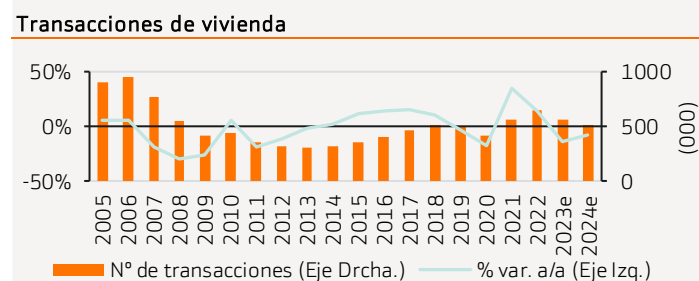
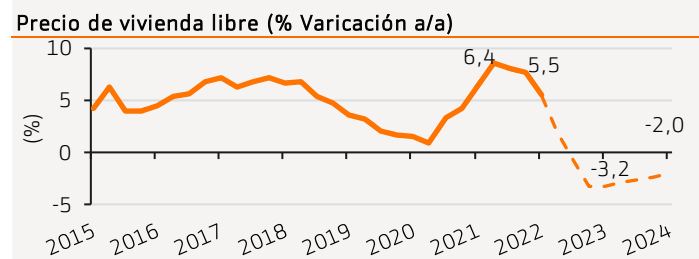


Sector Inmobiliario

Analista: Juan Moreno

Cambio de ciclo en el sector inmobiliario. Los precios de vivienda podrían caer -5% en 2 años.

Vivienda	↓	Logístico	→
Oficinas	↓	Hoteles	→
C. Comerciales	↓	Cotizado	↓



SOCIMIs	Recom.	Precio Mercado *	Precio objetivo	Potencial
Inm. Colonial	Comprar	5,56	6,50	16,9%
Lar España	Neutral	5,33	5,43	1,9%
Merlin Properties	Neutral	7,77	8,70	12,0%

Promotoras	Recom.	Precio Mercado*	Precio objetivo	Potencial
Aedas Homes	Neutral	13,78	14,80	7,4%
Metrovacesa	Vender	7,42	7,20	-3,0%
Neinor Homes	Neutral	9,15	9,40	2,7%

*Cierre del 25/04/2023

Estimamos precios de vivienda -5% y transacciones -20% en los próximos 2 años.

Los precios de vivienda deberían entrar en fase de ajuste, tras 10 años consecutivos de subidas. Mantenemos nuestra **previsión de caídas del -3% 2023e y -2% en 2024e**. Esto implicaría un retroceso acumulado superior al -12% en términos reales (ajustado por inflación). Los **principales detonantes** de dicho ajuste serán: (i) Mayor **coste de financiación** hipotecaria; (ii) Menor **tasa de ahorro** de los hogares; y (iii) Pérdida de **atractivo la inversión en vivienda** para alquiler. La **actividad inmobiliaria** también debería enfriarse, con transacciones -14% 2023e y -7% 2024e, aunque desde niveles máximos de 15 años. Se trata de un ajuste, que nada tiene que ver con lo ocurrido en 2007. La tasa de esfuerzo es razonable (36% actual vs >50% en 2007) y oferta y demanda están equilibradas.

Los activos patrimonialistas sufrirán rebajas de valoraciones.

Preveamos **caídas generalizadas en valoraciones de activos en 2023**. Los bancos centrales suben tipos de interés en prácticamente todas las geografías y se incrementa la rentabilidad de **activos alternativos**, como bonos soberanos. Esto lleva al inversor a exigir mayor rentabilidad a los activos inmobiliarios. Por otra parte, aunque las **rentas** están vinculadas por contrato a la inflación, la capacidad de trasladarla será menor en un entorno de frenazo económico. Los activos más penalizados serán **oficinas y centros comerciales**, con demanda a la baja por el auge del teletrabajo y el comercio electrónico. Los que tienen mayor capacidad de subida de rentas son **logístico, centros de datos y salud** (residencias de tercera edad y hospitales).

Todavía es pronto para entrar en inmobiliario cotizado, aunque detectamos algunas oportunidades con perspectiva de largo plazo.

El inmobiliario cotizado **continuará lastrado en los próximos meses**. La más que probable rebaja de valoraciones de activos, llevará a un incremento de ratios de apalancamiento y a un posible recorte de dividendos. Si bien, detectamos algunas oportunidades para inversores de largo plazo y alta tolerancia al riesgo, como **Vonovia, Welltower, Prologis y Digital Realty Trust**. Las SOCIMIs españolas presentan menor atractivo por elevada exposición a oficinas y centros comerciales. Tan sólo tenemos recomendación de Compra en **Inm. Colonial**. El sector promotor tampoco ofrece atractivo en este entorno de caída de precios y costes al alza.

Vivienda: Entramos en fase de ajuste de precios

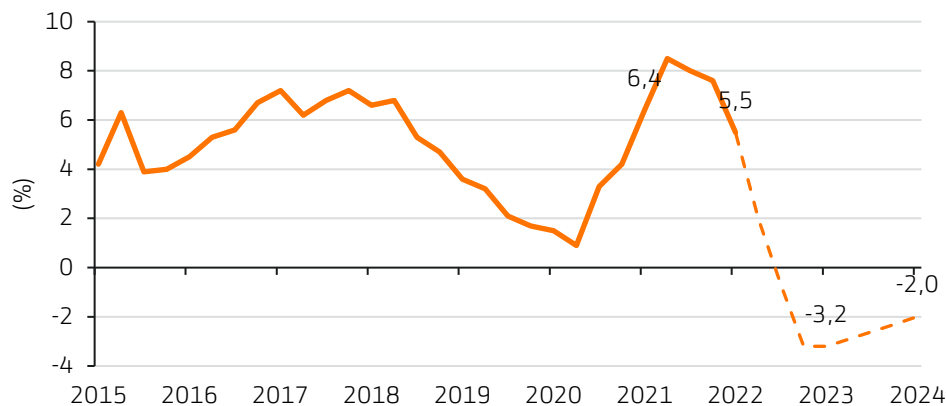
Prevedemos caídas en precios de vivienda de -5% en 2 años.

