BBVA | RESEARCH

Observatorio Económico

México

¿Qué piensan los analistas de las constructoras de vivienda?

2 de febrero de 2012

Análisis Económico

Eduardo Torres
e.torres@bbva.com
Samuel Vazquez
samuel.vazquez@bbva.com
Fernando Balbuena
fernando.balbuena@bbva.com

- **Las empresas constructoras de vivienda que cotizan en bolsa tuvieron una fuerte caída en el precio de sus acciones en 2011**
- **En algunos casos, el castigo a las acciones ha sido mayor al que los fundamentos de las empresas sugieren**
- **Las condiciones en 2012 prometen un entorno más favorable para la construcción de vivienda, que puede ser bien capitalizado por las empresas del sector**

Para las empresas constructoras de vivienda listadas en el mercado accionario 2011 fue un año difícil, pues mientras los volúmenes de ventas y los ingresos crecían, en algunos casos a tasas de doble dígito, el precio de sus acciones se contrajo en más de 50%. Además, este comportamiento, contrasta fuertemente con el índice de precios y cotizaciones de la bolsa de valores que aunque con una amplia volatilidad se mantuvo al cierre en niveles similares a los observados el año previo. En este Observatorio Inmobiliaria México buscamos las respuestas a este comportamiento tan divergente, consultando a los analistas bursátiles que siguen al sector.

Los resultados del estudio[1] reflejan con claridad las prioridades de los inversionistas, que simple y sencillamente buscan rentabilidad, en un entorno cambiante, que exige una continua valoración de sus expectativas Hay periodos, como podría ser el actual, en que las decisiones de las empresas privilegian las decisiones de inversión de mediano plazo a la generación de rendimientos o flujos de efectivo en el corto plazo. Ésta, que ha sido la postura en algunos casos, los analistas la han tomado en cuenta; lo mismo que las estrategias que han adoptado por parte de las desarrolladoras de vivienda para posicionarse en lo que se percibe como un nuevo modelo de vivienda en los próximos años.

Aunque se reconoce que el castigo a los precios de las acciones ha sido generalizado, y no necesariamente incorpora (aunque podría y debería) la diferenciación en los modelos de negocios, lo cierto también es que la debilidad en los rendimientos no es una historia nueva, sino que ha sido más bien una constante en los años recientes. Con todo, se reconoce que el mercado de vivienda seguirá mostrando un dinamismo importante hacia delante, y las empresas públicas están bien posicionadas para capitalizar las oportunidades que habrá de generar.

El mercado ha castigado fuerte a las constructoras

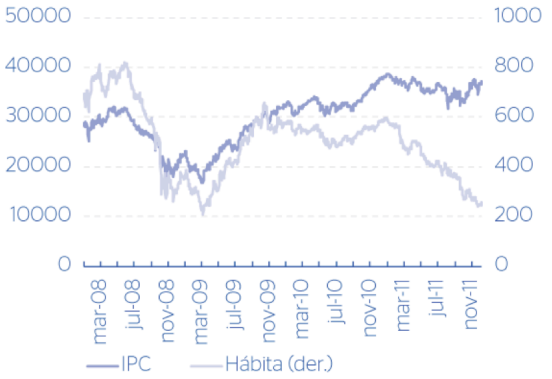
El valor de las acciones de las empresas constructoras de vivienda se contrajo en cerca de 50% durante 2011. El Índice Hábita, que concentra a las empresas del sector, pasó de un valor de 595 puntos a finales de 2010, a 256 puntos en diciembre de 2011,[2] es decir, una contracción de 57%. En el mismo lapso, el índice de la Bolsa Mexicana de Valores pasó de 38,550 a 37,071 puntos, también una caída, solo que mucho más modesta (3.8%).

Sin embargo, ampliando un poco el horizonte de comparación se aprecia que el índice Hábita se ha mantenido en una tendencia negativa a partir del segundo semestre de 2008; su valor a finales de 2011 era de apenas 30% con respecto al nivel más alto que alcanzó en ese año.

Más aún, la caída es generalizada, y lo interesante es que se ha dado a pesar del aumento en los ingresos, que salvo por el 2009, han mostrado tasas de doble dígito entre algunas de las emisoras. En 2011 (con cifras al tercer trimestre) los ingresos continuaron al alza (salvo por dos emisoras que reportaron cifras negativas en el tercer trimestre). Aunque claro, el aumento en los ingresos no es lo más importante, y claramente no ha sido el factor determinante en el precio de las acciones.

