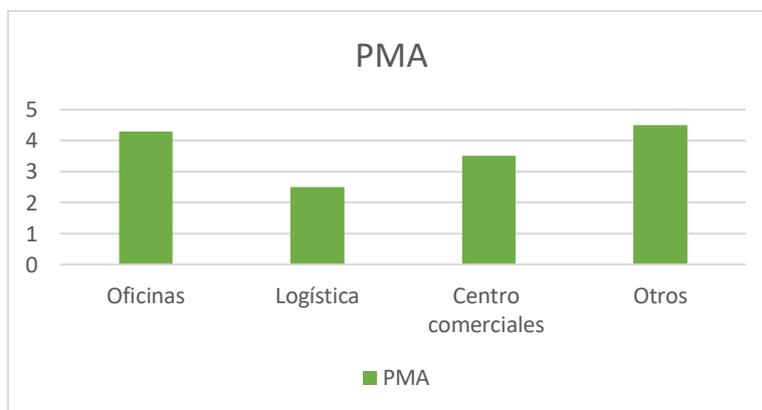
En el ámbito logístico posee casi 3 millones de metros cuadrados en todas las regiones, finalizados y en desarrollo, incluyendo puertos, zonas de fabricaciones, naves logísticas, etc. Su valor agregado asciende a 1.400 millones de euros, un 16% del GAV y una tasa de ocupación del 97% (Merlin Properties, 2023).

Por el lado de los centros comerciales posee más de 500 mil metros cuadrados bajo gestión en las principales ubicaciones. Actualmente, el porfolio alcanza los 2.135 millones de euros, el 19% del GAV y con el 95% ocupado (Merlin Properties, 2023).

En total 10.685 millones de euros si se le añaden otros activos (no estratégico, suelo a desarrollar, hoteles o logístico a desarrollar) por valor de 763 millones, representando un 8% del GAV y con una ocupación del 97,3% (Merlin Properties, 2023).

El periodo medio de alquiler se sitúa en 3,2 años variando por la línea de negocio:

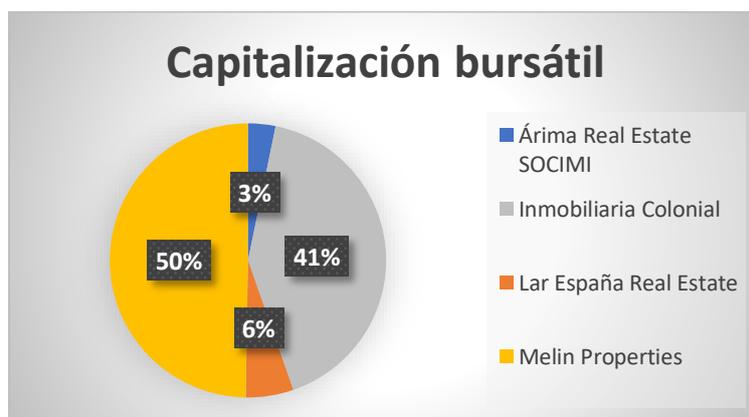
Gráfico 11. Período medio de alquiler por activos



Fuente: Elaboración propia a partir del informe anual 2022

### 8.9.1.6. Cuota de mercado

Gráfico 12. Capitalización bursátil SOCIMIS



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la web de BME Exchange.

### 8.9.2. ANÁLISIS CUANTITATIVO

Tabla 18. Análisis descuentos Merlin

	Fecha de Análisis		
	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Gross Asset Value (GAV) Miles €	12.811,100	13.041,500	11.317,000
Deuda financiera Neta y ajustes Miles €	-5.548,100	-5.474,500	-3.954,000
EPRA NTA (NAV) Miles €	7.263,000	7.567,000	7.363,000
Nº Acciones en circulación	464.899.911	466.396.524	467.890.247
NAV / acc	15,62	16,22	15,74
P / acción	6,27	8,08	8,55
Descuento %	59,84%	50,20%	45,68%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de los informes anuales e infobolsa

Merlin es la SOCIMI más grande del mercado español por capitalización, se ahí que se pueda observar una valoración tan elevada de sus activos. No obstante, presenta grandes descuentos sobre su precio de negociación. Durante los 3 años analizados, Merlin ha conseguido reducir la distancia desde casi el 60% del año hasta rozar el 45%, acercando su valor a su precio real.

## 9. ANÁLISIS COMPARADO POR SUBSECTORES EN ESPAÑA

A continuación, se realiza a modo ejemplificativo una comparación de la media del descuento presentado por cada compañía, por período de análisis y por subsector.

### 9.1 ANÁLISIS SUBSECTOR PROMOCIÓN

Tabla 19. Evolución gaps medios en España empresas promotoras

	Fecha de Análisis			Media
	2020	2021	2022	Total
Aedas Homes	51,39%	39,46%	31,83%	40,89%
Inmobiliaria del Sur	64,31%	60,17%	62,58%	62,35%
Metrovacesa	72,36%	63,72%	52,45%	62,84%
Neinor Homes	45,36%	46,45%	59,73%	50,52%
Realia	49,12%	43,62%	27,02%	39,92%
Media descuento %	56,51%	50,68%	46,72%	51,30%

Fuente: Elaboración propia.

