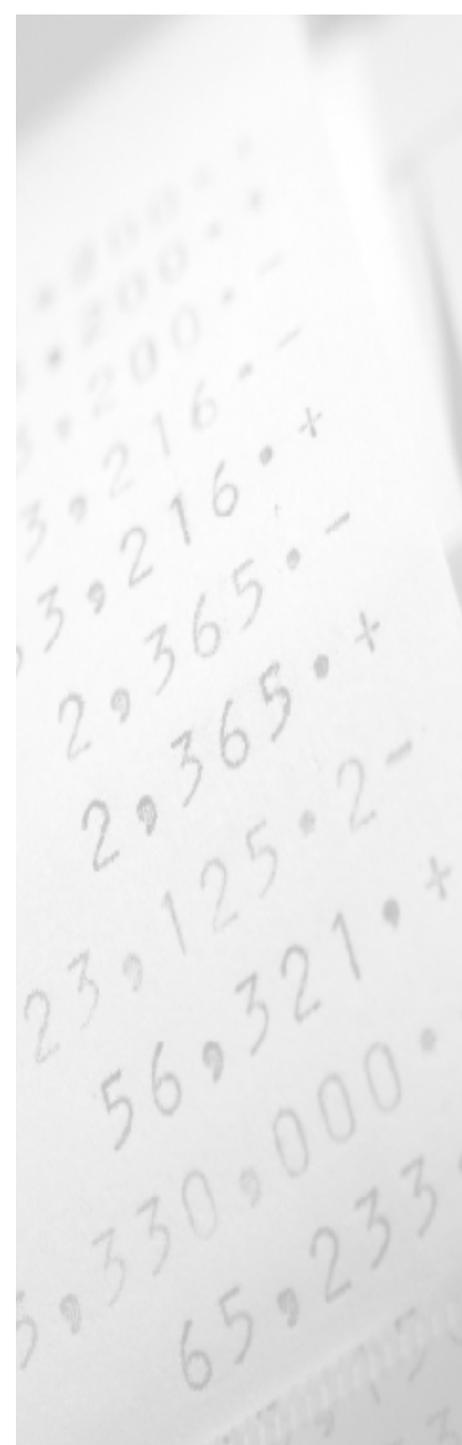




Valoración de empresas Inmobiliarias

Valencia, 30 de Octubre 2007



Índice

ü Breve descripción del Grupo Lubasa

ü Peculiaridades Sector Inmobiliario

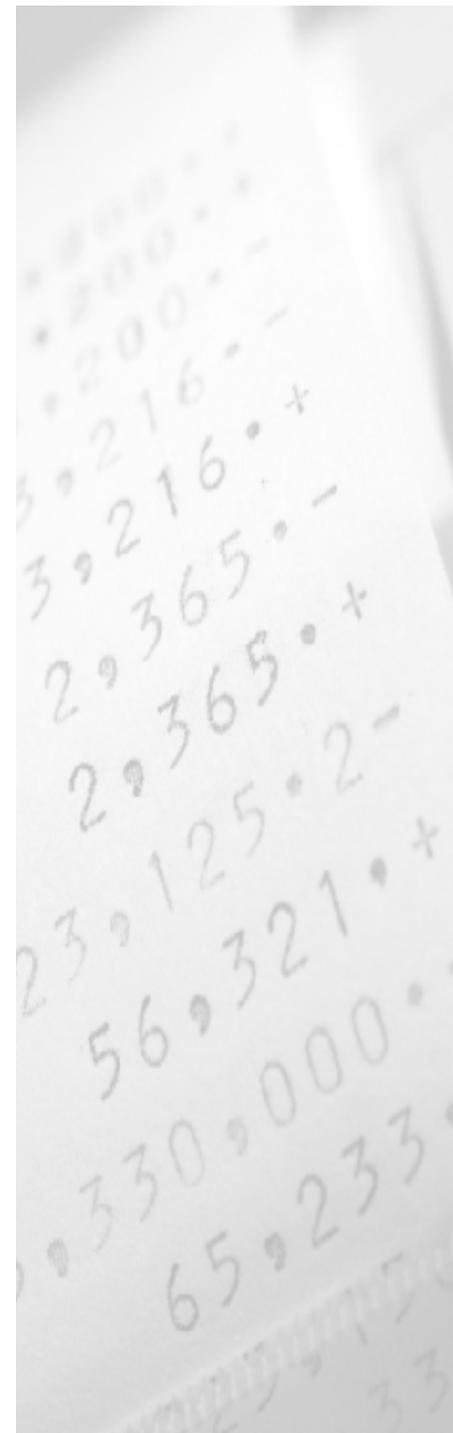
ü Métodos de Valoración de empresas

ü *DFC*

ü *Valoración de Activos*

ü *Múltiplos*

ü Ejemplos.....