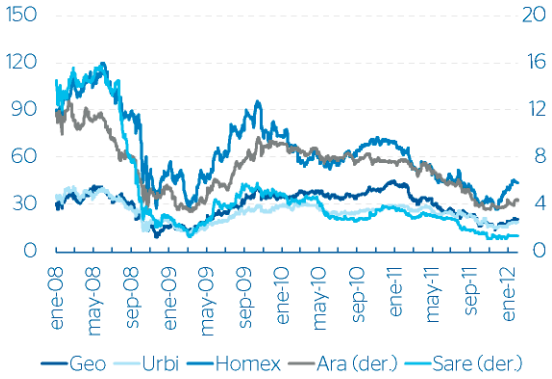
[1] Participaron en este estudio los analistas de Actinver, Banorte, BBVA Bancomer, Credit-Suisse, Deutsche Bank, GBM, JP Morgan, Morgan Stanley y Scotia Capital.
[2] Cifras al día 6 de diciembre.

Gráfica 1
Índices accionarios: IPC vs. Hábita (puntos)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 2
Índices accionarios: constructoras vivienda (pesos por acción)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

La fuente de la discordia ha estado en los indicadores de rentabilidad, particularmente en la generación del flujo libre de efectivo (FCF por sus siglas en Inglés), que viene mostrando de manera consistente, cifras negativas desde 2007. Más aún, entre los analistas ha causado también descontento el hecho de que para 2011, de acuerdo con las guías financieras proporcionadas por las emisoras, dicho indicador mostraría cifras positivas o al menos no negativas, como terminó siendo en la mayoría de los casos.

Cuadro 1
Empresas constructoras: Ingresos (Var. % anual nominal)

	Geo	Urbi	Homex	Ara	Sare
2007	19.4	27.1	29.0	9.3	19.4
2008	16.5	17.4	16.6	-3.7	-5.6
2009	10.1	-13.0	-7.3	-20.2	-40.2
2010	-0.3	14.5	12.5	3.6	-17.1
1T11	19.7	17.1	14.1	3.5	2.4
2T11	3.9	15.5	13.7	4.1	2.0
3T11	9.3	8.0	10.3	-19.6	-43.2

Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Cuadro 2
Empresas constructoras: FCF* (Millones de pesos)

	Geo	Urbi	Homex	Ara	Sare
2007	-2179	-2441	-93	-622	-671
2008	-366	-1660	-3795	-894	-563
2009	748	2723	449	780	-4
2010	-616	355	-1380	-317	534
1T11	-290	-806	-290	-544	-14
2T11	-480	-169	918	-247	207
3T11	-865	-1000	-246	132	----

*Flujo libre de efectivo
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

La consulta a los analistas del sector, en forma directa o mediante sus reportes, permite confirmar que la generación de FCF es clave en su valoración sobre el desempeño de las emisoras. Pero también influye el diagnóstico sobre las estrategias adoptadas en lo individual para garantizar el crecimiento y la rentabilidad de largo plazo. A continuación se sintetizan los principales hallazgos, algunos muy interesantes, sobre la consulta realizada.

¿Qué piensan los analistas... sobre el mercado de vivienda?

El cambio en el modelo de construcción, de vivienda horizontal a vertical, ha obligado a hacer nuevas inversiones en tierra, y en general, a aumentar los requerimientos de capital de trabajo. En este proceso, donde las constructoras públicas buscan acelerar el paso para posicionarse sólidamente en el programa de subsidios de 2012 (que adelantará la distribución de los recursos, mayoritariamente en el primer semestre), la generación de FCF se ha retrasado, y no se anticipan cambios sustanciales hasta antes del segundo semestre de 2012. Cabe precisar que el FCF es una de las variables más importantes para los analistas a la hora de estimar el precio objetivo de las acciones, lo mismo que el margen operativo (EBITDA).

Sin embargo, como algunos señalan, hay elementos que podrían ayudar a mitigar el incremento en los requerimientos de capital de trabajo, como la reducción de hasta 30% en los costos de construcción en el modelo vertical vs. el horizontal (explicado por menores gastos de urbanización y más viviendas por hectárea).