Como podemos observar la promoción inmobiliaria sufre descuentos superiores al 50% lo cual muestra la elevada aversión de los inversores a dicho sector.

### 9.2 ANÁLISIS SUBSECTOR SOCIMI

Tabla 20. Evolución gaps medios en España SOCIMIS

	Fecha de Análisis			Media
	2020	2021	2022	Total
Árma	22,74%	25,50%	39,37%	29,20%
Colonial	30,68%	35,30%	49,32%	38,43%
Lar España	54,38%	51,73%	60,70%	55,61%
Merlin	59,84%	50,20%	45,68%	51,91%
Media descuento %	41,91%	40,68%	48,77%	43,79%

Fuente: Elaboración propia.

Las compañías de este sector presentan menores primas de valoración con respecto a las promotoras, siendo de media inferiores al 44% y con ejemplos de menos del 30%.

## 10. COMPARATIVAS CON COMPAÑÍAS EXTRANJERAS

A continuación, se han seleccionado 9 compañías cotizadas de Alemania, Francia y Reino Unido dedicadas al sector inmobiliario, y las cuales serán comparadas con sus homólogas españolas. El objetivo es saber si cotizan o no con descuento y, en el caso de presentarlo, si es mayor o menor que en España.

Para facilitar el análisis, elegiremos fecha de comparación el cierre del ejercicio contable y compararemos dichos datos con el promedio de cotización de los últimos 10 días del período referido.

### 10.1. COMPARATIVA ESPAÑA VS ALEMANIA

*Tabla 21. España vs Alemania*

	Alemania		
	Vonovia SE	LEG Immobilien AG	Deutsche EuroShop AG
Gross Asset Value (GAV) Miles €	94.125.500	19.881.000	4.208.106
Deuda financiera Neta y ajustes Miles €	-48.381.000	-8.503.800	-1.872.191
EPRA NTA (NAV) Miles €	45.744.500	11.377.200	2.335.915
Nº Acciones en circulación	788.254.448	74.109.276	61.783.594
NAV / acc	58,03	153,52	37,81
P / acción	21,94	60,75	21,15
Descuento %	62,18%	60,43%	44,07%

*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de los informes anuales y las páginas infobolsa y market screener.*

De acuerdo con los datos presentados en la tabla, las compañías alemanas sufren también descuentos. Las dos primeras, Vonovia (líder del mercado por volumen de activos) y LEG (segunda empresa más grande del sector), cotizan con un decalaje superior al 60%. No obstante, la tasa se reduce hasta el 44,07% cuando analizamos Deustche EuroShop, compañía que concentra su cartera en centros comerciales.

Si lo comparamos con España, las diferencias no son significativas, pues en ambos países los descuentos de media superan el 50%.

## 10.2. COMPARATIVA ESPAÑA VS FRANCIA

Tabla 22. España vs Francia

	Francia		
	Gecina SA	Unibail-Rodamco-Westfield SE	Klépierre SA
Gross Asset Value (GAV) Miles €	20.092.000	52.250.000	19.832.000
Deuda financiera Neta y ajustes Miles €	-7.353.000	-35.366.000	-10.984.000
EPRA NTA (NAV) Miles €	12.739.000	16.884.000	8.848.000
Nº Acciones en circulación	73.975.931	139.500.420	286.607.406
NAV / acc	172,2	121,47	30,87
P / acción	94,95	49,11	21,81
Descuento %	44,86%	59,57%	29,34%

Fuente: *Elaboración propia a partir de datos de los informes anuales y las páginas infobolsa y market screener.*

Los datos de Francia muestran que la diferencia entre la cotización y el valor neto de los activos se mantiene a pesar del cambio de país. Las diferencias son más heterogéneas, partiendo desde tasas de casi el 60% hasta otras inferiores al 30% como en el caso de Klépierre SA.

## 10.3. COMPARATIVA ESPAÑA vs REINO UNIDO

Tabla 23. España vs Reino Unido

	Reino Unido		
	Segro	Land Securities	Unite Group
Gross Asset Value (GAV) Miles €	17.996.000	12.017.000	5.396.800
Deuda financiera Neta y ajustes Miles €	-	6.279.000	-4.129.000
EPRA NTA (NAV) Miles €	11.717.000	7.888.000	3.715.200
Nº Acciones en circulación	1.212.500.000	742.000.000	400.317.225
NAV / acc	9,660	10,63	9,72
P / acción	7,64	7,83	9,07
Descuento %	20,94%	26,32%	6,69%

Fuente: *Elaboración propia a partir de datos de los informes anuales y las páginas infobolsa y market screener.*

Como podemos observar, las compañías británicas presentan descuentos, aunque mucho menores que la media española. Incluso, podemos observar cómo el mercado apenas aplica una prima relevante a la empresa Unite Group, con tan solo un 6,69%, siendo la más baja de todas las empresas analizadas. El elevado desarrollo del mercado inglés en comparación con el español hace que se apliquen menores gaps de valoración.