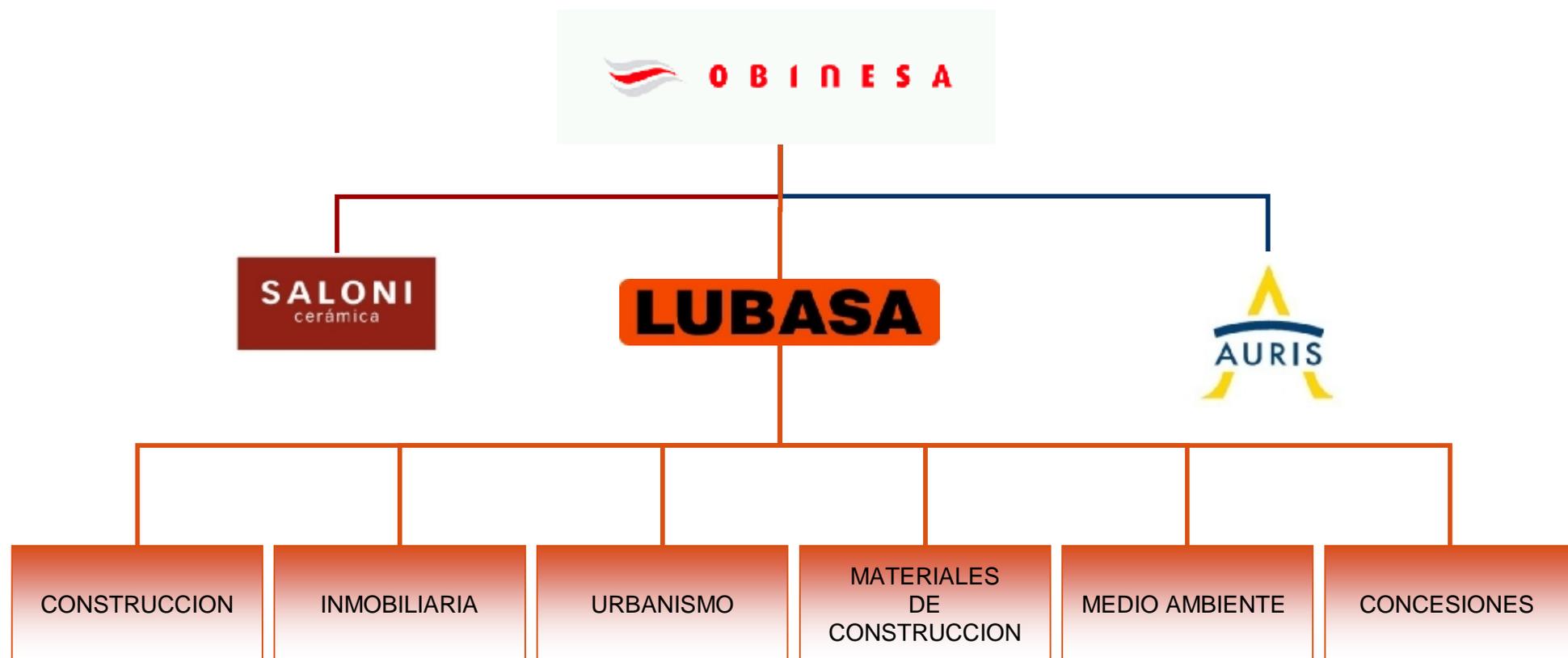


Breve descripción Grupo LUBASA

Breve descripción del Grupo



Breve descripción del Grupo



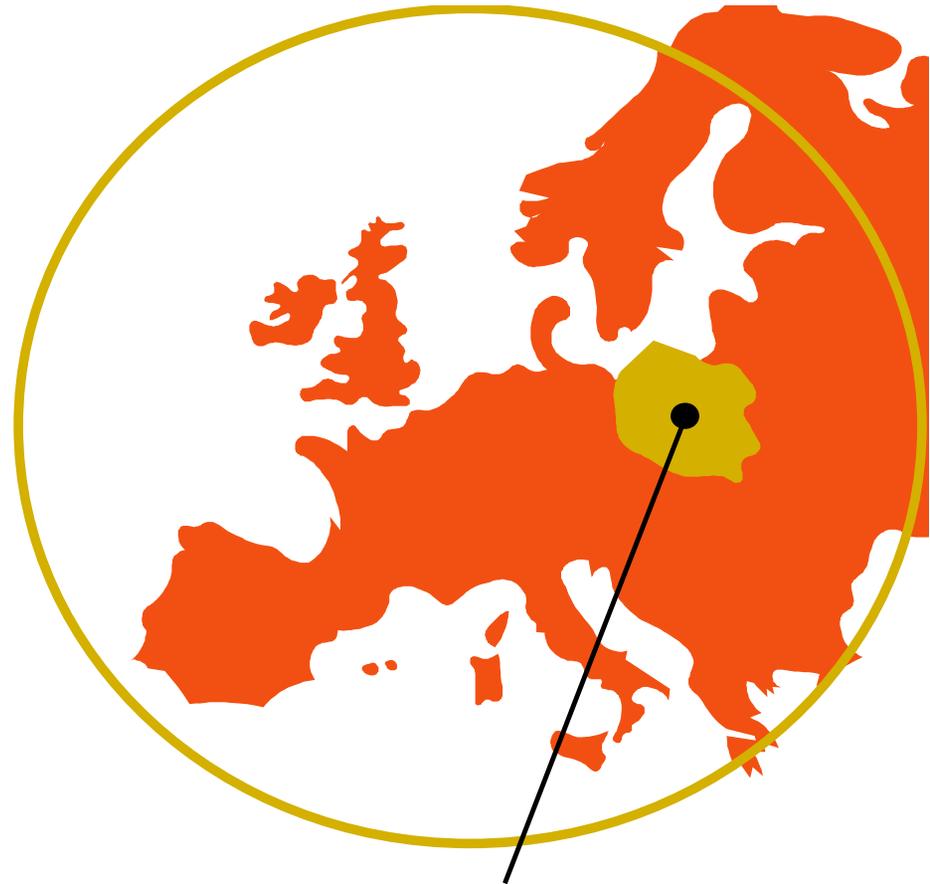
Más de 2.400 trabajadores

615 M € de Facturación Consolidada

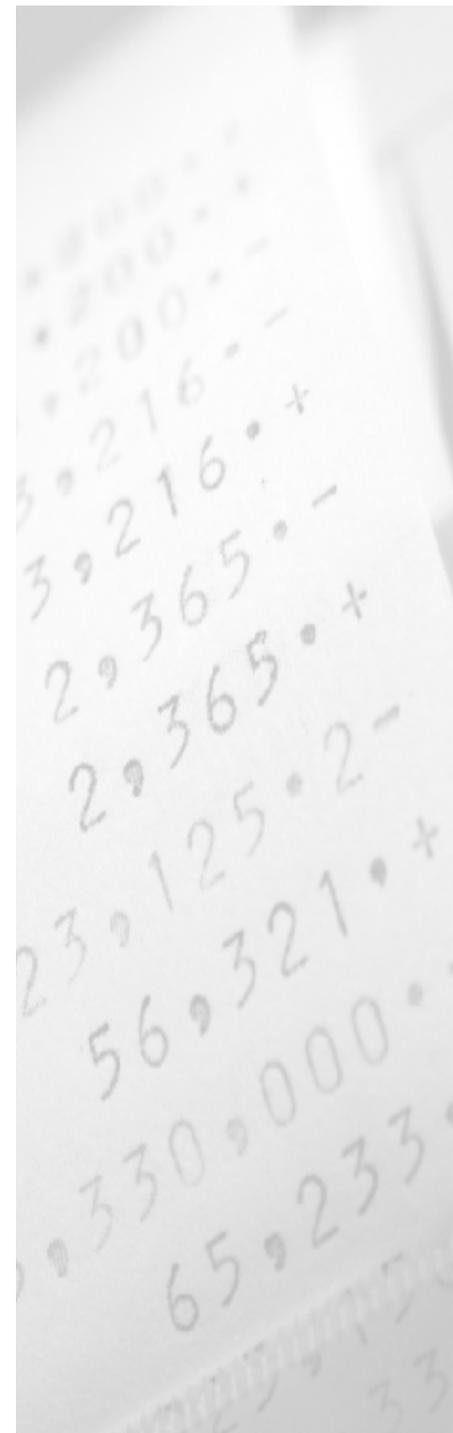
Valoración de empresas Inmobiliarias



Valoración de empresas Inmobiliarias

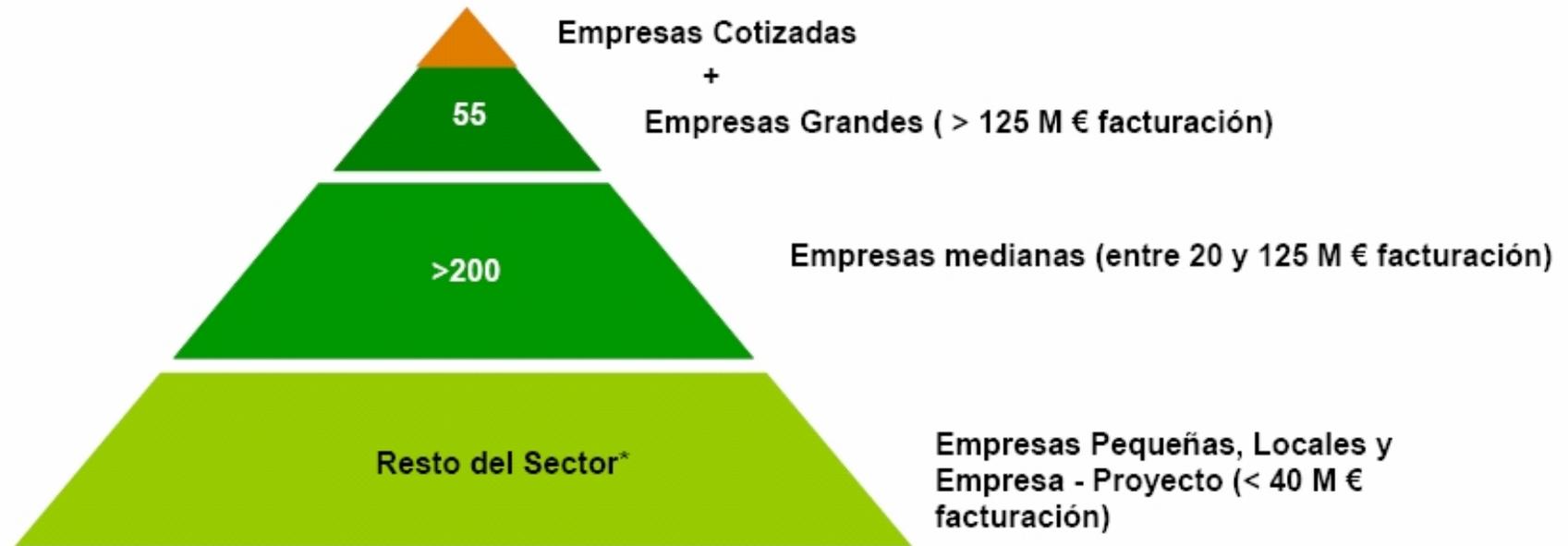


Polonia



Peculiaridades del sector Inmobiliario

Atomización del sector

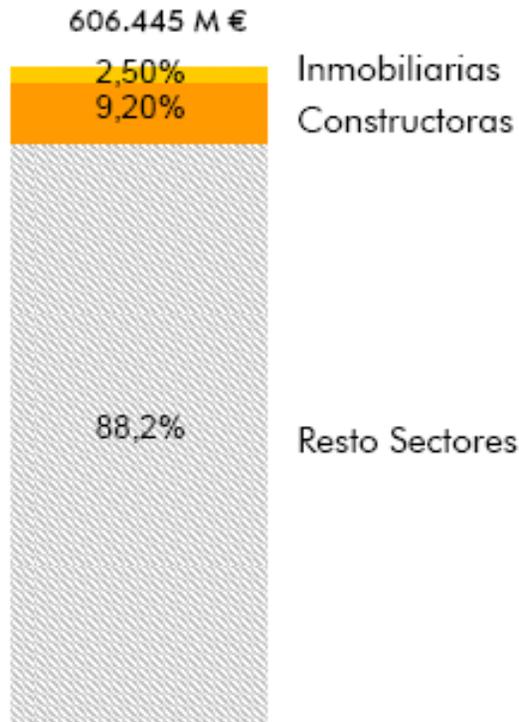


* Total Empresas Estimado = 100.000

- Las empresas inmobiliarias cotizadas representan aproximadamente un 5% del total del sector frente a países como Inglaterra donde se estima acumulan el 40% del sector.

Valoración de empresas Inmobiliarias

Peso específico mínimo en los mercados de capitales



- Las inmobiliarias españolas presentes en el IBEX – 35 representan un 2,5% de la capitalización total.
- En su gran mayoría, las empresas habían crecido en los últimos ejercicios de manera orgánica, capitalizando los resultados del ejercicio. Ultimamente se han producido multitud de movimientos corporativos ajenos.
- Mediante un fuerte recurso a capital ajeno, realizado básicamente bajo fórmula de financiación hipotecaria.

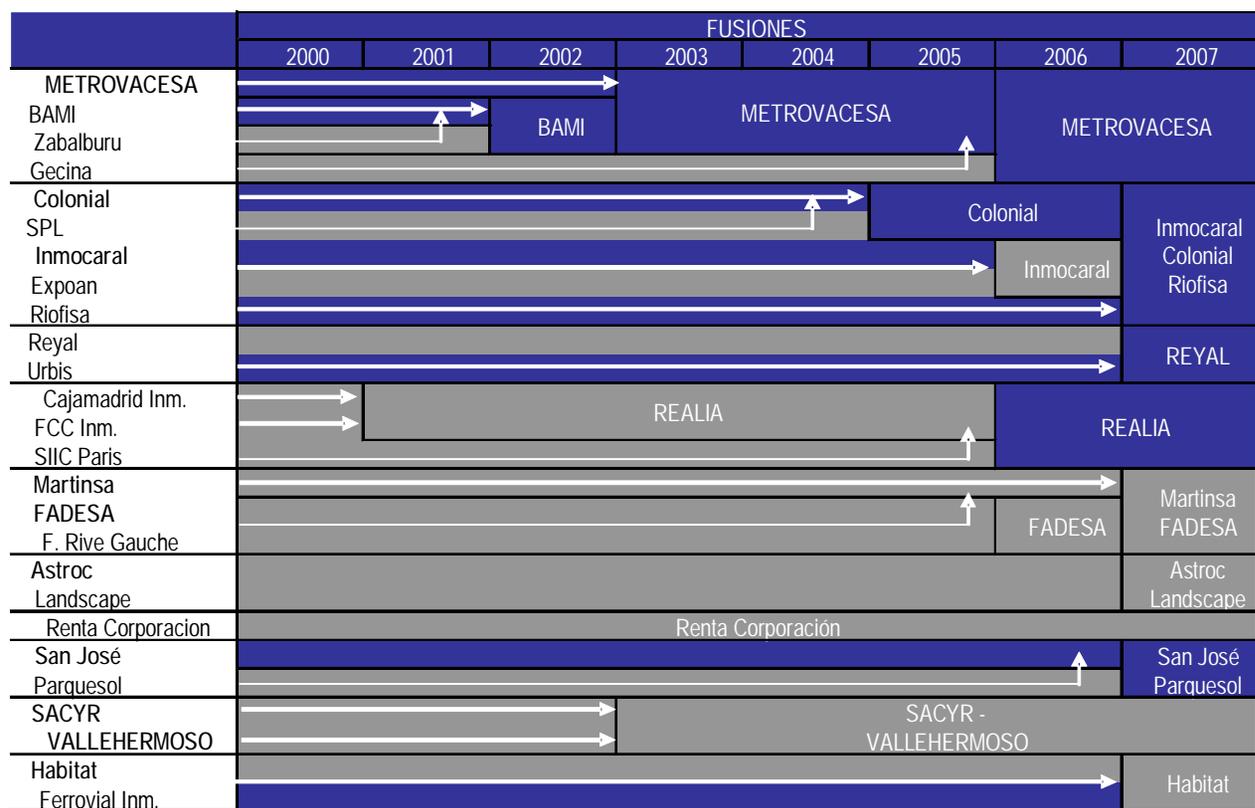
*Datos a 11 de mayo de 2007

Otras características sector inmobiliario

- **Intensivo en capital:** Las empresas inmobiliarias no son mas que la concentración de proyectos de inversión de volúmenes muy relevantes.
- Inversiones con alto **volumen unitario:** Cada inversión puede considerarse como un negocio auto contenido.
- Inversiones **a medio y largo plazo** con fuertes incertidumbres en el plazo de salida de la inversión.
- Adicionalmente es considerado un negocio “**oportunista**”....
- Todo esto dificulta sobremanera la **estimación de flujos de caja** futuros con un nivel aceptable de certeza.

- **Proceso de concentración** - Antecedentes: mercado muy atomizado (5 primeras inmobiliarias menos del 5% de las ventas de vivienda nueva en España)
 - ü .Énfasis en el crecimiento buscando complementariedad y diversificación geográfica o de producto / buscando mejoras en volumen de negocio y potenciar músculo financiero para abordar etapas de menor crecimiento / buscando sinergias entre las compañías
 - ü Realización plusvalía de los vendedores después de una década de “boom” del mercado
 - ü Entidades financieras (La Caixa, Banco de Sabadell, Banesto)
 - ü ”Históricos” del sector (Jove, Ferrovial)
 - ü Incentivo fiscal (el caso francés): Metrovacesa à Gecina Colonial à SFL Fadesa à F. Rive Gauche
 - ü Alta liquidez y dinero barato: oportunidad para entrar en Bolsa de empresas medianas con crecimiento muy fuerte en los últimos años: Expo An/Inmocaral à Colonial / Martinsa à Fadesa / Reyal à Urbis

Proceso de Concentración Inmobiliario



- Pendientes las operaciones de AISA / ASTROC y HORCONA / INBESOS



Valoración de empresas Inmobiliarias

“Valorar empresas es una chapuza y los analistas sólo confunden a los inversores”,

Pablo Fernandez - IESE

“
Con los conceptos que se usan en el análisis bursátil no se llenaría ni media página, por eso usan muchos sinónimos para dar la impresión de que hablan de muchas cosas diferentes. También se usa la misma palabra para distintos conceptos, con lo que la confusión es total.
”

Pablo Fernandez - IESE

Metodología

- 1. DFC (Descuento de Flujos de Caja):** Calculando los flujos de caja generados por cada uno de los activos.
- 2. Métodos basados en el valor de los activos (GAV, NAV, NNAV, NNNAV):** Basado en la valoración de activos realizada por expertos independientes.
- 3. Múltiplos: (Per, EV/Ebitda...)** En función de comparables o transacciones de mercado.

Valoración por DFC

Descuento de Flujos de Caja

- ü Principio: Una empresa vale lo que es capaz de generar
- ü Refleja el valor del dinero en el tiempo
- ü Sensible a pequeños cambios en las hipótesis de partida
- ü Tiene en cuenta la prima de riesgo aplicable al negocio (WACC).
- ü Hipótesis de continuidad del negocio a través de la tasa de crecimiento a perpetuidad.

