



ESTUDIO PLANNER-ASPRIMA 2006

Estrategias financieras Concentración empresarial

El cuarto capítulo del Estudio Planner Asprima avanzaba ya las claves de los movimientos corporativos a los que estamos asistiendo en los últimos meses. Partiendo de un retrato financiero previo de la actual estructura empresarial de las promotoras españolas, el trabajo destaca el elevado apalancamiento del sector y la fuerte presencia en él de entidades financieras, destacando como estrategia financiera de futuro la salida a Bolsa.

UN RETRATO FINANCIERO PREVIO DE LA ESTRUCTURA EMPRESARIAL

Una primera aproximación al análisis de las estrategias financieras seguidas por las empresas inmobiliarias españolas en los últimos años proviene del análisis de algunos aspectos básicos extraídos de sus Estados Financieros, que caracterizan rasgos característicos de la operativa y el posicionamiento de las inmobiliarias:

- El análisis de la estructura de activo de las principales empresas del sector muestra una primera característica básica de la empresa inmobiliaria española: su presencia mayoritaria en el negocio de promoción, frente a la actividad patrimonialista. Así, el peso medio de las existencias, que engloban los terrenos y promociones en cursos, sobre el balance de las compañías ascendía a cierre de 2004 al 57%,

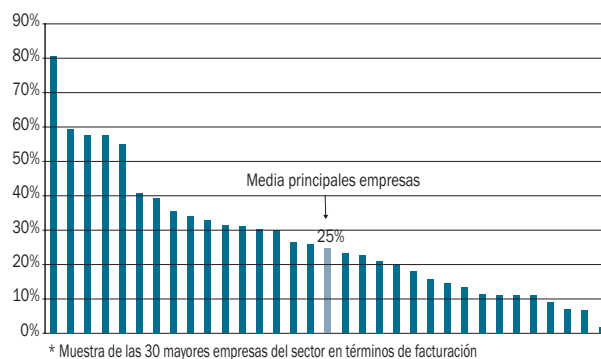
frente al 25% del inmovilizado (que refleja la importancia del negocio patrimonial). Las empresas han aprovechado el buen comportamiento del mercado residencial para potenciar el negocio de la promoción. En el gráfico 6.1. se muestra el peso del inmovilizado sobre el activo total en las principales empresas en términos de tamaño:

- Por el lado del pasivo se ob-

serva una estructura significativamente apalancada, con un peso medio de fondos propios sobre el balance de las compañías del 19%. Resulta sintomático que esta proporción de fondos propios y recursos ajenos sea similar a la que rige la política de financiación de una gran parte de las entidades financieras en los proyectos inmobiliarios, que cubre el 80% de las necesidades del proyecto. El endeudamiento de las empresas ha aumentado notablemente en los últimos años, impulsado por la existencia de tipos de interés en niveles históricamente bajos y oportunidades de inversión atractivas. (Gráfico 6.2.)

- En términos de resultados se ha observado un incremento paulatino del margen de negocio de las grandes empresas en los últimos años, lo que evidencia un crecimiento mayor del precio de venta que de los cos-

GRÁFICO 6.1.
INMOVILIZADO/ACTIVO TOTAL (AÑO 2004)



Nota: Muestra de las 30 mayores empresas del sector en términos de facturación
Fuente: AFI-ASPRIMA a partir del Registro Mercantil

tes de promoción. El impacto de la subida del precio del suelo en los últimos años, mayor que el del precio de venta de la vivienda, se dejará sentir en los márgenes de los próximos ejercicios, a medida que los terrenos adquiridos por las empresas en este período vayan desarrollándose y saliendo a la venta las promociones. (Gráfico 6.3.)