## 11. CONCLUSIONES

Tras analizar las principales compañías del mercado español y basándonos en los resultados obtenidos, podemos identificar las siguientes causas que producen los descuentos en las valoraciones:

- Tamaño de la compañía. Una de las principales razones sería la mayor dimensión de la empresa, ya que en los casos en las que la capitalización es más grande, se presentan mayores diferencias entre el precio y el NAV. Siguiendo la literatura de Roig y Soriano, el valor liquidativo en estos casos es más difícil de conseguir debido a la compleja estructura que presentan y lo engorroso del proceso de tasación.
- Diversificación de la cartera: Aquellas sociedades con una mayor divergencia entre las categorías de activos que poseen, suelen cotizar con mayores descuentos. Esto se debe, principalmente, a que la estrategia de inversión no resulta clara a los ojos de los inversores y el mercado, los penaliza más. Como podemos observar, Árima, con una superior concentración geográfica y de su modelo de negocio, presenta menores tasas de descuento si la comparamos con otras como Lar o Colonial.
- Tipología de los activos. Enlazando con el párrafo anterior, se puede observar como aquellas promotoras o SOCIMIS que presentan un enfoque en el mercado de las oficinas y, en menor grado, en el retail, gozan de menores tasas de descuento, frente a aquellas que invierten en otros como el residencial. No obstante, los cambios presentados en el sector oficinas debido a la caída de las rentabilidades, el auge del teletrabajo y su menor capacidad de incremento de rentas está provocando que las empresas enfocadas en dichos activos vean como se homogeniza su prima con aquellas del sector residencial.
- Localización de los activos. Las ubicaciones en zonas *prime* permiten que los activos sufran menos, pues las rentabilidades son mayores y las rentas son más seguras. En este caso, Aedas o Colonial son buenos ejemplos, ya que no presentan unas divergencias tan grandes como el resto de sus competidores.
- Rentabilidades históricas: La información financiera pasada proporciona al inversor datos relevantes a la hora de elaborar juicios y tomar decisiones de compraventa, por ello, aquellas compañías con buenos resultados presentan, en líneas generales, mejores valoraciones.
- Índice de referencia. Las bolsas y mercados financieros proporcionan liquidez a las empresas que participan en ellos. La ventaja de estos es que a mayor liquidez, mayores posibilidades de expansión del negocio y rentabilidad. En el caso que nos concierne, partimos de que todas cotizan en el mercado continuo. No obstante, podemos denotar diferencias entre aquellas que lo hacen en el Ibex 35 y las que no, pues las primeras (Colonial y Merlin) suelen mantener descuentos más estables en la línea histórica.

- Períodos de Maduración de la Inversión. Un problema estructural del sector inmobiliario reside en los largos periodos de recuperación de la inversión y las consiguientes faltas de flujos de caja que penalizan un elevado endeudamiento previo.
- Estructura de pasivo y deuda. Acometer grandes promociones o inversiones siempre requiere un alto nivel de financiación si no se usan recursos propios, incluso alcanzando en algunos el 40% de Loan to Value. A su vez, cambios en las condiciones de financiación, como puede ser una subida de los tipos de interés y la falta de capacidad de reacción a corto plazo, penalizan a las corporaciones del sector.
- Riesgo. Los motivos anteriormente mencionados, provocan que el miedo a recuperar el dinero invertido se incremente y el inversor decida reducir su exposición al sector, incrementando por tanto la prima exigida por su capital.
- El sector promocional presenta mayores descuentos. En cuanto a la media por sectores, la promoción inmobiliaria posee mayores divergencias entre el NAV y su cotización debida fundamentalmente a su falta de liquidez por los plazos de inversión que se soportan en una promoción frente a una compraventa. Esto es a su vez, causa principal por lo que cada vez más promotoras deciden realizar actividades patrimoniales.
- Efecto país. Los datos proporcionados en los apartados de comparativas demuestran que el país es un factor significativo a la hora de aplicar un descuento a las compañías inmobiliarias, pues existen notables diferencias, por ejemplo, entre Reino Unido y el resto de Estados analizados. Según Roig y Soriano, el grado de desarrollo del mercado, las diferencias en los regímenes tributarios y las perspectivas económicas de los países son factores que determinarían este efecto.

## 12. VALORACIÓN PERSONAL

La realización del proyecto ha supuesto todo un reto para mí, ya que he profundizado en temas y aspectos no tratados en la carrera. Gracias a ello, he aprendido a leer los estados financieros, cuentas anuales y demás reportes que publican las compañías. Así como también, he adquirido muchos conocimientos sobre el sector inmobiliario, tanto a nivel estratégico como operativo.

Por otro lado, el trabajo me ha permitido adquirir conocimientos a la hora de filtrar información, relevante y de calidad, y aprender a diferenciarla de aquella que no aporta soluciones.