Los precios de vivienda en España cerraron 2022 con una subida del +5,5% a/a (vs+5,1% estimado), aunque aflojando de forma significativa desde el +7,6% en 3T 2022. En el último trimestre del año cayeron -0,8% t/t (vs +1,7% anterior). Es la mayor caída intertrimestral de los últimos 10 años, excluyendo la de 4T 2020, debida al COVID.

Mantenemos nuestra previsión de caída de precios de vivienda del -3% en 2023e y -2% en 2024e. Esto supondría un recorte nominal del -5% en 2 años y superaría el -12% en términos reales, dado que estimamos IPC del +4,6% 2023e y +2,6% 2024e. De esta forma, la relación entre precios de vivienda e ingresos familiares medios se reduciría a niveles próximos a 7,0x, frente a 7,8x actual y una media histórica (20 años) de 7,5x. No descartamos una corrección algo mayor si el entorno de tipos elevados se prolonga más allá de 2024.

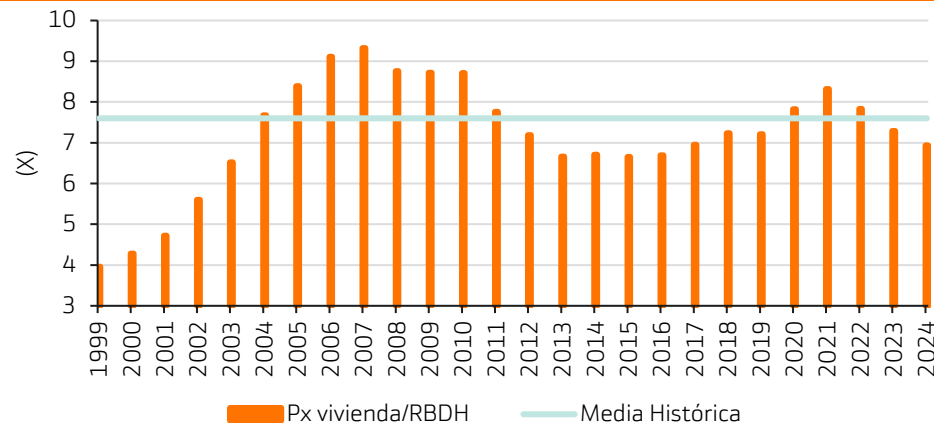
No debemos alarmarnos. **Se trata de un pequeño ajuste, que dista mucho de lo ocurrido en 2007. La principal diferencia es que no existe el sobre apalancamiento de entonces y, por tanto, no habrá tanta presión vendedora:** (i) La tasa de esfuerzo hipotecario está en el 36% vs >50% en 2007; (ii) La relación entre precios de vivienda e ingresos familiares se sitúa en 7,8x vs 9,5x en 2007; y (iii) De las hipotecas firmadas en los últimos 5 años, cerca del 50% son a tipo fijo.

Cuadro 1. Precio de la vivienda libre



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos históricos del INE

Cuadro 2. Precios de Vivienda en relación con los salarios

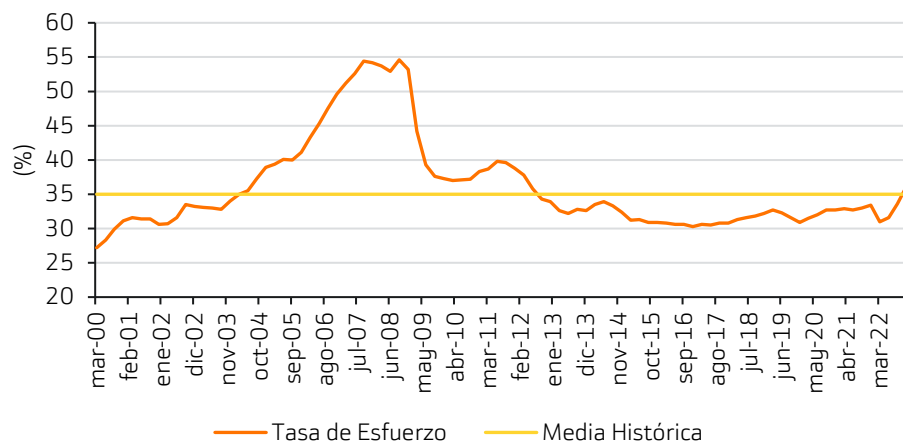


Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del BdE

Los principales detonantes del ajuste son:

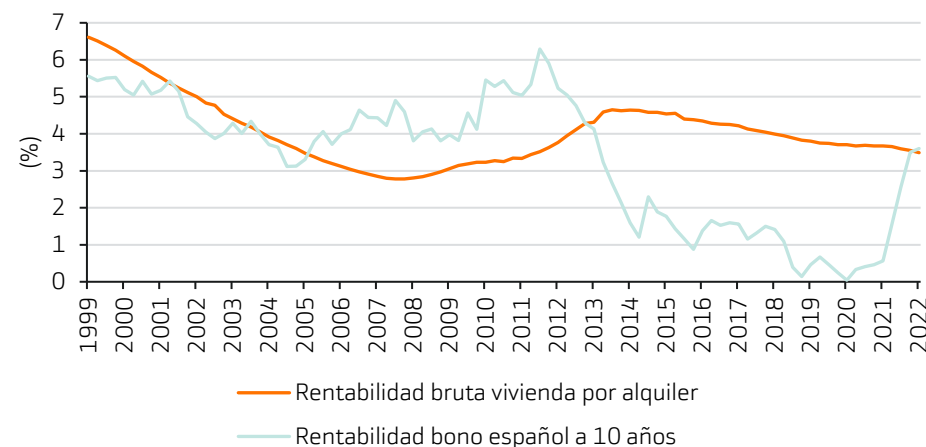
- **Mayor coste de financiación hipotecaria.** El Euribor 12 meses ha pasado del -0,5% en diciembre de 2021 al +3,9% actual, niveles que prevemos se mantengan al menos hasta final de año. Esto se traduce en un incremento superior a los 450€ al mes para un nuevo crédito hipotecario (145.000€ de media en España). Como consecuencia, la tasa de esfuerzo seguirá elevándose hasta niveles próximos al 40%, por encima de la media histórica del 35%.
- **Menor tasa de ahorro de los hogares.** La inflación supera con creces el incremento de los salarios (+3,0% en 2022 a/a), reduciendo por tanto el poder adquisitivo y la tasa de ahorro de los hogares.
- El fuerte repunte de TIR del bono español a 10 años **resta atractivo a la inversión en vivienda para alquiler.** La rentabilidad bruta de la vivienda en alquiler se ha reducido ligeramente hasta el 3,5% de media en España, mientras la rentabilidad del bono español a 10A se incrementa de forma significativa (3,4% actual vs 0,55% dic-2022). De esta forma, el diferencial de rentabilidades es prácticamente inexistente en estos momentos (vs ~70p.b. medio de los últimos 20 años). Además, la nueva **Ley de Vivienda** limitará el incremento de los alquileres al 2% este año y 3% en 2024 y fijará una nueva referencia distinta al IPC para las revisiones a futuro.

Cuadro 3. Tasa de esfuerzo



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del BdE

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



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

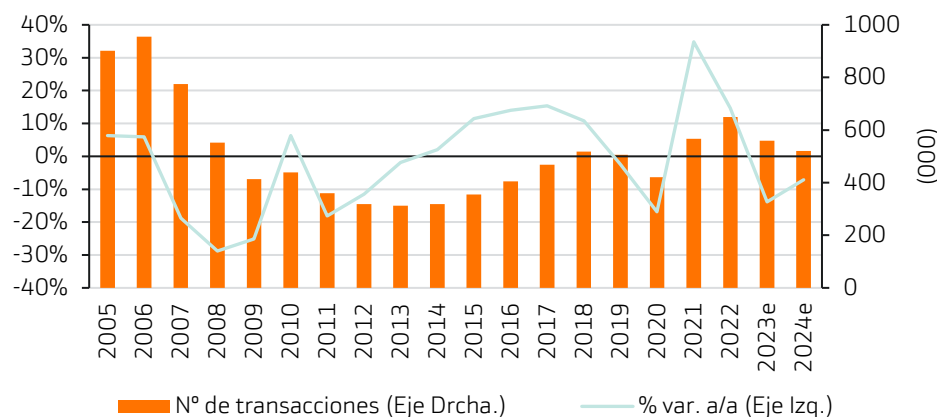
Las transacciones podrían caer -20% en 2 años... desde niveles máximos de 15 años.

Las **transacciones de vivienda** alcanzaron las 650k unidades en 2022 (máximos desde 2007), apoyadas en la fortaleza de la demanda doméstica y la vuelta del comprador extranjero. Este no sólo recupera los niveles previos al virus si no que está en máximos de los últimos 10 años.

De cara a los próximos años, prevemos un enfriamiento del mercado inmobiliario, con caídas de transacciones del **-14% en 2023e** y **-7% en 2024e**. A partir de entonces debería **estabilizarse en torno a 500k transacciones al año**, nivel que consideramos sostenible a medio plazo. A diferencia de la crisis inmobiliaria de 2007, en esta ocasión no apreciamos exceso de oferta. **Viviendas Iniciadas y Creación de Hogares se encuentran equilibrados** en niveles próximos a las 100k al año. Además, si se cumplen las previsiones del INE, la creación de hogares podría incrementarse hasta superar las 150k al año, impulsado por llegada de extranjeros y reducción del número de personas por hogar.

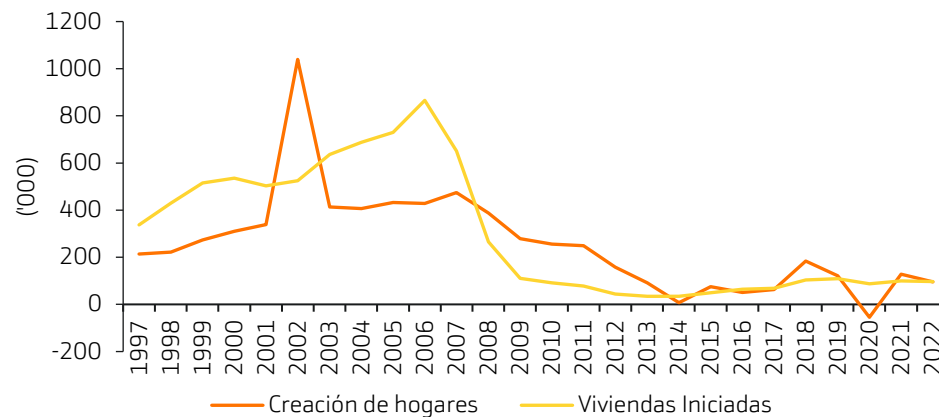
Los precios de suelo se han estancado en 2022 (-0,1% vs 2021) y deberían sufrir también caídas en 2023 y 2024, tanto en precios como en transacciones. Las promotoras extremarán la prudencia y tratarán de proteger sus márgenes a futuro, en un entorno de caída de precios de vivienda, e incremento de costes de construcción y financiación.