Valoración de empresas Inmobiliarias

DFC - Ejemplo de Valoración

Valoración por DFC

	2001E	2002E	2003E	2004E	2005E	2006E	
Descuento de flujos de caja							
EBIT	-28.834.108	-17.341.067	-3.428.278	5.888.267	15.186.379	23.415.327	
Impuesto sobre EBIT	0	0	0	0	-1.539.760	-9.131.977	
NOPLAT	-28.834.108	-17.341.067	-3.428.278	5.888.267	13.646.619	14.283.349	
Amortización	6.221.900	6.608.320	6.994.740	7.381.160	7.767.580	8.154.000	
Capex	-38.642.000	-3.864.200	-3.864.200	-3.864.200	-3.864.200	-3.864.200	
Cambio en fondo de maniobra	22.294.375	11.087.962	11.844.928	14.126.112	15.440.539	15.542.728	
Flujos de Caja	-38.959.833	-3.508.986	11.547.190	23.531.339	32.990.538	34.115.877	35.480.512
Valor terminal	35.480.512						
Hipótesis (de hoja de entradas)							
Coste medio ponderado del capital	25%						
Crecimiento a perpetuidad	4,0%						
Valoración							
Números	0	1	2	3	4	5	
Valor presente de los flujos de caja	1,00	0,80	0,64	0,51	0,41	0,33	
Valor presente de los flujos de caja	-38.959.833	-2.807.188	7.390.202	12.048.045	13.512.924	11.179.091	
Valor presente de los flujos de caja	2.363.241						
Valor presente del valor terminal	55.363.115						
VALOR DE LA EMPRESA	57.726.356						ESCENARIO BASE

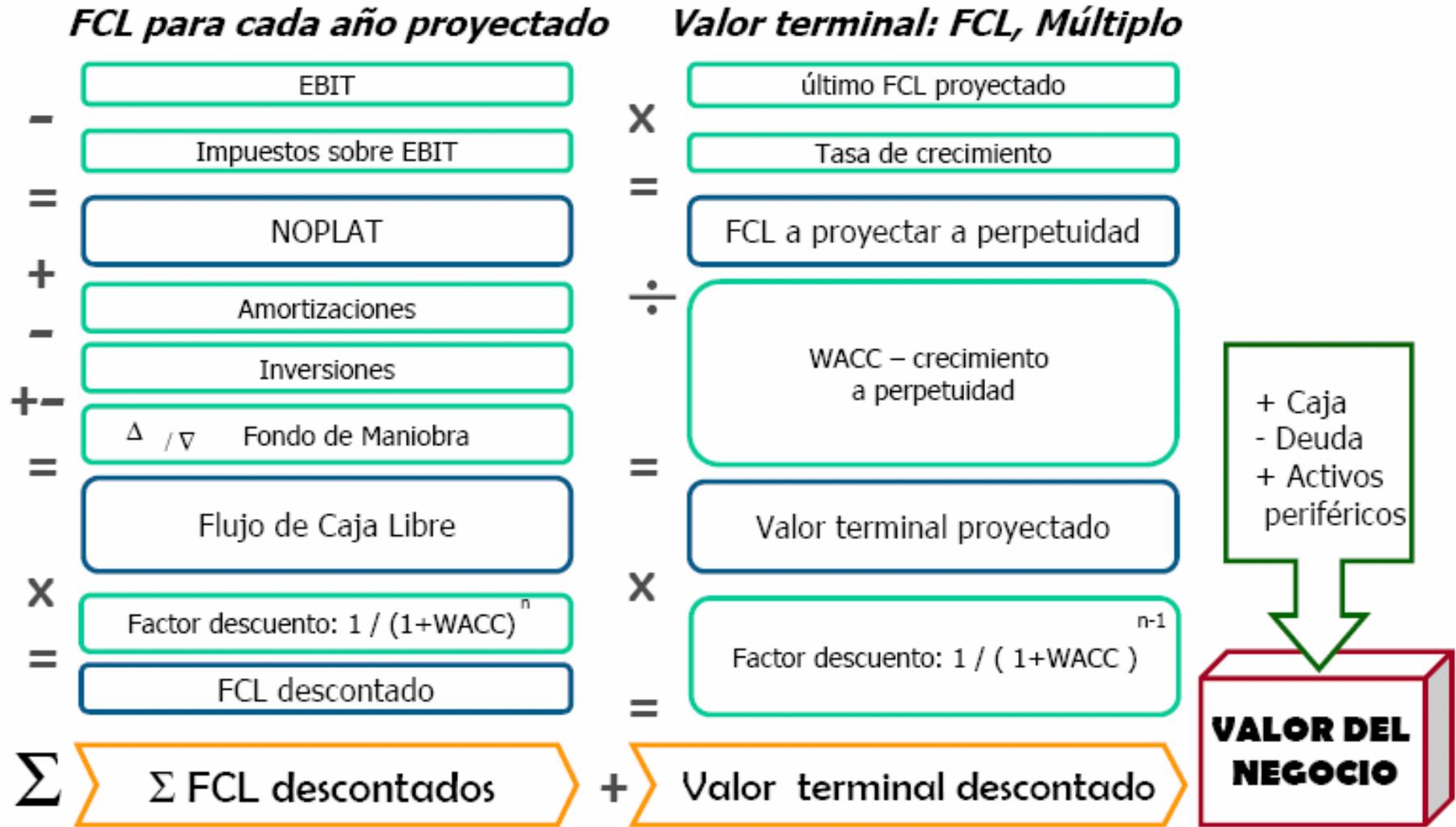
ANALISIS DE SENSIBILIDADES

ESCENARIO BASE
WACC / Tasa de crecimiento

Tasa de crecimiento a perpetuidad

		2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%
WACC	15%	157.101.801	163.603.755	170.671.097	178.380.924	186.825.021	196.113.527	206.379.771
	20%	89.676.567	92.441.691	95.374.398	98.490.399	101.807.433	105.345.602	109.127.783
	25%	53.290.209	54.701.710	56.178.862	57.726.356	59.349.336	61.053.466	62.844.967
	30%	30.871.238	31.675.610	32.510.335	33.377.165	34.277.988	35.214.844	36.189.940
	35%	15.877.068	16.370.876	16.880.360	17.406.280	17.949.442	18.510.710	19.091.005
	40%	5.270.155	5.590.178	5.918.969	6.256.893	6.604.336	6.961.706	7.329.434

DFC - Ejemplo de Valoración



DFC - Concepto de WACC

ü Coste medio ponderado del capital

ü A **mayor riesgo, mayor rentabilidad** exige un inversor.

ü Un inversor es capaz de comparar el riesgo de inversiones, y por tanto el WACC refleja el **coste de oportunidad** que supone invertir en una empresa y no en otra.

$$WACC = \frac{E \times K_e + D \times K_d}{E + D}$$

E = Valor de mercado de los recursos propios

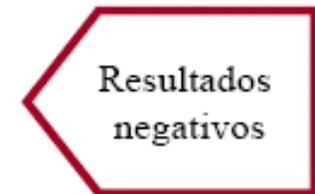
Ke=Cost of Equity= Rendimiento esperado por los accionistas

D = Valor de mercado de la deuda

Kd=Cost of Debt AfterTax=Rendimiento esperado por los acreedores,
ajustado según el efecto de la deuda sobre los impuestos

Dificultad de estimación de los flujos futuros

- ü Análisis de escenarios y probabilidades
- ü Fijación de un objetivo futuro
- ü Análisis de sensibilidad
- ü Normalización (si es posible) de los beneficios
- ü Utilización de márgenes de compañías comparables
- ü Analizar factores críticos
- ü Contrastar los resultados de distintas metodologías



Limitaciones del descuento de flujos de caja

- El método de Descuento de Flujos de Caja, no es el mas adecuado para las empresas inmobiliarias dado el componente cíclico (con variaciones en los ciclos mas acusadas, al revés que otros sectores como el de utilities), dependiendo del momento del ciclo en el que nos encontremos y las perspectivas del mismo.
- La estimación de los flujos de caja requiere de un análisis exhaustivo activo a activo, así como un conocimiento profundo del negocio donde opera la empresa.
- La estimación de la capacidad de generar valor de la sociedad mas alla de los activos que tenga en la actualidad es muy difícil de estimar.
- Los planes estratégicos no son fiables en este sector.
- Aun así, **el método mas correcto técnicamente.....**

GAV = Valoración de activos

Patrimonio: Metodología de capitalización de rentas, utilizando yields de mercado.

- ü Consideración de periodos de sub / sobre arrendamiento
- ü Consideración de rentas netas
- ü No consideración de reinversiones ni efecto fiscal

GAV = Valoración activos

Suelo finalista: Comparables del mercado.

ü El suelo finalista ha descontado crecimientos del precio de la vivienda futuros.

ü No considera la viabilidad de una promoción futura a precios de mercado.

ü Impacto / consideración de la liquidez?

GAV = Valoración de activos

Suelo en desarrollo: Comparables del mercado / Contraste método residual..

ü En función de la situación urbanística.

ü No tiene en cuenta el impacto del impuesto de sociedades.

ü No tiene en cuenta los posibles aplazamientos de pago.

ü Se adapta la tasa de descuento en función del grado de desarrollo / plazos

GAV = Valoración de activos

Promociones en curso: Suelo + costes / Método residual

ü Proyecciones con incorporación de costes pendientes, precio de venta (cotejado) y margen previsto.

ü Tasa de descuento subjetivada en función del grado de ejecución de la obra y comercialización.

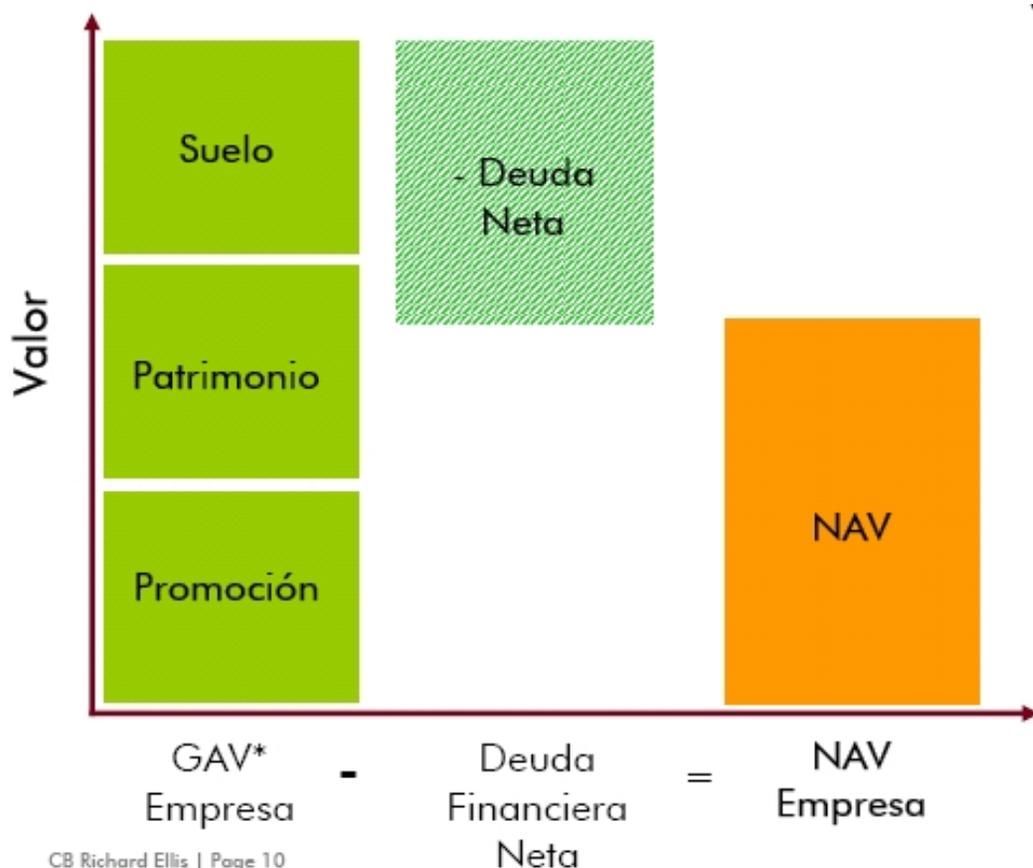
ü No se considerado impuesto de sociedades.

GAV = Valoración de activos

Unidades Terminadas: Comparables del mercado.

- ü Comparados con precio de mercado.
- ü Impacto de la antigüedad en el precio.

NAV (Net Asset Value) como medida de referencia del valor de una empresa ...



LIMITACIONES

- Estamos asumiendo una hipótesis de valoración de una empresa en liquidación (no asumiendo que el valor de liquidación es inferior al del mercado y los costes de liquidación asociados).
- Suponemos que la empresa no posee otros activos o pasivos distintos a deuda o caja (en el GAV también lo suponemos).
- No tiene en cuenta el pago del impuesto por las plusvalías generadas (el GAV tampoco tiene en cuenta el impacto en el tiempo e importe de los impuestos) .
- No tiene en cuenta la capacidad de generar negocio a futuro por parte de la empresa.

- El valor en bolsa de las compañías inmobiliarias suele referenciarse al NAV.
- El GAV (Gross Asset Value – Valor de mercado de los activos) suministrado por un valor independiente restandole la PFN.

NAV ? NNAV ? NNAV?

