Vonovia

ANÁLISIS PROFUNDO · Horizonte 5-10 años / 5-10 year horizon

NOTA FINAL: 8.15/10

Empresa: 8.20/10

Oportunidad actual: 8.00/10

Riesgo: Alto

Tesis 5-10 años: Favorable, condicionada a financiación

Veredicto: MANTENER / ESPERAR

Fecha del informe: 16/10/2026

reference_price: 16.80 EUR

Fecha editorial: 19/10/2026 · Ticker: VNA · Versión: 3

El precio pertenece al informe aportado; no es una cotización actual. / The reference is the supplied report price, not a live quote.

Activos residenciales con fuerte descuento; caja recurrente y refinanciación limitan una nueva entrada.

Residential assets at a deep discount; recurring cash and refinancing constrain a new entry.

Negocio y novedades / Business and developments

Empresa 8,20: la vivienda residencial tiene demanda recurrente, escala de gestión y activos difíciles de replicar. Eso no convierte una cartera apalancada en software: regulación de alquileres, rehabilitación y refinanciación condicionan la caja del accionista. El descuento bursátil no elimina obligaciones ni crea liquidez realizable al valor tasado.

Oportunidad 8,00 a 16,80 EUR: el 0,52 veces book y PER 3,73 del PDF mezclan activos, revalorizaciones e impuestos con rentas. La tabla de BPA 2026 de 1,96 tampoco concilia con el PER 9,46: 16,80/1,96=8,57. No se adopta ninguno como prueba suficiente de beneficio distribuible. El NTA de 46,22 EUR publicado en H 1 equivale a descuento de 63,65%, pero es valor patrimonial estimado, no precio de liquidación neto de todos los costes.

Company 8.20 reflects recurring housing demand, scale and scarce assets. Regulation, refurbishment and refinancing constrain cash available to shareholders. Opportunity 8.00 at EUR16.80 recognises a substantial asset discount without treating appraisals as cash. Overall 8.15 supports HOLD / WAIT for a new entry; these are separate judgments, not an average.

The report P/E of 3.73 and book multiple of 0.52 mix property values, tax and operating rents. EUR16.80 divided by forecast EPS EUR1.96 is 8.57x, different from 9.46x displayed. H1 NTA EUR46.22 implies a 63.65% discount, but is neither liquidation proceeds nor verified distributable value. LTM profit EUR3.867bn includes a EUR942.8m tax benefit; CFO is EUR1.976bn, so profit is not recurring cash.

Valoración, caja y financiación / Valuation, cash and funding

El PDF muestra beneficio LTM de 3.867 millones EUR con ingreso fiscal de 942,8 millones y CFO 1.976 millones; no extrapolo el beneficio contable ni anualizo CFO Q 2 564,9. H 1 corporativo publica EBITDA ajustado de actividades continuadas 1.456,5 millones y EBT ajustado 962,3 millones: medidas distintas de caja y del resultado IFRS. FCF operativo H 1 607,5 millones cae 45,4%; requiere entender definición y ventas/capital comprometido antes de tratarlo como renta sostenible. El puente OFCF detallado a continuación precisa su definición y sustituye la incertidumbre preliminar sobre sus componentes.

La deuda 43.094 millones del PDF es foto bruta de junio, no deuda neta de octubre. Los intereses pueden clasificarse de forma distinta a CFO y la inversión inmobiliaria puede estar fuera de gasto; no se añade mantenimiento ni se resta dos veces. Deben separarse propiedad, desarrollo y servicios, ventas con cobro de caja, impuestos diferidos y activos de minoritarios. El mandato Alecta de 10.000 millones es expectativa de negocio de gestión, no activos propios ni ingresos anuales de Vonovia.

Una sensibilidad de rentas no es DCF: si la caja económica anual por acción después de intereses y mantenimiento fuese 1,30/1,60/1,90 EUR y se capitalizase contemporáneamente a 10/12/14 veces, resultarían 13,00/19,20/26,60 EUR. Son hipótesis, no AFFO observado. En 5–10 años el retorno requiere renta por acción, distribuciones financiables y deuda renovable a coste asumible; no sumo esos valores al NTA ni al dividendo. Dividendo de pantalla 7,45% no es una garantía: si fuera 1,25 EUR, 1,25/16,80=7,44%, antes de impuestos y sin prometer continuidad.

La revisión primaria cierra OFCF H 1: EBT ajustado 962,3 + depreciación 63,4 − circulante de desarrollo/Manage to Green 61,1 + valor contable de inmuebles vendidos 110,0 − mantenimiento capitalizado 141,3 − pagos a minoritarios 256,0 − impuesto monetario core 94,3 + beneficios intragrupo 24,5 = 607,5 millones EUR. La definición cambió en Q 4 2025 y se reexpresó el comparativo. Incluye ventas y desarrollo: no es AFFO puro de alquileres ni caja del accionista certificada. CFO H 1 1.118,0 e inversión inmobiliaria 633,4 son otro perímetro; no se acumulan ajustes de ambas métricas.