Cuadro 5. Transacciones de vivienda



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE

Cuadro 6. Creación de hogares y viviendas iniciadas



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

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

Al auge del teletrabajo y el **frenazo económico**, están produciendo una caída de la demanda de superficie de oficinas. Aunque gran parte de los contratos de alquiler están vinculados a la inflación, parece complicado que en este entorno las **rentas** se incrementen, y ni mucho menos a ritmo de la inflación. Como podemos ver en el Cuadro 7, aunque los activos *prime* consiguen mantener ocupaciones elevadas, las rentas se incrementan menos del 2%, con inflación del +5,7% en 2022. Fuera de estas zonas de negocios, sufren caídas tanto en ocupaciones como en rentas.

El incremento de **tipos de interés** también juega en contra. Por un lado, suben los costes de financiación, reduciendo significativamente los beneficios del apalancamiento. Por otra parte, el fuerte incremento de TIR en bonos soberanos, llevará a exigir mayores rentabilidades a los activos (*yield*). Como consecuencia, la rentabilidad bruta de los activos *prime* en España se ha incrementado hasta el 4% (vs 3,25% anterior) y prevemos que continúe haciéndolo hasta niveles cercanos al 5% en 2023.

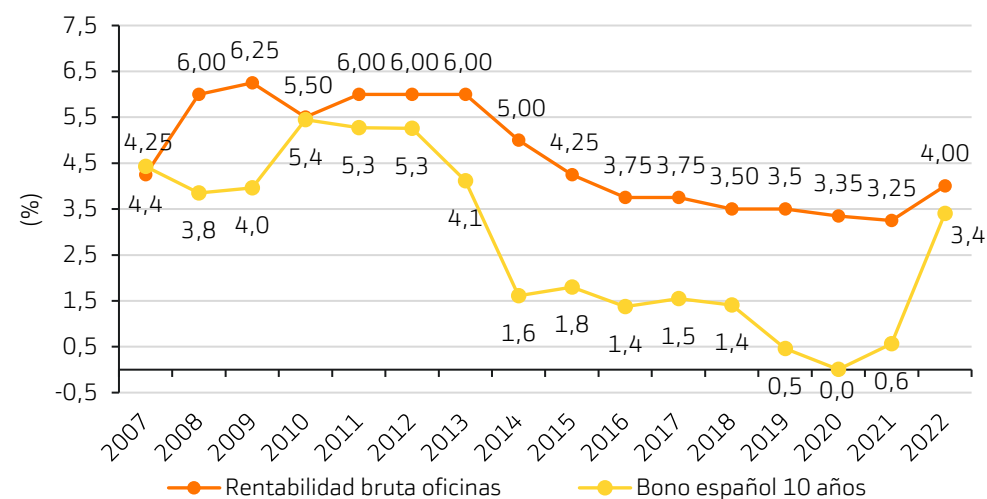
Las **valoraciones de activos** han caído de media -5% en 2022 y prevemos que puedan retroceder otro -10%/-15% entre 2023 y 2024. Los activos en ubicaciones *prime* deberían verse menos afectados. Su demanda sufrirá menos por proximidad al cliente e imagen de marca.

Cuadro 7. Rentas (€/m²/mes) y ocupaciones prime en Madrid y Barcelona

	Madrid CBD				Barcelona CBD			
	Rentas	Var (%)	Ocupación	Var (p.b.)	Rentas	Var (%)	Ocupación	Var (p.b.)
2008	39	-2,5%	96	-150	25	-10,7%	96	-150
2009	30	-23,1%	94,4	-160	21	-16,0%	94,4	-160
2010	27	-10,0%	91,7	-270	19	-9,5%	91,7	-270
2011	26	-3,7%	91	-70	19	0,0%	91	-70
2012	24,25	-6,7%	90,9	-10	18	-5,3%	90,6	-40
2013	24,25	0,0%	90,9	0	17,5	-2,8%	89,7	-90
2014	25,5	5,2%	91,1	20	17,8	1,7%	92,2	250
2015	27,3	7,1%	93	190	20	12,4%	92,7	50
2016	29	6,2%	92,2	-80	21,5	7,5%	94	130
2017	31,3	7,9%	93	80	23,3	8,4%	96,5	250
2018	34,5	10,2%	93,3	30	25,3	8,6%	97,9	140
2019	36,5	5,8%	93,5	20	27,5	8,7%	98,3	40
2020	36,0	-1,4%	94,7	120	27,0	-1,8%	94,9	-340
2021	36,5	1,4%	92,6	-210	27,5	1,9%	93,9	-100
2022	37,0	1,4%	94,5	190	28,0	1,8%	94,6	70

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos de JLL

Cuadro 8. Rentabilidad bruta de oficinas y TIR del bono español a 10 años



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

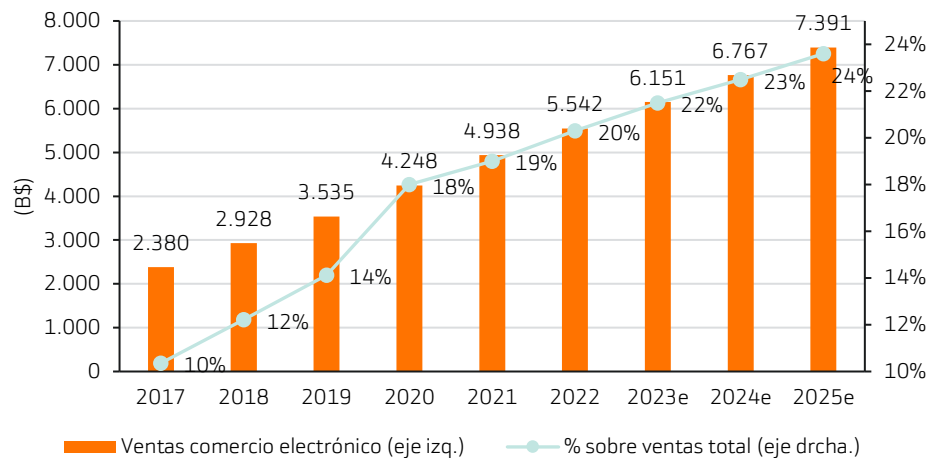
Centros comerciales: Presión a la baja en valoración de activos

En un entorno de posible recesión económica, pre vemos que le consumo se resienta, sobre todo por el lado de los bienes. La inflación supera con creces el incremento de los salarios (+3% en 2022 a/a), lo que unido a unos mayores costes de financiación, está erosionando el poder adquisitivo de los hogares y el sentimiento del consumidor. La **Confianza del Consumidor** se mantiene en niveles bajos, a pesar de haber recuperado en los últimos meses, lo que lleva a un **estancamiento de las ventas minoristas** (+0,7% a/a en 2022). Además, los centros comerciales se ven penalizados por el auge del comercio electrónico, que continúa ganando cuota de mercado. De esta forma, las ventas de centros comerciales cayeron -2,4% a/a en 2022.