NAV: Antes de impuestos, calculado como GAV menos posición financiera neta

$$\text{NAV} = \text{GAV} - \text{Deuda}$$

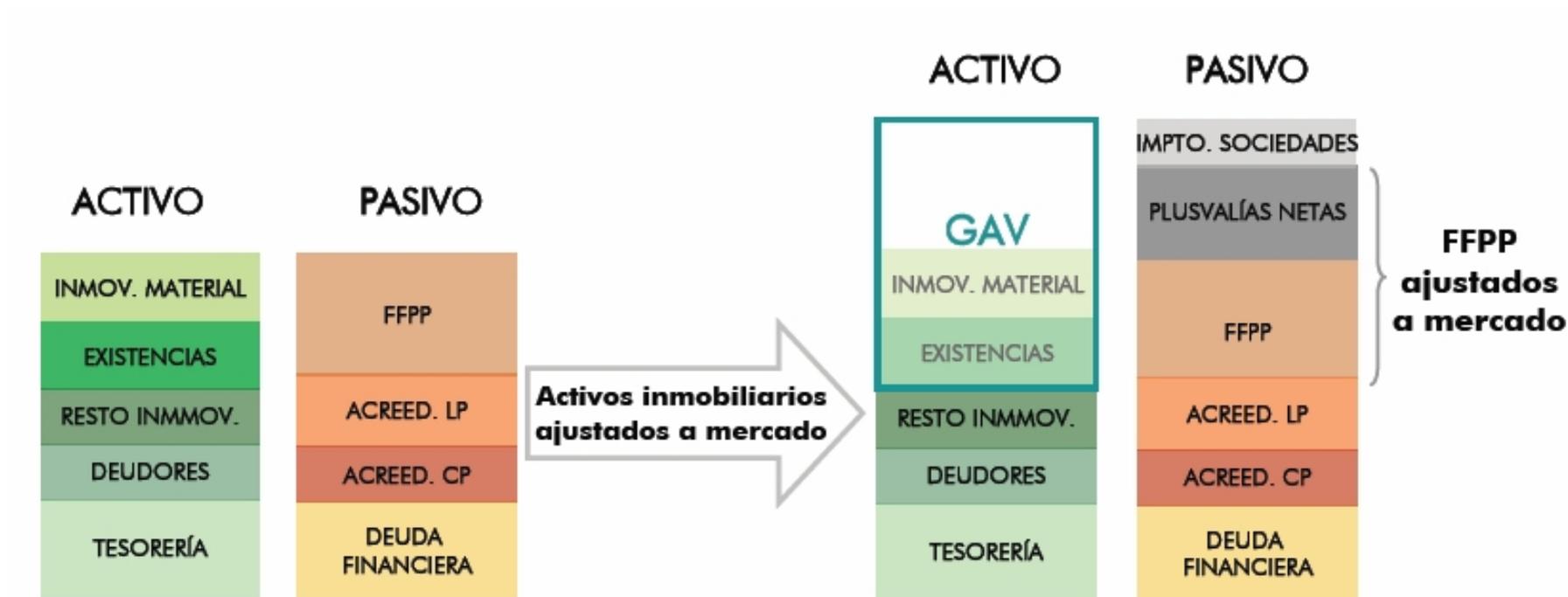
NNAV: Obtenido a partir del NAV, ajustando el impuesto a pagar por las plusvalías de los activos (Tipo impositivo 32,5 / 30% , a excepción Patrimonio 18%).

$$\text{NNAV} = \text{NAV} - \text{Plusvalía} * (t)$$

NNNAV: Ajustando a valor de mercado la deuda y derivados.

$$\text{NNNAV} = \text{NNAV} +/- \text{Ajustes deuda}$$

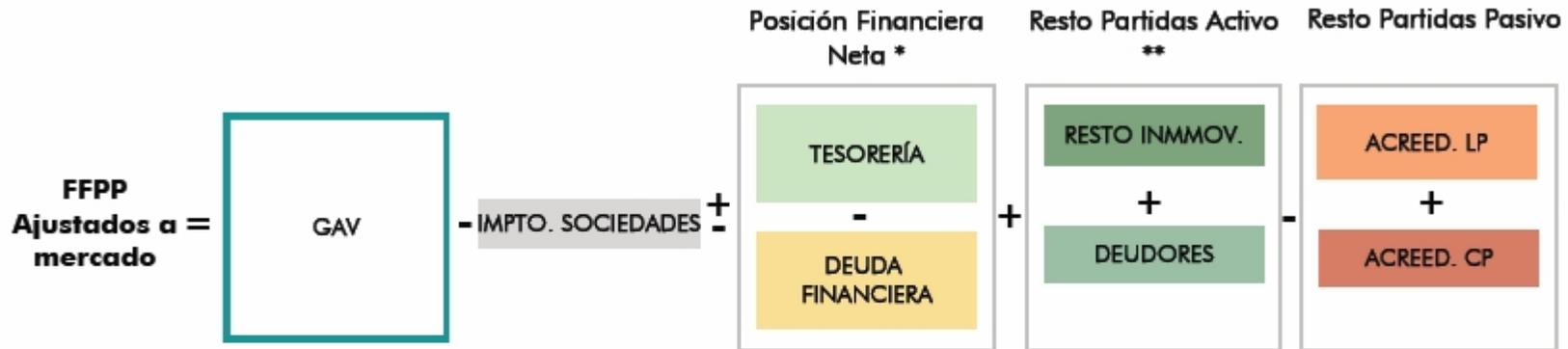
NNAV / Valor Neto Patrimonial



- Partimos de una valoración de mercado de los activos (GAV).
- Afloramos las plusvalías y reflejamos el efecto fiscal.

NNAV / Valor Neto Patrimonial

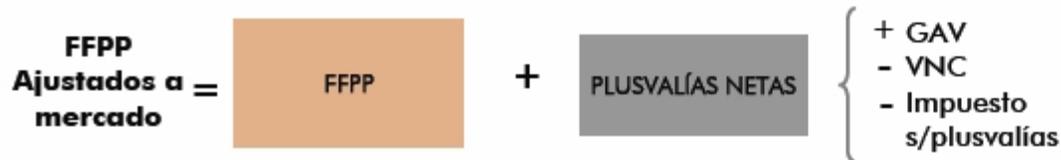
Método A: Por el lado del Activo



* Inversiones Financieras Temporales + Caja – Deudas con Entidades de crédito

** Resto Partidas activo = Partidas de activo no incluidas valoración (GAV)

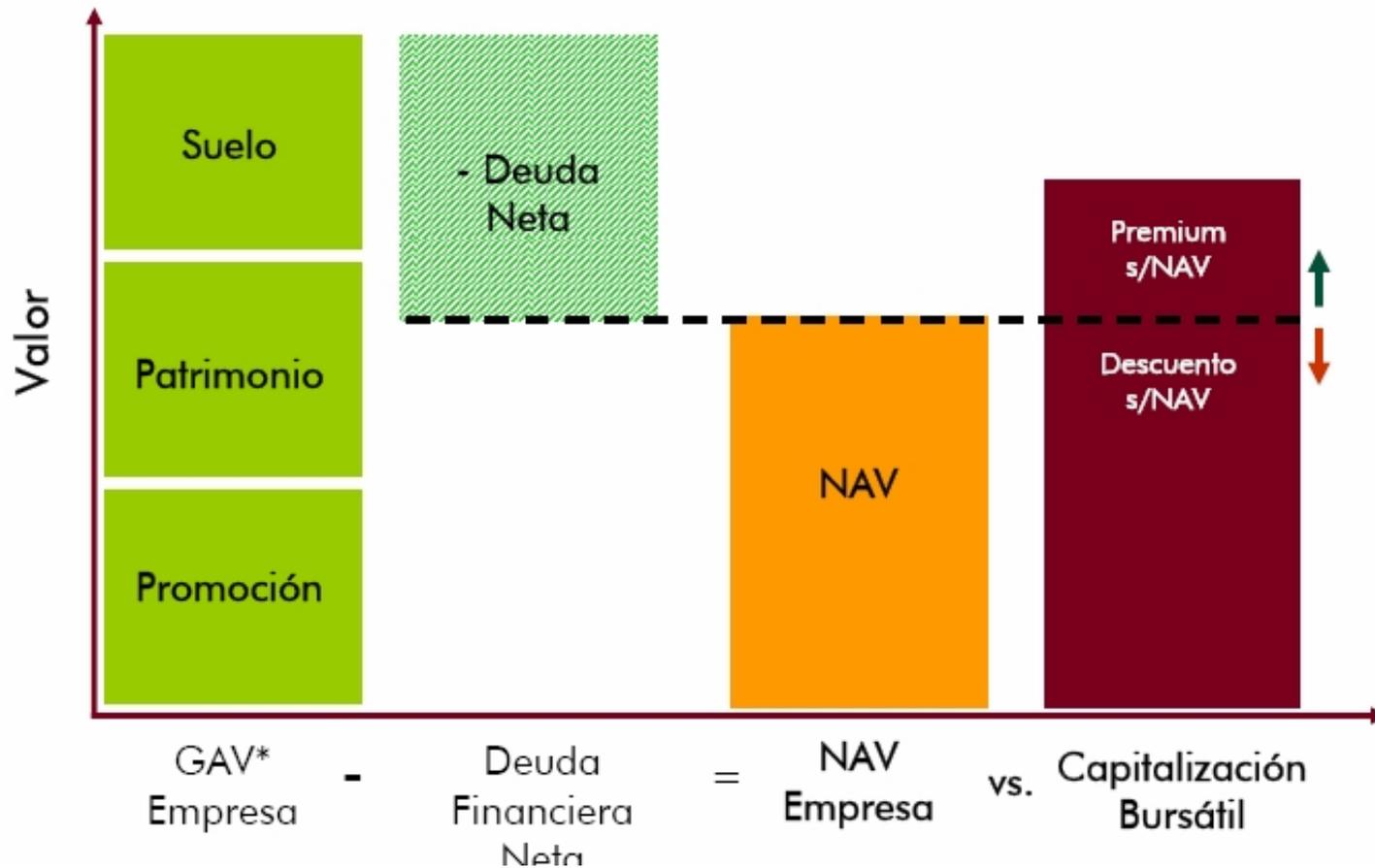
Método B: Por el lado del Pasivo (más sencillo y explicativo)



- Puede ser obtenido por dos vías distintas, pero equivalentes entre si.

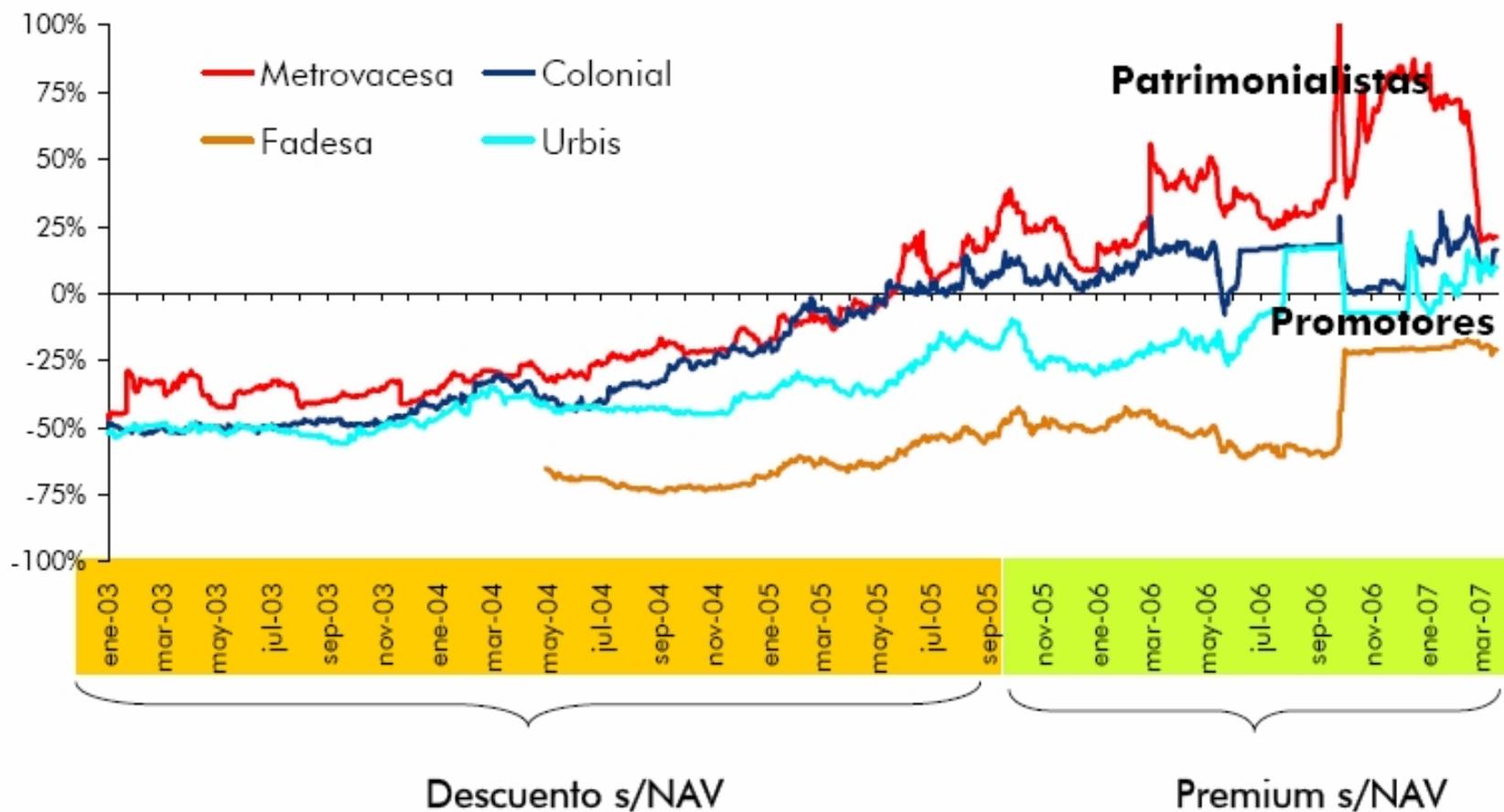
Valoración de empresas Inmobiliarias

NAV (Net Asset Value) – Prima ó descuento?