La financiación primaria sitúa deuda neta ajustada en 39.804,8 millones EUR y LTV de cartera 46,0%, frente a 38.774,4 y 45,4% en diciembre. El 45,4% del covenant de activos totales a junio es otro cociente. El convertible de 850 millones emitido el 23 de junio vence en 2031, cupón cero y conversión inicial 28,04 EUR, con liquidación en efectivo o acciones: financiación, no ingreso. H 1 amortizaciones 3.644,3 e incorporaciones 3.274,3 no se transforman en caja distribuible.

El puente resuelve la definición de caja, pero no demuestra los 1,60 EUR por acción del escenario medio ni retorno marginal de rehabilitación. Mantengo Empresa 8,20 por activos y demanda; Oportunidad 8,00 por descuento importante limitado por inversión y coste financiero; Final 8,15 y esperar para una entrada nueva. La retención de caja sigue perteneciendo a los accionistas, aunque no se añade íntegra al NTA y al múltiplo simultáneamente. Haría falta caja recurrente por acción y LTV estable después de reparto para elevar convicción.

The primary H1 OFCF bridge is adjusted EBT EUR962.3m plus depreciation 63.4, minus development/Manage to Green working capital 61.1, plus carrying values of properties sold 110.0, minus capitalised maintenance 141.3, minority payouts 256.0 and core cash tax 94.3, plus intragroup profit 24.5, equalling EUR607.5m. The definition changed in Q4 2025 with prior figures restated. It includes disposals and development, so it is not pure rental AFFO. H1 CFO EUR1.118bn and property investment EUR633.4m use another perimeter; adjustments cannot be combined twice.

Adjusted net debt was EUR39.805bn in June versus EUR38.774bn in December. Portfolio LTV was 46.0%, not the separate 45.4% total-assets covenant ratio. The EUR850m convertible issued June 23 matures in 2031, has a zero coupon and initial conversion price EUR28.04, with cash or share settlement. It is funding, not income. H1 debt repayments EUR3.644bn versus new borrowing EUR3.274bn do not create distributable proceeds. The potential EUR10bn Alecta management mandate is neither owned property nor annual revenue.

Contemporaneous assumptions of economic annual cash per share EUR1.30/1.60/1.90 after interest and maintenance, valued at 10x/12x/14x, imply EUR13.00/19.20/26.60. These are not observed AFFO, a DCF or validated intrinsic values. A hypothetical EUR1.25 dividend yields 7.44% at the reference, before tax, without a continuity guarantee. Do not add these values to NTA and all retained cash again.

Riesgos, cambios y fuentes / Risks, changes and sources

Revisión frente a v2: juicio vigente MANTENER / ESPERAR, nota 8.15/10. Se repite H1/Q2 2026; cambia precio de referencia, alcance de contraste y juicio sobre caja/valoración, no se presenta como trimestre nuevo. Comparación con ficha pública anterior; sus notas e informes permanecen intactos.

Compared with the previous public page, this revision repeats H1/Q2 2026 and updates the report reference, source review and valuation judgment. Historical scores and reports remain unchanged. No return is calculated across different instruments or currencies.

Conclusión / Conclusion

Empresa 8,20: la vivienda residencial tiene demanda recurrente, escala de gestión y activos difíciles de replicar. Eso no convierte una cartera apalancada en software: regulación de alquileres, rehabilitación y refinanciación condicionan la caja del accionista. El descuento bursátil no elimina obligaciones ni crea liquidez realizable al valor tasado.

Oportunidad 8,00 a 16,80 EUR: el 0,52 veces book y PER 3,73 del PDF mezclan activos, revalorizaciones e impuestos con rentas. La tabla de BPA 2026 de 1,96 tampoco concilia con el PER 9,46: 16,80/1,96=8,57. No se adopta ninguno como prueba suficiente de beneficio distribuible. El NTA de 46,22 EUR publicado en H 1 equivale a descuento de 63,65%, pero es valor patrimonial estimado, no precio de liquidación neto de todos los costes.

Nota final 8,15 y MANTENER / ESPERAR para nueva entrada: el precio puede ser atractivo con rentas estables, pero falta cerrar cash-flow recurrente por acción después de inversión y financiación. No es media ni rebaja mecánica por deuda. Antes de comprar se necesita que la caja cubra inversión obligatoria y reparto sin vender activos permanentemente para sostenerlo.

Company 8.20 reflects recurring housing demand, scale and scarce assets. Regulation, refurbishment and refinancing constrain cash available to shareholders. Opportunity 8.00 at EUR16.80 recognises a substantial asset discount without treating appraisals as cash. Overall 8.15 supports HOLD / WAIT for a new entry; these are separate judgments, not an average.

The review resolves the OFCF definition but does not establish the central EUR1.60 cash assumption or marginal refurbishment returns. Long-term returns require cash per share, financeable distributions and affordable debt renewal. Retained capital still belongs to shareholders, but is counted once. Stable LTV after investment and distributions, together with recurring cash coverage, would strengthen conviction.

Documentación consultada / Consulted documents

1. 2026-08-05 · H1 resultados ajustados
2. 2026-08-05 · H1 cash flow
3. 2026-08-05 · H1 OFCF reconciliation
4. 2026-08-05 · H1 financing
5. 2026-08-05 · Guidance