En este entorno, **el principal reto** de los centros comerciales es mantener niveles de **ocupación** elevados y tasas de esfuerzo de los comercios en niveles razonables. Para ello, renunciarán probablemente a la revisión contractual de las **rentas** en base a inflación y no descartamos incluso posibles rebajas en algunos casos. Los más vulnerables son los centros comerciales no dominantes en grandes ciudades como Madrid y Barcelona, donde la oferta es más elevada.

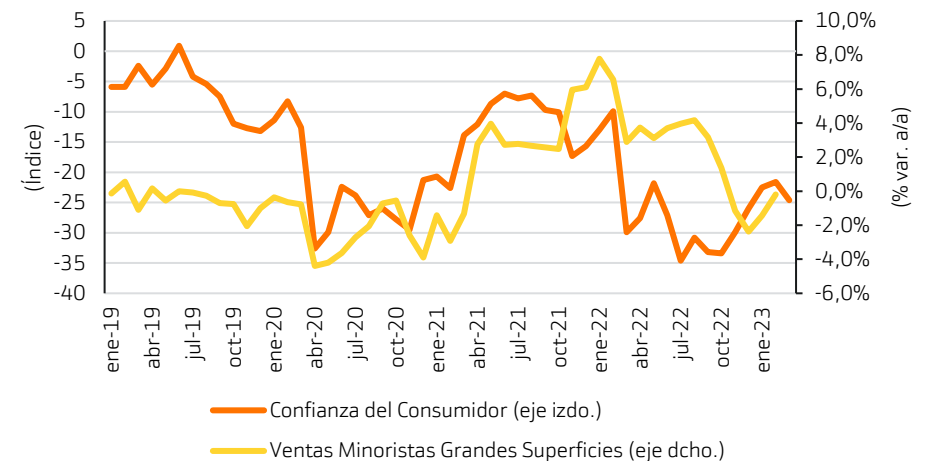
Según nuestros cálculos, las **valoraciones** de activos de centros comerciales ya han caído cerca de -12% a nivel global desde 2020 (-8% en España). Pre vemos nuevas rebajas en 2023 y 2024, motivadas en esta ocasión por el fuerte repunte en rentabilidad de los bonos soberanos. **Recomendamos evitar exposición a centros comerciales y tiendas a pie de calle.**

Cuadro 9. Global: Comercio electrónico y cuota de mercado



Fuente: eMarketer

Cuadro 10. España: Conf. del Consumidor (índice) y Ventas de Grandes Superficies (% var a/a)



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos de Eurostat

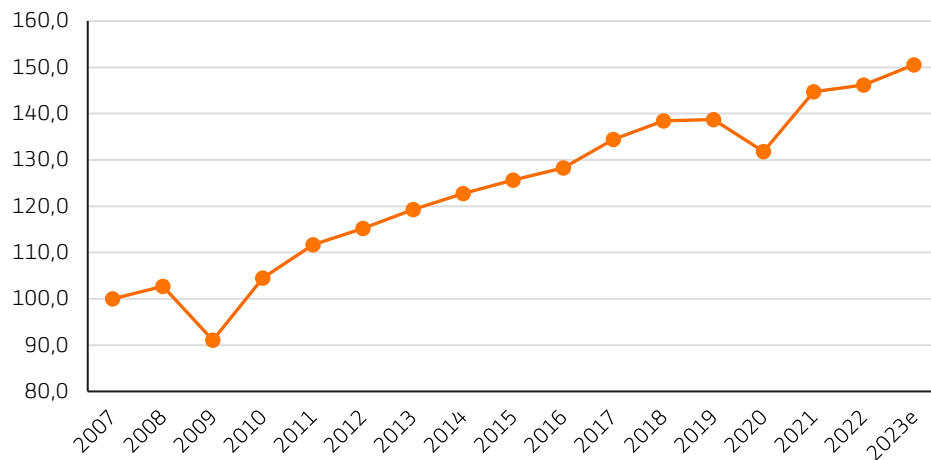
Logístico: Demanda creciente y capacidad de subida de rentas

La demanda de activos logísticos es creciente, favorecida sobre todo por: (i) el auge del comercio electrónico, cuyo crecimiento se prevé sea próximo al +10% anual en los próximos años; (ii) el comercio internacional de mercancías se ha incrementado +1% en 2022, a pesar de las mayores tensiones geopolíticas y desaceleración económica global, y podría crecer +3% en 2023e; (iii) Los problemas en las cadenas de suministro de los últimos años han puesto de manifiesto la importancia del espacio de almacenamiento, de cara a evitar roturas de *stock*. Por otra parte, la oferta es todavía reducida, sobre todo en activos con superficie de más de 20.000m², que son las más demandadas por los grandes operadores logísticos, y los costes de reposición se incrementan.