El estudio llevado a cabo pretendía demostrar un efecto del mercado en cuanto asignador eficiente de recursos, es decir, mostrar como las valoraciones distaban del precio real de cotización. El estudio comparado de las compañías ha probado que no es un fenómeno aislado y que se puede afirmar, que las empresas tanto promotoras como las SOCIMIS son infravaloradas por los inversores.

### 13. BIBLIOGRAFÍA

- AEDAS Homes. (2023). Corporate presentation march 2023. [https://www.aedashomes.com/es/dam/jcr:5cc5f1e9-4f9e-46e8-bca8-7b0fcb4770ef/Corporate%20presentation\\_signed.pdf](https://www.aedashomes.com/es/dam/jcr:5cc5f1e9-4f9e-46e8-bca8-7b0fcb4770ef/Corporate%20presentation_signed.pdf)
- AEDAS Homes (2022). Informe Anual de Gobierno Corporativo de Sociedades Anónimas Cotizadas 2021-2022. [https://www.aedashomes.com/es/dam/jcr:dea46b53-3826-48b3-a705-e8fb6e03e43d/Informe%20Anual%20Gobierno%20Corporativo%202021-22%20AEDAS%20Homes\\_signed.pdf](https://www.aedashomes.com/es/dam/jcr:dea46b53-3826-48b3-a705-e8fb6e03e43d/Informe%20Anual%20Gobierno%20Corporativo%202021-22%20AEDAS%20Homes_signed.pdf)
- AEDAS Homes. (2023). Presentación de Resultados 9M 2022. [https://www.aedashomes.com/es/dam/jcr:7e0c7d88-68c4-4f00-82b4-23f9af030e75/AEDAS%20Homes%20-%20Resultados%209M%202022\\_signed.pdf](https://www.aedashomes.com/es/dam/jcr:7e0c7d88-68c4-4f00-82b4-23f9af030e75/AEDAS%20Homes%20-%20Resultados%209M%202022_signed.pdf)
- Árima Real Estate SOCIMI, SA. (2022). Presentación Resultados Anuales 2021. <https://www.arimainmo.com/files/uploads/file/484a739b-d61e-4bfa-be9b-06ae6ac35da6/arima-resultados-anuales-2021-esp-final.pdf>
- Árima Real Estate SOCIMI, SA. (2023). Presentación Resultados Anuales 2022. <https://www.arimainmo.com/files/uploads/file/0e7d2000-011e-44e3-9786-a074b1af9858/arima-fyr-2022-esp-vf.pdf>
- Árima Real Estate SOCIMI, SA. (2023). Quiénes somos, sobre arima. Arimainmo.com. <https://www.arimainmo.com/es/quienes-somos/sobre-arima>
- Árima Real Estate SOCIMI, SA. (2023). Quiénes somos, estrategia. Arimainmo.com. <https://www.arimainmo.com/es/quienes-somos/estrategia>
- Deloitte, SL. (2023). Informe de Gestión Consolidado 2022. <https://grupoinsur.com/storage/Accionistas/JUNTAGENERAL/2023/5.%20CCAA%20e%20Informe%20de%20Gestion%20consolidado%202022.pdf>
- Deloitte, SL. (2022). Informe de Gestión Consolidado 2021. [https://grupoinsur.com/storage/Accionistas/JUNTAGENERAL/2022/5\\_Cuentas%20anuales%20e%20informe%20de%20gestion%20consolidado%202021.pdf](https://grupoinsur.com/storage/Accionistas/JUNTAGENERAL/2022/5_Cuentas%20anuales%20e%20informe%20de%20gestion%20consolidado%202021.pdf)
- Deloitte, SL. (2022). Informe de Cuentas Anuales Merlin Properties 2021. <https://ir.merlinproperties.com/wp-content/uploads/2022/02/CCAACC-Merlin-Properties-2021-v2.pdf>
- Deloitte, SL. (2023). Informe de Cuentas Anuales Merlin Properties 2022. <https://ir.merlinproperties.com/wp-content/uploads/2023/02/CCAACC-Merlin-Properties-2022-1-1.pdf>
- Deloitte, SL. (2023), Informe de Auditoría de Cuentas Anuales Consolidado 2022. [https://www.neinorhomes.com/uploads/informes\\_financieros/288/es/Neinor-Homes-consolidado-2022-Castellano.pdf](https://www.neinorhomes.com/uploads/informes_financieros/288/es/Neinor-Homes-consolidado-2022-Castellano.pdf)
- Deloitte, SL. (2023), Informe de Auditoría de Cuentas Anuales Consolidado 2021. [https://www.neinorhomes.com/uploads/informes\\_financieros/216/es/Neinor-Homes-y-sociedades-dependientes.pdf](https://www.neinorhomes.com/uploads/informes_financieros/216/es/Neinor-Homes-y-sociedades-dependientes.pdf)
- Deutsche EuroShop AG. (2023). Annual Report 2022. <https://www.deutsche-euroshop.de/media/public/db/media/1/2023/04/100087/des-annualreport-2022-es.pdf>
- Deutsche EuroShop AG. (2023). Conference Call Preliminary Results FY 2022. [https://www.deutsche-euroshop.de/media/public/db/media/1/2023/02/100084/230322\\_des\\_pr2022\\_safe.pdf](https://www.deutsche-euroshop.de/media/public/db/media/1/2023/02/100084/230322_des_pr2022_safe.pdf)