- La estrategia futura de las compañías se verá condicionada por la capacidad de generación de ingresos con la cartera de suelo actual. En este sentido, el ratio Ingresos / Existencias, permite aproximar en cierto modo los años de actividad “garantizados” con las existencias actuales de las empresas. Este ratio es relativamente reducido, pues asciende a 1,92, lo que evidencia que, con las existencias actuales, las empresas podrían mantener un volumen similar de ingresos exclusivamente durante dos años, por lo que deben llevar a cabo en próximos períodos nuevas inversiones, ya sea en suelo o en otros activos.



▼▼▼ CLAVES

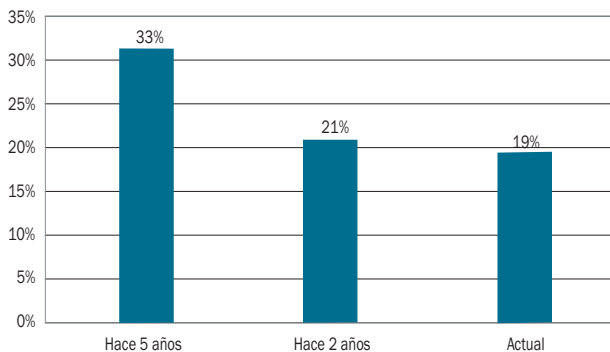
- Las empresas inmobiliarias españolas han desarrollado en los últimos años estrategias de elevado apalancamiento, aprovechando los bajos tipos de interés y la disponibilidad de crédito de las entidades. Las empresas de mayor tamaño presentan ratios de endeudamiento más altos.

Por consiguiente, los Estados Financieros de las principales empresas inmobiliarias muestran cuatro rasgos característicos que ayudan a explicar, en parte, la estrategia seguida hasta el momento, y dan

indicaciones sobre cómo pueden reconducir sus políticas futuras:

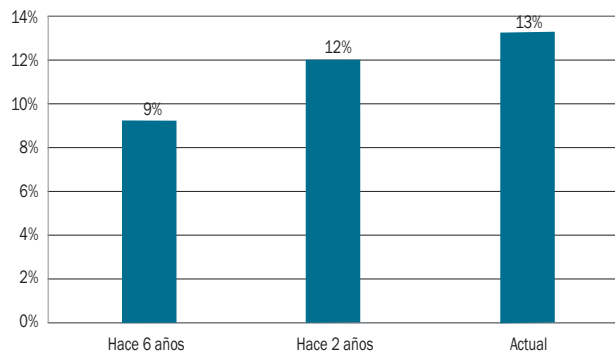
- Posicionamiento mayoritario en el negocio de promoción, frente a otras alternativas patrimonialistas, aprovechando el extraordinario comportamiento alcista del mercado residencial en los últimos años.
- Estrategia financiera claramente orientada hacia el endeudamiento, apoyándose en los bajos tipos de interés y la liquidez existente en el

GRÁFICO 6.2. FONDOS PROPIOS / BALANCE



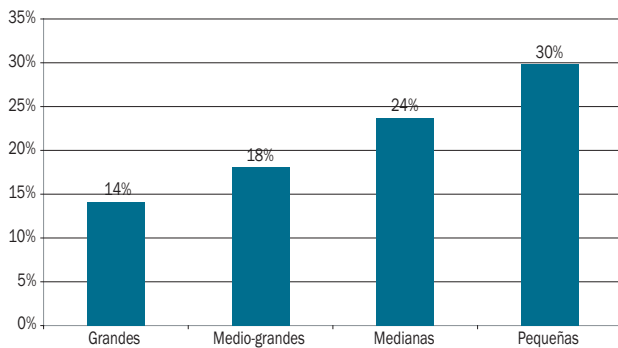
Nota: Muestra de las 30 mayores empresas del sector en términos de facturación. Fuente: AFI-ASPRIMA a partir del Registro Mercantil

GRÁFICO 6.3. MARGEN NETO (RESULTADO NETO/INGRESOS)