Valoración de empresas Inmobiliarias

Evolución de la prima ó descuento sobre NAV de las cotizadas



Factores que pueden / deben ajustar el NAV (Limitaciones)

- ù No considera el **impuesto a pagar** por las plusvalías afluadas. Aunque solucionado en buena parte por el NNAV, el impuesto debería estar incorporado en el calculo del GAV.
- ù El mercado supuestamente penaliza con mayor descuento las compañías mas expuestas al **negocio de promoción**.
- ù Poca **liquidez** del valor.
- ù No incluye los **costes de estructura**. Liquidación?
- ù No incluye las **perspectivas de negocio** de la compañía, así como su histórico de cumplimiento de los mismos.
- ù Rumorología bursátil.
- ù Y la estructura de la **deuda**? Y el coste de la misma?. Los covenants?

Factores que pueden / deben ajustar el NAV (Limitaciones)

ù Estructura de la cartera de activos (**Patrimonio / Promoción**)

ù Estructura de la cartera de suelo (**Finalista / desarrollo**)

ù Tipología de las promociones en curso (**Primera / Segunda residencia**)

ù Presencia Geográfica (**Nacional / Internacional**)

ù El sector, con un producto poco diferenciado, no debería asignar **valor a la marca**, fondo de comercio....

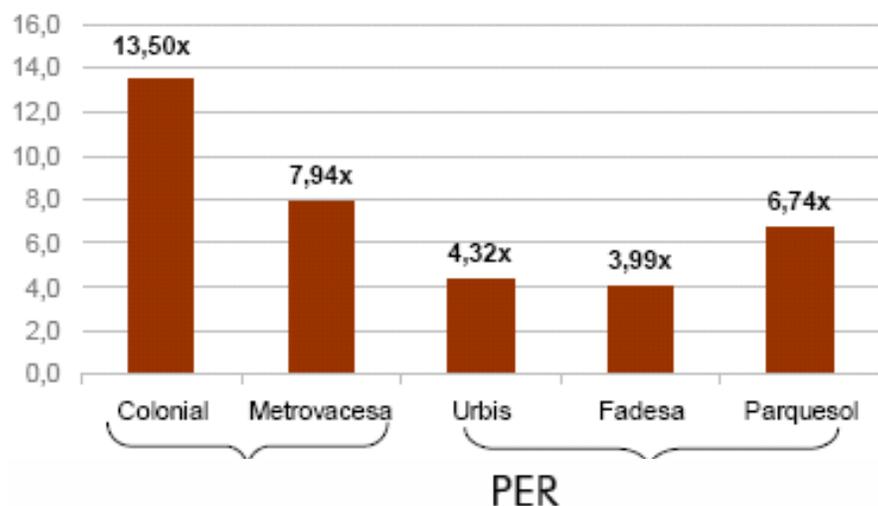
ù Valoraciones de activos con **antigüedad anual / semestral**. Las tendencias del mercado ajustaran en un sentido u otro.

ù La valoración por GAV / NAV /NNAV **no refleja la capacidad de generar caja por la compañía.**

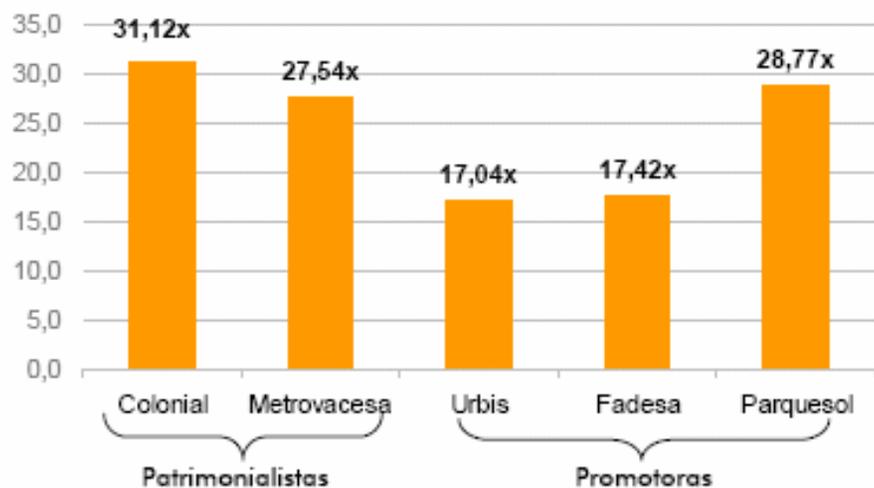
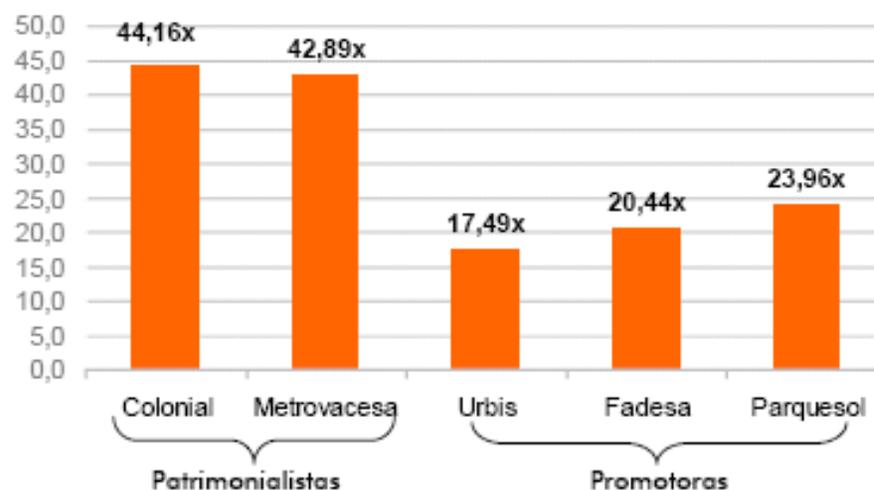
Valoración de empresas Inmobiliarias

Valoración por múltiplos de mercado...

EV/ Facturación



EV/ EBITDA



- La alta dispersión existente impide tomar los múltiplos de mercado como referencia. En cualquier caso, los múltiplos de las cotizadas son de precio, no de valor.
- El PER, deja de ser una métrica directamente homologable a otros sectores, desde el momento que estas adaptan las IFRS y cada año reconocen la revalorización de sus activos en la cuenta de resultados y el balance.
- El resultado de hoy refleja las ventas comerciales de los últimos años, no sirviendo como referencia

Recomendaciones

Si hemos de tomar un punto de partida, tomaremos el **NNAV** (con las limitaciones que ello supone)

El valor de la compañía, **UNICAMENTE** se debería calcular elaborando **proyecciones financieras** de cada uno de los activos de la misma, con sensibilidades sobre las hipótesis clave.

No deberíamos usar múltiplo alguno, ni como contraste. Cotejar el múltiplo implícito, solo debería mostrarnos alertas sobre errores cometidos.

En cualquier caso, en operaciones corporativas, supeditar el valor final a una **due dilligence exhaustiva**.

A modo de ejemplo

Lo que nos enseña la prensa.....

ecía a un ritmo "razonable".

El PER para invertir

Se está hablando de sobrevaloración de las cotizadas y se compara su capitalización bursátil (acciones en circulación por precio) con el NAV (net asset value, o valor liquidativo de la empresa). En nuestra opinión, el NAV es un dato necesario si lo que se pretende es comprar la empresa. Para un inversor, el valor de los activos es como una red de seguridad para saber que no está comprando humo. Contar unos activos valiosísimos, pero improductivos o con rendimientos

muy bajos no invita a invertir en la sociedad propietaria de los mismos. Lo que realmente interesa al inversor es el rendimiento que se obtiene de los mismos y su liquidez; en otras palabras, el beneficio por acción que proporciona la actividad de la empresa. Lo que importa es la relación entre el precio (cotización) y el beneficio por acción (BPA) o sea, el PER. Y en términos de PER, las inmobiliarias españolas (ver cuadro) no están caras y tienen potencial alcista, aunque los crecimientos no van a ser tan espectaculares como los

Lo que nos enseña la prensa.....

¿Están caras las inmobiliarias?

Si comparamos la cotización con el precio de mercado, si sus activos se pusieran a la venta (GAV), el precio que se paga en bolsa es barato. Pero si comparamos éste, con el valor neto de dichos activos, (NAV), entonces, están caras.

¿El inversor debe mirar el GAV o el NAV?

Una u otra vara de medir sirven si se va a comprar la empresa, pero

no es el caso del inversor que buscar rentabilizar su inversión. A éste le interesan ambos sólo para saber que no está comprando humo. Pero una sociedad puede tener unos activos muy valiosos, con una rentabilidad muy baja. Al inversor, lo que le interesa es el rendimiento que la empresa obtiene de los mismos: el beneficio por acción y el precio de ésta. En este caso estamos hablando del PER (veces que el beneficio por acción está contenido en la cotización). En términos de PER, las empresas del sector no están caras, y tienen potencial alcista.

Expansión, jueves 24 de mayo de 2007 |

Lo que nos enseña la prensa.....

Metrovacesa gana el triple por activos revalorizados

CINCO DÍAS *Madrid*

El grupo inmobiliario Metrovacesa anunció ayer a la CNMV haber obtenido en el primer trimestre del año un beneficio neto de 448,5 millones de euros, lo que supone triplicar la cifra alcanzada en el mismo periodo de 2006.

Los ingresos de la sociedad crecieron el 83,2%, hasta los 511,5 millones de euros, mientras que resultado bruto de explotación o Ebitda ascendió a 726,2 millones de euros.

La compañía se refirió en su comunicado a una "variación del valor de las propiedades de inversión" que asciende a 509,6 millones de euros frente a 83,4 millones en el año anterior, por una estimación "basada en un análisis interno del valor de los activos". Metrovacesa añade que excluyendo la variación del valor de los activos el beneficio sería de 106,9 millones de euros, un 22,1% más que en el trimestre de 2006.

Cinco Días | Viernes 11 de mayo de 2007

Lo que nos enseña la prensa.....

eía a un ritmo "razonable".

El PER para invertir

Se está hablando de sobrevaloración de las cotizadas y se compara su capitalización bursátil (acciones en circulación por precio) con el NAV (net asset value, o valor liquidativo de la empresa). En nuestra opinión, el NAV es un dato necesario si lo que se pretende es comprar la empresa. Para un inversor, el valor de los activos es como una red de seguridad para saber que no está comprando humo. Contar unos activos valiosísimos, pero improductivos o con rendimientos

muy bajos no invita a invertir en la sociedad propietaria de los mismos. Lo que realmente interesa al inversor es el rendimiento que se obtiene de los mismos y su liquidez; en otras palabras, el beneficio por acción que proporciona la actividad de la empresa. Lo que importa es la relación entre el precio (cotización) y el beneficio por acción (BPA) o sea, el PER. Y en términos de PER, las inmobiliarias españolas (ver cuadro) no están caras y tienen potencial alcista, aunque los crecimientos no van a ser tan espectaculares como los

Lo que nos enseña la prensa.....

Pero las compañías españolas no están más caras que sus homólogas europeas. Así, echando un vistazo al

PER (número de veces que el beneficio está recogido en el precio de la acción) de las inmobiliarias españolas frente a las del *Viejo Continente*, los beneficios de las primeras se pagan a 18,5 veces, mientras que los de las europeas a 27 veces, es decir, un 45 por ciento más.

Y la diferencia es mayor si se compara con algunos países como Reino Unido, cuyas inmobiliarias cotizan con un PER medio de 37,7 veces; Italia, 32,75 veces de media; Francia, 22,96 veces de media; y Alemania, 43,2 veces de media.

A pesar de ello, hay que tener en

cuenta que el negocio de la vivienda en España tiende a ser más promocional, lo que en cierto modo explica el bajo PER comparado con sus rivales europeas. En resumen, los inversores pagan más por una compañía que obtiene sus beneficios de alquileres en Place Vendôme -Metrovacesa- que por el desarrollo de un complejo residencial en Agadir, la ciudad marroquí donde Fadesa tiene varias promociones.

EL ECONOMISTA

jueves, 17 de mayo de 2007

Por qué las inmobiliarias españolas están menos caras que las europeas

Lo que nos enseña la prensa.....

Realia debuta con descuento, pero siguen las dudas sobre su atractivo

La compañía sacará mañana a bolsa 120 millones de acciones. El precio de los títulos estará por debajo del valor neto de los activos que la firma mantiene en su cartera.

“Un descuento en el precio del 20% sobre el valor neto de los activos se podría considerar excesivo para el negocio patrimonial, pero quizá no tanto para la actividad de promoción”, comenta Padilla. “Si el valor sale con un descuento del 20% se puede decir que está barato, pero yo igual recomendaría

esperar”, añade un analista.

Lo que nos enseña la prensa.....

La eterna duda sobre las valoraciones inmobiliarias

El sector cree inevitable un cálculo subjetivo del precio de los activos

Junto con una rigurosa valoración de los activos, el presidente de la CNMV también advirtió de los métodos contables que algunas inmobiliarias emplean para pre-

sentar al mercado una cuenta de resultados lo más brillante posible. Segura aludió al modelo del valor razonable, por el que el crecimiento del NAV puede reflejarse en la cuenta de resultados

como apunte contable y antes por tanto de que suponga un flujo de caja. El sector replica que este método se ajusta con plenas garantías a las normas internacionales de contabilidad.

Lo que nos enseña la prensa.....

Tres métodos de valoración

Las inmobiliarias se valoran por tres métodos: el valor de sus activos a precio de mercado menos sus pasivos financieros (NAV); el valor por comparativos bursátiles (PER y otros); Y el descuento de los flujos de caja (VAN). La ecuación más simple es que el NAV más el fondo de comercio es el VAN. El PER depende del tipo de inmobiliarias (patrimoniales PER 25, promotoras PER 16 y generadoras de suelo PER 12). Eso sería lo ortodoxo, pero en nuestra entropía inmobiliaria actual no hay forma de establecer parámetros, y tampoco tenemos tantas cotizadas 'comparables' entre sí.

EXPANSIÓN

jueves, 29 de marzo de 2007

Todas estas explicaciones en secuencia (hipótesis, tesis, antítesis, síntesis) confluyen en un objetivo: la generación de valor (EVA o *economic value added*).

Lo que nos enseña la prensa.....

ASTROCTIENE PROPIEDADES POR 2.313 MILLONES Y VALE 1.798 MILLONES EN EL PARQUÉ

Los activos de las inmobiliarias duplican su valor en bolsa

El valor de mercado de los inmuebles de las compañías del sector asciende a 56.900 millones, muy por encima de la capitalización, que se sitúa en 24.598 millones, tras el bajón bursátil de la semana pasada.

EXPANSIÓN.

lunes, 30 de abril de 2007

Lo que nos enseña la prensa.....

Los profesionales del sector consideran que la mejor manera de valorar las inmobiliarias radica en el estudio del valor de mercado de los activos (GAV)

A cierre de 2006, el GAV de las inmobiliarias cotizadas alcanzaba casi los 57.000 millones de euros, mientras que su valor actual en bolsa supera los 24.598 millones de euros. Es decir, que la capitalización bursátil del conjunto del sector no alcanza ni la mitad de lo que valen sus activos.

“El valor de mercado de los activos representa lo que se pagaría por ellos si se pusieran a la venta. Es decir, su valor real”, explica un ejecutivo de una de las inmobiliarias cotizadas. Si se compara este valor con el de la bolsa, las promotoras españolas aún tendrían recorrido al alza en el parqué.

EXPANSIÓN

jueves, 29 de marzo de 2007

Lo que nos enseña la prensa.....

Otro criterio

En cambio, buena parte de los analistas del sector considera que las inmobiliarias se deberían medir por el valor neto de sus activos (NAV) o valor en libros.

la caída de las cotizaciones de las principales compañías del sector", opina un analista.

En cualquier caso, independientemente de que se atienda al NAV o al GAV, Astroc está

sufriendo una corrección importante. La compañía presidida por Enrique Bañuelos, que debutó en el parqué en mayo de 2006 con un precio de 6 euros por acción, alcanzó en

EXPANSIÓN

jueves, 29 de marzo de 2007

Métodos de Valoración Empresas Inmobiliarias

Lo que nos enseña la prensa.....

El valor en Bolsa de las principales inmobiliarias frente a su NAV

	Valor en Bolsa (mill. €)	NAV* de junio (mill. €)	Dto. (-) o prima (+) (%)	Evolución en 2007 (%)
Metrovacesa	8.427,2	8.160,0	3,27	-35,6
Fadesa	3.146,7	7.171,0	-56,12	-21,0
Parquesol**	863,6	1.588,0	-45,62	-8,3
Astroc	1.284,6	1.864,0	-31,08	-73,3
Realla**	1.722,5	3.033,2	43,21	
Colonial	6.234,9	4.696,6	32,75	-23,6
Reyal Urbis**	2.837,3	3.243,5	-12,52	
Total	24.516,8	29.756,3	-17,61	

*Valor neto de activos antes de imptos. **No ha publicado el NAV del I semestre de este ejercicio, por lo que se utiliza el de finales de 2006. Cinco Días

Pero esto no supone que sean atractivas, a juicio de Jordi Padilla, de Atlas Capital, que advierte que "el NAV no es una referencia infalible, ya que puede estar sobrevalorado, y, además, entra dentro de lo posible que baje". Emilio Rotondo,

CINCO DÍAS.

lunes, 17 de septiembre de 2007

Lo que nos enseña la prensa.....

Colonial confía en revalorizar sus activos para mantener el beneficio

Clara Nozaleda entra en el consejo y sustituye a su hermano

El ejercicio pasado Colonial se anotó unos ingresos por revalorización de activos que, según el auditor de la compañía (Deloitte), supuso una variación en los resultados consolidados del ejercicio 2006, por valor "de 716 millones de euros". Según Miguel, "las normas internacionales nos han permitido variar el criterio de contabilización de los activos y equipararnos al resto de inmobiliarias europeas". En su opinión, "ahora los ingresos de las inmobiliarias son tanto el cobro de alquileres como el aumento del valor de inmuebles, lo que nos ahorra tener que vender edificios para hacer plusvalías a final de año".

Metrovacesa y la comparabilidad de los métodos de valoración

Datos bursátiles

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Precio oficial de cierre (€)	15,44	15,50	20,20	27,15	34,20	51,30	128,50
Precio ajustado por ampliac. Ilberadas (€)	12,10	12,75	17,45	23,45	32,57	51,30	128,50
Nº acciones fin de año (Mn)	59,46	62,43	65,55	57,44	70,84	101,79	101,79
Nº acciones ajustado (Mn)	75,89	75,89	75,89	66,49	74,38	101,79	101,79
Capitalización bursátil (Mn Eur)	918,1	967,7	1.324,2	1.559,5	2.422,7	5.221,7	13.079,7
PER (capitalización / beneficio) (x)	13,8	9,6	10,6	7,7	11,1	13,7	7,3
P/CF (capitalización / cash flow) (x)	9,4	7,5	8,7	6,1	9,4	-	-
Descuento / prima sobre NAV bruto (%)	-55,4%	-59,8%	-46,1%	-37,5%	-19,3%	-2,1%	79,9%
Descuento / prima sobre NNAV neto (%)	-46,9%	-52,0%	-37,2%	-23,0%	-1,1%	13,1%	104,7%
Rentabilidad dividendo (%)	2,8%	4,1%	5,7%	4,7%	4,8%	3,2%	3,1%

Nota:

Cifras de 2006 y 2005 auditadas bajo normativa internacional (NIIF) con criterio de valor de mercado de los inmuebles y cifras de 2004 con criterio de coste histórico.

Gracias

LUBASA

aroca@cs.lubasa.es

NAV:

-Dos metodos? Esperemos que sean equivalente matematicamente...

- Metodo 1:

+

VALOR DE MERCADO DE ACTIVOS - (ENDEUDAMIENTO NETO)

(+) Activos generadores: Flujos libres de Caja Futuros de: Saldo neto de los cobros y pagos generados por los activos actuales de la Compañía.

(+) Activos no generadores y los pasivos no comerciales a valor liquidativo

(-) Estructura: Valor actual de los Costes de Estructura

(-) Endeudamiento Neto: Endeudamiento con Coste – Tesorería - IFTs

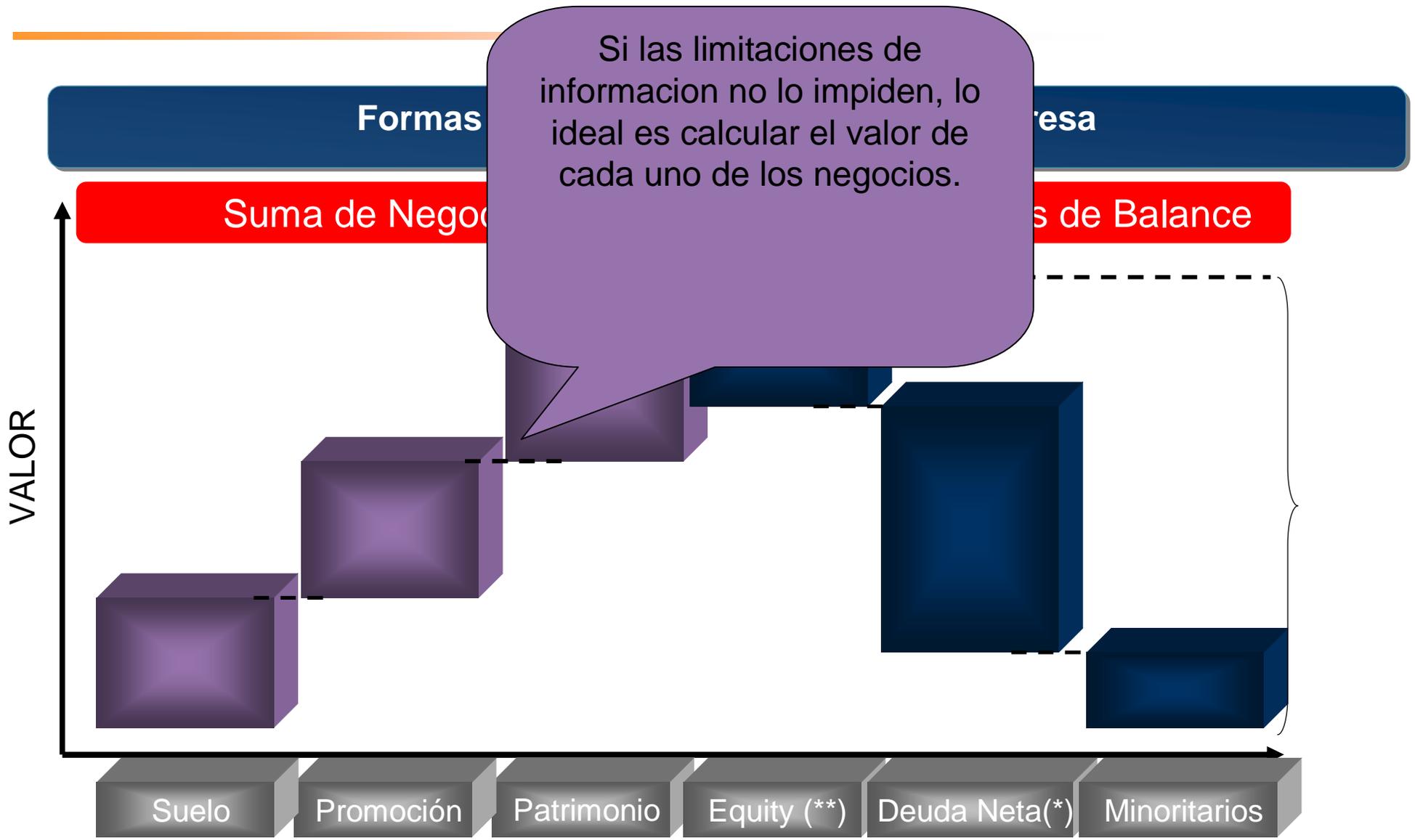
(-) Efecto Impositivo sobre las plusvalías generadas escudo fiscal

(-) Socios externos

(-) Plusvalías socios externos

(+) Efecto Impositivo sobre las plusvalías generadas por socios externos

Resultado: Valor de mercado de las acciones de la Sociedad



(**) Equity: Valor de los Fondos Propios de valor de mercado (*) Deuda Neta: Deuda Financiera total – Tesorería Operativa

Poner objeciones uno a uno:

-Activos generadores: De acuerdo, pero nadie lo hace así... poner ejemplos de prensa...

- Activos no generadores: Nadie los pone. ¿Quién calcula el valor liquidativo?

- Estructura: Valor actual de los costes de estructura... ¿es el valor de ahora? Si es así y esto es un valor de liquidación.... Hay que sumar coste de despidos.... Si se proyecta a futuro..... Preveemos que la actividad no cae? Habra perpetua?

- Endeudamiento: ¿NO tenemos en cuenta el vencimiento? ¿Tendremos el coste en WACC (vincular con artículo Fadesa Montaña rusa....) Ojo, diferenciales se incrementan si cae la valoración de activos..

-Efecto impositivo de las plusvalías generadas. Nos confirma lo del valor de liquidación... el pago de impuestos se produce en el futuro y deberían descontarse....

NAV:

Dos metodos? Esperemos que sean equivalente matematicamente...

Metodo 2:

+

FF PP + PLUSVALÍAS

(+) FFPP MATRIZ + FFPP FILIALES - Valor contable participaciones financieras de matriz en filiales

(+) Plusvalía de cada activo generador

(+) Plusvalías neta de los activos no generadores

(-) Valor actual de los Costes de Estructura

(-) Efecto Impositivo sobre las plusvalías generadas y escudo fiscal

(-) Plusvalías socios externos

(+) Efecto Impositivo sobre las plusvalías generadas por socios externos

Resultado: Valor de mercado de las acciones de la Sociedad

Poner ejemplos de prensa....

+ Donde cojan el GAV y le quiten la deuda....

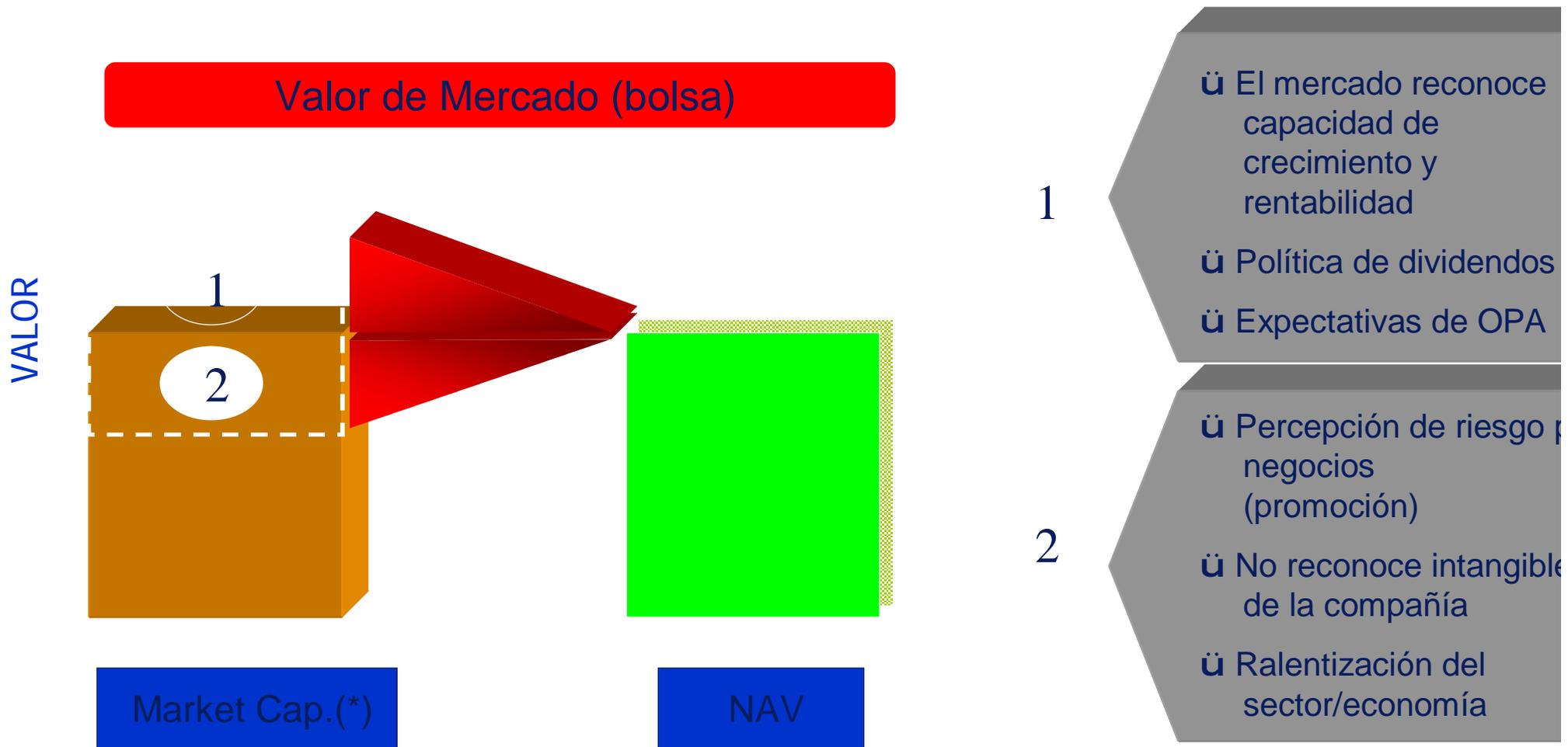
+ Logos de las valoradoras

+ Declaraciones Banco de España

+ Información de las OPV

+ Limitaciones expuestas en los informes de valoración de las cuentas anuales

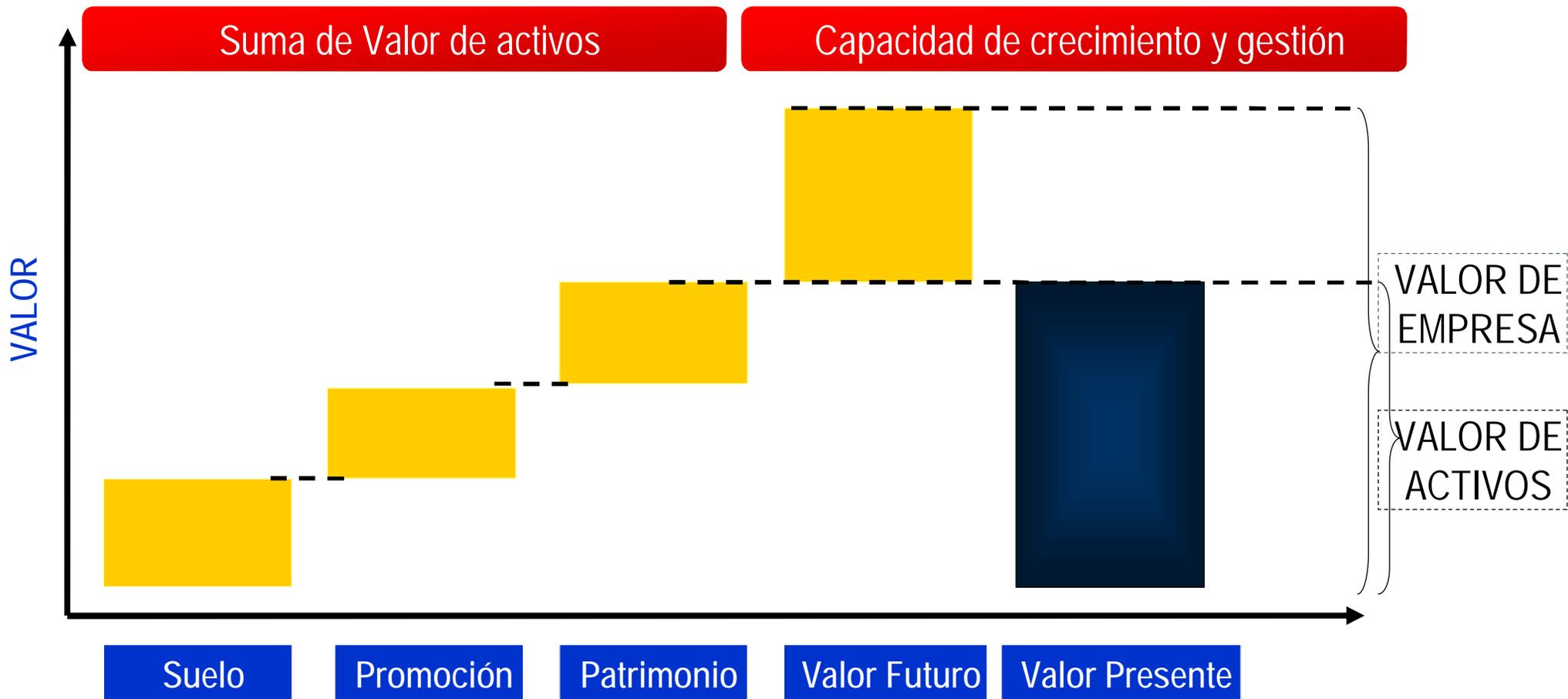
+ Limitaciones de financiación salvadas por los sindicatos

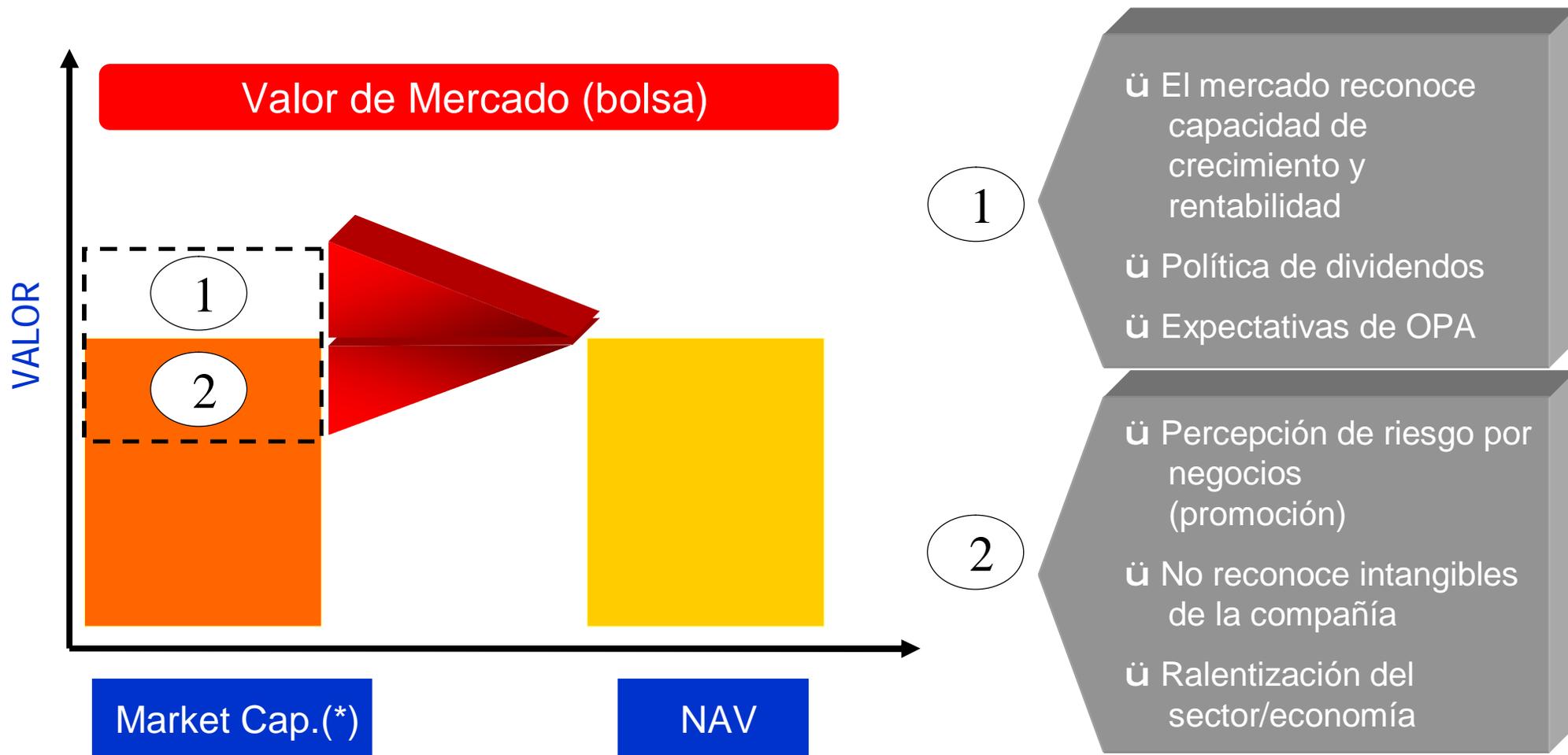


(*) Market Cap.=Market Capitalization: Valor de mercado de las acciones cotizadas en mercado de valores. N° acciones * precio acción