En general, hay dudas sobre el valor actual de la reserva territorial de las constructoras. Algunos piensan que podrían tenerse que vender a descuento porque el nuevo modelo de vivienda requiere terrenos mejor ubicados. En todo caso, hay desconocimiento en cuanto a su ubicación, grado de urbanización, así como sobre su valuación. Asimismo, la adopción, a partir de 2012, de normas homologadas a nivel internacional para la contabilidad de bienes raíces (IFRS por sus siglas en Inglés), genera incertidumbre sobre la forma como deberán valorarse y contabilizarse las reservas.

Por otra parte, los analistas consideran que el cambio de modelo hacia la vivienda vertical tiende a beneficiar a las empresas públicas, al menos de corto plazo, ya que las de menor tamaño carecen de la experiencia y la capacidad técnica en estos proyectos. De acuerdo con algunos analistas, haciendo esta lectura las empresas públicas podrían moderar el ritmo de inversión, para lograr una mayor generación de FCF.

Las reformas a la Ley del Infonavit, lo mismo que los programas que se pondrán en marcha para la población no afiliada a los institutos públicos de vivienda se perciben como potencialmente importantes para impulsar el mercado, al punto incluso de duplicarlo, a decir de algunos; aunque hay también quienes piensan que con la reforma a la Ley del Infonavit se perderá el incentivo de adquirir una segunda vivienda para monetizar el saldo de la subcuenta de vivienda.[3] Para otros, estos programas servirán al menos para mantener el dinamismo de la actividad. Y es que hay quienes se han quedado con la idea de que la base de afiliados del Infonavit se reducirá de manera importante a partir de 2016.[4]

Los analistas consideran que en la coyuntura reciente, en donde se ha registrado cierta restricción al financiamiento a la construcción de vivienda, las empresas constructoras públicas están mejor posicionadas que sus competidoras, tanto por la capacidad de acceder a diversas fuentes de financiamiento como por la elevada participación que tienen en el crédito que otorgan los institutos públicos. Esta última sería también una importante ventaja en un escenario de desaceleración de la actividad económica.

...sobre las empresas constructoras de vivienda?

Geo

Bien posicionado en el nuevo modelo de vivienda, con tecnología que permite una construcción acelerada y estrategias comerciales bien definidas. Tiene la mayor participación entre las constructoras en Infonavit y está posicionado en el segmento de ingresos más bajo, que es el mayor beneficiario de los programas de subsidios. Más de la mitad de sus ventas se concentran en viviendas de menos de 300 mil pesos, que por la ventaja de contar con los subsidios, son las que se desplazan con mayor rapidez. Tiene una asociación con fondos de inversión especializados para la gestión de sus reservas territoriales, lo cual genera cierta presión sobre la utilidad neta. Algunos perciben sus niveles de endeudamiento (relativamente elevados) como un elemento a vigilar, sobre todo en un escenario de eventual restricción económica y/o financiera.

Urbi

Bien posicionado para atender a los no afiliados, dado que desde hace algún tiempo ha desarrollado una estrategia comercial para atender a este segmento (programas de ahorro y renta con opción a compra). Tiene amplias reservas (las más importantes en términos de valor) que espera colocar con márgenes mayores a los de vivienda. La empresa ha optado por el crecimiento de largo plazo antes que por la generación de flujo libre de efectivo. Tiene un balance sólido, con altos márgenes de EBITDA, bajos niveles de apalancamiento, y una rotación de inventarios acelerada. Optimismo generalizado en cuanto al éxito de su estrategia en el mediano plazo.

Homex

Se enfoca a un segmento de ingresos ligeramente mayor que Geo y Urbi. Tiene el ciclo de capital de trabajo más corto. Ha realizado inversiones importantes en reservas territoriales, así como para incursionar en nuevos mercados (Brasil) y negocios (penitenciarías). Al menos de corto plazo, esto implicará requerimientos importantes de capital de trabajo, que implica un retraso en la generación de flujo libre de efectivo. La diversificación en los negocios ha generado cierta sorpresa (e incertidumbre), si bien, hay confianza en el éxito de las operaciones en un horizonte de mediano plazo.