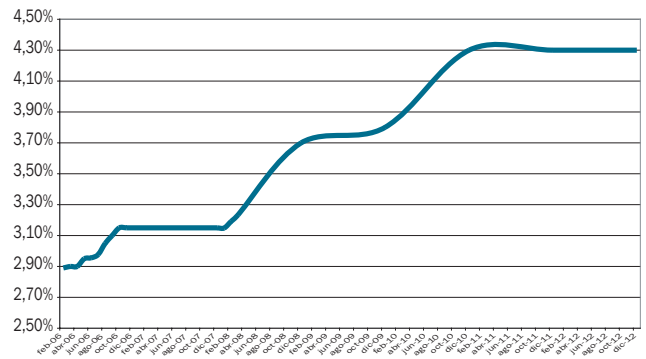
Nota: Muestra de las 30 mayores empresas del sector en términos de facturación. Fuente: AFI-ASPRIMA a partir del Registro Mercantil

GRÁFICO 6.4.
APALANCAMIENTO DE LAS INMOBILIARIAS POR
TAMAÑO DE EMPRESA AÑO 2002 (FONDOS PROPIOS / BALANCE)



Fuente: AFI-ASPRIMA

GRÁFICO 6.5.
PREVISIÓN EVOLUCIÓN EURIBOR 12 MESES



Fuente: AFI.

▼▼▼ CLAVES

- Las entidades financieras están fuertemente presentes en el sector, no sólo como prestamistas, sino como partícipes accionariales directos. Se distinguen varias estrategias de participación, como el posicionamiento minoritario en grandes compañías cotizadas, la participación en grandes empresas no cotizadas, la creación de vehículos mixtos con socios/promotores locales o la constitución de empresas directamente por parte de las entidades financieras.

sistema financiero, lo que ha permitido amplificar la rentabilidad de los accionistas.

- Crecimiento en márgenes en los últimos años por el incremento del precio de la vivienda. Su ralentización en próximos ejercicios y, sobre todo, el impacto del alto precio pagado por suelos recientemente adquiridos a desarrollar en un futuro, podría presionar a la baja los márgenes de las empresas.
- Actividad garantizada de aproximadamente dos años con la actual cartera de existencias de las empresas. La mayor parte de empresas se verán obligadas a acometer en próximos ejercicios inversiones en nuevos activos (cartera de suelo y/o diversificación).



UN SECTOR FUERTEMENTE APALANCADO

El sector inmobiliario es uno de los sectores económicos con mayor nivel de apalancamiento. Si en el resto de áreas de decisión se han observado estrategias heterogéneas entre las diferentes empresas, en el caso de la estructura financiera de las compañías ha existido un denominador común de fuerte recurso al endeudamiento. En el estudio de la estructura empresarial del sector inmobiliario realizado hace dos años por Planner-As-

prima, se cifraba el grado de autonomía financiera del sector en torno al 23% en términos de fondos propios sobre balance total.

En el mismo trabajo se hacía referencia a la existencia de una relación directa entre tamaño y endeudamiento, pues las grandes empresas poseen niveles de apalancamiento superiores a las de menor tamaño (Gráfico 6.4.). Este comportamiento parece mostrar no sólo que las grandes empresas han decidido apostar fuertemente por el recurso a financiación ajena, sino que

■ Elevada presencia accionarial de entidades financieras en el sector

La fuerte presencia de las entidades financieras constituye una de las características básicas del sector inmobiliario español, y ha condicionado en gran parte las estrategias de algunas compañías. La mayor parte de entidades financieras ha utilizado el mercado inmobiliario como “punta de lanza” de su negocio bancario, participando directamente en el sector con el objeto de facilitar la captación del cliente hipotecario final. Asimismo, se han visto atraídas por la obtención de importantes plusvalías (vía dividendos y revalorización de participaciones) por el extraordinario crecimiento del sector en los últimos años.

La política de participación accionarial de las entidades financieras ha diferido entre ellas, e incluso en una misma entidad existen distintas estrategias complementarias, distinguiéndose las siguientes estrategias principales:

- Participaciones accionariales minoritarias en grandes compañías cotizadas, como el caso de la Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM), Bancaja, CCM o El Monte en Metrovacesa, o el de Caixa Galicia, Caixanova o Caja Murcia en Sacyr-Vallehermoso.
- Participaciones en empresas grandes no cotizadas, minoritarias pero con capacidad de influencia en la gestión. Aquí se encuadran casos como el de Cajasur con Prasa, Caixa Catalunya con Riofisa o CAM con Hansa Urbana.
- Creación de vehículos inmobiliarios, filiales de las entidades, para la participación en proyectos con socios/promotores locales, modelo que sigue la práctica totalidad de entidades financieras.
- Constitución de compañías inmobiliarias con una importante estructura por parte de las entidades financieras, como Anida (filial del BBVA) o Landscape (inmobiliaria del Banco Sabadell).

El grado de presencia de las entidades financieras en las compañías inmobiliarias condiciona su estrategia, en el sentido de que aquellas dominadas mayoritariamente por entidades constituyen, en realidad, un área de negocio del banco o Caja propietario, por lo que su estrategia se encuadra dentro de la estrategia general de la entidad. En estos casos, las inmobiliarias actúan preferentemente como mecanismo de captación de clientes para la entidad financiera, sin menoscabo de las plusvalías adicionales que las entidades obtienen por su operativa directa en el mercado inmobiliario.

además han tenido una mayor facilidad de acceso a las entidades financieras, ya sea porque las propias entidades tienen intereses directos en las inmobiliarias (participaciones accionariales) como por la mayor confianza que el tamaño de una empresa confiere a los prestamistas y por el mayor número de activos subrogables asociados.

El fuerte apalancamiento del sector ha venido impulsado en los últimos años por dos factores complementarios. Por un lado, los bajos tipos de interés existentes en España, en registros mínimos histórico, han incentivado la incorporación de deuda en las estructuras de las compañías, pues al obtener ta-

▼▼▼ CLAVES

- **Dentro de las estrategias financieras la salida a Bolsa se configura como un alternativa recurrentemente analizada por las inmobiliarias españolas. Algunas de las mayores empresas del sector cotizan en Bolsa, aunque todavía son un número reducido, y un parte importante de las grandes empresas aspira a hacerlo en un medio o largo plazo.**

sas de rentabilidad de los activos notablemente superiores al coste de endeudamiento permitía amplificar la rentabilidad de los accionistas. Y por otro, ha existido una elevada disponibilidad de crédito en el sector, debido al elevado interés de las entidades financieras por estar presentes en el mercado inmobiliario.

El entorno económico previs-

to para próximos ejercicios puede suponer una modificación en las estrategias financieras desarrolladas hasta el momento por las empresas inmobiliarias. Las expectativas de evolución de los tipos de interés son alcistas, y la ralentización de los precios de venta presionará los márgenes a la baja, habida cuenta de que en los últimos años se han adquirido importantes bolsas de suelo a precios elevados. En un entorno de caída en la rentabilidad en los activos y de aumento del coste de endeudamiento, el recurso al apalancamiento será menos atractivo que actualmente.

A este factor se le puede unir una disminución de la oferta de crédito de las entidades financieras hacia el sector inmobiliario, habida cuenta de que su exposición de riesgo actual ya es notablemente elevada, y en los últimos tiempos se están sucediendo los mensajes del regulador del sistema, el Banco de España, advirtiendo de la sobreexposición de las entidades en el sector y aconsejando un mayor control de su actividad inmobiliaria futura.

La subida esperada de los tipos de interés, además de que pueda provocar una disminución del endeudamiento de las compañías, puede incentivar la contratación de instrumentos financieros con los que hasta el momento han estado escasamente familiarizadas, como son todos aquellos destinados a cubrir el riesgo de variación en los tipos de financiación (swap, cap...). En un escenario alcista, los costes financieros de los proyectos pueden resultar sensiblemente mayores que los previstos inicialmente, y la cobertura permite conocer de antemano el coste efectivo de endeudamiento de las empre-

sas, de manera que el margen final no se vea deteriorado.