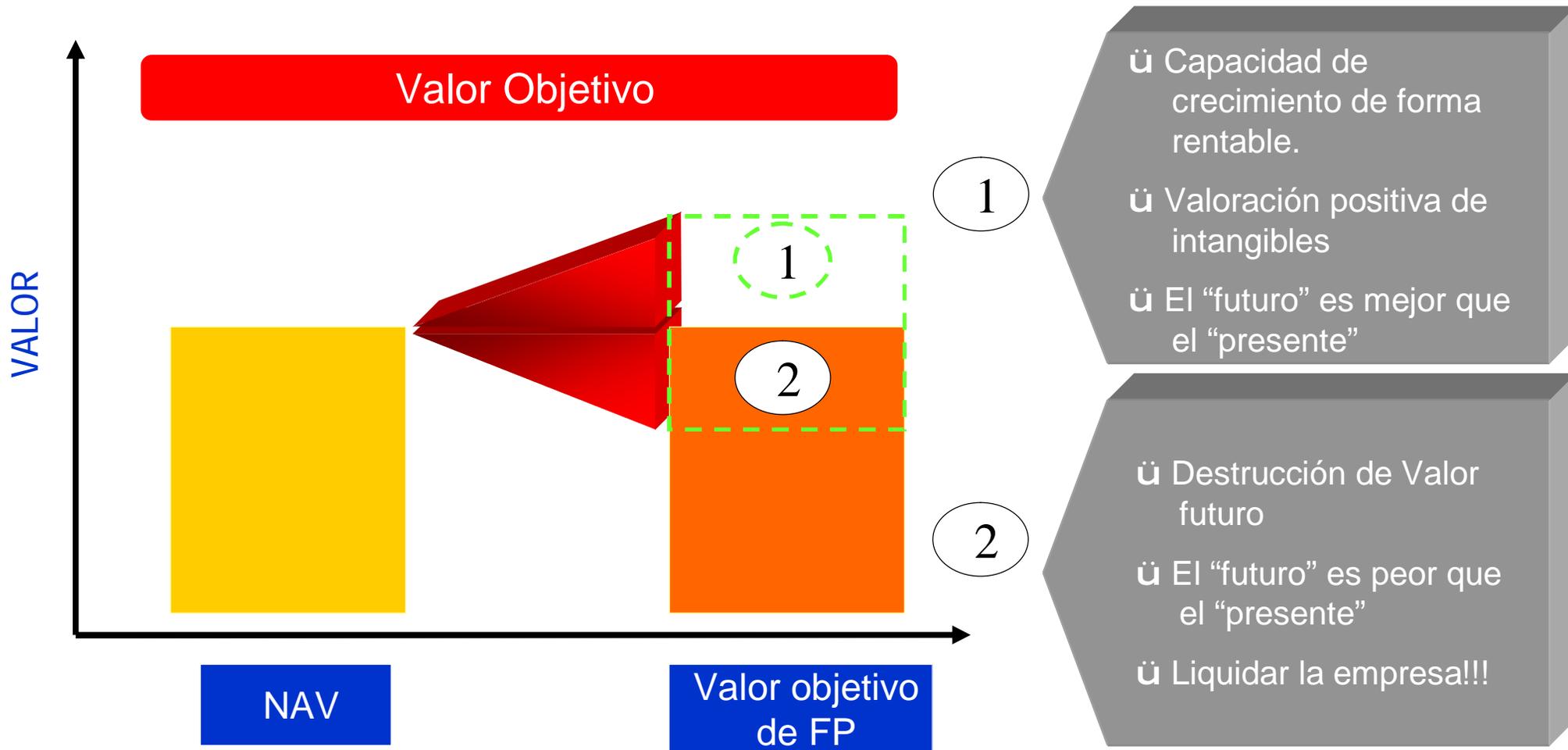
4 Net Asset Value Vs. Valoración de Empresa

Formas de entender el Valor de una empresa





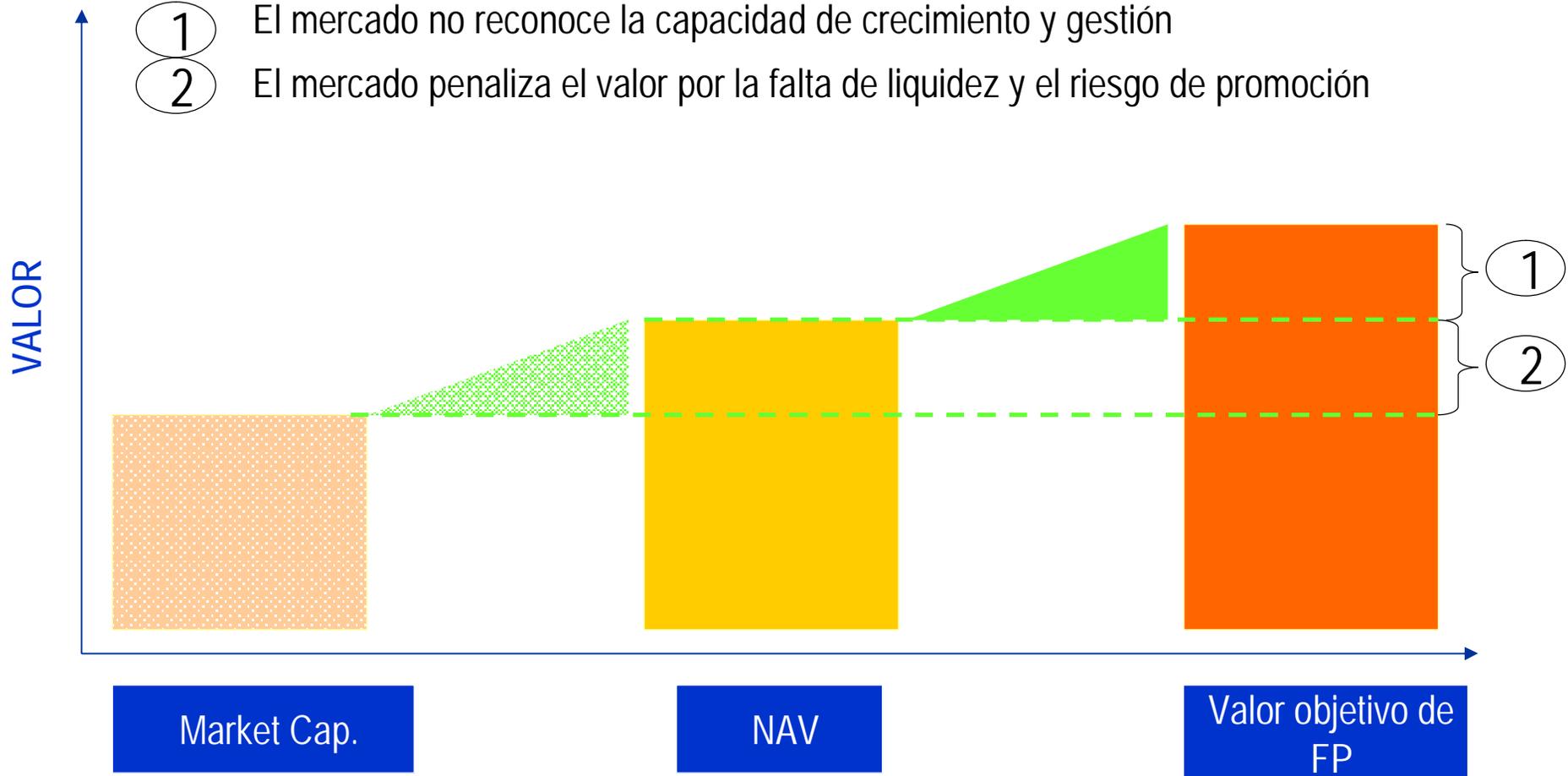
(*) Market Cap.=Market Capitalization: Valor de mercado de las acciones cotizadas en mercado de valores. N° acciones * precio acción



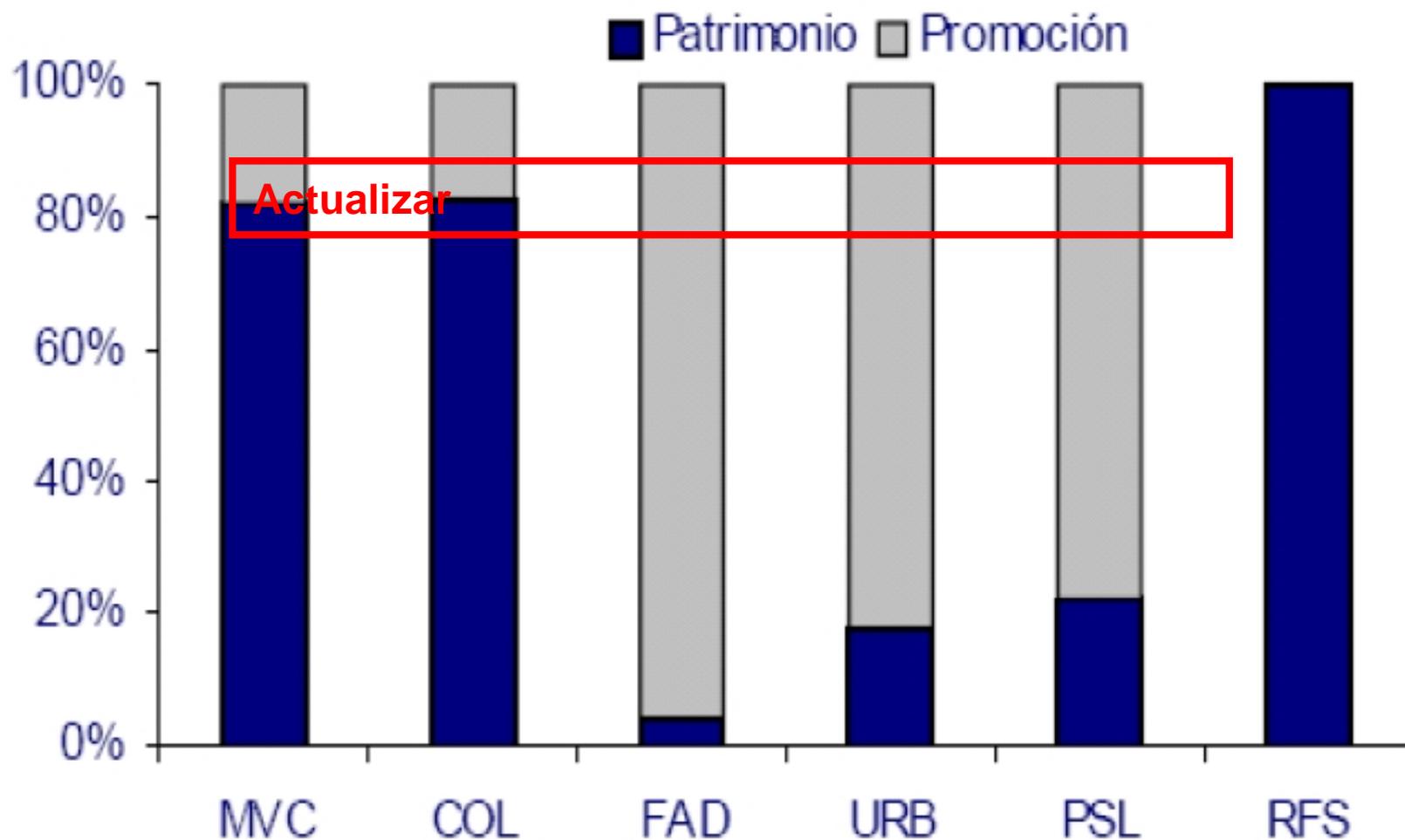
4 Net Asset Value Vs. Valoración de Empresa

El problema de sacar una empresa inmobiliaria a bolsa

- 1 El mercado no reconoce la capacidad de crecimiento y gestión
- 2 El mercado penaliza el valor por la falta de liquidez y el riesgo de promoción



COMPOSICIÓN DEL NEGOCIO DE LAS PROMOTORAS ESPAÑOLAS



- **SATURACIÓN OPERACIONES EN ESPAÑA**
 - **Imagen del sector cuestionada**
- **PERCEPCIÓN DIFERENCIADA DE LOS PROMOTORES**
- **COSTES CRECIENTES CON LTV**
 - **Rentabilidad muy dependiente de revalorización**
- **COVENANTS LIMITATIVOS**

-
- **MÁXIMOS HISTÓRICOS EN PRIMA S/ NAV**
 - **MÍNIMOS EN YIELDS**
 - **TIPOS BAJOS PERO SUBIENDO**
 - **ALTÍSIMA LIQUIDEZ**
 - **Alta demanda de “JOYAS” inmobiliarias**
 - **Alto apalancamiento en bolsa**
 - **Muchas operaciones corporativas**
 - **DEMANDA: ALTA EN OFICINAS**
REDUCCIÓN EN VIVIENDAS

Datos bursátiles

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Precio oficial de cierre (€)	15,44	15,50	20,20	27,15	34,20	51,30	128,50
Precio ajustado por ampliac. liberadas (€)	12,10	12,75	17,45	23,45	32,57	51,30	128,50
Nº acciones fin de año (Mn)	59,46	62,43	65,55	57,44	70,84	101,79	101,79
Nº acciones ajustado (Mn)	75,89	75,89	75,89	66,49	74,38	101,79	101,79
Capitalización bursátil (Mn Eur)	918,1	967,7	1.324,2	1.559,5	2.422,7	5.221,7	13.079,7
PER (capitalización / beneficio) (x)	13,8	9,6	10,6	7,7	11,1	13,7	7,3
P/CF (capitalización / cash flow) (x)	9,4	7,5	8,7	6,1	9,4	-	-
Descuento / prima sobre NAV bruto (%)	-55,4%	-59,8%	-46,1%	-37,5%	-19,3%	-2,1%	79,9%
Descuento / prima sobre NNAV neto (%)	-46,9%	-52,0%	-37,2%	-23,0%	-1,1%	13,1%	104,7%
Rentabilidad dividendo (%)	2,8%	4,1%	5,7%	4,7%	4,8%	3,2%	3,1%

Nota:

Cifras de 2006 y 2005 auditadas bajo normativa internacional (NIIF) con criterio de valor de mercado de los inmuebles y cifras de 2004 con criterio de coste histórico.

Ejemplo de datos de Metrovacesa. Ojo que la revalorización de activos hace que el PER sea matizable.