Otro atractivo de esta tipología de activos es su **gran capacidad de incremento de rentas**. Esto se debe a que el alquiler de instalaciones tan sólo representa en torno al 5% sobre la base de costes totales de las empresas logísticas, por lo que una subida de rentas del 20% tan sólo representarían un incremento del 1,0% sobre los costes totales de estas compañías. Es decir, la actividad empresarial es relativamente poco sensible a la renta. En 2022, las rentas se incrementaron cerca de +30% y el principal operador a nivel global (Prologis) prevé crecimientos próximos al +10% en 2023.

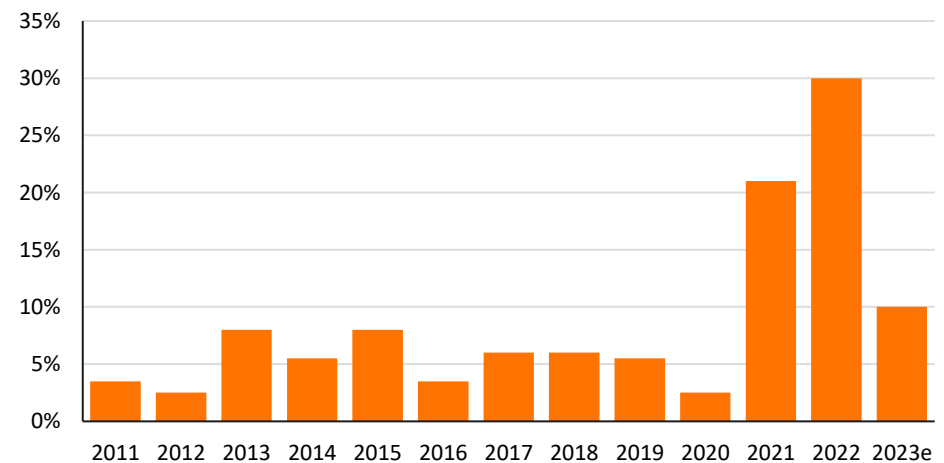
Este incremento de rentas, por encima incluso de la inflación, debería dar soporte a las valoraciones de activos, a pesar del incremento que prevemos en las rentabilidades exigidas a estos activos, en un entorno de mayores tipos de interés.

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



Fuente: OMC

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



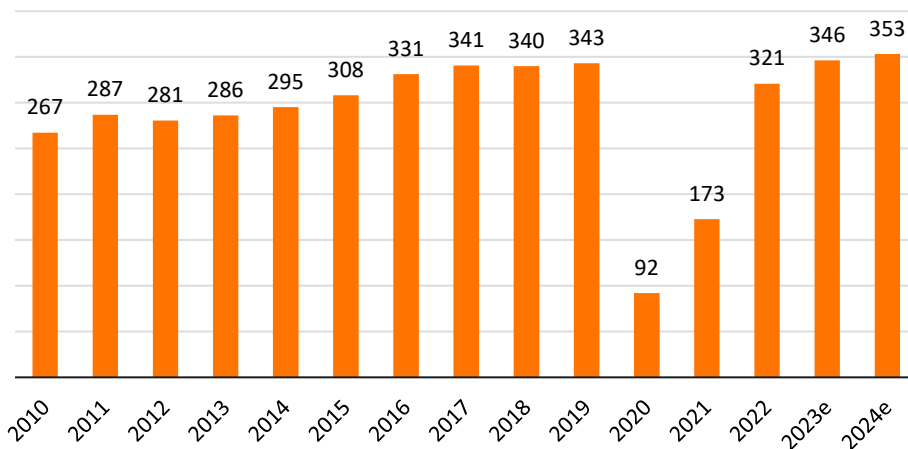
Fuente: Prologis

Hoteles: Mejores perspectivas darán soporte a las valoraciones de activos.

El turismo recupera con más fuerza de lo previsto, a pesar del frenazo económico y las tensiones geopolíticas. En España, preveemos que recupere ya este año los niveles previos al virus (vs 2024 estimado anteriormente). Cabe recordar que 2019 marcó un máximo histórico de visitantes en España, con 84M de turistas extranjeros. Revisamos, por tanto, al alza nuestras estimaciones de **pernoctaciones hoteleras** hasta 346M 2023e vs 309M estimado anteriormente. Además, el sector ha mostrado una gran capacidad de **incremento de precios**, que permiten más que compensar el incremento de costes. En consecuencia, **preveemos que los ingresos hoteleros superen este año los niveles previos al virus entre +15% y +20%**, con márgenes estables e incluso superiores en algunos casos.

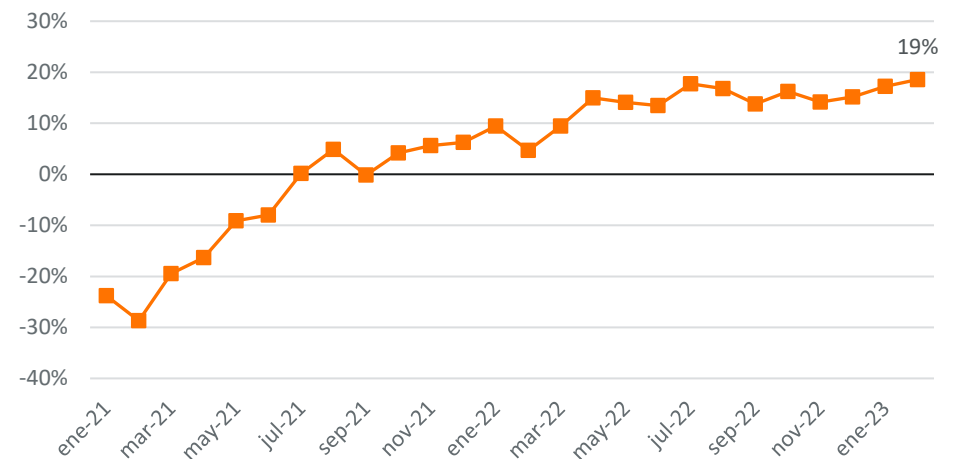
Las buenas perspectivas sobre los hoteles deberían dar **estabilidad a las valoraciones de activos**, que son las que mayores recortes han sufrido en los últimos años, hasta -15% en algunos casos, por la situación de venta forzosa en la que han quedado algunos hoteles tras la pandemia y las necesidades de liquidez del sector. Los **mayores costes de financiación** continuarán fomentando el proceso de desapalancamiento, vía **operaciones de sale&lease y sale&management**.

Cuadro 13. Pernoctaciones Hoteleras en España (Mn)



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE

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



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE

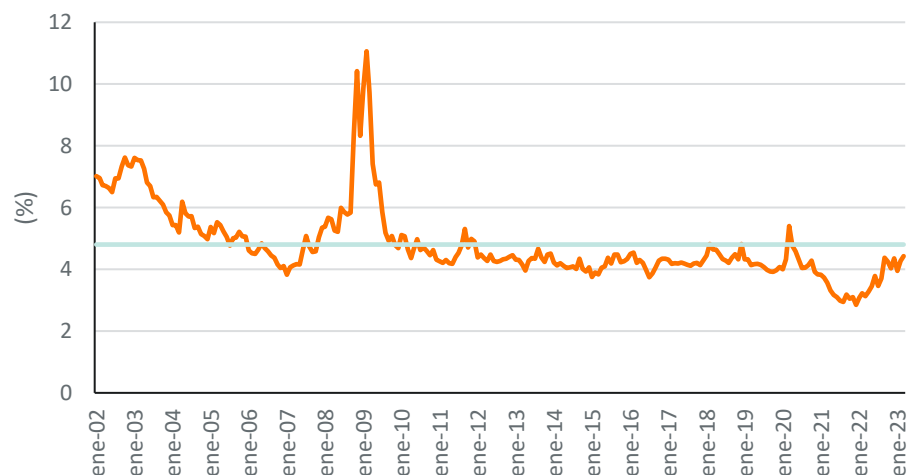
Inmobiliario cotizado todavía en fase de ajuste, aunque hay oportunidades a largo plazo

El sector inmobiliario se encuentra en **fase de ajuste**, ante el fuerte incremento de tipos de interés. Por un lado, activos alternativos como los **bonos soberanos**, ofrecen ahora retornos más atractivos, lo que lleva al inversor a exigir mayor rentabilidad por dividendo. Por otro, existen dudas sobre la sostenibilidad de los mismos, por **menor crecimiento económico global** y **mayores costes de financiación**. Además, las compañías pierden capacidad de desapalancamiento vía venta de activos, al reducirse la actividad inversora.

Consideramos que **todavía es pronto para entrar en el sector**. Continuará lastrado en los próximos meses, por previsión de rebajas de valoraciones de activos, que podrían incrementar los niveles de apalancamiento y llevar a rebajas de dividendos, como ya hemos visto en algunos casos. Desde una perspectiva histórica, la rentabilidad por dividendo media del sector está todavía por debajo de la media de los últimos 20 años (4,8%).

Si bien, detectamos algunas **oportunidades** para inversores de largo plazo y alta tolerancia al riesgo. **Vonovia**, líder europeo de residencial en alquiler, descuenta ya un escenario excesivamente negativo, con rentabilidad por dividendo próxima al 5%, a pesar de haberlo rebajado ya a la mitad para reducir endeudamiento, y descuento del 66% sobre valoración de activos (NAV). En EE.UU, destacamos: (i) **Welltower**, relacionada con salud, sobre todo residencias de ancianos; (ii) **Prologis**, líder mundial de activos logísticos; (iii) **Digital Realty Trust**, especializada en centros de datos.

Cuadro 15. Rentabilidad por dividendo media del FTSE Naerit Developed Index



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

Cuadro 16. Selección de REITs internacionales

	Vonovia	Welltower	Prologis	Digital Realty Trust
Geografía	ALE	EE.UU.	Global	EE.UU.
Divisa	€	\$	\$	\$
Tipología de activos	Residencial en alquiler	Salud (Res. 3ª Edad)	Logístico	Centros de datos
P. Mercado	18,6	75,3	120,6	97,6
% var. YTD	-13%	15%	9%	-4%
Rating Deuda (S&P)	BBB+	BBB+	n.d.	BBB
Rent. por Dividendo:				
2023e	4,6%	3,3%	2,9%	5,0%
2024e	4,6%	3,5%	3,1%	5,5%

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con estimaciones de Reuters. *Cierre del 25/04/2023

Las principales **SOCIMIs cotizadas españolas** (Inmobiliaria Colonial, Merlin Properties y Lar España) presentan **menor atractivo en este entorno**, por su elevada exposición a oficinas y centros comerciales, con demanda a la baja, menor capacidad de incremento de rentas y riesgo de rebajas en las valoraciones de activos. Tan sólo tenemos recomendación de Comprar en **Inm. Colonial**, cuyas rentas y valoraciones podrían sufrir menos por la ubicación *prime* de sus activos. Su rentabilidad por dividendo próxima al 4,5% 2023e y cotiza con un descuento superior al 50% sobre NAV.

Cuadro 17. Principales SOCIMIs españolas

	Recomendación	P. Mercado (€/acción)*	P. Objetivo (€/acción)	Potencial	NAV (€/acción)	Prima/desc. Vs. NAV	Tipología de activos	Div. Yield 2023e
Inm. Colonial	Comprar	5,56	6,50	16,9%	11,83	-53,0%	Oficinas Prime	4,5%
Lar España	Neutral	5,33	5,43	1,9%	10,93	-51,2%	Comercial	7,8%
Merlin Properties	Neutral	7,77	8,70	12,0%	15,70	-50,5%	Oficinas, comercial y logístico	5,3%

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

*Cierre del 25/04/2023

El sector promotor tampoco ofrece fundamentales atractivos. Preveamos precios de vivienda a la baja (-5% en 2 años) y costes de construcción al alza, lo que llevará a una caída de márgenes. La actividad comercial se verá también afectada por mayores costes de financiación y menor demanda inversora de vivienda para alquiler (*Build to Rent*).

Cuadro 18. Promotores inmobiliarios cotizados en España

	Recomendación	P. Mercado (€/acción)*	P. Objetivo (€/acción)	Potencial	NAV (€/acción)	Prima/desc. Vs. NAV	Tipología de activos	P/Valor Contable 2023e
Aedas Homes	Neutral	13,78	14,8	7,4%	34,64	-60,2%	Suelo residencial	0,7
Metrovacesa	Vender	7,42	7,2	-3,0%	14,04	-47,2%	Suelo residencial y terciario	0,6
Neinor Homes	Neutral	9,15	9,4	2,7%	16,71	-45,2%	Suelo residencial	0,8

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

*Cierre del 25/04/2023

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

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

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

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

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

Cuadro 19. Evolución histórica del sector inmobiliario, en función de la inflación y previsión económica. Índice de referencia = MSCI US

	Low Inflation (<1.7)			Medium Inflation			High Inflation (>2)			
	# of months : 41. Average all sectors: 0.57			# of months : 30. Average all sectors: 0.95			# of months : 34. Average all sectors: -0.15			
Low PMI (<51.3)	Info_Tech	1.58	0.89	Info_Tech	1.93	0.90	Info_Tech	0.73	Materials	-0.02
	Cons_Disc	1.26	0.54	Health_Care	1.42	0.75	Health_Care	0.54	Utilities	-0.21
	Comm_Svc	1.25	0.11	Comm_Svc	1.23	0.72	Real_Estate	0.27	Cons_Disc	-0.56
	Health_Care	0.87	0.10	Financials	1.12	0.87	Energy	0.01	Info_Tech	-0.41
	Cons_Staples	0.88	-0.17	Cons_Staples	1.05	0.90	Industrials	-0.02	Info_Tech	-0.21
	Index	0.75	-0.25	Index	0.86	-0.17	Financials	-0.02	Comm_Svc	-1.24
Medium PMI	Cons_Disc	1.85	1.32	Info_Tech	2.24	1.14	Real_Estate	1.75	Financials	1.02
	Financials	1.82	0.99	Comm_Svc	1.45	1.03	Energy	1.28	Industrials	3.33
	Info_Tech	1.83	0.75	Materials	1.45	0.95	Cons_Staples	1.26	Index	3.07
	Materials	1.54	0.84	Industrials	1.54	0.92	Info_Tech	1.21	Materials	3.45
	Energy	1.33	0.82	Utilities	1.22	0.82	Health_Care	1.26	Cons_Disc	0.34
	Industrials	1.32	0.82	Index	1.18	0.84	Utilities	1.21	Comm_Svc	0.14
High PMI (>51.2)	Energy	3.28	1.45	Info_Tech	1.81	1.27	Energy	2.08	Index	1.73
	Financials	2.18	1.86	Cons_Disc	1.17	1.16	Real_Estate	1.85	Cons_Staples	0.84
	Industrials	2.16	1.38	Industrials	1.36	1.06	Info_Tech	-0.57	Financials	3.30
	Info_Tech	2.70	1.31	Comm_Svc	1.34	1.03	Utilities	1.35	Health_Care	0.93
	Cons_Disc	1.85	1.30	Index	1.33	0.83	Materials	1.23	Cons_Disc	0.84
	Materials	1.83	1.09	Real_Estate	1.25	0.75	Industrials	1.18	Comm_Svc	3.80

Fuente: Janus Henderson

Cuadro 20. Prima/Descuento histórico sobre NAV (Global)



Fuente: Janus Henderson

Anexo 2. Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses

Inm. Colonial			Merlin Properties			Metrovacesa		
Fecha	Recomendación	Precio objetivo	Fecha	Recomendación	Precio objetivo	Fecha	Recomendación	Precio objetivo
18/05/2022	Comprar	8,81 €	04/04/2022	Neutral	10,40 €	04/05/2022	Acudir Oferta	7,80 €
11/10/2022	Comprar	6,86 €	18/05/2022	Neutral	10,74 €	11/10/2022	Vender	7,20 €
28/11/2022	Comprar	6,70 €	11/10/2022	Neutral	9,79 €	26/04/2023	Vender	7,20 €
26/04/2023	Comprar	6,50 €	30/11/2023	Neutral	9,40 €			
			26/04/2023	Neutral	8,70 €			

Lar España			Aedas Homes			Neinor Homes		
Fecha	Recomendación	Precio objetivo	Fecha	Recomendación	Precio objetivo	Fecha	Recomendación	Precio objetivo
18/05/2022	Neutral	5,40 €	18/05/2022	Comprar	23,60 €	18/05/2022	Comprar	12,60 €
11/10/2022	Neutral	5,38 €	11/10/2022	Neutral	17,70 €	11/10/2022	Neutral	11,60 €
26/04/2023	Neutral	5,43 €	26/04/2023	Neutral	14,80 €	26/04/2023	Neutral	9,40 €

INFORMACIÓN IMPORTANTE. -

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

NOTAS DE COMPAÑÍAS RECIENTEMENTE PUBLICADAS.-

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

EQUIPO DE ANÁLISIS

Ramón Forcada – Director	Rafael Alonso – Bancos	Pedro Echeguren – Farma & Salud	Juan Tuesta – Construcción & Tecnología
Eduardo Cabero – Seguros	Aránzazu Bueno – Eléctricas	Pilar Aranda – Petróleo & Aerolíneas	Carlos Pellicer – Alimentación & Distribución
Juan Moreno – Inmobiliarias	Aránzazu Cortina – Industriales	Esther Gutiérrez de la Torre – Autos	Elena Fdez. – Trapiella – Consumo/Lujo
Jorge Pradilla – Logística	Pedro Ribeiro – Químicas & Papel		

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el equipo:

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