¿HACIA UN PROCESO DE CONCENTRACIÓN?

Un nuevo escenario de contención del crédito bancario disponible como el comentado anteriormente, exigirá a las compañías la búsqueda de recursos adicionales. Así, podría ser esperable un aumento del peso de los recursos propios en la estructura de las compañías, habida cuenta de que los elevados beneficios generados en los últimos años por el positivo comportamiento del sector, han permitido una acumulación de reservas importantes con las que financiar futuros desarrollos.

Además de mediante la autofinanciación, es previsible

▼▼▼ CLAVES

- Dentro de las estrategias financieras la salida a Bolsa se configura como un alternativa recurrentemente analizada por las inmobiliarias españolas. Algunas de las mayores empresas del sector cotizan en Bolsa, aunque todavía son un número reducido, y un parte importante de las grandes empresas aspira a hacerlo en un medio o largo plazo.

con otros, que se enfrenta a un escenario de demanda menos favorable que en años pasados, que obligará a repartir un volumen de negocio menor, y en el que el factor tamaño y la cuota de mercado se configuran como elementos competitivos relevantes.

Básicamente pueden distinguirse dos grandes estrategias de concentración previsible en el mercado inmobiliario:

- Adquisiciones o fusiones de empresas
- Alianzas específicas entre compañías

En los últimos tiempos no se han producido en España importantes movimientos corporativos de adquisiciones de compañías inmobiliarias, prácticamente desde la fusión de Bami y Metrovacesa en el año

que en el sector se intensifiquen los procesos de concentración, que permitirá una cofinanciación de proyectos, que limite la aportación individual de recursos y permita acometer desarrollos de mayor envergadura y ampliar las vías de crecimiento. El proceso de concentración en el mercado inmobiliario es además un paso lógico dentro de la evolución de un sector notablemente atomizado en comparación

La estrategia de salida a Bolsa

El acceso al mercado de capitales de las empresas inmobiliarias españolas ha resultado, hasta el momento, limitado. Actualmente, cotizan con una negociación significativa en el Mercado Continuo de la Bolsa española cuatro compañías puramente inmobiliarias: Metrovacesa, Colonial, Urbis y Fadesa. Durante el presente ejercicio 2006 tiene prevista su salida a Bolsa la compañía Renta Corporación, lo que ampliará el espectro de inmobiliarias cotizadas. A ellas hay que añadir las que se encuentran encuadradas en grupos empresariales mayores, normalmente constructores, como el caso de Vallehermoso (Sacyr), Ferrovial Inmobiliaria (Ferrovial) o Acciona Inmobiliaria (Acciona), pero también energéticos, como Iberdrola Inmobiliaria (Iberdrola) o financieros, como Anida (BBVA). El debate sobre el acceso a la Bolsa es tópico dentro de las estrategias financieras de las empresas. Las que se decantan por ello valoran especialmente la liquidez que confiere a la inversión de sus accionistas, la teórica maximización de las plusvalías generadas hasta la actualidad y la disponibilidad de recursos en mercado (ampliaciones de capital) para financiar procesos de crecimiento, así como otros factores como el reconocimiento de marca, la mayor facilidad de acceso a las entidades financieras por la mayor transparencia o el aumento del conocimiento en mercados extranjeros.

Por el contrario, las compañías que no salen a Bolsa renuncian bien por falta de tamaño, o bien por otras razones como las excesivas exigencias de información y burocracia o la amenaza ante posi-

GRÁFICO 6.6 - EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES INMOBILIARIAS COTIZADAS EN EL ÚLTIMO AÑO



Fuente: Bloomberg.

bles adquisiciones hostiles por parte de competidores.

En cualquier caso, la salida a Bolsa parece ser el mecanismo natural una vez que las compañías alcanzan un nivel crítico de negocio y una estabilidad en sus ingresos y resultados. De hecho, las mayores inmobiliarias españolas son empresas cotizadas, y una buena parte de las empresas de gran tamaño contempla en su estrategia la salida a Bolsa como alternativa futura.

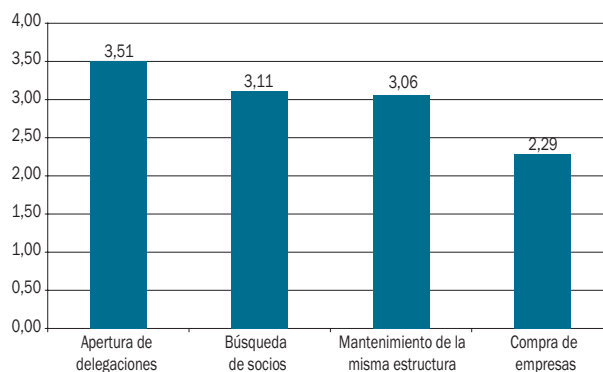
2003. Fuera de nuestras fronteras las empresas españolas sí han llevado a cabo adquisiciones relevantes, como las ya comentadas de Metrovacesa con Gecina o Colonial con SFL.

Por el contrario, las alianzas específicas entre empresas sí ha resultado una estrategia bastante común en el sector, a través de distintos mecanismos como uniones temporales de empresas (UTE) o creación de sociedades conjuntas entre varios promotores. El objetivo que subyace con estas estrategias es compartir tanto la inversión como el riesgo, así como explotar sinergias derivadas de la especialización de alguna de las empresas participantes en determinados nichos de negocio o de su conocimiento del mercado local. Un ejemplo de esta estrategia es la alianza suscrita en 2005 entre Martinsa y Nozar, que han constituido una sociedad conjunta para desarrollar proyectos en la Comunidad de Madrid, cuya primera actuación se realizará en Tres Cantos. Otro ejemplo de este tipo de actuación es el acuerdo entre Grupo Rey y Nozar en la promoción de 1.200 viviendas de Vera en Almería.

Las alianzas puntuales pueden ser en algunos casos el prelude de relaciones empresariales más avanzadas, si bien constituye una práctica habitual en el sector que se mantendrá recurrentemente en el futuro y que no tiene por qué llevar necesariamente a procesos de concentración más avanzados. Así, y aunque las posibilidades de crecimiento orgánico o interno de las empresas inmobiliarias son cada vez más limitadas, la apertura de delegaciones propias continua-



GRÁFICO 6.7.
IMPORTANCIA DE ESTRATEGIAS CORPORATIVAS FUTURAS (EMPRESA PROMEDIO)



Fuente: "Barómetro"

▼▼▼ CLAVES

- En próximos años se puede asistir a un proceso de concentración en el sector (tanto mediante adquisiciones de empresas como con alianzas), derivado de la disminución del crédito bancario disponible y de la limitación de la capacidad de crecimiento interno u orgánico.

rá constituyendo una de las principales estrategias de crecimiento de las empresas.

De hecho, en el "Barómetro", las empresas muestran preferencia por las estrategias

de crecimiento orgánicas o internas (apertura de delegaciones) sobre las de crecimiento externo (búsqueda de socios y compra de empresas). No obstante, es sintomático que 21% de las compañías opine que pretende realizar adquisiciones de otras empresas, lo que intensificará la concentración en el sector. (Gráfico 6.7.)

Según se desprende del "Barómetro", la selección de las estrategias corporativas futuras varía en función del tamaño de la empresa:

- Las empresas pequeñas priorizan las estrategias de crecimiento orgánicas o internas (apertura de delegaciones y mantenimiento de la estructura)
- Las empresas medianas prevén realizar un mix de estrategias, basado tanto en la búsqueda de socios/alianzas como en la apertura de delegaciones
- Las empresas grandes destacan con gran diferencia la apertura de delegaciones frente a otras opciones de crecimiento. 