- Ernest & Young, SL. (2021). Informe de Auditoría de Cuentas Anuales Consolidadas AEDAS HOMES, SA y Sociedades Dependientes. [https://www.aedashomes.com/es/dam/jcr:303f346c-7404-4ded-b261-fd0cba0bd556/959800\\_2.XHT](https://www.aedashomes.com/es/dam/jcr:303f346c-7404-4ded-b261-fd0cba0bd556/959800_2.XHT)
- Ernest & Young, SL. (2022). Informe de Auditoría de Cuentas Anuales Consolidadas AEDAS HOMES, SA y Sociedades Dependientes. [https://www.aedashomes.com/es/dam/jcr:0c2bd3a7-389f-4ab0-80f7-f4381162fe8b/Cuentas%20Anuales%20Consolidado%20AEDAS%202022\\_signed.pdf](https://www.aedashomes.com/es/dam/jcr:0c2bd3a7-389f-4ab0-80f7-f4381162fe8b/Cuentas%20Anuales%20Consolidado%20AEDAS%202022_signed.pdf)
- Ernest & Young, SL. (2021). Informe de Auditoría de Cuentas Anuales Consolidadas Realía Business, SA y Sociedades Dependientes. [https://www.realia.es/uploads/accionistas\\_inversores/informacion\\_economico\\_financiera/Informes\\_Anuales/INFORME%20CCAACC%20RB%20CONSO%202021.pdf](https://www.realia.es/uploads/accionistas_inversores/informacion_economico_financiera/Informes_Anuales/INFORME%20CCAACC%20RB%20CONSO%202021.pdf)
- Ernest & Young, SL. (2022). Informe de Auditoría de Cuentas Anuales Consolidadas Realía Business, SA y Sociedades Dependientes. [https://www.realia.es/uploads/accionistas\\_inversores/informacion\\_economico\\_financiera/Informes\\_Anuales/Informe%20y%20Estados%20Financieros%20Consolidados%20Realia%20Business,%20S.A.%202022.pdf](https://www.realia.es/uploads/accionistas_inversores/informacion_economico_financiera/Informes_Anuales/Informe%20y%20Estados%20Financieros%20Consolidados%20Realia%20Business,%20S.A.%202022.pdf)
- Ethifinance Ratings. (2022). Inmobiliaria del Sur SA A41002205 Corporate Rating. [https://grupoinsur.com/storage/Accionistas/InformacionEconmicaFRA/Grupo%20Insur\\_InformeRating\\_20220708.pdf](https://grupoinsur.com/storage/Accionistas/InformacionEconmicaFRA/Grupo%20Insur_InformeRating_20220708.pdf)
- Ethifinance Ratings. (2022). Metrovacesa SA A87471264 Corporate Rating. [https://metrovacesa.com/wp-content/uploads/2022/10/Metrovacesa\\_BondReport\\_20220421.pdf](https://metrovacesa.com/wp-content/uploads/2022/10/Metrovacesa_BondReport_20220421.pdf)
- Gecina. (2022). 2022 Universal Registration Document: Including the Annual Financial Report and the Integrated Report. [https://www.gecina.fr/sites/default/files/2023-03/gecina\\_urd\\_2022\\_universal\\_registration\\_document\\_en\\_e-accessible.pdf](https://www.gecina.fr/sites/default/files/2023-03/gecina_urd_2022_universal_registration_document_en_e-accessible.pdf)
- Grupo Lar. (2023). Sobre nosotros. Grupolar.com. <https://www.grupolar.com/sobre-nosotros/>
- Infobolsa. (2023). Histórico. Infobolsa.es. <https://www.infobolsa.es/>
- Inmobiliaria Colonial. (2023). Colonial de un vistazo. Inmocolonial.com. [https://www.inmocolonial.com/compania/colonial-de-un-vistazo? gl=1\\*1la4yqq\\* up\\*MQ..\\* ga\\*NzAxNjY3Mi4xNjg0MDgzNDk1\\* ga\\_HGQ4EV0Y42\\*MTY4NDA4MzQ5NS4xLjAuMTY4NDA4MzQ5NS4wLjAuMA](https://www.inmocolonial.com/compania/colonial-de-un-vistazo? gl=1*1la4yqq* up*MQ..* ga*NzAxNjY3Mi4xNjg0MDgzNDk1* ga_HGQ4EV0Y42*MTY4NDA4MzQ5NS4xLjAuMTY4NDA4MzQ5NS4wLjAuMA).
- Inmobiliaria Colonial. (2023). Edificios de oficinas. Inmocolonial.com. [https://www.inmocolonial.com/activos/edificios-de-oficinas? gl=1%2A7ycxcb%2A up%2AMQ..%2A ga%2ANzAxNjY3Mi4xNjg0MDgzNDk1%2A ga\\_HGQ4EV0Y42%2AMTY4NDA4MzQ5NS4xLjEuMTY4NDA4MzU2NS4wLjAuMA](https://www.inmocolonial.com/activos/edificios-de-oficinas? gl=1%2A7ycxcb%2A up%2AMQ..%2A ga%2ANzAxNjY3Mi4xNjg0MDgzNDk1%2A ga_HGQ4EV0Y42%2AMTY4NDA4MzQ5NS4xLjEuMTY4NDA4MzU2NS4wLjAuMA).
- Inmobiliaria Colonial. (2023). Estrategia. Inmocolonial.com. [https://www.inmocolonial.com/compania/estrategia? gl=1\\*h2uhc4\\* up\\*MQ..\\* ga\\*NTYxNDU2OTA2LjE2ODMzNjQxMTU.\\* ga\\_HGQ4EV0Y42\\*MTY4MzY2NDExNS4xLjEuMTY4MzY2NTY0OS4wLjAuMA](https://www.inmocolonial.com/compania/estrategia? gl=1*h2uhc4* up*MQ..* ga*NTYxNDU2OTA2LjE2ODMzNjQxMTU.* ga_HGQ4EV0Y42*MTY4MzY2NDExNS4xLjEuMTY4MzY2NTY0OS4wLjAuMA)
- Inmobiliaria Colonial. (2022). Informe Anual Integrado 2021. [https://www.inmocolonial.com/sites/default/files/uploaded-files/2022-06/COLONIAL\\_2021\\_ESP\\_WEB.pdf? gl=1\\*gr6moh\\* up\\*MQ..\\* ga\\*MzMzMzE0OTI2LjE2ODM2NTkyMjQ.\\* ga\\_HGQ4EV0Y42\\*MTY4MzY1OTIyNC4xLjEuMTY4MzY2MDAzMi4wLjAuMA](https://www.inmocolonial.com/sites/default/files/uploaded-files/2022-06/COLONIAL_2021_ESP_WEB.pdf? gl=1*gr6moh* up*MQ..* ga*MzMzMzE0OTI2LjE2ODM2NTkyMjQ.* ga_HGQ4EV0Y42*MTY4MzY1OTIyNC4xLjEuMTY4MzY2MDAzMi4wLjAuMA)

- Inmobiliaria Colonial. (2023). La acción. Inmocolonial.com. [https://www.inmocolonial.com/accionistas-e-inversores/la-accion/capital-social-accionariado? gl=1\\*1nwjfld\\* up\\*MQ.\\* ga\\*NTYxNDU2OTA2LjE2ODMzMjQxMTU.\\* g a\\_HGQ4EV0Y42\\*MTY4MzM2NDExNS4xLjEuMTY4MzM2OTYxMy4wLjAuMA](https://www.inmocolonial.com/accionistas-e-inversores/la-accion/capital-social-accionariado? gl=1*1nwjfld* up*MQ.* ga*NTYxNDU2OTA2LjE2ODMzMjQxMTU.* g a_HGQ4EV0Y42*MTY4MzM2NDExNS4xLjEuMTY4MzM2OTYxMy4wLjAuMA)
- Inmobiliaria Colonial. (2023). Mercado de oficinas. Inmocolonial.com. [https://www.inmocolonial.com/compania/mercado-de-oficinas/mercado-de-inversiones? gl=1\\*1eocfr\\* up\\*MQ.\\* ga\\*NTYxNDU2OTA2LjE2ODMzMjQxMTU.\\* ga\\_HGQ4EV0Y42\\*MTY4MzM2NDExNS4xLjEuMTY4MzM2OTA1NS4wLjAuMA](https://www.inmocolonial.com/compania/mercado-de-oficinas/mercado-de-inversiones? gl=1*1eocfr* up*MQ.* ga*NTYxNDU2OTA2LjE2ODMzMjQxMTU.* ga_HGQ4EV0Y42*MTY4MzM2NDExNS4xLjEuMTY4MzM2OTA1NS4wLjAuMA)
- Inmobiliaria Colonial. (2023). Presentación de resultados anuales Enero-Diciembre 2022. [https://www.inmocolonial.com/sites/default/files/uploaded-files/2023-02/Resultados%20Anuales%202022\\_7.pdf? gl=1\\*1dmdfh6\\* up\\*MQ.\\* ga\\*MTk3ND A5ODY0NS4xNjg0MDgzODgx\\* ga\\_HGQ4EV0Y42\\*MTY4NDA4Mzg4MC4xLjEuMTY4ND A4NDY0OC4wLjAuMA](https://www.inmocolonial.com/sites/default/files/uploaded-files/2023-02/Resultados%20Anuales%202022_7.pdf? gl=1*1dmdfh6* up*MQ.* ga*MTk3ND A5ODY0NS4xNjg0MDgzODgx* ga_HGQ4EV0Y42*MTY4NDA4Mzg4MC4xLjEuMTY4ND A4NDY0OC4wLjAuMA)
- Inmobiliaria del Sur. (2022). Presentación Corporativa. [https://grupoinsur.com/storage/Accionistas/PresCptvas/220415%20Presentacin%20c orporativa\\_2021.pdf](https://grupoinsur.com/storage/Accionistas/PresCptvas/220415%20Presentacin%20c orporativa_2021.pdf)
- Inmobiliaria del Sur. (2023). Presentación Resultados 2022. <https://grupoinsur.com/storage/Accionistas/InformacionEconmicaFRA/28-02-23- presentacion-resultados-grupo-insur-fy22-definitiva.pdf>
- Instituto de Estudios Económicos (IEE). (2014). *El sector inmobiliario en España*. <https://www.ieemadrid.es/wp-content/uploads/El-sector-inmobiliario-en-Espa%C3%B1a.pdf>
- Instituto Nacional de Estadística. (2022). *Contabilidad Nacional Trimestral de España: Principales Agregados*. <https://www.ine.es/dynt3/metadatos/es/RespuestaDatos.html?oe=30024>
- Instituto Nacional de Estadística. (2022). *CNAE-2009*. [https://www.ine.es/daco/daco42/clasificaciones/cnae09/notasex\\_cnae\\_09.pdf](https://www.ine.es/daco/daco42/clasificaciones/cnae09/notasex_cnae_09.pdf)
- Klépierre SA. (2023). Supplemental Information to the Earnings Release Full Year 2022. <https://www.klepierre.com/en/finance/resultats-annuels-2022-supplement-d- informations-au-communique-de-presse-en-anglais>
- La Caja de Ahorro y Pensiones de Barcelona – “La Caixa”. (2009). Consecuencias económicas de los ciclos del precio de la vivienda. [https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2016/09/de12\\_es p.pdf](https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2016/09/de12_es p.pdf)
- Landsec. (2023). Landsec Annual Report 2022. [https://landsec.com/sites/default/files/2022-06/Landsec%20AR%202022%20Interactive\\_FINAL.pdf](https://landsec.com/sites/default/files/2022-06/Landsec%20AR%202022%20Interactive_FINAL.pdf)
- Lar España. (2023). Informe anual 2022. <https://larespana.com/wp-content/uploads/2023/03/informe-anual-2022.pdf>
- Lar España. (2022). Informe anual 2021. <https://www.larespana.com/wp-content/uploads/2018/09/Informe-Resultados-FY-2021-1.pdf>
- Leg Immobilien SE. (2023). Annual Report 2022. [LEG GB 2022 e.pdf \(eqs.com\)](https://www.leg.com/leg_gb_2022_e.pdf)
- Marketscreener. (2023). Datos históricos. <https://es.marketscreener.com/cotizacion/accion/UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD-43851519/cotizaciones/>
- Merlin properties. (2023). Conócenos. [Merlinproperties.com. https://www.merlinproperties.com/conocenos/](https://www.merlinproperties.com/conocenos/)

- Merlin properties. (2023). La acción. Merlinproperties.com. <https://ir.merlinproperties.com/inversores/la-accion/>
- Merlin properties. (2023). Presentación Corporativa 2023. [https://ir.merlinproperties.com/wp-content/uploads/2023/04/Presentacion-corporativa-03\\_23-1280x720-LR-3.pdf](https://ir.merlinproperties.com/wp-content/uploads/2023/04/Presentacion-corporativa-03_23-1280x720-LR-3.pdf)
- Metrovacesa. (2023). Presentación corporativa 2023. <https://metrovacesa.com/wp-content/uploads/2023/03/Metrovacesa-Corporativa-espanol-March2023.pdf>
- Neinor Homes. (2023). Historia de la Compañía. Neinorhomes.com. <https://www.neinorhomes.com/sobre-nosotros/historia-de-la-compania/>
- Neinor Homes. (2023). Business Update 2023. [https://www.neinorhomes.com/uploads/presentaciones\\_corporativas/87/es/NH\\_Strategic\\_Update\\_Mar23\\_vf\\_ESP.pdf](https://www.neinorhomes.com/uploads/presentaciones_corporativas/87/es/NH_Strategic_Update_Mar23_vf_ESP.pdf)
- Neinor Homes. (2023). Resultados FY2022. [https://www.neinorhomes.com/uploads/informes\\_financieros/290/es/Neinor\\_FY22\\_ESP\\_vf.pdf](https://www.neinorhomes.com/uploads/informes_financieros/290/es/Neinor_FY22_ESP_vf.pdf)
- Price Waterhouse Coopers Auditores, SL. (2022). Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión correspondiente al ejercicio terminado al 31 de diciembre de 2021 Inmobiliaria Colonial, SA. [https://www.inmocolonial.com/sites/default/files/uploaded-files/2022-03/CCAA%20Consolidadas%202021.pdf?\\_gl=1\\*13yx81o\\*\\_up\\*MQ..\\*\\_ga\\*MTk3NDA5ODY0NS4xNjg0MDgzODgx\\*\\_ga\\_HGQ4EV0Y42\\*MTY4NDA4Mzg4MCA4LjEuMTY4NDA4NDUxNC4wLjAuMA..](https://www.inmocolonial.com/sites/default/files/uploaded-files/2022-03/CCAA%20Consolidadas%202021.pdf?_gl=1*13yx81o*_up*MQ..*_ga*MTk3NDA5ODY0NS4xNjg0MDgzODgx*_ga_HGQ4EV0Y42*MTY4NDA4Mzg4MCA4LjEuMTY4NDA4NDUxNC4wLjAuMA..)
- Price Waterhouse Coopers Auditores, SL. (2023). Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión correspondiente al ejercicio terminado al 31 de diciembre de 2022 Inmobiliaria Colonial, SA [https://www.inmocolonial.com/sites/default/files/uploaded-files/2023-03/Info%20auditor%20%2B%20CCAAACC%20conso%20dic%202022.pdf?\\_gl=1\\*1bt7lw\\*\\_up\\*MQ..\\*\\_ga\\*MTk3NDA5ODY0NS4xNjg0MDgzODgx\\*\\_](https://www.inmocolonial.com/sites/default/files/uploaded-files/2023-03/Info%20auditor%20%2B%20CCAAACC%20conso%20dic%202022.pdf?_gl=1*1bt7lw*_up*MQ..*_ga*MTk3NDA5ODY0NS4xNjg0MDgzODgx*_)
- Price Waterhouse Coopers Auditores, SL. (2022). Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión correspondiente al ejercicio terminado al 31 de diciembre de 2021 Metrovacesa, SA. <https://metrovacesa.com/wp-content/uploads/2022/05/CCAAACC-MVC-31.12.2021.pdf>
- Price Waterhouse Coopers Auditores, SL. (2023). Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión correspondiente al ejercicio terminado al 31 de diciembre de 2022 Metrovacesa, SA. [https://metrovacesa.com/wp-content/uploads/2023/02/Pack-CCAA-Consolidadas-MVC\\_COMPLETO.pdf](https://metrovacesa.com/wp-content/uploads/2023/02/Pack-CCAA-Consolidadas-MVC_COMPLETO.pdf)
- Realia. (2023). A qué nos dedicamos. Realia.es. <https://www.realia.es/realia#dedicamos>
- Realia. (2022). Informe Anual y de Sostenibilidad 2021. [https://www.realia.es/uploads/accionistas\\_inversores/gobierno\\_corporativo/INFORME\\_S%20ANUALES%20Y%20DE%20RC/ESPA%3%91OL/1.-%20Informe%20Anual%20y%20de%20Sostenibilidad%202021.pdf](https://www.realia.es/uploads/accionistas_inversores/gobierno_corporativo/INFORME_S%20ANUALES%20Y%20DE%20RC/ESPA%3%91OL/1.-%20Informe%20Anual%20y%20de%20Sostenibilidad%202021.pdf)
- Realia. (2023). Informe Anual de Gobierno Corporativo 2022. [https://www.realia.es/uploads/accionistas\\_inversores/gobierno\\_corporativo/informes\\_anuales\\_gobierno\\_corporativo/2023/IAGC%202022.pdf](https://www.realia.es/uploads/accionistas_inversores/gobierno_corporativo/informes_anuales_gobierno_corporativo/2023/IAGC%202022.pdf)
- Realia. (2023). Quienes somos. Realia.es. <https://www.realia.es/realia#quienes>

- Roig Hernando, J. y Soriano Llobera, JM. (2014). Liquidez y cotización respecto al valor neto de los activos de los REIT españoles (las SOCIMI). *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 24, pp. 92-107. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1019683814000626>
- Segro. (2023). 2022 Full Year Results. [https://www.segro.com/media/vrxlljwx/fy22-results-presentation\\_final1.pdf](https://www.segro.com/media/vrxlljwx/fy22-results-presentation_final1.pdf)
- Segro. (2023). Annual Reports & Accounts 2022. <https://www.segro.com/media/1h3jyaiy/annual-report-2022-final.pdf>
- The Unite Group PLC. (2023). Annual Report 2022. <https://www.unitegroup.com/wp-content/uploads/2023/04/Annual-Report-2022.pdf>
- Unibail-Rodamco-Westfield. (2023). Unibail-Rodamco-Westfield Reports FY-2022 EARNINGS. [https://resources.urw.com/01\\_URW-Homepage/Full-Year-Results-2022/2022-Full-year-Results.pdf](https://resources.urw.com/01_URW-Homepage/Full-Year-Results-2022/2022-Full-year-Results.pdf)
- Vonovia SE. (2023). Annual Financial Statements 2022. <https://investoren.vonovia.de/en/corporate-governance/annual-general-meeting/>
- Vonovia SE. (2023). Annual Report 2022. <https://investoren.vonovia.de/en/corporate-governance/annual-general-meeting/>