[3] En principio esto parecería tener un impacto negativo en el mercado, pero en realidad no es así. Una buena parte de la vivienda deshabitada tiene que ver con este "incentivo". Al cabo del tiempo, lo que terminó confirmándose es que en un buen número de casos, la segunda vivienda no cubría una necesidad del hogar y no tenía muchas posibilidades de rentarse o venderse.
[4] Aunque eso en realidad no es lo que el instituto haya querido transmitir, sino más bien que tenía que ir desarrollando productos diferenciados para atender en forma integral las necesidades de sus afiliados. Cabe señalar además, y no es un tema menor, que las estimaciones se realizaron utilizando las cifras del conteo de 2005, siendo que el censo de 2010 mostró una dinámica muy distinta de población y de formación de hogares.

Ara

El crecimiento se ha mantenido estable en los últimos años (a tasas bajas) y hay un excedente de tierra disponible. En términos relativos se rezaga respecto a las demás constructoras. Algunas dudas sobre la capacidad para posicionarse con rapidez en los proyectos de vivienda vertical para el segmento de bajos ingresos. La percepción generalizada es que su balance es sólido, y que de mejorar los resultados financieros de la empresa (comenzar a generar flujo libre de efectivo) el potencial incremento en el precio de las acciones de la empresa sería significativo. El desempeño que se tenga en el desarrollo más importante de la empresa actualmente, Crystal Lagoons, será clave en estos resultados.

Sare

En proceso de reestructura basada en vender tierra para desapalancarse. La estrategia puede ser adecuada, aunque en condiciones económicas más restrictivas podría obligarlos a aplicar descuentos significativos a sus reservas territoriales. La empresa ha tenido dificultades para desplazar viviendas en los segmentos medio y residencial, y encuentra restricciones financieras para fondear el capital de trabajo requerido en proyectos para el segmento de ingresos medios y bajos, que se desplazan más rápido. La empresa deberá ir resolviendo sus niveles de apalancamiento, a la vez de encontrar las fuentes de liquidez que le permitan ampliar su operación y mejorar su capacidad de ejecución.

Cuadro 3
¿Qué piensan los analistas de...?

Geo	• Sólido posicionamiento en el segmento de menores ingresos • Tiene la mayor participación en los créditos otorgados por Infonavit (90%) • Modelo de construcción adaptado al nuevo modelo: vertical y sustentable
Urbi	• Bien posicionada en el segmento de no afiliados (Alternativa Urbi) • Posibilidad de comercializar reservas con márgenes elevados • Estrategia de crecimiento de largo plazo
Homex	• Diversifica sus operaciones con nuevos mercados y negocios • Aún requiere inversiones en capital de trabajo para consolidar proyectos en marcha • Estrategia ofrece resultados promisorios, aunque no de corto plazo
Ara	• Crecimiento estable en los últimos años • Balance sólido, con bajo nivel de endeudamiento • Desarrollo Crystal Lagoons, clave en la estrategia del negocio
Sare	• Restricciones de liquidez inhiben mayor crecimiento • Venta de reserva territorial, estrategia de desendeudamiento • Importante, incluir en su mezcla de ventas una mayor participación del segmento de bajos ingresos

Fuente: BBVA Research

Conclusiones

En un año de crecimiento en ingresos y ventas, las empresas constructoras de vivienda han sido fuertemente golpeadas en el mercado accionario. Los inversionistas tienen claro que el resultado más tangible del sólido desempeño de una empresa es la generación de efectivo. Las decisiones de las empresas deben llevar, en el tiempo, a una mezcla de sostenibilidad y crecimiento con rentabilidad.

Ahora bien, hay consenso entre los analistas en el sentido de que el castigo a los precios de las acciones tiene que ver, fundamentalmente, con la ausencia de FCF, pero que, en la mayoría de los casos, ésta es una condición coyuntural, asociado al aumento en las inversiones; de largo plazo, el sector continúa viéndose estructuralmente fuerte. A las valuaciones actuales, los analistas coinciden en que, para las empresas con mejores balances y/o posicionamiento más sólido a futuro, el margen de alza que tendrían los precios de sus acciones luce muy atractivo. Pareciera entonces que la pregunta no es si las acciones deberían repuntar, sino cuándo.

Dicho esto, y si bien las condiciones parecen favorables para un mejor desempeño financiero de las constructoras en 2012 (con el programa para no afiliados, además del adelanto en el calendario de entrega de recursos), todo al final dependerá de la velocidad con que avancen las propias empresas en los proyectos verticales y del grado en que los programas de apoyo a la vivienda del gobierno federal se materialicen con éxito.

Aviso Legal

Este documento ha sido preparado por BBVA Research del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) y por BBVA Bancomer. S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer, por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección. El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores."