

# US Residential.

## América se alquila

Tras el auge de 2021-2022, cuando los tipos bajos impulsaron una avalancha de nuevas viviendas, el mercado residencial estadounidense vive hoy una fase de digestión. La construcción corrige, los precios se estabilizan y las rentas se mantienen firmes, reflejando la solidez de sus fundamentos: población creciente, hogares más pequeños y migración hacia estados dinámicos.

Con rentabilidades aún por encima del Treasury y niveles de esfuerzo de alquiler sostenibles, el sector ofrece menos euforia, pero más visibilidad. En este ciclo, el residencial americano se consolida como refugio estable del crecimiento real de la economía.

En el informe estudiamos la evolución reciente del mercado residencial estadounidense y su transición hacia un nuevo equilibrio. Analizamos la dinámica demográfica, el papel de los REITs y las métricas operativas clave de este sector.

### Fondos relacionados



Horma Global Opportunities



Lurisfond, FI

Noviembre 2025



[gesiuris.com](https://gesiuris.com)





Este documento, así como los datos, opiniones y estimaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por GESIURIS ASSET MANAGEMENT, SGIIC, S.A. (en adelante, "GESIURIS") con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del mismo, obtenida de fuentes consideradas fidedignas por GESIURIS.

Debido al contenido meramente informativo de este documento, el mismo **no puede tomarse en consideración para la toma de decisiones de inversión**, y por tanto **no constituye una oferta de compra o de venta de los valores** en ella mencionados, **ni mucho menos una recomendación** sobre mercados y productos financieros. La información aquí contenida está sujeta a cambios sin previo aviso.

Se debe tener en cuenta que **rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras**.

Rogamos **no duden en ponerse en contacto con GESIURIS** en el supuesto de precisar cualquier aclaración o información adicional.

## Executive Summary US Residential.

El mercado residencial estadounidense atraviesa una fase de digestión tras el exceso de oferta de los años 2021-2022, cuando los tipos de interés tocaron el 1% y se aceleraron los inicios de vivienda. Desde entonces, las nuevas construcciones han caído con fuerza —en el Sur de 919.000 a 717.000 unidades y en el Oeste de 432.000 a 281.000—, y los precios han corregido un 7% acumulado frente a una inflación del 13%. Pese a ello, la base estructural del sector sigue intacta: población creciente, hogares más pequeños (2,6 personas frente a 3,6 en 1960) y migración interna hacia estados de mayor dinamismo.

Las rentas se han mantenido sorprendentemente firmes. En mercados tensionados como Nueva York o Boston crecen entre +0% y +2%, mientras que ciudades como Austin o Denver registran ajustes del -4% a -5% respecto a septiembre 2024. En promedio, las yields residenciales rondan el 4,6% frente al 4% del Treasury a 10 años, lo que deja un spread ajustado pero aún positivo. El esfuerzo de alquiler —entre el 20% y el 30% de los ingresos en la mayoría de ciudades— sigue dentro de rangos sostenibles, salvo en zonas premium como Miami, San Diego o Nueva York.

A medio y largo plazo, el mercado debería volver a un equilibrio natural entre oferta y demanda. La combinación de mayor inmigración, salarios en ascenso y menor tamaño de los hogares sugiere una senda de crecimiento estable. Para los REITs, esto se traduce en proyecciones de incremento del NOI del 4,6% anual y del AFFO del 3,4% entre 2024-2027, con márgenes financieros sólidos. El sector, por tanto, ofrece visibilidad razonable más que expansión agresiva.

### Sobre las compañías del estudio

**Equity Residential** combina una cartera de máxima calidad —52% urbana y 34% high-rise— con estabilidad operativa (ocupación del 96,2%) y bajo apalancamiento (LTV 30%). Su rentabilidad (AFFO/Mkt Cap 5,6%) cubre ampliamente el coste financiero del 3,8%, y el crecimiento esperado del NOI se sitúa en el 3,9%. Con exposición concentrada en West y Northeast, mantiene un perfil maduro, enfocado en la gestión eficiente y la disciplina de capital, con un pipeline limitado pero visible.

**Mid-America Apartments** es el jugador más posicionado en el Sur (92% de su cartera), región con mayor crecimiento demográfico. Presenta una rentabilidad del 6,1%, deuda 94% fija y coste financiero del 3,8%. Su crecimiento de NOI proyectado es del 4,2% y el AFFO avanza un 1,4% anual. Con un "coste de gestión" competitivo (0,6%) y un pipeline del 5,4% del GAV, combina rentabilidad elevada con cierto riesgo cíclico derivado de su concentración geográfica.

**AvalonBay** destaca por su equilibrio: 47% de exposición en la Costa Oeste, 33% en el Noreste y 19% en el Sur. Su gran baza es el pipeline más ambicioso del sector (14,2% del GAV, equivalente a \$2.900M), con una tasa de desarrollo estimada del 6,2%. Se proyecta un crecimiento del NOI del 5,8% y el AFFO un 4,6% anual. El margen operativo debería ampliarse en +5,2 p.p. en 2024-2027, apoyado en activos urbanos de alta calidad y un modelo de expansión prudente.

**Essex** mantiene una posición única pero concentrada: 100% en la Costa Oeste, con activos de primer nivel y escasa rotación de inquilinos (39%). Su rentabilidad actual (5,7%) y coste de deuda del 3,7% le otorgan colchón financiero, aunque el crecimiento será moderado (NOI +4,4%, AFFO +2,9%) ante un pipeline muy residual. Es un REIT defensivo, con clara dependencia del comportamiento del mercado californiano.

**UDR** combina diversificación geográfica y eficiencia operativa. Su yield es la más alta del grupo (6,7%), con deuda 90% fija al 3,4% y apalancamiento contenido (LTV 50%). Se estima un crecimiento del NOI de 4,7% y el AFFO un 2,9% anual. Su cartera está compuesta principalmente de viviendas garden y mid-rise (60%/35%).

**Camden** mantiene foco en el Sur (77%) con un perfil equilibrado entre crecimiento y control de costes. Rentabilidad del 6,3% y deuda al 4,0%, pipeline significativo al 7,3% del GAV. El AFFO crecerá un 6,2% a tres años.

# Contenido

## Secciones del informe

Introducción al residencial estadounidense.....	5
Oferta y demanda de viviendas.....	13
La figura del REIT.....	16
Métricas financieras de los REITs.....	20
Análisis fundamental de los REITs.....	39
Valoraciones.....	65

## Analistas

David Horna Marcos	Responsable Dept. Gestión	dhorna@gesiuris.com
Alfredo Coppola Baena	Analista y Gestor	acoppola@gesiuris.com



# Sección 1. Introducción al residencial estadounidense

## Historia del mercado de vivienda en EE.UU.

El mercado residencial estadounidense ha sido siempre un espejo de su economía y de sus contradicciones sociales. Desde la posguerra, el ideal de la vivienda propia se convirtió en una extensión tangible del sueño americano, un símbolo de estabilidad y ascenso social. A partir de 1945, los programas federales de crédito hipotecario, la expansión de las carreteras y el auge de la clase media impulsaron un proceso de suburbanización sin precedentes. Ciudades como Chicago, Los Ángeles o Atlanta comenzaron a extenderse en anillos de viviendas unifamiliares que representaban también un proyecto cultural. La vivienda en propiedad se consolidó como norma y el alquiler quedó relegado al territorio de lo transitorio.

El cambio estructural comenzó a gestarse con las crisis de los años setenta y ochenta, cuando la inflación, las tasas hipotecarias elevadas y la desindustrialización erosionaron los cimientos de la clase media. Los centros urbanos, hasta entonces motores de progreso, se despoblaron y entraron en decadencia. En ese contexto surgieron políticas de control de rentas que pretendían contener la inflación habitacional, pero que al mismo tiempo redujeron la rentabilidad y desincentivaron la inversión en vivienda de alquiler. El parque multifamiliar envejeció, se segmentó por ingresos y perdió atractivo para los inversores institucionales.

La reestructuración financiera de los años noventa marcó un nuevo ciclo. Tras la crisis de las Savings & Loans, la creación y expansión de los Real Estate Investment Trusts devolvió la liquidez al sector inmobiliario e introdujo una disciplina empresarial inédita. Los REITs multifamily, en particular, ofrecieron a los mercados públicos un acceso directo a activos residenciales estabilizados, bajo un marco fiscal favorable y una gestión profesionalizada. Durante la década siguiente, el crédito fácil y el auge de la titulización hipotecaria impulsaron un boom de construcción sin precedentes, pero concentrado en vivienda en propiedad. El alquiler siguió siendo un mercado secundario, más vinculado a la movilidad laboral o a los estratos de menor renta, mientras la especulación sobre la vivienda unifamiliar generaba una burbuja que acabaría estallando con violencia en 2008.

La crisis hipotecaria transformó radicalmente el panorama. La pérdida masiva de hogares propietarios devolvió millones de personas al mercado del alquiler, y el multifamily se convirtió en el nuevo eje del sistema residencial estadounidense. Los REITs, con acceso a capital y estructuras de gestión sofisticadas, ocuparon el espacio dejado por promotores sobreendeudados y bancos colapsados. La preferencia cultural por la propiedad comenzó a matizarse: para una generación entera, alquilar dejó de ser un fracaso financiero y pasó a verse como una opción racional frente a la volatilidad del mercado hipotecario. Las grandes ciudades, especialmente las llamadas *gateway markets* como Nueva York, San Francisco, Seattle o Boston, concentraron la recuperación. Allí, la combinación de empleo cualificado, oferta limitada y regulación estricta hizo que las rentas se dispararan, convirtiendo el alquiler en un bien escaso incluso para las clases medias.



Figura 1: Mapa de los Gateway markets más importantes en EE.UU. Fuente: CBRE Global Gateway Cities Report

El impacto de la pandemia de 2020 profundizó los contrastes y cambió la geografía del mercado. El teletrabajo, la búsqueda de espacio y el diferencial de costes impulsaron una migración hacia el Sun Belt, donde la oferta de suelo y la política urbanística más laxa alentaron un nuevo ciclo de construcción. A corto plazo, esa expansión alivió parte de la presión en los mercados costeros, pero también sembró un exceso de oferta que comenzó a manifestarse en 2024 con rentas planas y tasas de vacancia más altas en mercados como Austin, Phoenix o Nashville. A la vez, el aumento de los tipos de interés, los costes de construcción y las primas de seguro erosionaron la viabilidad de muchos proyectos, frenando la entrega de nuevas unidades.

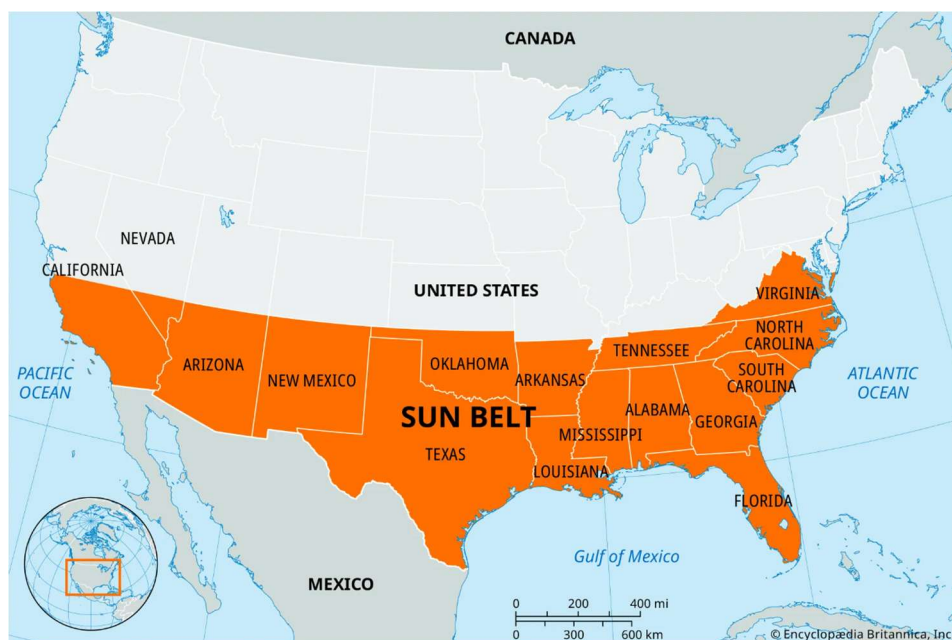


Figura 2: Sun Belt. Fuente: Encyclopædia Britannica

Hoy, el precio medio de una vivienda supera con holgura las seis veces el ingreso familiar anual, y el alquiler mediano absorbe más del treinta por ciento de la renta de los hogares. La falta de suelo asequible, los costes regulatorios y la rigidez de los permisos actúan como freno simultáneo a la oferta, especialmente en las zonas



con mayor crecimiento del empleo. Este recorrido histórico explica por qué el mercado multifamiliar ha dejado de ser un nicho dentro del sector inmobiliario para convertirse en el núcleo de su estructura funcional.

En un país donde la propiedad se ha vuelto inalcanzable para una parte creciente de la población, los REITs de vivienda multifamily han pasado a desempeñar un papel esencial: canalizan capital institucional hacia un bien básico, estabilizan la oferta de alquiler y profesionalizan su gestión. El ciclo actual, marcado por la escasez de unidades asequibles y la necesidad de reconstruir el tejido urbano bajo nuevos equilibrios demográficos, representa tanto una oportunidad como una encrucijada para el modelo residencial estadounidense.

### Áreas y mapa de EE.UU.

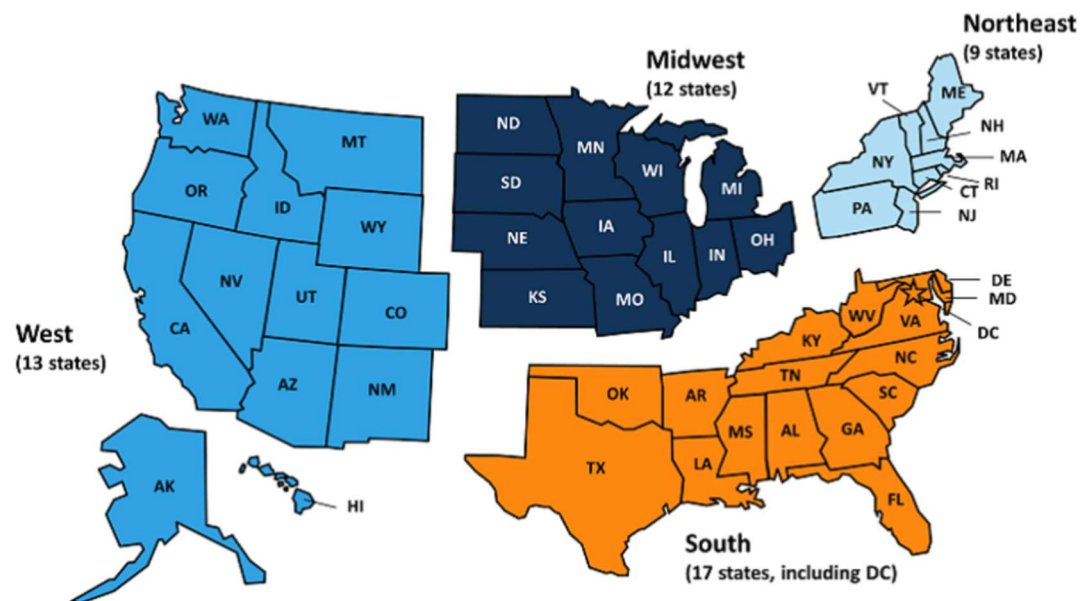


Figura 3: Regiones geográficas de EE.UU. según el censo. Fuente: United States Census Bureau

#### West

El Oeste de los Estados Unidos, conocido históricamente como el American West o el Far West, representa no solo una extensión geográfica, sino también una idea cultural profundamente arraigada en la identidad del país. Según la clasificación oficial del U.S. Census Bureau, esta región agrupa trece estados –Alaska, Arizona, California, Colorado, Hawái, Idaho, Montana, Nevada, Nuevo México, Oregón, Utah, Washington y Wyoming– y se subdivide en dos grandes divisiones: los estados Montañosos y los estados del Pacífico. Es la región más extensa del territorio estadounidense, abarcando casi la mitad del área continental, y también una de las más diversas tanto en relieve como en población.

Su geografía describe un país dentro de otro. En el litoral, las montañas Costeras descienden hacia el Pacífico formando una franja de valles fértiles –el Central Valley en California o el Willamette en Oregón– donde la agricultura, el comercio y la tecnología conviven en un equilibrio entre productividad y presión ambiental. Tierra adentro, las cordilleras de Sierra Nevada y las Cascades marcan una frontera natural que separa el clima templado y húmedo del litoral del aire seco de las cuencas interiores. Más allá de esas montañas se extienden el Gran Desierto de la



Cuenca y los altiplanos áridos de Nevada, Utah y Arizona, donde los paisajes recuerdan la dureza de la frontera y el mito del Oeste como territorio de conquista y resistencia.

Los estados Montañosos –Montana, Idaho, Wyoming, Colorado, Utah, Nevada, Arizona y Nuevo México– condensan buena parte de la iconografía del país. En ellos se alzan los picos de las Rocosas, muchos por encima de los cuatro mil metros, y vastas planicies que conforman el límite occidental de las Great Plains. En estas tierras la densidad de población es mínima y el dominio del espacio público alcanza su máxima expresión: entre una cuarta parte y tres cuartas partes del suelo pertenece al Estado federal, administrado por organismos como el Bureau of Land Management o el U.S. Forest Service. La convivencia entre explotación y conservación define gran parte de su política territorial, especialmente en torno al uso del agua y la minería.

Hacia el Pacífico, los estados de California, Oregón, Washington, Alaska y Hawái conforman un mosaico de contrastes. Desde las selvas templadas del noroeste hasta las playas volcánicas del archipiélago hawaiano, esta franja concentra la mitad de la población total del Oeste –más de 78 millones de habitantes en 2020– y constituye el corazón económico de la región. California, con su economía de 5,6 billones de dólares, es el motor indiscutible del conjunto, impulsada por la innovación tecnológica, la agricultura intensiva y el peso cultural de sus metrópolis. Seattle y Portland proyectan el carácter del Pacific Northwest, una zona donde la industria, la tecnología y la conciencia ambiental se entrelazan en un modelo de desarrollo singularmente progresista.

Metropolitana	Ciudades	Población	Precio vivienda promedio	Alquiler mensual promedio	Yield promedio
Los Angeles	Los Angeles	12.799.100	\$ 1.099.000	\$ 2.713	3,0%
	Long Beach				
	Anaheim				
San Francisco	San Francisco	4.566.961	\$ 975.000	\$ 3.038	3,7%
	Oakland				
	Fremont				
Seattle	Seattle	4.044.837	\$ 769.000	\$ 2.243	3,5%
	Tacoma				
	Bellevue				
San Jose	San Jose	1.945.767	\$ 1.365.750	\$ 3.209	2,8%
	Sunnyvale				
	Santa Clara				
Phoenix	Phoenix	5.070.110	\$ 499.000	\$ 1.929	4,6%
	Mesa				
	Chandler				
San Diego	San Diego	3.269.973	\$ 945.850	\$ 3.088	3,9%
	Chula Vista				
	Carlsbad				
Denver	Denver	3.005.131	\$ 599.450	\$ 2.108	4,2%
	Aurora				
	Centennial				



	Portland				
Portland	Vancouver	2.509.925	\$ 599.000	\$ 1.885	3,8%
	Hillsboro				

*Tabla 1: información sobre las Gateway cities del oeste de EE.UU. Fuentes: US Census Bureau (población total en 2023), realtor.com (precio promedio de la vivienda en septiembre 2025) y ZillowRentals (alquiler mensual promedio en septiembre 2025)*

**Midwest**

El Medio Oeste estadounidense, conocido también como The Heartland, es el núcleo geográfico y simbólico del país. Su territorio se extiende por la franja norte y central del continente, entre los Apalaches y las Rocosas, desde los Grandes Lagos hasta las planicies interiores que descienden hacia el valle del Misisipi. En su definición oficial, el U.S. Census Bureau incluye doce estados: Illinois, Indiana, Iowa, Kansas, Michigan, Minnesota, Misuri, Nebraska, Dakota del Norte, Dakota del Sur, Ohio y Wisconsin. Con casi setenta millones de habitantes y una superficie cercana a dos millones de kilómetros cuadrados, el Midwest representa un centro fundamental demográfico, agrícola e industrial de Estados Unidos.

La geografía del Medio Oeste es un territorio de horizontes abiertos. El paisaje plano, las grandes extensiones de maíz y trigo y los ríos que estructuran su hidrografía —el Ohio, el Misisipi y el Misuri— dieron origen a una economía profundamente ligada a la tierra. Desde el siglo XIX, los colonos que avanzaron por las rutas del noroeste encontraron su destino en las praderas fértiles de Illinois y Iowa, en los valles industriales de Ohio y en las riberas del lago Michigan, donde Chicago emergió como capital de un imperio de hierro, grano y ferrocarriles. Esa conexión directa entre agricultura, industria y transporte definió el carácter funcional de la región y consolidó su papel como articulación del país: el lugar donde el Este manufacturero y el Oeste expansivo se encuentran.

La era industrial transformó radicalmente la región. A finales del siglo XIX, Chicago se convirtió en el principal nudo ferroviario del mundo y en símbolo de la modernidad americana: rascacielos, acero y sindicatos. Detroit tomó el relevo en el siglo XX como capital del automóvil, generando el arquetipo de la clase obrera organizada que dominaría la política nacional durante décadas.

Hoy el Medio Oeste conserva su papel de bisagra entre las Américas rural e industrial. Es una tierra de contrastes donde la tecnología agrícola convive con ciudades que buscan reinventarse mediante educación, biotecnología y manufactura avanzada. Chicago sigue siendo su corazón económico y cultural, mientras Minneapolis, Columbus, Indianápolis o Kansas City representan la nueva generación de centros urbanos diversificados y dinámicos.

Metropolitana	Ciudades	Población	Precio vivienda promedio	Alquiler mensual promedio	Yield promedio
Chicago	Chicago	9.262.559	\$ 372.365	\$ 2.006	6,5%
	Naperville				
	Elgin				
Minneapolis	Minneapolis	3.712.020	\$ 425.000	\$ 1.640	4,6%
	St. Paul				
	Bloomington				



Tabla 2: información sobre las Gateway cities del midwest de EE.UU. Fuentes: US Census Bureau (población total en 2023), realtor.com (precio promedio de la vivienda en septiembre 2025) y ZillowRentals (alquiler mensual promedio en septiembre 2025)

**South**

El Sur de los Estados Unidos, conocido popularmente como The South, es una de las regiones más cargada de historia y simbolismo del país. Su territorio, que se extiende desde el Atlántico hasta el Golfo de México y desde el Potomac hasta el Río Bravo, abarca dieciséis estados y el Distrito de Columbia, según la definición del U.S. Census Bureau: Alabama, Arkansas, Delaware, Florida, Georgia, Kentucky, Luisiana, Maryland, Misisipi, Carolina del Norte, Oklahoma, Carolina del Sur, Tennessee, Texas, Virginia y Virginia Occidental. Es la región más poblada de Estados Unidos, con más de 126 millones de habitantes en 2020.

En su geografía se concentran múltiples paisajes que, más que delimitar, unifican el imaginario sureño. Desde las marismas y pantanos del delta del Misisipi hasta las montañas brumosas de los Apalaches, el Sur alterna entre el verde húmedo del trópico y la vastedad árida del suroeste tejano. Su clima predominantemente subtropical, de veranos largos y húmedos, ha hecho posible una agricultura continua durante gran parte del año. De esas condiciones nació la economía de plantación, sustentada en el algodón, el tabaco y el azúcar, que definió la organización social y política de la región durante más de dos siglos.

Culturalmente, el Sur es el resultado de una fuerte síntesis entre civilizaciones. Aquí confluyeron las culturas indígenas del sudeste —como los choctaw, cherokee y creek—, los colonos británicos y escoceses-irlandeses que poblaron el interior, los franceses y españoles que fundaron puertos en el Golfo, y los millones de africanos esclavizados que aportaron una herencia cultural decisiva.

El siglo XX transformó profundamente el Sur. La industrialización, impulsada por la Segunda Guerra Mundial, rompió su aislamiento agrícola. Los centros urbanos crecieron, las universidades atrajeron talento, y las grandes migraciones alteraron su composición demográfica. Houston emergió como metrópolis energética, Atlanta como capital corporativa y política, y Dallas o Charlotte como nodos financieros. El Sur dejó de ser sinónimo de atraso para convertirse en motor de crecimiento: el corazón del Sun Belt, esa franja de estados cálidos donde se concentran la expansión urbana, la innovación tecnológica y la nueva inmigración hispana.

Metropolitana	Ciudades	Población	Precio vivienda promedio	Alquiler mensual promedio	Yield promedio
Washington D.C.	Washington	6.304.449	\$ 599.900	\$ 2.557	5,1%
	Arlington				
	Alexandria				
Miami	Miami	6.183.199	\$ 499.900	\$ 2.911	7,0%
	Fort Lauderdale				
	Wst Palm Beach				
Dallas	Dallas	8.100.037	\$ 425.000	\$ 2.031	5,7%
	Fort Worth				
	Arlington				
Houston	Houston	7.510.252	\$ 359.950	\$ 1.914	6,4%



	Pasadena				
	Woodlands				
	Atlanta				
Atlanta	Sandy Springs	6.305.839	\$ 415.000	\$ 2.100	6,1%
	Roswell				
	Charlotte				
Charlotte	Concord	2.805.115	\$ 438.500	\$ 1.918	5,2%
	Gastonia				
	Austin				
Austin	Round Rock	2.473.275	\$ 495.000	\$ 1.966	4,8%
	San Marcos				

*Tabla 3: información sobre las Gateway cities del sur de EE.UU. Fuentes: US Census Bureau (población total en 2023), realtor.com (precio promedio de la vivienda en septiembre 2025) y ZillowRentals (alquiler mensual promedio en septiembre 2025)*

### North East

El Nordeste de los Estados Unidos es la cuna histórica del país y su región más densamente poblada y urbanizada. Según la clasificación del U.S. Census Bureau, el área comprende nueve estados: Maine, Nuevo Hampshire, Vermont, Massachusetts, Rhode Island, Connecticut, Nueva York, Nueva Jersey y Pensilvania. En conjunto, estos territorios ocupan apenas 470.000 kilómetros cuadrados, pero concentran más de 57 millones de habitantes, lo que convierte al Nordeste en el epicentro demográfico, financiero y cultural de Estados Unidos.

El paisaje del Nordeste es una síntesis de contrastes geográficos: de las montañas boscosas de Nueva Inglaterra a las llanuras costeras del Atlántico Medio, de los lagos glaciares de Maine a los acantilados del Hudson y las bahías de Nueva Jersey. Es una región donde el bosque sigue dominando el territorio: más del 60 % de su superficie continúa cubierta por masas forestales, lo que contrasta con su densa urbanización y la convierte en un ejemplo de equilibrio histórico entre naturaleza y desarrollo.

La historia del Nordeste es, en buena medida, la historia fundacional del país. Aquí desembarcaron los primeros colonos ingleses del Mayflower en 1620, dando origen a la colonia de Plymouth y, más tarde, a la Confederación de Nueva Inglaterra. En el valle del Hudson, Henry Hudson exploró para los Países Bajos las tierras que se convertirían en la colonia de New Netherland, con su capital en New Amsterdam, hoy Nueva York. Tras la anexión inglesa de 1664, la región pasó a formar parte del sistema colonial británico y pronto se transformó en el centro del comercio atlántico y de la cultura ilustrada colonial.

A partir del siglo XIX, la región experimentó una transformación industrial sin precedentes. En el valle del Blackstone, entre Rhode Island y Massachusetts, nació la Revolución Industrial estadounidense. Los molinos textiles, la siderurgia de Pensilvania, la industria naval de Nueva York y el comercio portuario de Boston crearon un corredor urbano-industrial que se extendió desde Washington hasta Boston.

El siglo XX consolidó ese liderazgo. Nueva York se convirtió en capital financiera global, sede de Wall Street y de las mayores corporaciones del planeta; Filadelfia en centro industrial y educativo; y Boston en cuna de la innovación científica y



tecnológica. Sin embargo, la segunda mitad del siglo trajo consigo la desindustrialización y el éxodo hacia el Sur y el Oeste, procesos que golpearon duramente a ciudades como Buffalo, Pittsburgh o Newark. Aun así, el Nordeste logró reconvertirse: las antiguas fábricas dieron paso a la economía del conocimiento, a las finanzas, los seguros, la biotecnología y la educación. Hoy, su PIB regional supera los cinco billones de dólares y su renta per cápita figura entre las más altas del mundo.

Metropolitana	Ciudades	Población	Precio vivienda promedio	Alquiler mensual promedio	Yield promedio
Nueva York	New York	19.498.248	\$ 759.500	\$ 3.365	5,3%
	Newark				
	Jersey City				
Boston	Boston	4.919.179	\$ 812.000	\$ 3.226	4,8%
	Cambridge				
	Newton				
Filadelfia	Filadelfia	6.246.160	\$ 384.900	\$ 1.602	5,0%
	Camden				
	Wilmington				

*Tabla 4: información sobre las Gateway cities del noreste de EE.UU. Fuentes: US Census Bureau (población total en 2023), realtor.com (precio promedio de la vivienda en septiembre 2025) y ZillowRentals (alquiler mensual promedio en septiembre 2025)*



## Sección 2. Oferta y demanda de viviendas

### La oferta: stock y construcción de viviendas

El mercado residencial de Estados Unidos combina un gran bloque de vivienda unifamiliar y pequeños multifamiliares con un núcleo institucional de edificios de cinco o más unidades que concentran la gestión profesional del alquiler. Este segmento representa la parte más estructurada del parque de arrendamiento y define los estándares operativos y de fijación de precios del conjunto del mercado.

La edad del parque explica buena parte de los costes y las necesidades de inversión futuras. Cerca del 20 % de las unidades multifamiliares se construyeron antes de 1960 y otro 60 % entre 1960 y 1999, mientras que solo una fracción minoritaria corresponde a proyectos posteriores a 2010. Esta composición abre un doble frente: oportunidades de rehabilitación en los edificios más antiguos y presión sobre el capex de mantenimiento para sostener márgenes operativos en el medio plazo.

El crecimiento reciente refuerza la relevancia del Sur y del Oeste, donde se concentra más de un tercio de las nuevas unidades iniciadas desde 2014. En paralelo, el ritmo de construcción muestra signos de ajuste. Tras la oleada de proyectos lanzados entre 2021 y 2022, las entregas continúan en niveles elevados pero los permisos e inicios se han moderado con fuerza, anticipando una menor incorporación neta de vivienda en 2025 y 2026. Este giro marca un cambio de fase hacia un escenario de normalización de la oferta.

El riesgo de sobreoferta se concentra en mercados que crecieron con mayor intensidad tras la pandemia, como Austin, Phoenix o Raleigh-Durham, donde la absorción de nuevas unidades todavía requiere concesiones o tiempos de lease-up más largos. En horizontes de 24 a 36 meses, la caída de nuevos permisos y el agotamiento del pipeline heredado reducen el riesgo sistémico y delimitan el exceso a nichos muy concretos.

### La demanda: demografía y composición de hogares

La demanda de vivienda se sustenta en una base demográfica sólida y previsible. Desde el año 2000 la población estadounidense crece entre 0,5 % y 1 % anual, lo que equivale a unos 2,5 millones de personas adicionales cada año. Con un tamaño medio del hogar cercano a 2,5 personas, ese crecimiento se traduce en cerca de un millón de nuevas unidades de vivienda necesarias por ejercicio.

El Sur se ha consolidado como la principal zona de expansión demográfica. Este patrón es el resultado de décadas de migración interna y externa que responden a ventajas de coste de vida, empleo y fiscalidad. Estas dinámicas explican por qué los mercados del Sun Belt absorben mejor las entregas recientes y mantienen tasas de ocupación elevadas incluso en fases de menor crecimiento macroeconómico.

El mercado laboral y los ingresos determinan el esfuerzo de alquiler y, por tanto, la estabilidad de la demanda. En las regiones con empleo sólido y salarios crecientes, la renovación de contratos se mantiene alta y la rotación baja. En los mercados donde los alquileres superan el 35 % de la renta disponible, la permanencia



depende de la previsibilidad de costes y servicios. Las diferencias salariales entre regiones definen distintos umbrales de asequibilidad: las áreas de ingresos altos soportan rentas mayores pero con mayor esfuerzo financiero, mientras que las regiones del Midwest y del Sur ofrecen una base más amplia de asequibilidad y sostienen la ocupación con menor tensión de precios.

### Cruce oferta y demanda: ¿Dónde estamos hoy?

El balance reciente muestra un ligero superávit de oferta tras la expansión iniciada en 2021. Entre 2021 y 2024 se habrían entregado cerca de 2,4 millones de viviendas más de las requeridas por la formación de hogares, con diferencias regionales marcadas. El Sur y el Oeste registran los mayores excedentes pero también las mayores caídas en nuevos inicios, lo que indica un proceso de ajuste natural que reduce progresivamente la brecha. En cambio, el Noreste comienza a mostrar tensiones de déficit por las limitaciones estructurales de suelo y permisos, mientras que el Midwest mantiene un equilibrio razonable gracias a su estabilidad de precios y ritmos de construcción moderados.

En términos operativos, el mercado se encuentra en una fase de transición. La digestión del exceso reciente se concentra en pocos submercados y el descenso de las nuevas viviendas apunta a un retorno al equilibrio entre 2025 y 2026. Para los REITs de apartamentos, este entorno combina menor competencia de oferta, demanda demográfica constante y condiciones financieras gradualmente más favorables, un conjunto de factores que tiende a estabilizar el NOI y a normalizar los múltiplos de valoración del sector.

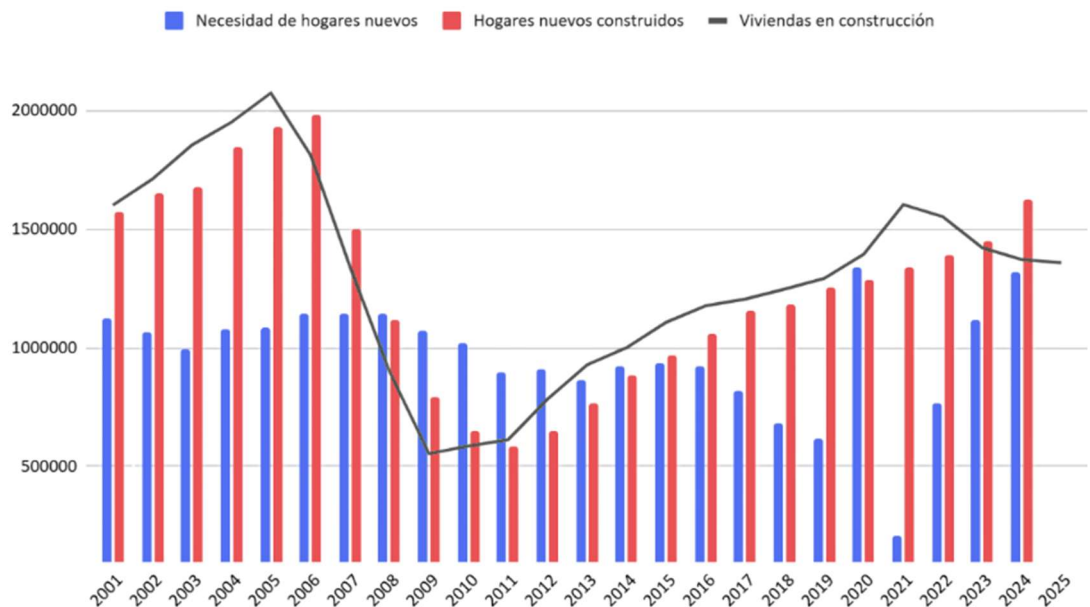


Figura 4: Análisis de la demanda y oferta estructural de vivienda en EE.UU Fuente: FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis y elaboración propia

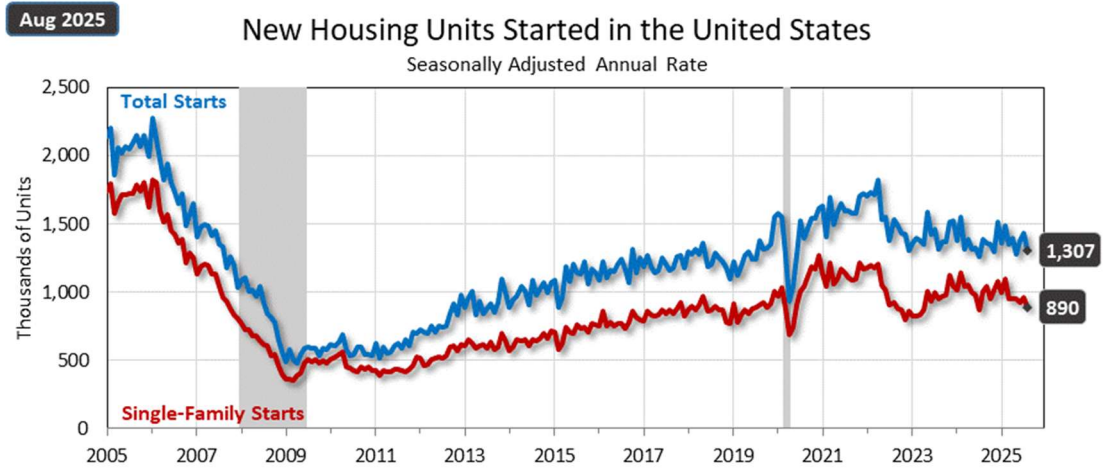


Figura 5: número de nuevas viviendas iniciadas en EE.UU. Desglose entre unifamiliar (línea roja) y total (línea azul). Fuente: United States Census Bureau and HUD, New Residential Construction report, Septiembre 2025



## Sección 3. La figura del REIT

### La figura jurídica del REIT en EE.UU.

La figura del Real Estate Investment Trust (REIT) nació en 1960, cuando el Congreso aprobó la Real Estate Investment Trust Act como parte de la Cigar Excise Tax Extension firmada por Dwight D. Eisenhower. La idea fundacional era sencilla y revolucionaria: permitir que los pequeños inversores accedieran a carteras diversificadas de bienes raíces con la misma facilidad con la que adquirirían acciones o participaciones en fondos mutuos. Hasta entonces, la inversión inmobiliaria institucional quedaba reservada a grandes patrimonios y aseguradoras. El REIT introdujo un vehículo colectivo con liquidez, transparencia y tratamiento fiscal específico que acercó el rendimiento de la propiedad a los mercados de capitales.

Desde un punto de vista jurídico, un REIT puede organizarse como corporación, trust o asociación, siempre que cumpla con las disposiciones del Internal Revenue Code, secciones 856 a 859. Este marco lo define como una entidad de propósito inmobiliario, administrada por un consejo de dirección o fiduciarios, con una base accionarial amplia y una política de distribución obligatoria de beneficios. Para acogerse formalmente al régimen, la entidad debe registrarse ante el Internal Revenue Service mediante la presentación del Formulario 1120-REIT, lo que la somete a un conjunto preciso de requisitos de composición de activos, ingresos y propiedad accionarial. La estructura mantiene una regla de diversificación mínima de cien accionistas y limita la concentración para evitar el control excesivo de unos pocos, lo que garantiza su carácter de inversión colectiva.

El elemento fiscal es el núcleo de la figura. La ley concede al REIT un tratamiento de transparencia impositiva: si distribuye al menos el 90 % de su ingreso imponible en forma de dividendos, queda exento del impuesto federal corporativo, trasladando la carga tributaria a los accionistas individuales. Ese diseño evita la doble imposición y transforma la renta inmobiliaria en un flujo de dividendo comparable al de una acción, con la ventaja adicional de provenir de activos reales arrendados o hipotecarios. Para sostener ese beneficio, el código exige que tres cuartas partes de los activos y de los ingresos brutos procedan de bienes raíces, intereses hipotecarios o rentas derivadas de la explotación directa de inmuebles. La lógica económica es sencilla: mantener la pureza inmobiliaria del vehículo y limitar su exposición a actividades financieras o especulativas.

Con el paso del tiempo, el REIT se adaptó a las transformaciones del mercado. La reforma fiscal de 1976 consolidó su reconocimiento como corporación moderna, mientras la de 1986 reforzó los mecanismos de control sobre estructuras fiduciarias. En 1992, el modelo UPREIT permitió que propietarios aportaran sus activos a un operating partnership a cambio de unidades convertibles en acciones, ampliando la flexibilidad y abriendo una vía eficiente de integración de carteras privadas en plataformas cotizadas. Esa arquitectura marcó el comienzo de la era contemporánea de los REITs, en la que el capital fluye con agilidad entre ladrillo y mercado, y donde la valoración bursátil refleja la evolución de los fundamentos inmobiliarios.



Los Equity REITs poseen y gestionan inmuebles productivos (oficinas, residenciales, hoteles, centros comerciales, parques logísticos), mientras que los Mortgage REITs financian el sector mediante hipotecas y valores respaldados por préstamos. Hoy los REITs, supervisados por la SEC, constituyen un vehículo líquido y fiscalmente eficiente que canaliza el ahorro privado hacia la economía real.

### **Ventajas y desventajas de los REITs respecto a los holdings inmobiliarios**

El REIT estadounidense se concibe como una fórmula de propiedad colectiva que sustituye el modelo clásico de holding inmobiliario por un vehículo transparente, líquido y normativamente acotado. Ambos persiguen un mismo fin —la explotación de activos inmobiliarios—, pero su arquitectura fiscal y operativa produce efectos distintos sobre el flujo de caja, la reinversión y el perfil del accionista. En un holding tradicional, los beneficios tributan al 21 % de impuesto corporativo antes de distribuirse, y los dividendos vuelven a gravarse en manos del accionista; el REIT elimina ese doble peaje al trasladar la imposición a nivel individual siempre que distribuya al menos el 90 % de su renta imponible, lo que lo convierte en un instrumento fiscalmente eficiente para la generación y retorno de rentas recurrentes. La diferencia no es menor: un REIT convierte la renta inmobiliaria en un flujo directo al inversor, mientras un holding debe absorber primero el coste fiscal de la corporación.

El coste de esa transparencia es la limitación operativa. Un REIT está sujeto a los llamados tests de ingresos y de activos: al menos 75 % de los ingresos brutos debe proceder de fuentes inmobiliarias puras —rentas, intereses hipotecarios, plusvalías de venta—, y al menos 75 % del balance ha de estar invertido en inmuebles o hipotecas. Las actividades accesorias o de servicios deben canalizarse a través de Taxable REIT Subsidiaries (TRS), filiales sujetas al impuesto corporativo ordinario. Este corsé jurídico protege la pureza inmobiliaria del vehículo y da a los inversores una lectura homogénea de su desempeño, pero también restringe la flexibilidad estratégica frente a un holding tradicional, que puede diversificar hacia actividades comerciales, hoteleras o industriales sin incurrir en riesgo de descualificación fiscal.

La segunda gran diferencia reside en la mecánica de distribución y capitalización. La obligación de repartir dividendos limita la retención de beneficios y, por tanto, la capacidad de reinversión orgánica. Un holding convencional puede financiar su crecimiento con beneficios retenidos, mientras un REIT depende del acceso continuo a los mercados de capitales, ya sea mediante ampliaciones de capital o endeudamiento. Este rasgo imprime a los REITs una disciplina financiera visible donde su expansión depende de la confianza de los inversores y de la solidez del spread entre el cap rate de adquisición y el coste de la deuda. La transparencia de las métricas sectoriales —NOI, FFO, AFFO— permite a los analistas seguir con precisión la generación de caja operativa y el potencial de dividendos, una visibilidad que rara vez ofrece un holding privado, donde las decisiones de financiación y reinversión quedan dentro del perímetro discrecional del accionista mayoritario.

Desde el punto de vista contable, el REIT reemplaza el beneficio neto GAAP por un enfoque centrado en el flujo operativo. El Funds From Operations (FFO) y su versión ajustada (AFFO) eliminan los efectos de la depreciación contable —que en



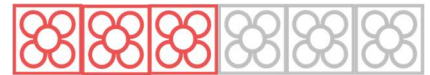
inmuebles no representa una pérdida económica real— y los resultados extraordinarios, ofreciendo una medida más pura de la caja recurrente. Este cambio de paradigma favorece la comparación transversal entre compañías y aporta una métrica de calidad del dividendo que el holding tradicional no necesita comunicar de forma estandarizada. De esta forma, en el entorno de los REITs cotizados, los múltiplos P/FFO o EV/FFO se convierten en el termómetro central de valoración, sustituyendo al PER como métrica de referencia.

A la hora de valorar el riesgo, los REITs operan bajo un marco regulado y transparente, con auditorías, informes a la SEC y gobierno corporativo equiparable al de cualquier sociedad cotizada. Un holding inmobiliario, en cambio, puede operar con estructuras más opacas y flexibles, pero también con menor acceso a financiación institucional. La exposición regulatoria es el reverso de la confianza del mercado: el incumplimiento de los tests o de la obligación de distribución puede implicar la pérdida del estatus fiscal de REIT, con sanciones y recalificación retroactiva. Esa amenaza disciplinaria explica por qué los gestores de REITs priorizan la estabilidad operativa, el control de deuda y la predictibilidad de los dividendos sobre estrategias más especulativas.

La diferencia esencial, en última instancia, es filosófica. El holding inmobiliario es una extensión del propietario que retiene el control sobre la tierra y el capital; el REIT es una plataforma colectiva que democratiza la propiedad y convierte el ladrillo en un activo financiero líquido. La rigidez normativa que impone el código fiscal estadounidense se compensa con la confianza, la liquidez y la trazabilidad de resultados que ofrece al inversor.

<b>Rentas de alquileres</b>	<b>1.000</b>
Propiedad y mantenimiento	-115
Impuestos sobre los inmuebles	-100
<b>Gastos operativos</b>	<b>-215</b>
Gestión de los inmuebles	-25
Generales y administrativos	-20
Depreciación y amortización	-380
Resultado por ventas inmuebles	105
<b>Beneficio operativo</b>	<b>465</b>
Intereses sobre la deuda	-190
Amortización costes financieros	-20
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>255</b>
Impuestos corporativos	-2
<b>Beneficio neto</b>	<b>253</b>

*Tabla 5: cuenta de resultados estándar y simplificada de un REIT estadounidense. Fuentes: elaboración propia*



<b>Beneficio neto</b>	<b>253</b>
Depreciación y amortización	380
Resultado por ventas inmuebles	-105
Distribución a preferentes	-5
<b>Fund From Operations (FFO)</b>	<b>523</b>
Otros resultados anormales	30
<b>FFO normalizado</b>	<b>553</b>
CapEx recurrente	-210
<b>Adjusted FFO (AFFO)</b>	<b>343</b>

*Tabla 6: conciliación del FFO y del AFFO estándar y simplificada de un REIT estadounidense.  
Fuentes: elaboración propia*



## Sección 4. Métricas financieras de los REITs

### Rentas

#### Unidades de viviendas

Las unidades de viviendas same-store es una de las métricas operativas centrales en el análisis de REITs residenciales. Representa el número de unidades comparables que permanecen en operación continua durante al menos dos ejercicios consecutivos y que, por tanto, permiten medir de forma homogénea la evolución de rentas, ocupación y gastos sin distorsión por adquisiciones, ventas o desarrollos recientes. Su cálculo parte del total de unidades en propiedad y descuenta aquellas que no cumplen el criterio de comparabilidad temporal, ajustando además por joint ventures o participaciones parciales. En los informes de gestión, el indicador sirve para aislar el efecto de la gestión operativa de los movimientos de cartera, ofreciendo una visión clara del crecimiento interno frente al crecimiento por expansión externa.

El análisis de las seis principales plataformas multifamiliares de este estudio – Equity Residential (EQR), Mid-America Apartments (MAA), AvalonBay (AVB), Essex (ESS), UDR y Camden Property Trust (CPT)– revela una trayectoria de crecimiento sostenido entre 2018 y 2024, seguida de una fase de estabilización reciente. En 2018, el conjunto sumaba 348.590 unidades same-store, cifra que asciende a 406.928 en 2024, un aumento de 16,7 % en seis años. Este avance refleja el efecto acumulado de proyectos de desarrollo integrados al perímetro comparable y de la consolidación de mercados maduros, especialmente en el Sun Belt y la Costa Oeste. Las previsiones a partir de 2025 muestran un punto de inflexión: el total ponderado alcanzaría su máximo con 410.054 unidades en 2026, para luego descender gradualmente hasta 403.864 en 2028, una señal de estabilización del parque operativo y de una estrategia de rotación selectiva de activos por parte de los gestores.

	Año										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EQR US	73.992	75.816	73.585	74.077	78.107	76.297	75.299	75.109	74.463	73.427	69.200
MAA US	93.483	94.552	95.113	97.003	96.313	95.286	97.290	96.397	96.424	95.851	96.568
AVB US	54.901	59.802	67.997	70.120	69.493	74.730	76.858	77.535	77.940	77.475	76.847
ESS US	46.573	47.902	46.550	47.090	49.119	50.064	50.187	49.250	49.173	49.108	49.469
UDR US	37.673	37.959	41.226	45.143	47.360	51.368	51.428	55.797	55.781	55.829	54.915
CPT US	41.968	41.986	43.710	44.122	46.151	47.423	55.866	56.265	56.273	56.002	56.865
<b>Total</b>	<b>348.590</b>	<b>358.017</b>	<b>368.181</b>	<b>377.555</b>	<b>386.543</b>	<b>395.168</b>	<b>406.928</b>	<b>410.352</b>	<b>410.053</b>	<b>407.691</b>	<b>403.863</b>
% YoY		2,7%	2,8%	2,5%	2,4%	2,2%	3,0%	0,8%	-0,1%	-0,6%	-0,9%

Tabla 7: número de viviendas same-store de los REITs analizados. Fuentes: datos Bloomberg y elaboración propia

La lectura de la tabla evidencia un patrón de madurez del sector. El crecimiento vigoroso de 2018 a 2023 responde a una combinación de entregas acumuladas, reinversiones en activos existentes y absorción de la demanda pospandemia. A



partir de 2025, las series proyectadas apuntan a una estabilización de las unidades comparables, producto de una menor expansión del pipeline y de una estrategia de consolidación de rentabilidad sobre el parque ya operativo. Este comportamiento es coherente con la etapa del ciclo en que el sector multifamily ingresa en equilibrio entre oferta y absorción, donde el crecimiento del ingreso por unidad dependerá menos del aumento del parque y más de la gestión de rentas y ocupación sobre un inventario maduro y geográficamente diversificado.

### Renta por unidad

La renta por unidad es la métrica que resume la productividad económica del parque residencial de un REIT. Expresa el ingreso medio mensual o anual generado por cada unidad arrendada, y actúa como un termómetro directo de la capacidad del activo para generar flujo de caja recurrente. Su cálculo se obtiene dividiendo los ingresos brutos por alquileres de un periodo entre el número de unidades ocupadas o disponibles para arrendamiento dentro del perímetro *same-store*, de modo que refleja la evolución orgánica del precio de la vivienda, sin distorsiones por adquisiciones o ventas. La lectura del indicador combina dos dimensiones: el poder de fijación de precios del propietario y la salud de la demanda de alquiler, ya que un incremento sostenido de la renta por unidad solo es sostenible cuando el mercado laboral y el ingreso disponible acompañan. Además, el crecimiento de este indicador se traduce directamente en expansión del Net Operating Income (NOI) y, por tanto, en la capacidad del REIT de incrementar dividendos o financiar reinversiones.

La evolución conjunta de las seis grandes plataformas multifamily –EQR, MAA, AVB, ESS, UDR y CPT– muestra un ciclo de crecimiento continuo desde 2018, con una breve desaceleración en los años de pandemia y una recuperación vigorosa posterior. En el agregado ponderado, la renta media por unidad pasó de 2.017 dólares en 2018 a 2.473 en 2024, un aumento del 22,6 % en seis años, impulsado por la expansión de rentas en mercados de alta demanda como la Costa Oeste y el Sun Belt. Las proyecciones hasta 2028 sugieren una continuación del avance, aunque con pendiente más moderada, hasta alcanzar 2.683 dólares, reflejo de un escenario de normalización tras el ciclo inflacionario de 2022–2023.

	Año										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EQR US	2.748	2.797	2.797	2.640	2.898	3.029	3.127	3.191	3.236	3.309	3.390
MAA US	1.201	1.245	1.290	1.365	1.565	1.676	1.688	1.692	1.710	1.739	1.747
AVB US	2.584	2.689	2.624	2.504	2.774	2.926	3.004	3.069	3.149	3.250	3.365
ESS US	2.242	2.318	2.349	2.313	2.486	2.604	2.655	2.704	2.756	2.876	2.998
UDR US	2.105	2.189	2.138	2.183	2.425	2.501	2.554	2.592	2.632	2.708	2.727
CPT US	1.475	1.525	1.578	1.642	1.868	1.999	1.992	2.004	2.032	2.113	2.175
<b>Avg</b>	<b>2.017</b>	<b>2.091</b>	<b>2.101</b>	<b>2.075</b>	<b>2.310</b>	<b>2.437</b>	<b>2.473</b>	<b>2.513</b>	<b>2.556</b>	<b>2.630</b>	<b>2.683</b>
% YoY		3,7%	0,5%	-1,2%	11,3%	5,5%	1,5%	1,6%	1,7%	2,9%	2,0%

Tabla 8: ingresos de rentas mensuales por vivienda *same-store* de los REITs analizados (en USD).

Fuentes: datos Bloomberg y elaboración propia



En el plano individual, las diferencias regionales definen claramente la jerarquía de rentas. Equity Residential (EQR) y Essex Property Trust (ESS) lideran de forma sostenida por su exposición a mercados de alto valor –San Francisco, Seattle, Boston, Nueva York–, con rentas promedio que superan los 3.100 dólares en 2024 y se proyectan por encima de 3.400 dólares hacia 2029. AvalonBay (AVB) se mantiene en el mismo rango, con un ascenso desde 2.504 dólares en 2021 a 3.004 en 2024, reflejando la recuperación del corredor Atlántico y del Norte de California. En el extremo opuesto, Mid-America Apartments (MAA) y Camden Property Trust (CPT) operan en el corazón del Sun Belt con rentas más bajas –entre 1.700 y 2.000 dólares en 2024–, pero con crecimientos relativos superiores al 30 % respecto a 2018, impulsados por el fuerte dinamismo migratorio y laboral de Texas, Florida y Tennessee. UDR, con un parque diversificado y presencia tanto en costa como en interior, mantiene una trayectoria intermedia con rentas que avanzan desde 2.105 a 2.554 dólares en el mismo periodo.

El patrón general que refleja la tabla es el de un sector que ha trasladado con éxito los incrementos de costes y la inflación a la renta efectiva, sin perder ocupación. El salto entre 2021 y 2023 marca el punto álgido del ajuste pospandemia: la renta ponderada pasa de 2.075 a 2.437 dólares, un crecimiento del 17,5 % en apenas dos años, impulsado por la escasez de inventario y la competencia por vivienda en mercados urbanos. A partir de 2025, las proyecciones apuntan a un ritmo más pausado, en torno al 2% anual, compatible con la estabilización del empleo y con una inflación más contenida.

### Ratio de esfuerzo de los alquileres

El ratio de esfuerzo –medido como la proporción del ingreso medio que los hogares destinan al pago del alquiler– constituye una métrica esencial para evaluar la sostenibilidad del mercado residencial y la elasticidad de la demanda de vivienda. Actúa como un límite natural al crecimiento de las rentas, ya que un aumento de precios no respaldado por una mejora equivalente en los ingresos erosiona la capacidad de pago y eleva el riesgo de rotación de inquilinos.

En el agregado nacional, el esfuerzo promedio se sitúa en torno al 30 %, aunque con una dispersión marcada entre áreas metropolitanas. Las regiones costeras del Noreste y la Costa Oeste presentan los mayores niveles de tensión: Nueva York (40,4 %), Miami (43,2 %) y Los Ángeles (33,8 %) encabezan el ranking, reflejo de la combinación entre rentas elevadas y crecimiento salarial insuficiente. En contraste, los mercados del interior y del Sun Belt muestran ratios más equilibrados, en torno al 25 %-27 %, como Dallas, Charlotte o Austin, donde la expansión del empleo y el coste relativo de la vivienda mantienen la asequibilidad.

Ciudad	Región	Renta Promedio	Esfuerzo
New York	NE	\$3.365	40%
Los Angeles	WE	\$2.713	34%
San Francisco	WE	\$3.038	27%
Chicago	MW	\$2.006	27%
Washington DC	ST	\$2.557	24%
Boston	NE	\$3.226	33%



Miami	ST	\$2.911	43%
Dallas	ST	\$2.031	26%
Houston	ST	\$1.914	28%
Seattle	WE	\$2.243	24%
Atlanta	ST	\$2.100	27%
Philadelphia	NE	\$1.602	21%
San Jose	WE	\$3.209	25%
Phoenix	WE	\$1.929	26%
San Diego	WE	\$3.088	34%
Denver	WE	\$2.108	23%
Charlotte	ST	\$1.918	27%
Minneapolis	MW	\$1.640	20%
Portland	WE	\$1.885	24%
Austin	ST	\$1.966	24%

*Tabla 9: ratio de esfuerzo de alquiler en las Gateway cities analizadas (rentas promedio en USD al mes). Fuentes: datos ZillowRentals, US Census Bureau y elaboración propia*

Este diferencial geográfico revela que el riesgo de saturación del mercado se concentra en los enclaves urbanos premium, mientras que las ciudades de segundo nivel conservan margen para nuevos incrementos de renta sin comprometer la ocupación.

## Net Operating Income (NOI)

### Componentes del Net Operating Income

El Net Operating Income (NOI) es la piedra angular del análisis financiero de los REITs inmobiliarios y, en particular, de los multifamily. Representa la renta operativa neta generada por los activos tras deducir todos los gastos necesarios para su funcionamiento, pero antes de considerar costes financieros, impuestos, amortizaciones y gastos no recurrentes. En términos contables, el NOI se construye como la diferencia entre los ingresos operativos brutos y los gastos operativos directos, ofreciendo una medida pura de la eficiencia económica del activo. Su importancia reside en que permite comparar propiedades o carteras distintas sin la distorsión de estructuras de capital, tipos impositivos o estrategias de financiación, actuando así como un proxy del rendimiento económico real del inmueble.

El cálculo parte de la renta total efectiva, que recoge los ingresos por alquileres netos de concesiones y vacaciones, a la que se suman las rentas auxiliares –tarifas por aparcamiento, mascotas, lavandería, almacenamiento, servicios tecnológicos o suministros–. Este bloque de ingresos refleja la capacidad del propietario de monetizar la experiencia residencial y de capturar el valor añadido derivado de la prestación de servicios. Frente a los ingresos brutos teóricos, la renta efectiva ofrece una lectura más precisa de la generación real de caja, ya que descuenta las promociones y descuentos que cada mercado exige para mantener tasas de ocupación competitivas.



En el lado de los gastos, el NOI incorpora los costes operativos recurrentes asociados a la gestión del activo: mantenimiento, reparaciones, servicios públicos, seguros, impuestos sobre la propiedad y gastos de administración o property management. También incluye los salarios y beneficios del personal in situ, la limpieza, jardinería, seguridad, costes de marketing y publicidad. No se incluyen, sin embargo, los gastos de capital (CapEx), los intereses de deuda ni las amortizaciones, porque no forman parte de la operación ordinaria del activo. Este enfoque separa de forma deliberada la rentabilidad del inmueble de la estructura financiera que lo soporta.

Rentas de alquileres brutas	980
Otros ingresos operativos	25
<b>Rentas globales</b>	<b>1.005</b>
Pérdidas por unidades vacías	-5
<b>Rentas de alquileres netas</b>	<b>1.000</b>
Propiedad y mantenimiento	-115
Impuestos sobre los inmuebles	-100
<b>Net Operative Income (NOI)</b>	<b>785</b>

*Tabla 9: construcción del Net Operating Income estándar y simplificada de un REIT estadounidense. Fuentes: elaboración propia*

Dentro de un REIT multifamily, el NOI se consolida a nivel de propiedad y luego a nivel de portafolio, lo que permite analizar la evolución tanto por submercado como por tipo de activo. Un crecimiento sostenido del NOI puede provenir de tres vías: incremento de rentas, reducción de vacancia o mejora en la eficiencia de costes. En los últimos años, las compañías han añadido una cuarta palanca: la digitalización operativa. El uso de sistemas de mantenimiento predictivo, automatización de pagos y atención al residente mediante plataformas tecnológicas ha reducido los gastos operativos por unidad y ha mejorado la previsibilidad del flujo de caja.

Desde la perspectiva analítica, el NOI también sirve como base para el cálculo de otras métricas fundamentales. La tasa de capitalización (cap rate) se deriva de la relación entre NOI y el valor de mercado del activo, ofreciendo un parámetro de rentabilidad implícita. A su vez, la evolución interanual del NOI same-store es uno de los indicadores más observados por analistas e inversores, pues refleja el crecimiento orgánico de los ingresos operativos ajustado por los cambios de cartera. En los REITs residenciales, un crecimiento anual del NOI same-store entre el 3 % y el 5 % suele considerarse señal de equilibrio entre poder de fijación de precios y control de gastos, mientras que desviaciones por encima o por debajo de ese rango indican presiones de mercado o deterioro operativo.

	2018-2024	2024-2027	2024-2029
EQR US	2,02%	3,38%	3,89%
MAA US	5,81%	2,82%	4,16%
AVB US	4,47%	5,64%	5,81%



ESS US	3,46%	4,02%	4,43%
UDR US	7,64%	2,81%	4,65%
CPT US	8,29%	3,11%	4,54%
<b>US Residencial</b>	<b>4,67%</b>	<b>3,80%</b>	<b>4,63%</b>

Tabla 10: crecimientos históricos anualizados (periodo 2018-2024) y futuros estimados a medio (periodo 2024-2027) y largo plazo (2024-2029) anualizados. Fuentes: datos Bloomberg y elaboración propia

### Tasa de ocupación

La tasa de ocupación mide la proporción de unidades alquiladas respecto al total disponible en un periodo determinado y es el indicador que mejor traduce la salud operativa inmediata de un portafolio multifamily. Su cálculo es directo: se divide el número de unidades arrendadas entre el número total de unidades habitables, incluyendo tanto las que están ocupadas como las disponibles para alquiler. Aunque su aparente simplicidad puede llevar a subestimarla, esta métrica condensa las condiciones de equilibrio entre oferta, demanda y precio en cada mercado. Una tasa estable y elevada revela capacidad de absorción y fidelización de inquilinos; una caída persistente, en cambio, suele anticipar presión competitiva, exceso de entregas o ajustes en la fijación de rentas.

En los REITs multifamily, la ocupación actúa como barómetro del ciclo, pues se mueve en sincronía con el pulso del mercado laboral, la migración doméstica y el ritmo de construcción. A diferencia de otros indicadores más financieros, la tasa de ocupación se actualiza con rapidez ante cualquier cambio en la demanda efectiva. Los gestores la siguen semanalmente porque afecta directamente al flujo operativo: una variación de apenas un punto porcentual puede alterar el Net Operating Income más que una subida moderada de rentas, especialmente en carteras de gran escala. Por esta razón, los informes trimestrales de los REITs suelen acompañar la cifra con comentarios sobre tendencias de renovación, concesiones activas y velocidad de lease-up, tres variables que matizan la lectura cuantitativa de la ocupación.

	Año						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EQR US	96,2%	96,4%	95,1%	96,1%	96,4%	95,9%	96,2%
MAA US	96,1%	95,9%	95,6%	96,1%	95,7%	95,6%	95,5%
AVB US	96,1%	95,9%	94,6%	96,0%	96,1%	95,8%	95,8%
ESS US	96,7%	97,1%	96,5%	96,1%	96,0%	96,1%	95,9%
UDR US	96,4%	96,6%	96,1%	97,1%	96,8%	96,9%	96,6%
CPT US	95,6%	96,0%	95,5%	97,1%	95,8%	94,9%	95,3%
<b>Avg</b>	<b>96,2%</b>	<b>96,3%</b>	<b>95,6%</b>	<b>96,4%</b>	<b>96,1%</b>	<b>95,9%</b>	<b>95,9%</b>

Tabla 11: tasas de ocupación a cierre de cada año de los REITs del estudio. Fuentes: Bloomberg

La evolución de los seis grandes REITs residenciales –Equity Residential (EQR), Mid-America Apartments (MAA), AvalonBay (AVB), Essex (ESS), UDR y Camden Property Trust (CPT)– muestra una estabilidad estructural en el rango del 95–97 %



durante el periodo 2018–2024. En conjunto, la media ponderada pasó de 96,2 % en 2018 a 95,9 % en 2024, una variación mínima que refleja la resiliencia del sector incluso en fases de desaceleración. La caída observada en 2020, con un descenso de unas tres décimas, coincide con el momento de mayor dislocación del mercado por el impacto de la pandemia, mientras que la recuperación inmediata de 2021–2022 confirma la fortaleza del alquiler institucional en las áreas metropolitanas estadounidenses.

A partir de 2025, las proyecciones incorporan un ajuste transitorio con un promedio que desciende a 93,8 %, asociado al exceso de entregas en los mercados del Sur y del Oeste y a la desaceleración temporal de la absorción. Esa moderación se considera coyuntural: el dato vuelve a estabilizarse en torno al 96 % desde 2026, acompañando la absorción progresiva del pipeline y el reequilibrio entre oferta y demanda. En el plano individual, Essex mantiene de forma consistente las ocupaciones más altas del grupo, con un promedio superior al 96,5 %, apoyado en su exposición a zonas de alta restricción de suelo como California y Washington. Mid-America y AvalonBay muestran perfiles más cíclicos, con ligeros descensos en 2023–2024, coherentes con la fuerte expansión de unidades nuevas en el Sun Belt. UDR y Camden, con carteras diversificadas y gestión activa de concesiones, reflejan la elasticidad típica de los portafolios que combinan producto urbano y suburbano.

La lectura general del gráfico revela un sector que ha mantenido una ocupación casi plena durante más de una década, amortiguando los efectos del ciclo de construcción y de la volatilidad macroeconómica. El margen de fluctuación – apenas dos puntos porcentuales en todo el horizonte proyectado– confirma que el multifamily institucional opera en una franja de estabilidad operativa muy estrecha, donde los ajustes se canalizan más por precio que por volumen. Esa constancia en la ocupación es la base sobre la que descansa la previsibilidad del NOI y la principal razón por la cual los REITs residenciales se consideran uno de los activos más defensivos dentro del real estate estadounidense.

### **NOI por unidad**

El NOI por unidad representa la medida más depurada de la rentabilidad operativa en el negocio multifamily. Expresa la renta neta operativa generada por cada vivienda comparable, una vez deducidos los gastos de funcionamiento pero antes de intereses, amortizaciones o impuestos. Es, en esencia, el rendimiento puro del activo medido a escala individual, lo que permite comparar eficiencia entre distintas compañías, regiones o tipologías de propiedad. Su cálculo parte del Net Operating Income same-store –esto es, de las propiedades que han permanecido en operación continua durante al menos dos ejercicios– dividido entre el número de unidades incluidas en ese mismo perímetro. Al aislar los efectos de adquisiciones o rotaciones de cartera, el indicador muestra con precisión el pulso orgánico de la gestión, su capacidad de trasladar rentas, controlar gastos y sostener márgenes en contextos de mercado cambiantes.

El comportamiento de las seis principales plataformas multifamily refleja una expansión sólida del NOI por unidad durante el periodo 2018–2024, seguida de un crecimiento más gradual en los años proyectados. El total ponderado avanza de 1.039 dólares en 2018 a 1.427 en 2024, lo que supone un incremento acumulado del 37 %, impulsado por la recuperación de rentas tras la pandemia y por una mejora



sostenida en la eficiencia operativa. Las previsiones para 2025–2028 proyectan un ascenso estable hasta 1.603 dólares, con un ritmo de crecimiento anual cercano al 3,0%, señal de madurez del ciclo y de estabilización en los costes de mantenimiento y servicios.

	Año										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EQR US	1.658	1.762	1.645	1.538	1.731	1.881	1.929	1.964	2.036	2.113	2.181
MAA US	906	968	1.002	1.062	1.243	1.307	1.321	1.299	1.326	1.373	1.475
AVB US	1.166	1.317	1.407	1.370	1.540	1.732	1.828	1.913	1.979	2.044	2.124
ESS US	923	989	905	891	1.052	1.119	1.148	1.154	1.188	1.224	1.267
UDR US	682	696	786	799	996	1.047	1.090	1.102	1.136	1.185	1.224
CPT US	526	552	582	621	753	804	943	969	991	1.033	1.071
<b>Avg</b>	<b>1.039</b>	<b>1.120</b>	<b>1.119</b>	<b>1.108</b>	<b>1.282</b>	<b>1.380</b>	<b>1.427</b>	<b>1.447</b>	<b>1.491</b>	<b>1.543</b>	<b>1.603</b>
% YoY		7,8%	-0,1%	-1,0%	15,7%	7,6%	3,4%	1,4%	3,0%	3,5%	3,9%

Tabla 12: Net Operating Income por unidad (same-store) (en USD al mes). Fuentes: datos Bloomberg y elaboración propia

En el plano individual, los líderes tradicionales mantienen su jerarquía. EQR, con una base de unidades en mercados de renta alta, eleva su NOI por unidad desde 1.658 dólares en 2018 hasta 1.929 en 2024, y proyecta superar los 2.260 dólares hacia 2029. AvalonBay (AVB) muestra un patrón similar, con un crecimiento acumulado del 87 % en el mismo horizonte, pasando de 1.166 a 2.190 dólares, lo que refleja su capacidad de fijación de precios en mercados costeros de demanda inelástica. Essex (ESS), concentrada en California y el Noroeste Pacífico, avanza de 923 a 1.184 dólares en el mismo periodo, mientras que MAA y UDR –con carteras más expuestas al Sun Belt y a mercados secundarios– mejoran su NOI por unidad desde 906 y 682 dólares en 2018 hasta 1.321 y 1.090 dólares en 2024, confirmando que los incrementos de rentas en el sur del país se traducen en márgenes operativos sólidos. Camden Property Trust (CPT), aunque parte de la base más baja del grupo, destaca por su ritmo de crecimiento relativo, con un aumento superior al 80 % entre 2018 y 2024, impulsado por la expansión de su parque en Texas y Florida.

### Fund From Operations (FFO) y Adjusted FFO

El Funds From Operations (FFO) es el indicador más utilizado por analistas e inversores para evaluar la capacidad de un REIT de generar flujo de caja operativo real y sostenible. Nació como una respuesta a las limitaciones del beneficio contable neto, que en el caso de los REITs tiende a distorsionarse por el elevado peso de la depreciación contable de los activos inmobiliarios. En su formulación más simple, el FFO se obtiene sumando al resultado neto, la depreciación y amortización de propiedades, y eliminando las ganancias o pérdidas derivadas de ventas de activos o eventos extraordinarios. De este modo, ofrece una visión más fiel del rendimiento recurrente de las operaciones y de la capacidad del portafolio para sostener dividendos.



La versión Adjusted FFO (AFFO) profundiza este enfoque incorporando ajustes adicionales que buscan aproximar el flujo de caja disponible para el accionista. A partir del FFO, se descuentan los gastos de mantenimiento de capital (recurring CapEx), los incentivos a inquilinos, las comisiones de leasing y otras partidas no recurrentes o no monetarias. El AFFO, por tanto, se interpreta como una medida más depurada del efectivo libre que el REIT puede destinar al pago de dividendos o a reinversión sin comprometer la estabilidad operativa. En la práctica, su relevancia es doble: sirve tanto como referencia de valoración –al calcular el múltiplo P/AFFO, equivalente al PER ajustado del sector– como de sostenibilidad de dividendos –al relacionarlo con el payout ratio–.

	Año										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EQR US	1.205	1.311	1.238	1.151	1.374	1.464	1.470	1.567	1.625	1.703	1.793
MAA US	713	773	765	853	973	1.124	1.052	1.056	1.077	1.121	1.175
AVB US	1.219	1.281	1.186	1.136	1.354	1.462	1.565	1.622	1.725	1.840	1.897
ESS US	872	936	865	941	923	1.014	1.064	1.064	1.093	1.135	1.181
UDR US	574	633	594	661	762	868	817	872	918	961	1.020
CPT US	464	505	496	559	720	748	738	742	768	810	848
<b>Agregado</b>	<b>5.047</b>	<b>5.439</b>	<b>5.144</b>	<b>5.301</b>	<b>6.106</b>	<b>6.680</b>	<b>6.706</b>	<b>6.923</b>	<b>7.206</b>	<b>7.570</b>	<b>7.914</b>
% YoY		7,8%	-5,4%	3,1%	15,2%	9,4%	0,4%	3,2%	4,1%	5,1%	4,5%

*Tabla 13: Fund From Operations de los REITs del estudio (en millones de USD). Fuentes: datos Bloomberg y elaboración propia*

	Año										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EQR US	1.102	1.210	1.142	1.039	1.201	1.260	1.355	1.321	1.384	1.470	1.525
MAA US	569	700	681	750	910	986	953	934	955	994	1.049
AVB US	1.197	1.214	1.143	1.053	1.258	1.381	1.442	1.472	1.564	1.648	1.499
ESS US	793	824	958	746	840	869	926	943	971	1.009	1.046
UDR US	535	597	596	595	731	784	780	794	815	849	904
CPT US	392	433	418	486	629	655	648	688	706	775	748
<b>Agregado</b>	<b>4.588</b>	<b>4.978</b>	<b>4.938</b>	<b>4.669</b>	<b>5.569</b>	<b>5.935</b>	<b>6.104</b>	<b>6.152</b>	<b>6.395</b>	<b>6.745</b>	<b>6.771</b>
% YoY		8,5%	-0,8%	-5,4%	19,3%	6,6%	2,8%	0,8%	3,9%	5,5%	0,4%

*Tabla 14: Fund From Operations ajustados de los REITs del estudio (en millones de USD). Fuentes: datos Bloomberg y elaboración propia*

La evolución histórica de los seis principales REITs multifamily muestra una trayectoria de expansión estable en ambos indicadores. El FFO agregado avanza desde 5.047 millones de dólares en 2018 hasta 6.706 millones en 2024, lo que supone un incremento del 33 % en seis años. Las proyecciones hasta 2028 elevan la cifra a 7.914 millones, consolidando un crecimiento compuesto del orden del 2,6% anual. La recuperación más intensa se observa a partir de 2021, coincidiendo con la normalización de ocupaciones y el fuerte repunte de rentas en los mercados del Sun Belt y las costas.



Por compañías, AvalonBay (AVB) y Equity Residential (EQR) se sitúan consistentemente a la cabeza, con FFO previstos de 1.565 y 1.470 millones en 2024, seguidos por Essex (ESS) y Mid-America (MAA) con alrededor de 850–1.050 millones. Las trayectorias de crecimiento son paralelas, pero con matices regionales: AVB y EQR concentran su expansión en rentas prime, mientras MAA y CPT se apoyan en volumen y eficiencia de costes. UDR mantiene un perfil intermedio, con incrementos más moderados pero sostenidos, coherentes con su estrategia de diversificación geográfica.

El AFFO, más directamente vinculado a la capacidad de pago de dividendos, mantiene una evolución igualmente positiva aunque con márgenes algo más estrechos. El total agregado pasa de 4.587 millones en 2018 a 6.103 millones en 2024, con una proyección hasta 6.771 millones en 2028. El diferencial entre FFO y AFFO –de unos 600 millones en promedio– refleja el gasto de mantenimiento de capital y las reposiciones necesarias para preservar la competitividad del parque residencial. En términos operativos, la estabilidad del AFFO confirma la fortaleza del flujo de caja real, incluso en entornos de tipos elevados o desaceleración económica.

### **Mantenimiento, CapEx, gastos de mejora y D&A**

En el análisis de un REIT multifamily, las partidas de mantenimiento, gasto de capital (CapEx) y depreciación y amortización (D&A) constituyen el eje técnico que determina la capacidad de los activos de conservar su valor físico y su potencial de generación de renta en el tiempo. Aunque a menudo se agrupan bajo el concepto genérico de “costes no operativos”, su impacto real sobre la rentabilidad es profundo: definen la diferencia entre un flujo de caja meramente contable y un flujo sostenible.

El CapEx o gasto de capital representa las inversiones destinadas a extender la vida útil o incrementar el valor del activo. Incluye renovaciones estructurales, remodelaciones de unidades, sustitución de sistemas mecánicos, modernización de fachadas o implementación de tecnologías de eficiencia energética. En los REITs residenciales, este tipo de gasto se divide entre el CapEx de mantenimiento, necesario para conservar las unidades en condiciones competitivas, y el CapEx de mejora, orientado a reposicionar el activo en el mercado y aumentar su rentabilidad. Esta distinción es crítica: el primero es recurrente y suele deducirse del flujo operativo (por ello se descuenta del FFO para calcular el AFFO), mientras que el segundo se interpreta como inversión de crecimiento y puede financiarse con deuda o capital nuevo.

La depreciación y amortización (D&A) es una construcción contable que refleja el desgaste del activo a lo largo del tiempo. En los REITs, esta partida tiene un peso considerable en el estado de resultados, ya que las propiedades se amortizan a lo largo de periodos que pueden superar los 30 años. Sin embargo, desde el punto de vista económico, la depreciación no implica salida de caja inmediata, y de ahí que se excluya del cálculo del Funds From Operations. Su relevancia analítica reside en que traduce la erosión de valor contable del portafolio, pero también permite a los REITs reducir su carga fiscal.

En la gestión moderna del multifamily, el equilibrio entre CapEx y mantenimiento se ha convertido en un factor competitivo. Los REITs con una estructura de



mantenimiento predictivo y con inversiones planificadas en modernización de instalaciones logran extender la vida útil del activo y mejorar la experiencia del residente sin recurrir a grandes desembolsos puntuales. Las renovaciones estandarizadas –como la actualización sistemática de interiores cada diez años– permiten mantener las rentas por encima de la media del mercado y sostener la ocupación en niveles altos. A la inversa, una política de gasto demasiado conservadora puede erosionar el atractivo del activo, reducir la capacidad de fijación de precios y elevar la rotación de inquilinos, lo que termina afectando el NOI y el flujo operativo.

### Activo inmobiliario bruto y neto

El activo inmobiliario constituye el núcleo patrimonial de todo REIT y su principal fuente de valor económico. Representa el conjunto de propiedades en operación –ya sean multifamily, comerciales o de otro tipo– registradas en el balance general a su valor contable o de coste histórico. En el caso de los REITs residenciales, este activo está compuesto por edificios de apartamentos, terrenos en desarrollo, construcciones en curso y mejoras capitalizadas, y se expresa en dos dimensiones complementarias: el activo inmobiliario bruto y el activo inmobiliario neto.

El activo inmobiliario bruto refleja el valor total de las propiedades sin considerar las deducciones por depreciación o amortización acumulada. Es una medida del esfuerzo inversor realizado a lo largo del tiempo y ofrece una visión de la escala y expansión física del portafolio. Su cálculo se deriva de la suma de los valores de adquisición de cada propiedad más los gastos de mejora y desarrollo capitalizados. Es la base sobre la que se calculan ratios de apalancamiento y se evalúa el crecimiento estructural de la compañía.

	Año										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EQR US	26.511	27.534	27.203	28.273	28.089	28.713	29.971	30.631	31.264	31.842	32.949
MAA US	13.599	13.864	14.278	14.680	15.182	15.933	16.728	17.422	18.096	18.943	19.479
AVB US	17.731	18.433	18.234	18.710	19.025	19.373	19.767	20.489	20.770	20.952	21.039
ESS US	13.366	14.038	15.062	15.630	15.966	16.135	17.590	18.189	18.557	19.113	19.742
UDR US	10.196	12.532	12.707	14.352	15.366	15.757	15.995	16.301	16.601	16.948	17.468
CPT US	8.034	8.603	8.989	9.974	12.391	12.705	13.042	13.484	13.859	14.394	15.160
<b>Agregado</b>	<b>89.437</b>	<b>95.004</b>	<b>96.473</b>	<b>101.619</b>	<b>106.019</b>	<b>108.616</b>	<b>113.093</b>	<b>116.516</b>	<b>119.147</b>	<b>122.192</b>	<b>125.837</b>
% YoY		6,2%	1,5%	5,3%	4,3%	2,4%	4,1%	3,0%	2,3%	2,6%	3,0%

Tabla 15: activos inmobiliarios brutos de los REITs analizados (en millones de USD). Fuentes: datos Bloomberg y elaboración propia

El activo inmobiliario neto, en cambio, incorpora el efecto de la depreciación contable acumulada, restando al valor bruto las amortizaciones registradas. Este ajuste traduce el envejecimiento del parque inmobiliario y la pérdida gradual de valor contable de las propiedades, aunque no necesariamente de valor económico o de mercado. En el sector de los REITs, la diferencia entre ambas cifras puede ser significativa debido a la naturaleza duradera de los activos y a las normas de amortización conservadoras aplicadas por la contabilidad estadounidense. Por esa razón, el valor neto debe leerse más como una referencia del ciclo de vida del



portafolio que como una medida directa del valor de mercado de las propiedades, el cual suele ser sustancialmente superior.

	Año										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EQR US	19.815	20.257	19.344	19.919	19.061	18.902	19.558	19.472	19.131	18.820	18.717
MAA US	11.049	10.909	10.863	10.832	10.880	11.068	11.400	11.497	11.582	11.573	11.416
AVB US	15.823	16.633	16.850	17.591	17.741	17.905	18.566	18.583	18.840	18.970	19.292
ESS US	10.157	10.349	10.928	10.983	10.814	10.470	11.439	11.731	11.526	11.392	11.100
UDR US	6.542	8.471	8.466	9.604	9.808	9.756	9.312	8.945	8.679	8.413	7.963
CPT US	5.631	5.917	5.955	6.616	8.543	8.373	8.175	8.060	7.838	7.766	7.931
<b>Agregado</b>	<b>69.017</b>	<b>72.536</b>	<b>72.406</b>	<b>75.545</b>	<b>76.847</b>	<b>76.474</b>	<b>78.450</b>	<b>78.288</b>	<b>77.596</b>	<b>76.934</b>	<b>76.419</b>
% YoY		5,1%	-0,2%	4,3%	1,7%	-0,5%	2,6%	-0,2%	-0,9%	-0,9%	-0,7%

**Tabla 16: activos inmobiliarios netos de los REITs analizados (en millones de USD). Fuentes: datos Bloomberg y elaboración propia**

El análisis de los seis grandes REITs multifamily muestra un crecimiento constante del activo inmobiliario bruto, que pasa de 89.437 millones de dólares en 2018 a 113.092 millones en 2024, un aumento del 26% en seis años, impulsado por el desarrollo de nuevas unidades y la apreciación de activos existentes. Las proyecciones apuntan a un ascenso hasta 125.837 millones en 2028, lo que refleja tanto la reinversión orgánica en mantenimiento y mejora como la adquisición selectiva de propiedades en mercados de alta demanda. Este ritmo de expansión es coherente con la estrategia de crecimiento disciplinado que caracteriza al segmento multifamily institucional, donde el énfasis recae en la calidad y rentabilidad de los mismos.

En términos de activo neto, el total agregado se sitúa en 76.844 millones de dólares en 2023 y asciende ligeramente hasta 78.450 millones en 2024, antes de estabilizarse en torno a 75.000 millones hacia 2029. Este comportamiento refleja la madurez de un parque que ha alcanzado su escala óptima y la entrada en una fase de rotación selectiva: las nuevas incorporaciones equilibran la depreciación natural del stock existente, manteniendo estable el valor neto contable.

### Tasa de capitalización y coste de deuda

La tasa de capitalización (cap rate) representa el rendimiento anual que un inversor obtendría de un activo si lo adquiriera al precio de mercado y lo explotara sin apalancamiento, es decir, el retorno implícito del inmueble en términos puramente operativos. Su cálculo es simple: se divide el Net Operating Income (NOI) anual entre el valor de mercado o precio de adquisición del activo. Una cap rate más baja implica que el activo se percibe como más seguro o con mayor potencial de crecimiento de rentas, mientras que una más alta refleja mayor riesgo o menor apreciación esperada. En los mercados institucionales, pequeñas variaciones –de apenas 25 a 50 puntos básicos– pueden alterar de forma significativa la valoración de un portafolio de miles de millones de dólares.

De esta forma, en la dinámica de asignación de capital de un REIT, la interacción entre la tasa de capitalización de las adquisiciones (entry cap rate) y la tasa de



capitalización de las disposiciones (exit cap rate) constituye el mecanismo fundamental para el reciclaje de activos y la creación de valor a largo plazo. La tasa de capitalización de las adquisiciones define el rendimiento inicial proyectado de una nueva inversión, calculado como el Ingreso Operativo Neto (NOI) esperado dividido por el precio de compra.

La tasa de capitalización de las disposiciones cristaliza el valor acumulado durante el periodo de tenencia y marca el rendimiento al que el mercado valora el activo en el momento de su venta. Esta métrica es crítica para evaluar la disciplina de la gerencia: una venta ejecutada a una tasa de capitalización baja implica que el REIT está desinvirtiendo a un precio alto, maximizando la ganancia de capital. A diferencia de la adquisición, que es una apuesta de futuro, la disposición es una validación de la tesis de inversión original y libera liquidez. Estratégicamente, los REITs buscan vender activos maduros o con crecimiento limitado –cuyos flujos de caja se han estabilizado– para redestinar esos fondos hacia oportunidades con mayor potencial de apreciación, evitando así la dilución que implicaría emitir nuevas acciones para financiarse.

Por último, la tasa de capitalización de desarrollos –técnicamente denominada Development Yield o Yield on Cost– representa la métrica de eficiencia en la fabricación interna de valor frente a la adquisición externa. A diferencia de las tasas de entrada y salida, que operan sobre precios de mercado, esta tasa mide el retorno estabilizado proyectado sobre el coste total del proyecto, abarcando desde la adquisición del suelo y los costes "duros" de construcción hasta los costes "blandos" y los intereses capitalizados. La viabilidad financiera de iniciar un desarrollo depende del diferencial o spread que esta tasa mantiene respecto a la tasa de capitalización de mercado (market cap rate). Este diferencial actúa como la prima de riesgo necesaria para compensar la incertidumbre de ejecución, los plazos de entrega y el riesgo de comercialización (lease-up).

	Año										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EQR US	4,4%	4,6%	4,7%	3,7%	3,5%	5,1%	5,0%	5,1%	5,1%	5,2%	5,4%
MAA US		4,9%	4,9%	4,3%	4,8%	4,7%	5,3%	5,2%	5,3%	5,2%	5,1%
AVB US	4,7%	4,7%	4,0%	3,9%	4,0%	4,9%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%	5,0%
ESS US	4,6%	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%	4,9%	5,3%	4,9%	5,0%	4,9%	4,9%
UDR US	6,6%	5,0%	5,0%	4,1%	4,4%	5,2%	5,5%	5,2%	5,0%	5,3%	5,3%
CPT US	5,1%	4,7%	4,8%	4,6%	3,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%
<b>Avg</b>	<b>5,1%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,2%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,1%</b>

*Tabla 17: tasa de capitalización de las adquisiciones de los REITs analizados. Fuentes: datos Bloomberg (son todas estimaciones de los analistas, también los datos históricos) y elaboración propia*

	Año										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EQR US	4,1%	4,6%	4,5%	3,7%	3,5%	5,5%	5,4%	5,2%	5,1%	5,1%	7,0%
MAA US	6,0%	5,4%	5,4%	5,1%	4,8%	5,3%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,5%
AVB US	4,0%	4,8%	4,5%	3,8%	4,6%	4,7%	5,3%	5,4%	5,1%	5,1%	5,1%



ESS US	4,2%	5,2%	4,5%	4,5%	4,1%	4,8%	4,9%	4,5%	4,3%	4,3%	4,3%
UDR US	5,2%	5,1%	4,4%	4,3%	4,3%	4,8%	5,3%	4,9%	4,8%	4,8%	4,5%
CPT US	5,7%	5,6%	5,2%	4,8%	4,4%	4,8%	6,0%	5,5%	5,5%	5,3%	5,3%
<b>Avg</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,1%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,3%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,3%</b>

Tabla 18: tasa de capitalización de las ventas de los REITs analizados. Fuentes: datos Bloomberg (son todas estimaciones de los analistas, también los datos históricos) y elaboración propia

El coste de la deuda, por su parte, mide el precio medio al que el REIT se financia en el mercado de capitales o a través de préstamos hipotecarios. Este indicador incluye tanto la deuda corporativa como la garantizada por activos y depende del entorno macroeconómico, de la calificación crediticia de la compañía y de la estructura de vencimientos. El diferencial entre la tasa de capitalización y el coste de la deuda –conocido como spread de apalancamiento– determina en gran medida la rentabilidad incremental que puede obtener el REIT mediante financiación externa. Un entorno de tipos bajos amplifica el valor del apalancamiento; uno de tipos altos, en cambio, lo erosiona. La gestión óptima consiste en mantener un spread positivo sostenible, ajustando el ritmo de inversión o desinversión en función del coste de capital efectivo.

	% deuda tipo fijo	Vida media deuda	Coste medio deuda	Loan-To-Value
EQR US	94%	7,2	3,8%	30%
MAA US	94%	7,3	3,8%	40%
AVB US	90%	7,5	3,5%	39%
ESS US	95%	7,0	3,7%	35%
UDR US	90%	6,8	3,4%	50%
CPT US	90%	7,0	4,0%	40%
<b>Avg</b>	<b>92%</b>	<b>7,1</b>	<b>3,7%</b>	<b>39%</b>

Tabla 19: estructura y características de la deuda de los REITs analizados. Fuentes: datos de Bloomberg e informes anuales de las compañías

## Diferencial de nuevas rentas y de renovación

El diferencial de renta –ya sea de nuevas rentas o de renovación– es una métrica operativa que traduce el comportamiento microeconómico del mercado de alquiler y la capacidad de un REIT para ajustar precios dentro de su parque residencial. Este indicador mide la variación porcentual entre la nueva renta contratada y la renta anterior correspondiente a la misma unidad, permitiendo distinguir entre los contratos firmados con nuevos inquilinos (new lease spreads) y los renovados con inquilinos existentes (renewal spreads). En esencia, cuantifica el poder de fijación de precios de la compañía y sirve como termómetro de la presión de demanda en cada mercado.

El diferencial de nuevas rentas compara el importe mensual de los contratos firmados durante un periodo con el de los contratos vencidos y reemplazados, mostrando así la evolución de precios en el mercado abierto. Este dato es especialmente sensible al entorno económico y a los flujos de demanda, ya que



refleja la disposición a pagar de nuevos arrendatarios. Por el contrario, el diferencial de renovación mide el incremento aplicado a los contratos que se renuevan con el mismo inquilino, y suele ser más estable, porque incorpora la elasticidad de la retención y las estrategias de fidelización. Un spread positivo indica que la renta media está creciendo, mientras que uno negativo implica descuentos o ajustes a la baja para sostener ocupación.

En los REITs multifamily, ambos indicadores son complementarios: los nuevos contratos definen el ritmo de mercado y las renovaciones consolidan la base de ingresos recurrentes. Los gestores tienden a maximizar el diferencial de renovación en entornos de baja vacancia y a moderarlo cuando la competencia o la sobreoferta presionan los precios.

	Año										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EQR US		0,3%	-4,0%	-0,6%	12,3%	-0,8%	-1,7%	-1,0%	-0,4%	2,5%	3,5%
MAA US	-0,7%	4,4%	0,2%	2,7%	9,7%	-0,4%	-5,7%	-5,2%	-0,9%	2,0%	0,9%
AVB US				1,8%	14,8%	2,4%	0,5%	-0,1%	0,6%	2,2%	1,6%
ESS US	1,7%	3,2%	2,1%	5,9%	13,2%	0,8%	0,2%	0,2%	1,3%	3,2%	3,3%
UDR US	0,9%	1,9%	-2,5%	5,2%	10,0%	-1,0%	-2,3%	-2,2%	0,5%	2,4%	2,9%
CPT US	0,8%	2,2%	-1,6%	4,2%	12,6%	0,2%	-3,5%	-2,7%	0,1%	2,6%	2,9%
<b>Avg</b>	<b>0,7%</b>	<b>2,4%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>3,2%</b>	<b>12,1%</b>	<b>0,2%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>0,2%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,5%</b>

*Tabla 20: diferencial de nuevas rentas (new rent spread) de los REITs analizados. Fuentes: datos Bloomberg (son todas estimaciones de los analistas, también los datos históricos) y elaboración propia*

El análisis agregado del diferencial de nuevas rentas (new lease spreads) para el grupo de comparables revela una volatilidad cíclica inusualmente acentuada en el periodo 2018-2028. Tras la estabilidad prepandémica, el mercado experimentó una dislocación alcista sin precedentes en 2022, donde el promedio se disparó hasta un 12,1 %, impulsado por el desajuste entre la explosión de demanda post-COVID y una oferta restringida. Sin embargo, la corrección subsiguiente ha sido severa: el diferencial se desplomó a un 0,2 % en 2023 y entró en terreno contractivo en 2024 y 2025, con caídas del -2,1 % y -1,8 % respectivamente. Este deterioro no es homogéneo y refleja la "ola de oferta" concentrada en el Sunbelt, evidenciada por el ajuste de Mid-America Apartments (-5,7 % en 2024), frente a la resiliencia de mercados costeros con barreras de entrada como los de Essex (+0,2 % en el mismo periodo). A partir de 2026 se proyecta una reversión a la media, estabilizándose el crecimiento en torno al 2,5 % hacia 2027-2028, lo que confirma la tesis de que, una vez absorbido el exceso de inventario actual, el sector recuperará su poder de fijación de precios a niveles históricos sostenibles.

	Año										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EQR US		4,9%	0,3%	2,0%	10,3%	4,9%	5,0%	4,7%	4,3%	4,2%	4,5%
MAA US	5,9%	4,4%	4,7%	9,3%	14,4%	6,2%	4,4%	4,5%	4,3%	4,6%	4,4%
AVB US					8,0%	4,7%	4,6%	3,7%	3,7%	3,9%	4,1%



ESS US		4,2%	0,2%	3,7%	9,4%	3,9%	4,0%	4,1%	4,0%	3,9%	4,0%
UDR US	5,0%	5,3%	3,3%	5,0%	12,7%	5,4%	4,2%	4,2%	4,2%	4,4%	4,2%
CPT US	4,9%	5,3%	2,0%	3,8%	12,7%	5,8%	3,5%	3,5%	3,7%	3,9%	4,0%
<b>Avg</b>	<b>5,3%</b>	<b>4,8%</b>	<b>2,1%</b>	<b>4,8%</b>	<b>11,3%</b>	<b>5,2%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,2%</b>

*Tabla 21: diferencial de renovación de las rentas (renewal rent spread) de los REITs analizados.*

*Fuentes: datos Bloomberg (son todas estimaciones de los analistas, también los datos históricos) y elaboración propia*

Por su parte, el diferencial de renovación (renewal rent spread) actúa como el estabilizador estructural del flujo de caja, exhibiendo una volatilidad significativamente menor que las rentas de mercado, aunque no exenta de variaciones cíclicas. Los datos revelan que, lejos de ser una línea plana, esta métrica reaccionó con fuerza a los choques exógenos: descendió al 2,1 % durante la pandemia (2020) y escaló hasta un máximo histórico del 11,3 % en 2022, impulsado por la presión inflacionaria –con operadores del Sunbelt como Mid-America Apartments logrando retenciones al 14,4 %–. Sin embargo, su función estratégica brilla en la fase actual de normalización: mientras las nuevas rentas entran en terreno negativo en 2024 y 2025, las renovaciones sostienen un sólido rango del 4,1 % - 4,3 %. Esta divergencia confirma la capacidad de los propietarios institucionales para capturar el diferencial entre las rentas vigentes y las de mercado (loss-to-lease) de manera gradual, amortiguando la caída del top-line y convergiendo hacia una tasa de crecimiento sostenible del 4,0 % - 4,2 % hacia el final de la década.

### **Gastos globales de gestión y administración**

Los gastos globales de gestión y administración constituyen el equivalente funcional a una comisión de gestión en el contexto de los fondos de inversión, pero aplicados al universo de los REITs. Este indicador mide el peso que tienen los costes administrativos y corporativos sobre el Enterprise Value (EV) total de la compañía, reflejando la eficiencia con la que el gestor convierte el tamaño patrimonial del REIT en rentabilidad neta para el accionista. Se calcula dividiendo el total de gastos de gestión –incluyendo gastos de gestión de las propiedades, gastos generales y administrativos, otros gastos operativos, gastos de adquisición y desarrollo y comisiones de gestión de activos – entre el valor de mercado de la empresa, que combina la capitalización bursátil y la deuda neta. Su resultado, expresado en porcentaje, indica cuántos puntos del valor económico total del REIT se destinan a sostener su infraestructura operativa.

En el sector multifamily, los REITs gozan de economías de escala significativas que les permiten mantener gastos administrativos reducidos incluso en carteras de miles de unidades. La evolución del indicador también refleja la madurez de las plataformas: los costes tienden a concentrarse al inicio de los ciclos de expansión –cuando se construye o integra capacidad de gestión– y a estabilizarse cuando la compañía alcanza tamaño óptimo.



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Equity Residential	0,5%	0,4%	0,5%	0,4%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%
Mid-America	0,5%	0,4%	0,5%	0,2%	0,7%	0,5%	0,5%	0,6%
AvalonBay	0,5%	0,4%	0,6%	0,4%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Essex	0,4%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%	0,5%
UDR	0,6%	0,5%	0,6%	0,5%	0,7%	0,7%	0,8%	0,9%
Camden	0,8%	0,8%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%
<b>Promedio</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,7%</b>

Tabla 22: gastos globales de gestión de los REITs analizadas partidos EV. Fuentes: datos Bloomberg y elaboración propia

### Loan-To-Value (LTV) y financiación de la deuda

El Loan-to-Value (LTV) es la métrica clave para evaluar la estructura de capital y el riesgo financiero de un REIT. Expresa la relación entre la deuda total y el valor de los activos inmobiliarios, y se calcula dividiendo el endeudamiento bruto entre el valor de mercado agregado del portafolio, o, en contextos contables, entre el valor bruto de los activos. De esta forma, mide el grado de apalancamiento del vehículo, o en términos prácticos, cuánta deuda sostiene cada dólar de valor de activo. Un LTV más bajo refleja una posición conservadora y mayor margen frente a variaciones en las valoraciones o en los tipos de interés; un LTV elevado, en cambio, incrementa la rentabilidad sobre el capital propio pero también amplifica el riesgo de refinanciación y de volatilidad de beneficios.

En los REITs multifamily estadounidenses, el LTV es un indicador central de disciplina financiera y de la estrategia de balance. A diferencia de los desarrolladores privados, que suelen operar con ratios de deuda superiores al 60 %, los REITs cotizados históricamente han mantenido LTVs más moderados –en el rango del 35–50 %–, buscando preservar su calificación crediticia y asegurar acceso continuo a los mercados de capitales. La gestión del apalancamiento combina deuda a tipo fijo de largo plazo, líneas de crédito revolvente y emisiones de bonos senior, lo que permite suavizar el impacto de los ciclos de tipos y mantener flexibilidad operativa para adquisiciones o desarrollo.

	Año										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EQR US	32,8%	33,3%	30,4%	29,8%	27,2%	26,5%	27,9%	27,1%	26,8%	26,6%	27,0%
MAA US	36,3%	35,5%	35,7%	34,7%	33,1%	32,5%	33,9%	33,9%	34,1%	34,2%	36,2%
AVB US	39,7%	39,6%	41,5%	43,3%	43,7%	41,2%	40,9%	41,2%	41,9%	42,9%	45,5%
ESS US	43,6%	43,1%	43,2%	42,1%	39,0%	40,4%	39,6%	38,8%	38,3%	38,2%	39,5%
UDR US	34,8%	37,6%	39,2%	37,7%	35,7%	36,8%	36,4%	35,6%	35,7%	35,0%	35,4%
CPT US	28,9%	31,0%	35,2%	31,8%	29,7%	29,2%	26,7%	27,6%	28,3%	28,4%	30,0%
<b>Avg</b>	<b>36,0%</b>	<b>36,7%</b>	<b>37,5%</b>	<b>36,6%</b>	<b>34,7%</b>	<b>34,4%</b>	<b>34,2%</b>	<b>34,0%</b>	<b>34,2%</b>	<b>34,2%</b>	<b>35,6%</b>

Tabla 23: Loan-to-Value de los REITs analizados. Fuentes: datos Bloomberg y elaboración propia



El análisis de la estructura de capital para el periodo 2018–2028 revela una estrategia sectorial de notable prudencia financiera y consolidación patrimonial. Lejos de aumentar su exposición a la deuda, el promedio agregado del Loan-to-Value (LTV) describe una trayectoria descendente y estabilizadora: parte del 36,0 % en 2018, alcanza un pico técnico del 37,5 % durante la incertidumbre de 2020, y posteriormente se comprime hasta mínimos del 34,0 % proyectados para 2025. Esta contención, con niveles que se mantienen por debajo del umbral crítico del 40 % incluso hacia 2028 (35,6 %), evidencia una gestión defensiva ante el entorno de tipos de interés elevados. Los REITs han optado por financiar su crecimiento mediante el reciclaje de activos y el flujo de caja interno, priorizando la solidez del balance sobre la expansión agresiva apalancada, lo que reduce significativamente su perfil de riesgo sistémico.

A nivel idiosincrático, se observa una reordenación de los roles tradicionales. Equity Residential y Camden Property Trust emergen como los líderes en conservadurismo, operando con ratios excepcionalmente bajos que descienden hacia el rango del 27 % - 30 %, otorgándoles una capacidad de "pólvora seca" (dry powder) inmensa para futuras adquisiciones oportunistas. En contraste, AvalonBay Communities se destaca de sus pares con una tendencia inversa: su apalancamiento escala progresivamente desde el 39,7 % hasta un proyectado 45,5 % en 2028, situándose como la compañía con mayor carga relativa de deuda, lo que sugiere una apuesta decidida por el desarrollo financiado externamente. Por su parte, Essex Property Trust que inició el periodo como la más apalancada (43,6 %), ha ejecutado un exitoso proceso de desapalancamiento, convergiendo hacia el promedio del sector (39,5 %) y saneando su perfil financiero.

### **Inversiones en entidades no consolidadas**

Las inversiones en entidades no consolidadas representan una categoría a vigilar y comprender dentro de los balances de los REITs multifamily, al reflejar la parte del capital invertido en joint ventures, partnerships o vehículos compartidos donde el REIT no ejerce control mayoritario, pero sí mantiene una participación económica relevante. Este indicador se expresa habitualmente como el porcentaje del activo total que se encuentra asignado a este tipo de estructuras, y su evolución permite evaluar el grado de externalización o compartición del riesgo de inversión. Desde el punto de vista contable, estas posiciones se registran por el método de la participación (equity method), lo que implica que el REIT reconoce en sus resultados la proporción correspondiente del beneficio o pérdida neta generada por la entidad asociada, sin consolidar sus activos y pasivos.

En términos estratégicos, las inversiones no consolidadas constituyen una herramienta de gestión de balance que combina acceso a nuevas oportunidades con menor exposición de capital. A través de ellas, los REITs pueden participar en desarrollos, reposicionamientos o adquisiciones de gran escala junto a fondos institucionales, aseguradoras o soberanos, reduciendo la concentración de riesgo y preservando liquidez. Este enfoque se ha vuelto particularmente relevante en el ciclo reciente, caracterizado por un coste de capital más elevado y una mayor prudencia financiera: los REITs han priorizado fórmulas de coinversión que les permiten mantener presencia en mercados estratégicos sin tensionar sus ratios de endeudamiento.



	Año										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EQR US	0,3%	0,2%	0,3%	0,6%	1,4%	1,4%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
MAA US	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
AVB US	1,2%	0,9%	1,1%	1,1%	1,0%	1,1%	1,1%	1,0%	1,1%	1,1%	1,0%
ESS US	10,5%	10,5%	7,9%	9,1%	9,1%	8,6%	7,2%	6,5%	6,2%	6,0%	6,4%
UDR US	10,1%	6,1%	6,2%	6,5%	6,8%	8,4%	8,4%	8,4%	8,6%	8,9%	9,2%
CPT US	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Avg</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,1%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,2%</b>

*Tabla 24: inversiones en entidades no consolidadas sobre el activo total de los REITs analizados.  
Fuentes: datos Bloomberg y elaboración propia*

En contraste, AvalonBay y Equity Residential mantienen exposiciones moderadas –en torno al 1%–, lo que refleja un enfoque más integrado y una preferencia por controlar directamente los activos en balance. Mid-America Apartments y Camden Property Trust prácticamente no utilizan estructuras no consolidadas, con participaciones marginales o nulas a lo largo de toda la serie, en coherencia con su presencia dominante en mercados del Sun Belt, donde los proyectos son más estandarizados y el riesgo operativo menor. Superior es la exposición a entidades no consolidadas de Essex y UDR, que cerca del 10% son significativas y a vigilar dentro del balance global de estas compañías.



## Sección 5. Análisis fundamental de los REITs

### EQR: Equity Residential

#### Descripción y portafolio de viviendas

Equity Residential opera una plataforma multifamily de gran escala con foco en comunidades de apartamentos bien situadas en torno a los principales centros urbanos de la costa Este y Oeste, complementada con una expansión selectiva hacia el Sun Belt. A cierre de 2024 la compañía gestionaba 311 propiedades con 84.249 unidades y una ocupación del 96,2%, tras un ejercicio en el que el perímetro same-store avanzó en ingresos un 3,0% con un control de gastos del 2,9%, lo que se tradujo en un crecimiento del 3,1% del NOI comparable.

El mapa operativo se organiza en Established Markets –Boston, Nueva York, Washington D. C., Seattle, San Francisco y Sur de California– y Expansion Markets –Dallas–Fort Worth, Denver, Atlanta y Austin–. La tesis corporativa es mantener el grueso del NOI en ciudades con oferta estructuralmente limitada y altos costes de acceso a la vivienda en propiedad, al tiempo que se gana exposición a submercados del Sun Belt con crecimiento demográfico y laboral. La dirección enfatiza un portafolio equilibrado entre entornos urbanos y suburbanos, apoyado en una plataforma operativa que centraliza renovaciones y procesos comerciales para elevar satisfacción y retención del residente.

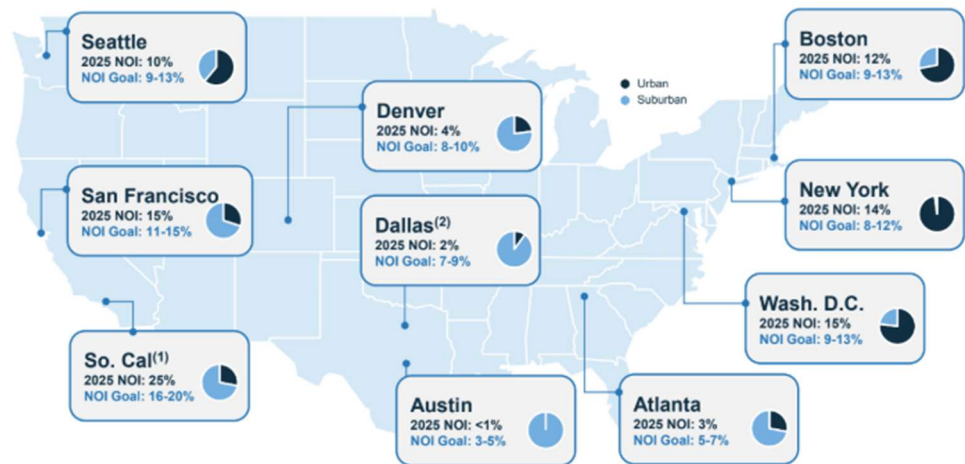


Figura 6: distribución geográfica del portafolio de Equity Residential. Fuente: Investor Presentation May 2025 de la compañía

La propuesta de valor cualitativa de Equity Residential se articula en torno al concepto del "inquilino afluente por elección" (affluent renter by choice), un perfil demográfico caracterizado por altos ingresos disponibles y una preferencia por la flexibilidad frente a la propiedad. Para capturar a este segmento, la compañía estandariza un nivel de acabados de grado institucional –encimeras de cuarzo, electrodomésticos de acero inoxidable y tecnologías smart home integradas–, pero se diferencia competitivamente a través de sus "amenities" comunitarias. En sus torres urbanas, esto se traduce en terrazas en azoteas con vistas panorámicas (rooftop decks), gimnasios de alto rendimiento y espacios de coworking diseñados para el modelo de trabajo híbrido; mientras que en sus comunidades estilo garden, el foco se desplaza hacia amplias zonas verdes, piscinas estilo resort y parques



para mascotas, elementos críticos para competir en los mercados de expansión del Sunbelt.

En términos de desempeño financiero del portafolio, la estrategia de alta calidad se refleja en un poder de fijación de precios superior al de sus pares. Según los datos proyectados para 2025, Equity Residential ostenta el precio promedio de renta más alto del grupo de comparables, alcanzando los \$ 3.191 mensuales, significativamente por encima del promedio sectorial de \$ 2.542. La evolución del crecimiento de ingresos por unidad ha sido volátil pero resiliente: tras la contracción del -5,6 % en 2021 debido al "éxodo urbano", la compañía capitalizó el rebote post-pandemia con un extraordinario aumento del 9,8% de las rentas en 2022. Actualmente, el crecimiento se normaliza hacia un 2,0 % estimado para 2025, una moderación que se ve compensada por una tasa de ocupación robusta del 96,2%, situándose por encima de competidores directos y validando la inelasticidad de la demanda de su base de inquilinos ante rentas premium.

Estructuralmente, la distribución física de los activos presenta un perfil híbrido único que mitiga el riesgo de concentración geográfica. A diferencia de competidores puramente suburbanos, Equity Residential mantiene un equilibrio casi simétrico en su posicionamiento urbano/suburbano, con un 52% de sus activos en núcleos urbanos densos y un 48 % en submercados periféricos. Esta dualidad se replica en la tipología arquitectónica: es el REIT con mayor exposición al formato vertical, con un 34% de unidades en edificios High-Rise (torres), complementado por un 35% en Mid-Rise y un 31% en Garden-Style. Esta configuración de "tercios equilibrados" le permite capturar tanto la recuperación del estilo de vida cosmopolita en ciudades como Nueva York y Boston, como la demanda de espacio y horizontalidad en sus mercados de expansión.

### **Estrategias de crecimiento**

Equity Residential orienta su expansión a partir de una idea sencilla: preservar la fortaleza estructural de sus Established Markets –Boston, Nueva York, Washington D. C., Seattle, San Francisco y Sur de California– y, en paralelo, ganar escala operativa en un grupo acotado de Expansion Markets –Dallas-Fort Worth, Denver, Atlanta y Austin– donde la creación de empleo y la llegada neta de población sostienen la absorción futura. La dirección concibe el crecimiento como un equilibrio entre densidad operativa en plazas de oferta restringida y exposición selectiva al Sun Belt, de modo que el portafolio combine poder de precio con volumen. La herramienta es una rotación disciplinada de activos y un uso medido del desarrollo propio para anclar retornos por encima del coste de capital.

El pipeline actual refleja esa hoja de ruta. La compañía mantiene aproximadamente 1.300 millones de dólares en proyectos de desarrollo en ejecución (4,2% del valor actual del activo inmobiliario en el balance), con alrededor del 60 % previsto para estabilizar en 2025, lo que introduce un impulso de NOI escalonado entre 2025 y 2026. Durante 2024, EQR entregó cuatro desarrollos en joint venture –1.262 unidades– y completó la adquisición de 18 activos –5.373 unidades– orientados a consolidar presencia en los mercados de expansión.

EQR espera que sus adquisiciones para 2025 sean ~ \$1.5 mil millones y las desinversiones ~ \$1.0 mil millones, según guía 2025. Y señala que el financiamiento



de nuevas compras “se espera que sea con una combinación de ingresos por disposiciones y/o emisión de deuda”

En 2024 EQR dio un paso relevante en Atlanta con la compra de un portafolio de ocho comunidades por 535 millones de dólares (2.064 unidades), un movimiento que crea densidad inmediata y habilita economías de gestión y de leasing en ese metro. Para 2025, la guía corporativa fija un objetivo de adquisiciones de ~1.000 millones, centrado en reforzar los cuatro mercados de expansión y en reciclar capital desde activos con menor crecimiento esperado del NOI hacia ubicaciones con mayor tracción demográfica.

A comienzos de 2025 la compañía reportó ~2.200 millones de disponibilidad neta en el revolver tras ~300 millones de CP, y reforzó duración con una emisión senior de 500 millones a 7 años a un coste cercano al 5,25%.

### **Riesgos específicos**

El mapa operativo de Equity Residential concentra una parte sustancial del NOI en mercados costeros con marcos regulatorios cambiantes –Sur de California, Área de la Bahía, Seattle, Boston, Nueva York y Washington D. C.–, por lo que cualquier giro de política local en materia de alquiler, impuestos a la propiedad o estándares ambientales puede repercutir de forma directa en precios, gastos y capex.

Nueva York ilustra la sensibilidad regulatoria: la aprobación del marco de “good cause” introduce límites a subidas de renta en renovaciones –hasta el 5 % más inflación, con tope del 10 %– y un derecho efectivo a la renovación del contrato. La dirección ha señalado un impacto acotado por la naturaleza “luxury” o la fecha de construcción de cerca del 40 % de sus unidades afectables, pero el riesgo sigue vivo si el alcance de la norma se ampliara o si otras jurisdicciones adoptaran esquemas similares.

El plan de expansión hacia Atlanta, Dallas-Fort Worth, Denver y Austin incorpora un riesgo de ejecución y timing. La compañía quiere llevar estos mercados al entorno del 20 % del NOI, pero el precio de los activos y una actividad transaccional todavía lenta han retrasado la velocidad prevista, lo que obliga a priorizar desarrollo propio y compras muy selectivas.

### **Políticas de capital**

La arquitectura financiera de Equity Residential durante el ciclo 2018-2024 se distingue por una ortodoxia de gestión que prioriza la rotación cualitativa sobre la expansión cuantitativa, desmarcándose de la tendencia generalizada de sus competidores. Mientras el consenso del sector optó por un mandato de crecimiento extensivo –caracterizado por una agresiva inversión neta que consumió el 43 % del flujo operativo y requirió la emisión masiva de nuevas acciones y deuda para financiar la “construcción de imperios”–, Equity Residential ejecutó una disciplinada estrategia de “suma cero” en su base de activos. Su operativa se asemeja más a la de un gestor de fondos que busca optimizar el retorno de cada unidad de capital invertido: por cada dólar destinado a la adquisición de nuevas propiedades, la compañía generó prácticamente un dólar



mediante la venta de activos maduros o de menor potencial. Con unas adquisiciones acumuladas de 7.126 millones de dólares financiadas casi íntegramente por disposiciones de 6.632 millones, EQR logró rejuvenecer su portafolio y reposicionarse geográficamente sin necesidad de inflar su balance, demostrando que es posible transformar el perfil de riesgo de una empresa sin aumentar su tamaño bruto.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Acum.	(% CFO)
<b>AFFO</b>	<b>1.102</b>	<b>1.210</b>	<b>1.143</b>	<b>1.039</b>	<b>1.201</b>	<b>1.260</b>	<b>1.355</b>	<b>8.309</b>	
<i>AFFO/CFO (%)</i>	<i>81%</i>	<i>83%</i>	<i>90%</i>	<i>82%</i>	<i>83%</i>	<i>82%</i>	<i>86%</i>	<i>84%</i>	
<b>CFO</b>	<b>1.356</b>	<b>1.457</b>	<b>1.265</b>	<b>1.260</b>	<b>1.455</b>	<b>1.533</b>	<b>1.574</b>	<b>9.900</b>	<b>100%</b>
Disposiciones	692	1.064	1.114	1.708	720	374	960	6.632	
Adquisiciones	-863	-1.715	-279	-1.919	-222	-403	-1.725	-7.126	
Mejoras	-193	-183	-156	-153	-225	-321	-304	-1.535	
<i>Neto</i>	<i>-364</i>	<i>-834</i>	<i>679</i>	<i>-364</i>	<i>273</i>	<i>-350</i>	<i>-1.069</i>	<i>-2.029</i>	<i>20%</i>
Otras inversiones	-13	61	-15	-71	-163	-60	-108	-369	4%
<b>Inversiones</b>	<b>-377</b>	<b>-773</b>	<b>664</b>	<b>-435</b>	<b>110</b>	<b>-410</b>	<b>-1.177</b>	<b>-2.398</b>	<b>24%</b>
Dividendos	-782	-831	-884	-901	-932	-990	-1.019	-6.339	64%
Preferentes	-42	-40	-47	-40	-83	-39	-36	-327	3%
Δ Acciones	53	39	15	90	169	-25	-12	329	-3%
Δ Deuda	-162	209	-1.002	292	-927	-59	722	-927	9%
Otras financiaciones	-31	-62	-29	-6	-13	-11	-32	-184	2%
<b>Financiaciones</b>	<b>-964</b>	<b>-685</b>	<b>-1.947</b>	<b>-565</b>	<b>-1.786</b>	<b>-1.124</b>	<b>-377</b>	<b>-7.448</b>	<b>75%</b>
<b>Δ Caja</b>	<b>15</b>	<b>-1</b>	<b>-18</b>	<b>260</b>	<b>-221</b>	<b>-1</b>	<b>20</b>	<b>54</b>	<b>1%</b>

*Tabla 25: desglose de las principales componentes financieras de las políticas de capital de Equity Residential. Cuando los datos históricos (desde 2018 a 2024 y Acum. - acumulado) son positivos (negativos), son entradas (salidas) de efectivo para la compañía. En la columna (%CFO) cuando los valores son positivos (negativos) son usos (fuentes) de caja. Fuente: datos Bloomberg y elaboración propia*

Esta disciplina en la inversión se vuelve aún más meritoria al considerar su generosa política de retribución al accionista. Al comprometer un *payout* del 64 % de su Flujo de Caja Operativo (CFO) en dividendos —una tasa superior al 61 % del promedio sectorial—, la dirección de Equity Residential se impone voluntariamente una restricción de liquidez: al retener menos efectivo en caja, se obliga a sí misma a ser selectiva y a financiar cualquier nueva compra mediante el reciclaje de capital propio, evitando la tentación del crecimiento fácil pero dilutivo. La consecuencia más tangible de esta filosofía de "autarquía financiera" se manifiesta en la estructura del pasivo, donde la divergencia con el sector es absoluta. Mientras sus pares se vieron forzados a aumentar su carga financiera neta en más de 3.000 millones de dólares para sostener su ritmo de inversión, Equity Residential aprovechó sus excedentes para amortizar deuda de manera estructural, logrando una reducción neta de su apalancamiento de 927 millones de dólares. En última instancia, esta gestión protege el valor del accionista ante la volatilidad de los tipos



de interés y convierte a la compañía en una fortaleza defensiva con la "pólvora seca" intacta para cuando surjan las verdaderas oportunidades de mercado.

## **MAA: Mid-America Apartments Communities**

### **Descripción y portafolio de viviendas**

Mid-America Apartment Communities (MAA) es hoy el REIT residencial con mayor presencia en el Sun Belt estadounidense, un corredor económico que concentra crecimiento poblacional, expansión del empleo y una demanda estructural de vivienda en alquiler sostenida por los costes crecientes de la vivienda unifamiliar. Su identidad corporativa se ha construido precisamente sobre esa geografía: una red de comunidades de apartamentos de clase media-alta distribuidas por el Sureste, Suroeste y el Mid-Atlantic, con una estructura operativa que privilegia la diversificación dentro de la homogeneidad climática, demográfica y laboral del sur del país. A cierre de 2024, la compañía gestionaba 301 comunidades residenciales, equivalentes a más de 102.000 unidades, repartidas en 16 estados y el Distrito de Columbia. La mayoría de sus propiedades son suburbanas, de baja altura y con superficies amplias, diseñadas para captar al segmento de hogares jóvenes y profesionales con movilidad laboral alta, pero también a inquilinos de mayor edad que buscan sustituir la propiedad por el alquiler institucional de calidad

El modelo operativo de MAA combina escala y descentralización. A diferencia de los REITs costeros, que concentran su actividad en áreas urbanas densas y reguladas, MAA gestiona una red dispersa de comunidades en submercados metropolitanos que crecen al ritmo de la relocalización empresarial y la inmigración interna. Ciudades como Dallas, Austin, Nashville, Charlotte, Tampa, Raleigh o Atlanta son los principales nodos de su portafolio, donde la compañía ha alcanzado masa crítica para operar con personal y mantenimiento propios. Los niveles de ocupación se sitúan en el 95-96% incluso durante las fases de sobreoferta observadas en 2024-2025.

El portafolio actual integra viviendas que cubren desde la gama "upper middle" hasta la categoría "affordable luxury", con rentas mensuales promedio entre \$1.600 y \$2.100, posicionándose justo por debajo de los REITs de las costas Este y Oeste, pero por encima del mercado local no institucional. Esta estrategia de "renta accesible superior" le otorga un amplio colchón de demanda: los hogares que migran desde los estados del norte encuentran un diferencial de precio frente a las grandes ciudades, mientras los residentes locales perciben las comunidades de MAA como una alternativa aspiracional frente al producto tradicional del mercado medio.

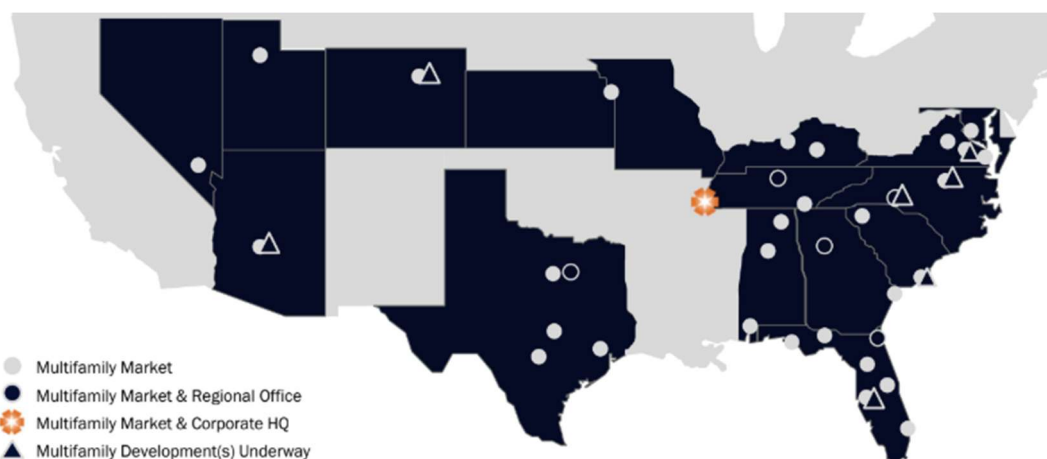


Figura 7: Portafolio de Mid-America Apartment. Fuente: Capital Markets Update September 2025 de la compañía

Top 10	% NOI
Atlanta, GA	11.8%
Dallas, TX	9.3%
Orlando, FL	7.2%
Tampa, FL	7.2%
Charlotte, NC	6,6%
Austin, TX	5,4%
Raleigh/Durham, NC	5,3%
Nashville, TN	4,8%
Houston, TX	3,8%
Charleston, SC	3,7%

Tabla 26: desglose de los principales mercados dentro de la cartera de Mid-America Apartments, en base a la generación de Net Operating Income. Fuente: Capital Markets Update September 2025 de la compañía

### Estrategias de crecimiento

La hoja de ruta de Mid-America Apartment Communities se apoya en una idea de continuidad: profundizar en el Sun Belt con una red amplia de mercados –Sureste, Suroeste y Mid-Atlantic– y extraer de esa geografía economías de escala, resiliencia de demanda y capacidad de fijación de precios en el rango “accesible superior”. La compañía prioriza densidad operativa en Dallas, Austin, Nashville, Charlotte, Tampa, Raleigh o Atlanta, equilibrando ubicaciones suburbanas de alta rotación con submercados urbanos donde el parque de nueva oferta es más costoso de replicar. Esta distribución pretende suavizar los ciclos: cuando una ciudad recibe entregas por encima de lo normal, otra absorbe mejor, y el conjunto mantiene ocupaciones cercanas al 96 %.

El desarrollo propio es el motor principal del crecimiento. A mediados de 2025, MAA contaba con 2.648 unidades activas en proyectos en ejecución –cerca de 1.000 M\$ de inversión–, además de 12 suelos controlados con –3.300 unidades aprobadas



para iniciar de forma escalonada. La dirección orienta el timing para que las estabilizaciones se concentren entre 2026 y 2028, cuando el pipeline regional se reduzca, y fija yields de  $\approx 6\%$ , una prima de 80-100 p. b. frente a tasas de adquisición del mismo periodo. En los lease-ups más recientes, las rentas han superado la proforma en torno a  $+2,5\%$ , señal de que el producto llega al mercado con tracción suficiente pese a la oferta entregada en 2024-2025.

El segundo vector es el reciclaje de capital. La compañía combina compras selectivas de comunidades recién entregadas con desinversiones de activos maduros, sosteniendo el LTV en la franja media-alta de los cuarenta. En 2024 ejecutó  $\sim 272$  M\$ en adquisiciones y  $\sim 89$  M\$ en ventas, favoreciendo ubicaciones donde ya posee escala para capturar eficiencias de gestión. La pauta declarada es acelerar adquisiciones solo cuando el spread entre cap rates y coste de deuda sea suficiente, reservando balance para el desarrollo, que es donde la creación de valor es más visible en el régimen actual de tipos.

La mejora del parque existente acompaña al crecimiento físico. MAA completó en 2024 el roll-out de Smart Home y Wi-Fi ubicuo, y llevó a cabo  $\approx 5.800$  renovaciones interiores, alineando amenidades –gimnasios, co-working, zonas exteriores– con las preferencias del inquilino del Sun Belt. Estas iniciativas elevan la satisfacción y anclan la retención, lo que permite modular la presión de precios en años de mayor competencia de entregas sin erosionar la ocupación. El resultado operativo se refleja en márgenes de NOI que se sostienen en el 62-64 % a través del ciclo.

El andamiaje financiero está diseñado para ejecutar el plan sin depender de ventanas estrechas del mercado de capitales:  $\approx 1.000$  M\$ de liquidez entre caja y revolver,  $\approx 5.000$  M\$ de deuda con  $\sim 95\%$  a tipo fijo, coste medio  $\sim 3,8\%$  y vida media  $\sim 7,3$  años. Con este perfil, la compañía puede iniciar tres-cuatro proyectos por año y mantener un pipeline agregado alrededor de 1.000 M\$, sincronizando desembolsos con estabilizaciones y dividendos crecientes. La disciplina de calendario y la preferencia por desarrollo frente a compras defensivas son las dos constantes que definen la estrategia de MAA para el próximo tramo del ciclo.

### **Riesgos específicos**

El primer foco de riesgo para Mid-America Apartment Communities nace de su concentración en el Sun Belt. La ola de entregas de 2024-2025 en zonas como Austin, Nashville, Tampa, Raleigh o Atlanta ha comprimido los new lease spreads y obliga a gestionar precios y concesiones con precisión; la propia compañía reconoce ese bache transitorio y proyecta la recuperación cuando el pipeline regional se reduzca, pero el calendario de absorción no está en sus manos. La sensibilidad es mayor en comunidades garden suburbanas, donde la competencia de proyectos recién terminados puede alargar el lease-up.

Un segundo vector procede del coste operativo en los estados clave de su red. Los impuestos a la propiedad y los seguros han ganado peso en los últimos ejercicios –la línea conjunta de Real Estate Taxes & Insurance crece desde 223 M\$ en 2018 a 317 M\$ en 2024– y la exposición a Florida y Texas incrementa la volatilidad de primas y valoraciones catastróficas. En un entorno de márgenes estabilizados, cada punto extra en estas partidas limita la traslación de renta a NOI y exige más disciplina de gasto para preservar el margen operativo.



El riesgo de ejecución del desarrollo es propio de MAA por la dimensión de su pipeline. Con ≈2.648 unidades activas y ~1.000 M\$ de inversión en marcha, además de 12 suelos controlados (~3.300 unidades aprobadas), los retornos dependen de mantener development yields alrededor del 6%, de contener costes y de que la estabilización se produzca cuando la oferta ya esté cediendo.

El balance añade un matiz propio. Aunque el coste medio de la deuda sigue anclado (3,8 % en 2024) y el ~95% se mantiene a tipo fijo con ~7,3 años de vida media, las proyecciones contemplan una normalización del tipo efectivo hacia el 4,3-4,7% y un LTV que gravita en la mitad alta de los cuarenta. Si el ritmo de desinversiones no acompaña las compras o si el mercado obliga a refinanciar con cupones sensiblemente superiores, el crecimiento del FFO por acción podría desacelerarse justo cuando el desarrollo requiera caja.

### Políticas de capital

La política de asignación de capital de Mid-America Apartment Communities (MAA) se distingue por un enfoque de re-capitalización intensiva y autofinanciación, lo que la posiciona como la operadora más eficiente en la retención de capital dentro del sector. Esta estrategia se refleja inicialmente en su capacidad de generación de flujo: con una conversión de AFFO/CFO del 68 %, MAA se sitúa notablemente por debajo del 84-85 % del promedio sectorial y de EQR. Este menor ratio implica una necesidad estructural, pues MAA utiliza sistemáticamente una parte sustancial de su CFO para financiar sus amplias inversiones en mejoras (CapEx y value-add), las cuales ascienden a 1.910 millones de dólares en el periodo, representando un peso mucho mayor respecto al flujo operativo que sus pares.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Acum.	(% CFO)
<b>AFFO</b>	<b>527</b>	<b>553</b>	<b>536</b>	<b>596</b>	<b>715</b>	<b>778</b>	<b>746</b>	<b>4.450</b>	
<i>AFFO/CFO (%)</i>	<i>72%</i>	<i>71%</i>	<i>65%</i>	<i>67%</i>	<i>68%</i>	<i>68%</i>	<i>68%</i>	<i>68%</i>	
<b>CFO</b>	<b>734</b>	<b>781</b>	<b>824</b>	<b>895</b>	<b>1.059</b>	<b>1.137</b>	<b>1.098</b>	<b>6.529</b>	<b>100%</b>
Disposiciones	20	175	3	293	321	3	84	898	
Adquisiciones	-130	-105	-57	-46	-271	-224	-301	-1.134	
Mejoras	-255	-190	-226	-280	-296	-341	-322	-1.910	
<i>Neto</i>	<i>-364</i>	<i>-121</i>	<i>-280</i>	<i>-33</i>	<i>-247</i>	<i>-562</i>	<i>-539</i>	<i>-2.145</i>	<i>33%</i>
Otras inversiones	-2	-118	-205	-221	-158	-214	-287	-1.204	18%
<b>Inversiones</b>	<b>-366</b>	<b>-238</b>	<b>-485</b>	<b>-254</b>	<b>-405</b>	<b>-776</b>	<b>-826</b>	<b>-3.350</b>	<b>51%</b>
Dividendos	-420	-438	-457	-470	-540	-652	-687	-3.664	56%
Preferentes	-19	-20	-20	-19	-62	-21	-22	-183	3%
Δ Acciones	0	0	0	0	0	205	1	206	-3%
Δ Deuda	41	-68	109	-45	-106	121	447	498	-8%
Otras financiaciones	-8	1	-5	-12	-15	-21	-10	-70	1%
<b>Financiaciones</b>	<b>-405</b>	<b>-524</b>	<b>-374</b>	<b>-546</b>	<b>-723</b>	<b>-368</b>	<b>-271</b>	<b>-3.212</b>	<b>49%</b>
<b>Δ Caja</b>	<b>-37</b>	<b>19</b>	<b>-35</b>	<b>95</b>	<b>-70</b>	<b>-6</b>	<b>1</b>	<b>-33</b>	<b>-1%</b>



*Tabla 27: desglose de las principales componentes financieras de las políticas de capital de Mid-America Apartments. Cuando los datos históricos (desde 2018 a 2024 y Acum. - acumulado) son positivos (negativos), son entradas (salidas) de efectivo para la compañía. En la columna (%CFO) cuando los valores son positivos (negativos) son usos (fuentes) de caja. Fuente: datos Bloomberg y elaboración propia*

Para sostener este modelo de valor añadido intensivo –característico del mercado del Sunbelt que gestiona–, MAA ha recurrido a una baja retribución al accionista: su payout sobre el CFO es del 56 % (frente al 61 % del sector y 64 % de EQR), liberando así el capital interno necesario para financiar su crecimiento. El efecto combinado de la alta retención de caja y la focalización del gasto se traduce en una fortaleza financiera singular: a pesar de invertir agresivamente el 51 % de su CFO, MAA ha cubierto casi la totalidad de este déficit internamente. En el acumulado del periodo, la compañía solo ha tenido que recurrir mínimamente a la financiación externa neta, logrando un aumento marginal de 498 millones de dólares en su deuda y apenas 206 millones en emisión de acciones. En contraste con el modelo de EQR, basado en la rotación de activos, y el del sector agregado, dependiente de deuda y capital externo, la política de MAA se define por la autonomía financiera, empleando su propio flujo de caja como fuente principal para el value-add y el crecimiento orgánico.

## **AVB: AvalonBay Communities**

### **Descripción y portafolio de viviendas**

AvalonBay Communities es, por escala y por ambición, el REIT residencial de referencia en los mercados costeros de Estados Unidos. Opera un portafolio de 315 comunidades que suman 97.212 viviendas distribuidas en 10 regiones, con un 76% del NOI anclado en las afueras de la ciudad, de alta renta y elevada barrera de entrada.

La empresa se define por un modelo eminentemente costero –47% Este (Boston, área metropolitana NY/NJ y Mid-Atlantic) y 40% Oeste (Seattle, Norte y Sur de California)– complementado con una plataforma de expansión que ya aporta 13% del mix y que AVB quiere llevar hasta el 25% con mayor presencia en Denver, el sureste de Florida y ejes texanos como Dallas y Austin. Por tipología, el parque combina garden y mid-rise (41% y 41%, respectivamente) con un 18% de high-rise, lo que permite ajustar producto y precio a la profundidad de cada submercado.

El sello distintivo de AvalonBay es su orientación al desarrollo. En 2025 gestiona ~3.000 millones de dólares entre obra en marcha y recientes entregas, y ha elevado el objetivo anual de nuevos inicios a 1.6-1.7 mil millones para reabastecer el pipeline con proyectos mayoritariamente suburbanos. La compañía trabaja con yields de estabilización en la baja-media del 6% y, de forma recurrente, ha materializado retornos por encima de la proforma. El libro actual abarca en torno a 6.600 viviendas y, una vez estabilizado, añadiría más de 150 millones de NOI anualizado; la mayor contribución llegará a partir de 2027 por el bache temporal de entregas en 2025.

La cartera evoluciona, además, mediante rotación selectiva. AVB vende activos costeros maduros para ganar peso en las afueras y en regiones de expansión, con un objetivo de 80% suburbano frente al 73% de finales de 2024, y utiliza adquisiciones tácticas para acelerar el reequilibrio –en 2025 anunció la compra de



ocho comunidades en Texas (~620 M\$), movimiento que eleva la participación de las regiones de expansión del 10% al 12%. El plano operativo acompaña: ocupaciones por encima del 96% y una caída de la nueva oferta en regiones establecidas a mínimos de la década, mientras el Sun Belt digiere el inventario entregado.

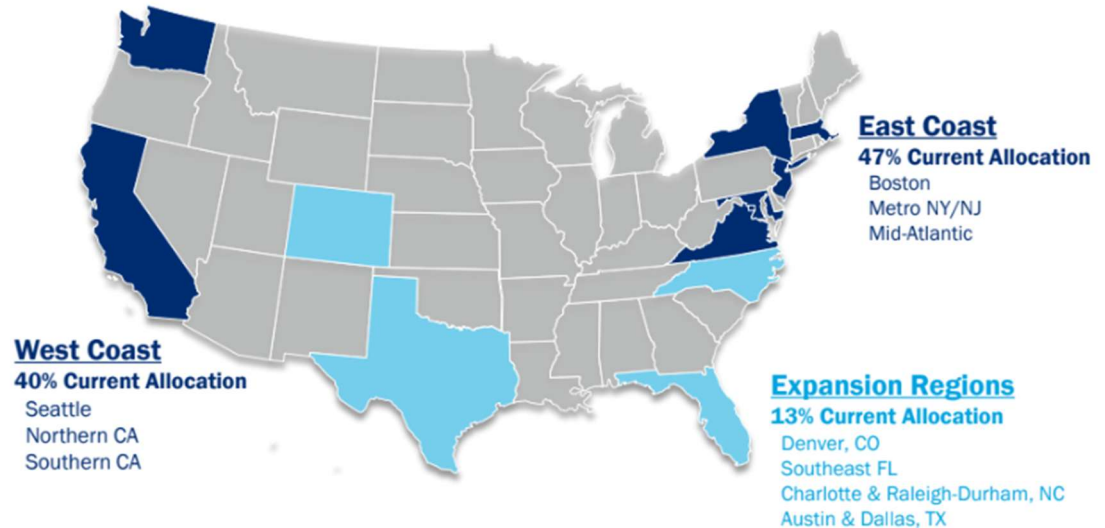


Figura 8: mapa de la exposición geográfica del portafolio de AvalonBay Communities. Fuente: Investor Relations Update third quarter 2025 de la compañía

### Estrategias de crecimiento

AvalonBay está reconfigurando el portafolio para que su fortaleza histórica en costas –Boston, área metropolitana de Nueva York/Nueva Jersey, Mid-Atlantic y California/Seattle– conviva con una capa de regiones de expansión que gane peso hasta ~25 % del NOI. La vía es clara: mayor sesgo suburbano –objetivo ~80 % frente al 73 % de 2024–, donde la barrera de entrada combina restricción de suelo y preferencia del inquilino por producto de baja/media altura con amenidades completas, y una selección de metros de crecimiento –Denver, sureste de Florida y ejes texanos– que aporten profundidad de demanda sin sacrificar calidad del tenant base.

El pipeline es el motor central de esa transición. AvalonBay gestiona ~3.000 M\$ entre obra en marcha y recientes entregas, con un libro activo cercano a 6.600 viviendas que, una vez estabilizado, aportará >150 M\$ de NOI anualizado. La compañía ha elevado el objetivo de nuevos inicios a 1,6-1,7 mil M\$ anuales para reabastecer el embudo con proyectos mayoritariamente suburbanos y escalonar la entrada de NOI: tras un bache de entregas en 2025, el grueso de la contribución se concentra a partir de 2027. Los development yields se sitúan en la baja-media del 6%, una prima visible frente a cap rates de compra, lo que justifica priorizar desarrollo frente a adquisiciones puras.

La rotación de cartera acelera el reequilibrio geográfico. Avalonbay vende activos maduros costeros para financiar crecimiento en suburbios y mercados de expansión, y ejecuta adquisiciones tácticas cuando aportan escala inmediata: en 2025 anunció la compra de ocho comunidades en Texas por ~620 M\$, movimiento



que eleva el peso de las regiones de expansión del 10% al 12% y crea densidad en Dallas y Austin.

El andamiaje financiero sostiene la estrategia sin tensionar el balance: 2,8-3,2 mil millones de USD de liquidez entre caja, una revolving ampliada a 2.500 millones USD y capacidad de forward equity que permite sincronizar inicios con ventanas de mercado y mantener un LTV cercano al 40% con > 90% de deuda a tipo fijo y madurez media de 7-8 años.

### **Riesgos específicos**

La posición de AvalonBay sigue anclada en mercados costeros con marcos regulatorios exigentes y cambiantes. El peso de California, Seattle, Boston y el área metropolitana de Nueva York expone a la compañía a límites de incremento de rentas en renovaciones, mayores exigencias de eficiencia energética, costes de rehabilitación y procesos administrativos más largos para licencias, factores que pueden retrasar lease-ups, elevar CapEx y comprimir yields de desarrollo.

El énfasis estratégico en el desarrollo introduce una sensibilidad propia. El libro activo –cercano a 6.600 viviendas y ~3.000 M\$ entre obras y entregas recientes– exige mantener costes bajo control y estabilizar con rentas alineadas a la proforma; una desviación en plazos, presupuestos o precio de salida erosiona el diferencial frente a cap rates de mercado. La compañía reconoce un “bache” temporal de entregas en 2025 y concentra la mayor aportación de NOI a partir de 2027.

La reconfiguración geográfica también conlleva riesgo de ejecución. El objetivo de elevar las regiones de expansión hasta ~25% del NOI y de aumentar el peso suburbano al ~80 % exige rotar activos costeros maduros y escalar operaciones en Texas, Denver o Florida. La compra de ocho comunidades en Texas (~620 M\$) acelera esa transición, pero pone a prueba la capacidad de integrar equipos, capturar sinergias y sostener pricing en metros que aún digieren oferta elevada.

### **Políticas de capital**

La política de asignación de capital de AvalonBay Communities (AVB) se erige como un modelo de crecimiento gestionado financiado externamente, que combina una excepcional pureza en la generación de caja con una alta propensión a la inversión neta. El punto de partida es su flujo operativo: AVB registra el ratio AFFO/CFO más alto del sector con un 90 % de conversión acumulada, lo que implica una eficiencia superior y menores necesidades relativas de gasto de capital (CapEx) en su portafolio. Esta fortaleza le permite mantener, junto a EQR, el payout más generoso, destinando un 64 % de su CFO al pago de dividendos. Sin embargo, al igual que el sector agregado, AVB opera con una ambición de crecimiento que excede su flujo de caja retenido: la compañía invirtió el 53 % de su CFO en la expansión de activos, comprando 1.88 dólares en propiedades por cada dólar que desinvertió.

La combinación de un alto dividendo y una alta inversión neta genera un déficit de financiación significativo. A diferencia de EQR, que cierra esta brecha con el reciclaje de capital, o de MAA, que lo hace con el flujo de caja retenido, AVB recurre disciplinadamente a los mercados de capitales para cubrir la diferencia y alimentar su pipeline de desarrollo. En el acumulado del periodo, la compañía ha financiado su crecimiento mediante una mezcla equilibrada de emisión de nueva deuda



(+1.020 millones de dólares) y emisión de acciones (+767 millones de dólares). Esta dependencia controlada de financiación externa es coherente con su enfoque como REIT líder en desarrollo: AVB utiliza su solidez de balance para acceder a capital barato, lo cual es esencial para impulsar proyectos de construcción de alta rentabilidad que, al estabilizarse, son valorados por el mercado con primas sobre el coste de desarrollo.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Acum.	(% CFO)
<b>AFFO</b>	<b>1.197</b>	<b>1.214</b>	<b>1.143</b>	<b>1.053</b>	<b>1.258</b>	<b>1.381</b>	<b>1.442</b>	<b>8.688</b>	
<i>AFFO/CFO (%)</i>	<i>92%</i>	<i>92%</i>	<i>94%</i>	<i>88%</i>	<i>88%</i>	<i>89%</i>	<i>90%</i>	<i>90%</i>	
<b>CFO</b>	<b>1.301</b>	<b>1.322</b>	<b>1.220</b>	<b>1.203</b>	<b>1.422</b>	<b>1.560</b>	<b>1.608</b>	<b>9.636</b>	<b>100%</b>
Disposiciones	883	422	620	850	934	467	711	4.888	
Adquisiciones	-1.479	-1.473	-844	-1.427	-1.458	-1.118	-1.416	-9.213	
Mejoras	-87	-141	-137	-153	-175	-197	-198	-1.088	
<i>Neto</i>	<i>-682</i>	<i>-1.191</i>	<i>-361</i>	<i>-730</i>	<i>-699</i>	<i>-848</i>	<i>-902</i>	<i>-5.413</i>	<i>56%</i>
Otras inversiones	85	-2	181	105	139	-81	-95	332	-3%
<b>Inversiones</b>	<b>-597</b>	<b>-1.193</b>	<b>-180</b>	<b>-625</b>	<b>-560</b>	<b>-929</b>	<b>-998</b>	<b>-5.081</b>	<b>53%</b>
Dividendos	-805	-840	-883	-888	-890	-923	-962	-6.191	64%
Preferentes	-1	-1	0	0	0	0	0	-2	0%
Δ Acciones	40	392	-181	18	2	485	11	767	-8%
Δ Deuda	81	253	262	527	205	-397	89	1.020	-11%
Otras financiaciones	-5	-23	-51	-4	12	1	-13	-83	1%
<b>Financiaciones</b>	<b>-689</b>	<b>-218</b>	<b>-854</b>	<b>-349</b>	<b>-671</b>	<b>-834</b>	<b>-874</b>	<b>-4.488</b>	<b>47%</b>
<b>Δ Caja</b>	<b>15</b>	<b>-90</b>	<b>186</b>	<b>230</b>	<b>192</b>	<b>-202</b>	<b>-264</b>	<b>66</b>	<b>1%</b>

*Tabla 28: desglose de las principales componentes financieras de las políticas de capital de AvalonBay Communities. Cuando los datos históricos (desde 2018 a 2024 y Acum. - acumulado) son positivos (negativos), son entradas (salidas) de efectivo para la compañía. En la columna (%CFO) cuando los valores son positivos (negativos) son usos (fuentes) de caja. Fuente: datos Bloomberg y elaboración propia*

## **ESS: Essex Property Trust**

### **Descripción y portafolio de viviendas**

Essex Property Trust es uno de los REIT residenciales más consolidados y longevos de Estados Unidos. Fundado en 1971 y con salida a bolsa en 1994, forma parte del S&P 500 y mantiene calificación crediticia BBB+/Baa1, lo que refleja la estabilidad de su estructura financiera y la calidad de sus activos. Su sede se encuentra en San Mateo, California, y su foco geográfico se concentra en la costa oeste: California y el estado de Washington, regiones que combinan las economías más potentes del país con las mayores barreras de entrada para la promoción inmobiliaria. Esta estrategia geográfica ha permitido al REIT capturar el crecimiento estructural de los mercados tecnológicos y del empleo cualificado, manteniendo al mismo tiempo un perfil de riesgo acotado.



A cierre de 2024, Essex controlaba 255 comunidades operativas, equivalentes a 62.157 viviendas en propiedad o participación, además de una cartera de dos edificios comerciales y varios proyectos en predesarrollo. La distribución territorial se inclina hacia las zonas con mayor restricción de suelo: el Área de la Bahía de San Francisco, Los Ángeles, Orange County, San Diego, Seattle y el condado de King, que concentran la mayoría del NOI generado.

La cartera actual combina tres pilares complementarios: comunidades estabilizadas de alta ocupación, proyectos en desarrollo selectivo en ubicaciones con oferta limitada y una plataforma de co-inversiones y financiación estructurada que amplía la capacidad de inversión con capital de terceros. En 2024, Essex adquirió o incrementó su participación en trece comunidades por aproximadamente 850 millones de dólares, destacando operaciones en el área de Silicon Valley (ARLO Mountain View y Century Towers, San José) y en el área metropolitana de Seattle (Beaumont). En paralelo, realizó una única gran desinversión, la venta de Hillsdale Garden en San Mateo, por 205 millones de dólares, como parte de su política de rotación hacia activos más eficientes.

El perfil operativo del portfolio se distingue por su alta ocupación, superior al 96 %, un ratio medio de 45 unidades por empleado y un margen operativo controlable que supera en 300 puntos básicos la media del sector. La combinación de activos en mercados de alta demanda, eficiencia operativa y disciplina en la asignación de capital ha convertido a Essex en un referente del multifamiliar costero estadounidense y en uno de los vehículos más estables del segmento large-cap REIT.

**% of Portfolio NOI at Pro Rata**

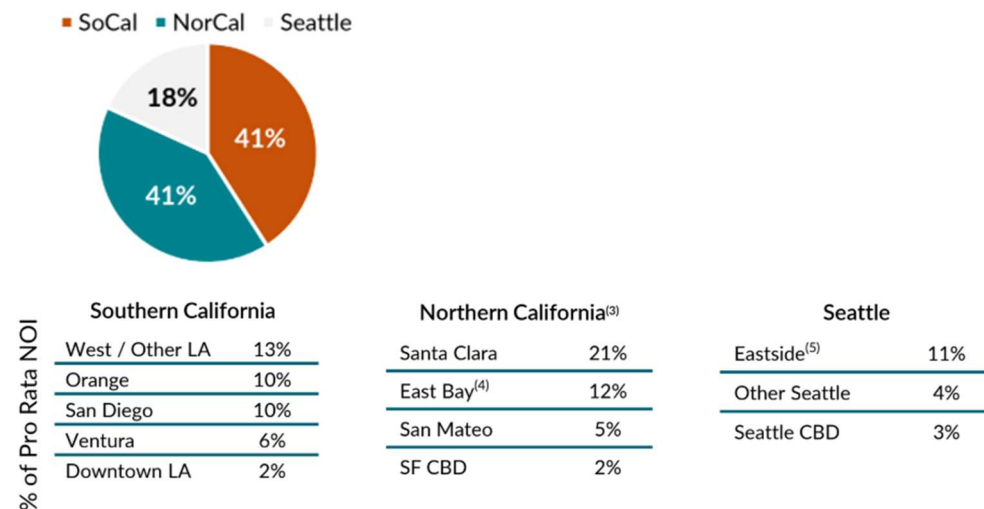


Figura 9: portafolio de Essex Property Trust. Fuentes: Investor Presentation September 2025 Essex Property Trust

**Estrategias de crecimiento**

La estrategia de Essex en el medio y largo plazo pivota sobre un principio constante –extraer crecimiento estructural del litoral Oeste– y una táctica más dinámica –rotar capital entre desarrollos, adquisiciones selectivas y financiación estructurada según el ciclo y el coste de capital.



La dirección fija el foco donde ve vientos de cola más visibles: el norte de California y el eje tecnológico de Seattle. La propia guía de 2025 atribuye su ventaja frente a la media del peer group al fortalecimiento de Northern California, con crecimiento de ingresos same-property y de FFO por encima de comparables, apoyado en una mejora del perfil de rentas desde 2024 y en una recuperación temprana de la región tras los años de ajuste.

En ese marco, la cartera se prepara para capturar demanda asociada a la nueva oleada de inversión tecnológica: en el sur de la Bahía se acumulan ampliaciones de oficinas de grandes compañías de IA y software, y la empresa opera con más de 16.000 viviendas en los condados de Santa Clara y San Mateo y ciudades limítrofes, además de 543 unidades en desarrollo a 30 de junio de 2025, lo que le da una posición de proximidad difícil de replicar. El mensaje operativo se refuerza con un vector de normalización en Los Ángeles; la ocupación económica ha mejorado de forma secuencial desde 2023 y la oferta prevista para la segunda mitad de 2025 se reduce aproximadamente un 35% frente al primer semestre, creando un telón de fondo más propicio para recuperar poder de fijación de precios en esa plaza.

Sobre esa base de demanda, el crecimiento exógeno se centra en dos palancas. La primera es la compra selectiva de activos “fee simple” cuando los precios y la financiación permiten crear NAV por encima del coste de capital. En los últimos doce meses, el equipo ha ejecutado en el norte de California cerca de mil millones de dólares en adquisiciones con yields medias entre media y alta banda del 4%, financiadas en gran parte con desinversiones, una disciplina que busca acelerar la creación de NAV por arbitraje frente a una compresión incipiente de cap rates en la zona. La segunda es un giro ordenado del programa de financiación estructurada: la compañía está reciclando los cobros de redenciones hacia compras directas para potenciar la durabilidad del crecimiento y el perfil de beneficios; espera que cerca del 70% de las redenciones de 2026 se concentren en el primer semestre y que, de no realizar nuevas inversiones, el saldo de esa cartera descienda a unos 200 millones de dólares a cierre de 2026, eliminando el lastre temporal sobre el FFO.

### **Riesgos específicos**

El mapa de riesgos de Essex Property Trust está definido por su propia ventaja competitiva: la concentración casi exclusiva en la Costa Oeste. El grueso del NOI procede de Áreas de la Bahía y Los Ángeles/Orange County, San Diego y Seattle, territorios con barreras de entrada altas pero también con marcos normativos cambiantes y onerosos. En California conviven el tope estatal a la subida de rentas y regímenes locales de estabilización, junto a requisitos de “just cause, controles sobre comisiones y calendarios de licencias más largos; pequeñas variaciones regulatorias alteran el timing de lease-ups, encarecen el CapEx de reposicionamiento y pueden comprimir el spread frente a cap rates. La propia documentación de la compañía subraya la sensibilidad del negocio a decisiones municipales y estatales sobre alquiler, permisos y fiscalidad inmobiliaria.

El segundo vector deriva de la exposición sectorial del norte de California y Seattle. Una parte significativa de la demanda de Essex está vinculada al empleo tecnológico; giros en contratación, teletrabajo o relocalización corporativa repercuten de forma directa en new lease spreads y cadencias de absorción. En el último ejercicio la dirección ha señalado una mejoría temprana en Northern



California y la expectativa de que esa región lidere el blend de rentas, pero reconoce que el ritmo depende de la recuperación de oficinas y de la inversión empresarial en el entorno de la Bahía.

Los costes estructurales son otro rasgo propio. En sus mercados núcleo, los impuestos inmobiliarios, seguros y utilities muestran una tendencia ascendente que presiona el margen same-property; la escasez de capacidad en el mercado asegurador de California, junto con riesgos sísmicos e incendios forestales, puede traducirse en primas más altas, retenciones mayores y cobertura menos disponible, especialmente en activos cercanos a interfaz urbano-forestal o zonas de falla. La empresa detalla estas presiones de coste y su efecto potencial en el NOI en sus reportes y presentaciones.

El riesgo de ejecución pesa de forma particular en un REIT con desarrollo y redevelopment selectivo en plazas de permisos complejos. Retrasos en tramitación, litigios ambientales o cambios de normativa de construcción en California alteran calendarios y rendimientos, y pueden desplazar estabilizaciones previstas para 2026-2028. El modelo operativo “Property Collections”, que centraliza gestión por clústeres, busca mitigar esa volatilidad, pero requiere alcanzar rápidamente densidad y sinergias en cada submercado para sostener el margen.

Essex mantiene además una cartera de financiación estructurada y co-inversiones cuya transición ordenada forma parte del plan. El calendario de redenciones y la ejecución de terceros afectan el timing del Core FFO; la dirección ha anticipado cobros concentrados en 2025-2026 y una reducción material del saldo si no se realizan nuevas inversiones, pero un retraso dilataría la reinversión en activos fee simple y prolongaría la contribución negativa o menor de estas líneas.

Por último, la exposición física a riesgos climáticos y sísmicos en el litoral Pacífico añade incertidumbre operativa y de CapEx: reforzamientos estructurales, eficiencia energética y medidas de resiliencia pueden exigir inversiones adicionales y afectar temporalmente la disponibilidad de unidades. Estos elementos están identificados por la compañía como riesgos materiales para su desempeño.

### **Políticas de capital**

La política de asignación de capital de Essex Property Trust se define por una combinación de eficiencia operativa máxima y un fuerte compromiso con el retorno de capital, lo que refleja su concentración en mercados costeros de alta barrera de entrada. Esta tesis se valida en la pureza inigualable de su flujo de caja: ESS registra el ratio AFFO/CFO más alto del sector con un 92 % de conversión acumulada, evidenciando un portafolio con mínimas fricciones operativas y bajo arrastre por gastos de capital de mantenimiento. Esta eficiencia superior permite a la compañía mantener una disciplina de inversión estricta, operando con el menor ratio de Inversiones netas sobre CFO (36 %) del grupo, muy por debajo del 54 % del sector agregado, lo que subraya una estrategia que privilegia la apreciación del activo existente sobre la expansión agresiva.

La gran divergencia estratégica de ESS reside en su enfoque de financiación. Mientras que el agregado sectorial se financió emitiendo 4.954 millones de dólares en acciones nuevas y 3.197 millones en deuda, ESS invirtió activamente en su propio capital, destinando 453 millones de dólares a la recompra neta de acciones,



un contrapunto directo a la política dilutiva de la mayoría de sus pares. La compañía recurrió a la deuda solo de forma modesta (+658 millones de dólares netos) para equilibrar su inversión y sus programas de recompra, en lugar de utilizarla para financiar grandes adquisiciones. El resultado es un modelo que, tras asegurar un payout de dividendos en línea con el sector (60 %), utiliza el flujo de caja retenido y una gestión táctica del pasivo para maximizar la rentabilidad del accionista a través de la reducción del número de acciones en circulación, consolidando a ESS como un referente en el uso eficiente del capital en los mercados de más alto valor.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Acum.	(% CFO)
<b>AFFO</b>	<b>793</b>	<b>824</b>	<b>958</b>	<b>746</b>	<b>840</b>	<b>869</b>	<b>926</b>	<b>5.956</b>	
<i>AFFO/CFO (%)</i>	<i>96%</i>	<i>90%</i>	<i>119%</i>	<i>82%</i>	<i>86%</i>	<i>89%</i>	<i>87%</i>	<i>92%</i>	
<b>CFO</b>	<b>827</b>	<b>919</b>	<b>803</b>	<b>905</b>	<b>976</b>	<b>980</b>	<b>1.068</b>	<b>6.478</b>	<b>100%</b>
Disposiciones	348	23	339	298	158	99	247	1.512	
Adquisiciones	-198	-292	-569	-203	-50	-33	-943	-2.288	
Mejoras	-155	-172	-139	-183	-260	-213	-207	-1.329	
<i>Neto</i>	<i>-5</i>	<i>-441</i>	<i>-369</i>	<i>-89</i>	<i>-152</i>	<i>-147</i>	<i>-903</i>	<i>-2.105</i>	<i>32%</i>
Otras inversiones	-54	-87	-48	-294	297	1	-71	-257	4%
<b>Inversiones</b>	<b>-60</b>	<b>-528</b>	<b>-417</b>	<b>-383</b>	<b>145</b>	<b>-146</b>	<b>-974</b>	<b>-2.361</b>	<b>36%</b>
Dividendos	-484	-508	-536	-543	-566	-587	-645	-3.869	60%
Preferentes	-30	-65	-34	-36	-42	-32	-64	-303	5%
Δ Acciones	-46	53	-255	49	-170	-96	12	-453	7%
Δ Deuda	-111	74	482	33	-354	244	290	658	-10%
Otras financiaciones	-5	-16	-40	-37	-5	-6	-13	-122	2%
<b>Financiaciones</b>	<b>-677</b>	<b>-462</b>	<b>-384</b>	<b>-533</b>	<b>-1.137</b>	<b>-477</b>	<b>-420</b>	<b>-4.089</b>	<b>63%</b>
<b>Δ Caja</b>	<b>91</b>	<b>-70</b>	<b>3</b>	<b>-10</b>	<b>-16</b>	<b>357</b>	<b>-325</b>	<b>28</b>	<b>0%</b>

*Tabla 29: desglose de las principales componentes financieras de las políticas de capital de Essex. Cuando los datos históricos (desde 2018 a 2024 y Acum. - acumulado) son positivos (negativos), son entradas (salidas) de efectivo para la compañía. En la columna (%CFO) cuando los valores son positivos (negativos) son usos (fuentes) de caja. Fuente: datos Bloomberg y elaboración propia*

## **UDR: UDR Inc**

### **Descripción y portafolio de viviendas**

La descripción del portafolio y modelo de UDR Inc. se articula sobre la idea de equilibrio entre escala nacional y sensibilidad local. A mediados de 2025 la compañía posee cerca de 60.000 viviendas multifamiliares distribuidas en 21 mercados estadounidenses, con un valor de empresa próximo a 21.000 millones de dólares, lo que la sitúa entre los tres mayores REITs residenciales cotizados del país. Su estructura geográfica refleja una intención explícita de reducir la volatilidad regional: el 40% del NOI procede del Noreste y el Atlántico Medio, el 35% del Oeste –con fuerte presencia en la Bahía de San Francisco, Los Ángeles, San Diego y



Seattle– y el 25% del Sunbelt, centrado en Dallas, Tampa, Nashville, Austin y Orlando.

El diseño de cartera combina viviendas de categoría A y B, lo que proporciona resiliencia frente a los extremos de renta. Un 56% de los ingresos proviene de comunidades A-Quality, con rentas superiores al 120% de la media del mercado, mientras que el 44% restante procede de activos B-Quality más asequibles, capaces de absorber la demanda de inquilinos de renta media. Además, la mezcla urbana-suburbana se mantiene equilibrada (69% suburbana, 31% urbana), y el diferencial de precio entre el primer y el tercer cuartil de su parque se sitúa entre los más bajos del sector, reflejo de una gestión homogénea y disciplinada.

La propuesta estratégica de UDR descansa sobre tres pilares operativos: gestión, asignación de capital y exposición de cartera. En la práctica, esto se traduce en una compañía que utiliza la escala nacional para financiarse con bajo coste y la granularidad de datos para dirigir inversión hacia micromercados concretos.

El perfil del inquilino también define la identidad de la empresa. El hogar medio de UDR tiene ingresos 2,5 veces superiores a la renta mediana de su área metropolitana, con una ratio renta/ingresos en el entorno del 20%, y paga alrededor de 3.400 \$ mensuales menos que el coste equivalente de propiedad, un diferencial que sustenta su ventaja competitiva en términos de asequibilidad.

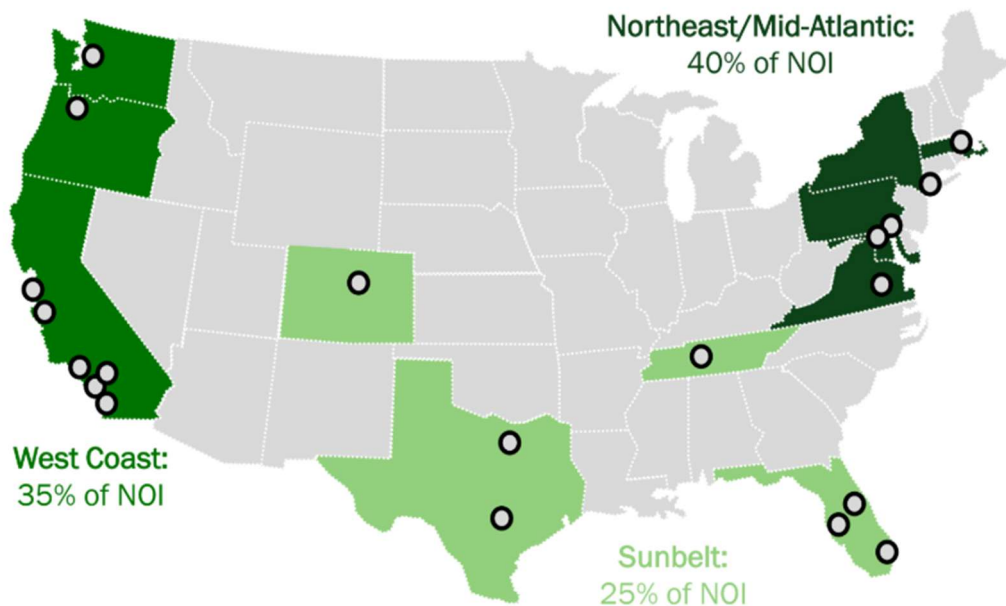


Figura 10: Portafolio de UDR Fuente: Investor Presentation September 2025 de la compañía

### Estrategias de crecimiento

UDR ha convertido su tesis de “full-cycle investment” en un plan de crecimiento que combina tres engranajes que se retroalimentan: una plataforma operativa basada en datos que eleva el run-rate orgánico, una asignación de capital flexible que pivota entre desarrollo, redevelopment, adquisiciones y financiación estructurada, y una exposición de cartera calibrada por micromercado para suavizar la ciclicidad. La hoja de ruta parte del cliente: la compañía orquesta millones de interacciones diarias con residentes y prospects para ajustar precios al nivel de unidad, anticipar rotación y priorizar acciones de retención; este proyecto



de Customer Experience agrega 10-25 M\$ de NOI incremental a partir de 2025, al que se suman Community WiFi (10-15 M\$) y la reducción de bad debt mediante machine learning (5-10 M\$), una cartera de iniciativas que desde 2018 ha generado ~50 M\$ de NOI de run-rate y que la dirección cifra en ~110 M\$ adicionales identificados para 2026+ cuando maduren las palancas ya desplegadas. La operativa incorpora un stack tecnológico amplio –SmartHome, CRM, self-guided tours, resident app, amenity pricing– que refuerza el margen y da visibilidad sobre cada submercado.

Esa granularidad alimenta el segundo engranaje: la asignación de capital. UDR utiliza un abanico de herramientas que le permite rotar hacia el mayor IRR ajustado por riesgo en cada tramo del ciclo. En desarrollo, los proyectos recientes apuntan a yields estabilizados cercanos al 6 %, suficientes para batir cap rates implícitos y crear NAV; el redevelopment se orienta a retornos de doble dígito medio a través de mejoras de producto y eficiencia site-level; en deuda y preferred equity la empresa busca IRRs doble dígito bajo/medio con estructuras que, además, preservan la opción de compra; y en adquisiciones el objetivo es elevar el NOI frente al mercado en los primeros tres años de tenencia en una banda de +10-15 %, mientras las desinversiones reciclan capital y aplanan el riesgo de balance. La propia presentación corporativa detalla el toolkit y la disciplina: vender cuando el equity cotiza con descuento a NAV y utilizar buybacks de forma táctica; emitir y apalancar cuando la prima y el coste de deuda lo justifican.

El tercer engranaje es la exposición de cartera. La mezcla entre Noreste/Atlántico Medio, Costa Oeste y Sun Belt se gestiona con un modelo de analítica de inversión que evalúa 40 variables de mercado y casi 70 a nivel micromercado, con miles de manipulaciones para puntuar la calidad de cada activo; este sistema monitoriza de forma continua ~30.000 comunidades institucionales y prioriza capital hacia corredores con mejor relación crecimiento/volatilidad, lo que explica la estabilidad de ocupación cercana al 97 % con rotación a la baja. Sobre ese mapa, la pauta para los próximos años es clara: aprovechar una normalización de oferta que, según sus estimaciones, cae en 2026-2027 por debajo de la media histórica en la mayoría de sus metros clave, y escalar proyectos –en propiedad, JV o financiando a terceros– allí donde el diferencial entre development yields y cap rates se mantenga abierto.

El pipeline actual refleja esa selectividad más que el volumen por el volumen. Tras reactivar entregas en 2024, UDR mantiene un embudo de iniciativas con yield objetivo ~6 % en desarrollo, un programa continuo de redevelopment con retorno de doble dígito y un carril de DPE que gana peso en mercados donde la financiación bancaria es limitada, con la ventaja adicional de originar futuras compras a precios atractivos. La compañía acompaña ese deal flow con un balance líquido →1.000 M\$ de liquidez, 3,4 % de coste medio y una duración de 4,7 años– que facilita iniciar o posponer proyectos sin crear “muros” de vencimientos y, a la vez, sostener dividendo y buybacks cuando el descuento lo aconseja. Sobre esta base, la dirección ha elevado en 2025 sus guías de same-store y FFOA y subraya que el foco seguirá siendo crear valor por acción combinando eficiencia operativa, rotación selectiva y un pipeline que entra en los años de mayor contribución a medida que la oferta nueva del sector se reduce hacia su media de largo plazo.



## Riesgos específicos

El talón de Aquiles de UDR nace de su propia propuesta de valor: una plataforma digital que orquesta precios, retención y asignación de capital a partir de millones de señales diarias. Esa ventaja impone dos frentes de riesgo. Primero, la dependencia tecnológica y de PropTech: la compañía reconoce compromisos de inversión superiores a 150 millones de dólares en fondos y proyectos tecnológicos y anticipa mayores requerimientos en ciberseguridad; cualquier incidencia operativa, brecha de datos o restricción normativa sobre el uso de algoritmos y screening de inquilinos podría erosionar el flujo, elevar costes y limitar la capacidad de fijación de precios a nivel de unidad. La dirección describe este vector como parte estructural del negocio y señala que el peso de ciberseguridad ha aumentado de forma visible en los últimos años. En paralelo, el propio playbook de UDR –IA para pricing, antifraude y gestión de experiencia del cliente–, que hoy aporta NOI incremental, amplifica el riesgo si cambios regulatorios o litigios limitan su aplicación o encarecen el cumplimiento.

El segundo bloque es financiero-operativo. UDR utiliza programa de commercial paper y líneas unsecured como palanca táctica de liquidez; a cierre de 2024 mantenía 289,9 M\$ emitidos con coste efectivo del 4,7 %, además de una línea de trabajo con margen sobre SOFR y vencimiento 2026. Un aumento brusco de tipos a corto o un cierre de mercado exigirían pivotar hacia la revolver o refinanciar a cupones más altos, con impacto directo en FFOA. La propia compañía cuantifica la sensibilidad: +100 pb en la deuda variable no cubierta elevaría el gasto financiero anual en ~6,1 M\$, y mantiene ~0,5 B\$ de deuda a tipo variable no sujeta a swaps. Aunque el escalonamiento de vencimientos mitiga el riesgo de muro, concentra importes relevantes en 2027-2031 cuya renovación a peores condiciones reduciría el spread frente al cap rate.

La huella geográfica también imprime riesgos idiosincráticos. Con ~35 % del NOI en la Costa Oeste y exposición significativa a mercados con normativa exigente, UDR convive con riesgos sísmicos y climáticos (incendios, inundaciones, fenómenos extremos) y con una inflación aseguradora que puede tensionar el margen. La compañía detalla en sus informes la posibilidad de daños por encima de coberturas, incrementos de primas y mayores exigencias de inversión en resiliencia o eficiencia energética, además de riesgos de interpretación normativa que afecten a sistemas actualmente utilizados en la operativa.

Por último, el perímetro jurídico añade dos focos muy específicos. UDR es parte demandada –junto con otros operadores– en acciones colectivas y causas de fiscalías estatales vinculadas a prácticas de pricing y a un proveedor del sector; un fallo adverso o acuerdos onerosos tendrían efectos económicos y reputacionales. La otra arista reside en la cartera de deuda y preferred equity a terceros, pieza habitual de su caja de herramientas para crear opcionalidad de compra. La rentabilidad objetivo es atractiva, pero conlleva riesgo de contraparte y de timing de redenciones, que puede desalinearse con ventanas de reinversión y afectar temporalmente al run-rate del FFOA.



### Políticas de capital

La política de asignación de capital de UDR, Inc. se erige como el arquetipo del crecimiento agresivo y apalancado en capital social, exhibiendo la estrategia más intensa en términos de inversión sobre flujo de caja del grupo. Paradójicamente, el motor de UDR es el más eficiente: con una conversión acumulada de AFFO/CFO del 93 %, la compañía ostenta la más alta pureza en su flujo de caja, lo que debería indicar un menor uso de efectivo en mantenimiento. Sin embargo, UDR no solo invierte la totalidad de su CFO, sino que lo excede, alcanzando un ratio de 101 % de Inversiones sobre CFO acumulado. Esta desmesurada ambición de crecimiento, que es casi el doble que el promedio del sector (54 %), genera el mayor déficit de financiación del grupo, incluso después de un payout de dividendos (63 %) en línea con sus pares.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Acum.	(% CFO)
<b>AFFO</b>	<b>535</b>	<b>597</b>	<b>596</b>	<b>595</b>	<b>731</b>	<b>784</b>	<b>780</b>	<b>4.618</b>	
<i>AFFO/CFO (%)</i>	<i>95%</i>	<i>95%</i>	<i>99%</i>	<i>90%</i>	<i>89%</i>	<i>94%</i>	<i>89%</i>	<i>93%</i>	
<b>CFO</b>	<b>561</b>	<b>631</b>	<b>604</b>	<b>664</b>	<b>820</b>	<b>833</b>	<b>877</b>	<b>4.989</b>	<b>100%</b>
Disposiciones	247	38	278	280	41	326	99	1.308	
Adquisiciones	-150	-1.396	-529	-1.423	-539	-174	-68	-4.278	
Mejoras	-117	-184	-174	-167	-236	-312	-272	-1.462	
<i>Neto</i>	<i>-20</i>	<i>-1.543</i>	<i>-425</i>	<i>-1.309</i>	<i>-734</i>	<i>-160</i>	<i>-241</i>	<i>-4.432</i>	<i>89%</i>
Otras inversiones	-93	-144	-35	37	-195	-128	-35	-593	12%
<b>Inversiones</b>	<b>-113</b>	<b>-1.687</b>	<b>-460</b>	<b>-1.272</b>	<b>-929</b>	<b>-288</b>	<b>-276</b>	<b>-5.025</b>	<b>101%</b>
Dividendos	-342	-382	-419	-434	-484	-540	-559	-3.160	63%
Preferentes	-36	-36	-36	-38	-39	-40	-48	-273	5%
Δ Acciones	280	725	82	899	581	-26	0	2.541	-51%
Δ Deuda	-120	616	296	242	77	83	30	1.224	-25%
Otras financiaciones	-42	-42	-75	-57	-24	-17	-24	-280	6%
<b>Financiaciones</b>	<b>-259</b>	<b>881</b>	<b>-152</b>	<b>612</b>	<b>111</b>	<b>-539</b>	<b>-601</b>	<b>52</b>	<b>-1%</b>
<b>Δ Caja</b>	<b>188</b>	<b>-175</b>	<b>-8</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>16</b>	<b>0%</b>

*Tabla 30: desglose de las principales componentes financieras de las políticas de capital de UDR. Cuando los datos históricos (desde 2018 a 2024 y Acum. - acumulado) son positivos (negativos), son entradas (salidas) de efectivo para la compañía. En la columna (%CFO) cuando los valores son positivos (negativos) son usos (fuentes) de caja. Fuente: datos Bloomberg y elaboración propia*

La clave de la tesis corporativa de UDR reside en cómo cierra esta brecha de financiación. Mientras que empresas como EQR se autofinancian desinvirtiendo, UDR acude masivamente al mercado de capitales. Su característica distintiva es la dependencia del capital social: la compañía ha sido la mayor emisora neta de acciones del sector en relación a su tamaño, generando 2.541 millones de dólares, lo que representa un espectacular 51 % de su CFO total. Esta emisión es complementada por un aumento de deuda de 1.224 millones de dólares. Por lo tanto, la estrategia de UDR se basa en una premisa audaz: utilizar la alta valoración de su acción en bolsa como fuente de capital barato para financiar la expansión,



creciendo a una tasa que es insostenible si solo se recurriera al flujo de caja interno. En el análisis final, UDR es el único REIT cuya política de capital se define por el crecimiento a costa de la dilución, contrastando fuertemente con la disciplina y el desapalancamiento de gestores como EQR y MAA.

## **CPT: Camden Property Trust**

### **Descripción y portafolio de viviendas**

Camden Property Trust es uno de los REITs residenciales más consolidados del mercado estadounidense y, al mismo tiempo, una de las plataformas más equilibradas dentro del universo multifamily Sun Belt-centric. Fundada en Houston y miembro del S&P 500, la compañía gestiona, desarrolla y opera comunidades de apartamentos con un enfoque que combina expansión en mercados de crecimiento con una cultura corporativa orientada al servicio y la innovación. A cierre de 2024, Camden poseía y operaba 174 comunidades residenciales con un total de 58.858 viviendas distribuidas en 15 mercados principales de Estados Unidos, con una antigüedad media de 15 años. Su sede y mayor concentración de activos se encuentra en Houston, Texas, pero el mapa operativo refleja una estructura verdaderamente nacional que enlaza la Costa Oeste, el Sur y el Atlántico Medio.

El perfil de cartera es uno de los más diversificados del sector. En términos de contribución al NOI, destacan Washington D.C. (13,1 %), Houston (12,7 %), Phoenix (8,6 %), Dallas (8,1 %) y los mercados de Florida –Southeast Florida (6,8 %), Orlando (6,7 %) y Tampa (6,3 %)–, todos ellos apoyados en polos de crecimiento laboral y demográfico. El Noreste y la Costa Oeste aportan adicionalmente tracción a través de mercados de alta renta como Los Ángeles, San Diego y Denver, mientras que Charlotte, Raleigh y Nashville consolidan la expansión hacia corredores del sureste. El conjunto de estos territorios concentra más del 90 % del NOI en mercados con crecimientos de población y empleo por encima de la media nacional, lo que refleja una estrategia deliberada de exposición a economías dinámicas y de migración neta positiva.

El parque residencial de Camden combina 59.672 unidades entre activos Class A (36 %) y Class B (64 %), con un equilibrio entre ubicaciones urbanas (41 %) y suburbanas (59 %), y un tejido físico que incluye principalmente edificios de baja y media altura –alrededor del 59 % y 28 % respectivamente–, donde predominan las configuraciones de tres a seis plantas. La empresa mantiene además cuatro proyectos en desarrollo que suman 1.531 unidades adicionales, cifra que refleja su ritmo de crecimiento orgánico estable. La ocupación media se sitúa en el 96 %, con una renta mensual promedio por unidad de 2.001 dólares y ingresos mensuales por vivienda ocupada de 2.308 dólares, métricas que ubican a Camden entre los REITs con mayor estabilidad operativa y menor dispersión regional.

El eje de su posicionamiento se define por su apuesta por los mercados de mayor vitalidad demográfica. Según estimaciones internas y de Witten Advisors, entre 2025 y 2027 las áreas donde Camden opera captarán aumentos poblacionales y de empleo significativos: Houston (+363.000 habitantes y +116.000 empleos), Dallas (+231.000 y +118.000), Phoenix (+181.000 y +70.000), Charlotte (+136.000 y



+65.000), Atlanta (+131.000 y +46.000), Austin (+131.000 y +43.000) y Orlando (+130.000 y +61.000). Esta dinámica migratoria, con flujos netos hacia el Sun Belt y salidas de las costas Este y Oeste, respalda la estabilidad del modelo de Camden y explica su rentabilidad superior frente a peers costeros.

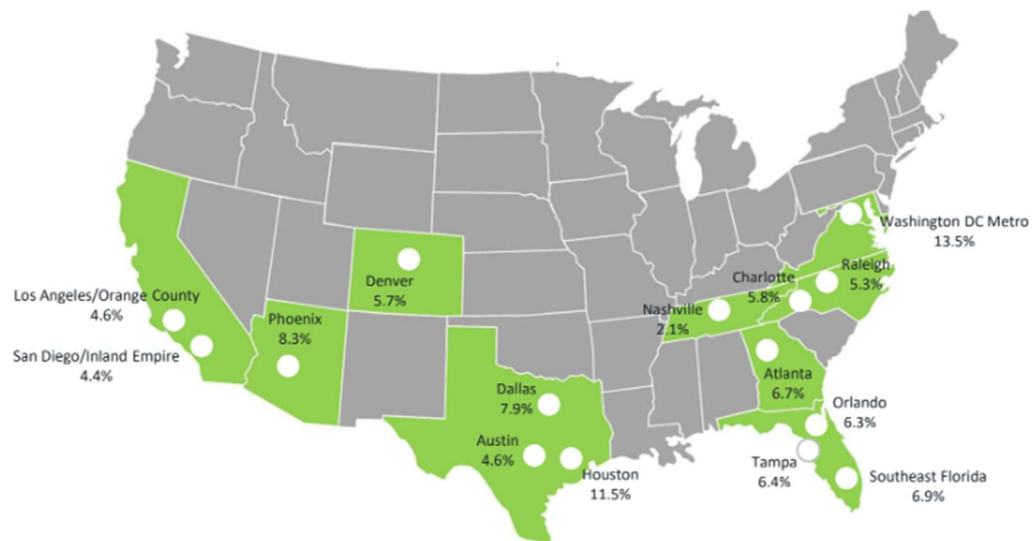


Figura 11: Diversificación de portafolio: Contribución del NOI por mercado de Camden Property Trust Fuente: Investor Presentation September 2025 de la compañía

### Estrategias de crecimiento

Camden articula su crecimiento sobre una idea sencilla y exigente: mantener la cartera donde crecen el empleo y la población, y rotar capital con disciplina entre desarrollo, reposicionamiento y compraventas para elevar el NOI por acción sin tensionar el balance. La hoja de ruta arranca en la selección geográfica; más del 90% del NOI procede de mercados con fuerte creación de empleo y migración neta –Houston, Dallas, Phoenix, Charlotte, Austin, Orlando o Tampa– que, según su playbook, aportarán los mayores incrementos demográficos de 2025-2027, y donde la compañía quiere reforzar presencia como palanca de ocupación, pricing power y retención de clientes. En paralelo, el plan corporativo explicita un reequilibrio del mix que reduzca la concentración en Washington DC y Houston a  $\leq 10\%$  del NOI y eleve Nashville hasta  $\sim 4\%$  del NOI a 2027, objetivo que guía tanto el pipeline como la rotación de activos.

La asignación de capital combina cuatro vías. En desarrollo, Camden fija como referencia yields estabilizados cercanos al 6% y arranca 2025 con una guía de 175-675 M\$ de starts, con el mensaje de acelerar sólo cuando la relación yield-cap rate compense el riesgo. En la actualidad opera seis comunidades en desarrollo que suman 2.139 viviendas con un coste estimado de 857 M\$, 64% financiado y 312 M\$ pendientes de desembolso; el embudo futuro añade Camden Baker (Denver, 434 viviendas, 191 M\$) y Camden Gulch (Nashville, 498 viviendas, 300 M\$), que posicionan a la compañía en corredores donde el diferencial entre demanda y oferta futura es más favorable. La estrategia se completa con Build-to-Rent selectivo –dos comunidades unifamiliares en el área de Houston que avanzan hacia estabilización–, un programa de reposición/redevelopment/repurpose que



ha intervenido ~47.000 viviendas desde su lanzamiento (801M\$ de inversión) y casi 2.000 viviendas adicionales en redevelopment reciente (93 M\$), y una pauta de adquisiciones y desinversiones pensada para rejuvenecer el parque: compras de activos con edad media de 4 años y ventas con 24 años, con un objetivo anual de ~750 M\$ por cada lado cuando las condiciones lo permiten.

La ejecución reciente ilustra ese patrón. En 2025 Camden ha cerrado tres compras por 338 M\$ –Leander (Austin), West Nashville y Clearwater (Tampa)– y ha vendido cuatro comunidades por 174 M\$, a la vez que iniciaba un nuevo desarrollo de 184 M\$. La dirección mantiene la previsión de ~750 M\$ en adquisiciones y ~750 M\$ en desinversiones para el conjunto del año y sigue comercializando activos maduros –con mayor capex y menor crecimiento futuro– para financiar crecimiento en mercados objetivo. En la pata operativa, el playbook de gestión de clientes sostiene retención histórica (~70%) y move-outs por compra de vivienda por debajo del 10%, lo que amortigua la ciclicidad del leasing y mejora la conversión de pricing en NOI mientras maduran las entregas del pipeline.

El hilo conductor es la creación de valor por acción con balance investment grade: desarrollo cuando el yield supera el coste de capital y el cap rate implícito; reposición y redevelopment con retornos del 7-8% en una tubería de ~2.500 viviendas; compras a ~5% de cap rate en submercados ganadores; y ventas para rejuvenecer la cartera y financiar crecimiento sin elevar el apalancamiento. La expectativa directiva es que, con la caída de inicios prevista para 2026-2027 en sus mercados, el pipeline en marcha y la rotación planificada permitan acelerar el same-store NOI a partir de 2026-2028, replicando tasas de expansión de ciclos previos en el Sun Belt.

### **Riesgos específicos**

El punto más delicado de Camden está en la arquitectura de su huella y en cómo ejecuta el reposicionamiento que la propia dirección ha trazado. La compañía opera con un peso aún elevado en Washington D.C. y Houston, mercados que suman un porcentaje de NOI que la directiva ha decidido rebajar hasta  $\leq 10\%$  por área a 2027. El plan exige vender carteras maduras y recolocar capital hacia Nashville y otros corredores del Sun Belt; si el ritmo de desinversiones se retrasa –la compañía ya ha señalado que las ventas de 2025 llegarán “back-end loaded” – o los múltiplos de salida no acompañan, el objetivo de equilibrio geográfico se aplaza y la volatilidad de resultados por concentración persiste.

A esa sensibilidad por concentración se suma una exposición muy desigual a la oferta nueva por micromercado. La propia cartografía sectorial sitúa a Austin con construcción en curso equivalente a ~12% del stock, Raleigh por encima del 10%, Charlotte y Denver en el 9-10%, y Washington D.C. alrededor del 6-7%; en esos submercados, un alargamiento de lease-ups o una absorción más lenta presionan el pricing de nuevas firmas y renovaciones y elevan la rotación, justo donde Camden quiere crecer o mantener cuota. En Houston el indicador es más benigno (~3-4%), pero el peso del mercado sobre el NOI hace que pequeños desvíos tengan impacto agregado.



El riesgo de ejecución del pipeline es otra pieza propia de Camden. El embudo actual concentra proyectos en Carolinas y Tennessee y añade dos desarrollos previstos en Denver y Nashville; son geografías con buena in-migración, pero con ventanas de entrega que se solapan con picos locales de oferta. Si los yields estabilizados no alcanzan el ~6% que la compañía toma como referencia, o si los costes de construcción y carry se estiran, el diferencial frente al coste de capital se estrecha y el retorno por acción se diluye. Además, el Build-to-Rent en el área de Houston –dos comunidades unifamiliares– aporta opcionalidad pero introduce riesgo de lease-up y de mantenimiento unitario diferente al multifamily tradicional; una de esas comunidades ha retrasado su estabilización a inicios de 2026.

Existe también un riesgo operativo idiosincrático por la trayectoria de impuestos a la propiedad y seguros. Camden ha conseguido mejorar su guía 2025 gracias a devoluciones fiscales y menor presión de primas, pero la base de gasto es alta –los impuestos representan alrededor de un tercio del opex same-store– y el historial reciente en Florida y Texas muestra que un repunte de valoraciones catastrales o de primas de riesgo climático puede erosionar el margen más rápido de lo que la subida de rentas compensa.

Por último, la dependencia del plan de reciclaje de capital añade un riesgo financiero-operativo concreto. La hoja de ruta combina ~750 M\$ en compras y ~750 M\$ en ventas en 2025 para rejuvenecer la cartera y reequilibrar mercados; si el bid-ask se abre o la demanda por activos vintage de mayor capex se enfría –tres de las cuatro ventas recientes fueron en Houston– Camden se ve forzada a elegir entre elevar apalancamiento, ralentizar crecimiento o aceptar precios de salida más bajos. En ese contexto, el mercado ya anticipa crecimientos de dividendo más moderados que en años previos, señal de que el margen de maniobra puede estrecharse si los hitos comerciales del plan no se cumplen en tiempo y forma.

### **Políticas de capital**

La política de asignación de capital de Camden Property Trust se define por una máxima intensidad de inversión y una dependencia estructural de los mercados de capitales para financiar un crecimiento a una velocidad superior a la de su flujo de caja operativo. En el acumulado del periodo, CPT registra el esfuerzo inversor más ambicioso del grupo, destinando un espectacular 101 % de su CFO a Inversiones netas, cifra que iguala a la de UDR y contrasta fuertemente con el 54 % del sector agregado. Esta voracidad por el crecimiento se traduce en un uso masivo de financiación externa que asciende al 51 % de su CFO.

Paradójicamente, CPT intenta compensar esta intensidad con la política de dividendos más restrictiva del sector, con un payout del 58 % sobre el CFO. Aunque esta baja tasa le permite retener más capital interno que sus pares, la magnitud de su inversión –impulsada por un enfoque en el desarrollo y la adquisición en el Sunbelt– es tan grande que desborda con creces su capacidad de autofinanciación. Para cubrir esta enorme brecha, CPT recurre de manera agresiva a la dilución del accionista, siendo una emisora neta de 1.564 millones de dólares en acciones, y aumentando significativamente su deuda neta en 725 millones de dólares en el periodo. En el análisis final, la estrategia de CPT se alinea con la de UDR: ambos priorizan la expansión del portafolio a cualquier coste financiero,



utilizando el capital social y la deuda como palancas esenciales para sostener el ritmo más alto de acumulación de activos del sector.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Acum.	(% CFO)
<b>AFFO</b>	<b>392</b>	<b>433</b>	<b>433</b>	<b>486</b>	<b>629</b>	<b>655</b>	<b>648</b>	<b>3.675</b>	
<i>AFFO/CFO (%)</i>	<i>78%</i>	<i>78%</i>	<i>83%</i>	<i>84%</i>	<i>84%</i>	<i>82%</i>	<i>84%</i>	<i>82%</i>	
<b>CFO</b>	<b>504</b>	<b>556</b>	<b>519</b>	<b>578</b>	<b>745</b>	<b>795</b>	<b>775</b>	<b>4.472</b>	<b>100%</b>
Disposiciones	11	68	1	255	71	291	115	812	
Adquisiciones	-359	-408	-427	-429	-449	-411	-394	-2.877	
Mejoras	0	-17	0	0	-4	-6	-4	-31	
<i>Neto</i>	<i>-348</i>	<i>-357</i>	<i>-426</i>	<i>-174</i>	<i>-382</i>	<i>-126</i>	<i>-283</i>	<i>-2.096</i>	<i>47%</i>
Otras inversiones	-293	-435	-3	-630	-1.073	-1	-2	-2.437	55%
<b>Inversiones</b>	<b>-641</b>	<b>-792</b>	<b>-429</b>	<b>-804</b>	<b>-1.455</b>	<b>-127</b>	<b>-285</b>	<b>-4.533</b>	<b>101%</b>
Dividendos	-298	-317	-333	-343	-397	-435	-451	-2.574	58%
Preferentes	0	0	0	0	0	0	0	0	0%
Δ Acciones	-15	353	0	759	517	0	-50	1.564	-35%
Δ Deuda	114	187	639	0	-8	19	-226	725	-16%
Otras financiaciones	2	-3	2	5	-2	-1	2	4	0%
<b>Financiaciones</b>	<b>-198</b>	<b>221</b>	<b>308</b>	<b>421</b>	<b>110</b>	<b>-417</b>	<b>-726</b>	<b>-281</b>	<b>6%</b>
<b>Δ Caja</b>	<b>-335</b>	<b>-16</b>	<b>398</b>	<b>195</b>	<b>-600</b>	<b>251</b>	<b>-236</b>	<b>-342</b>	<b>-8%</b>

*Tabla 31: desglose de las principales componentes financieras de las políticas de capital de Camden Property Trust. Cuando los datos históricos (desde 2018 a 2024 y Acum. - acumulado) son positivos (negativos), son entradas (salidas) de efectivo para la compañía. En la columna (%CFO) cuando los valores son positivos (negativos) son usos (fuentes) de caja. Fuente: datos Bloomberg y elaboración propia*

La clave de la tesis corporativa de UDR reside en cómo cierra esta brecha de financiación. Mientras que empresas como EQR se autofinancian desinvirtiendo, UDR acude masivamente al mercado de capitales. Su característica distintiva es la dependencia del capital social: la compañía ha sido la mayor emisora neta de acciones del sector en relación a su tamaño, generando 2.541 millones de dólares, lo que representa un espectacular 51 % de su CFO total. Esta emisión es complementada por un aumento de deuda de 1.224 millones de dólares. Por lo tanto, la estrategia de UDR se basa en una premisa audaz: utilizar la alta valoración de su acción en bolsa como fuente de capital barato para financiar la expansión, creciendo a una tasa que es insostenible si solo se recurriera al flujo de caja interno. En el análisis final, UDR es el único REIT cuya política de capital se define por el crecimiento a costa de la dilución, contrastando fuertemente con la disciplina y el desapalancamiento de gestores como EQR y MAA.



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Acum.	(% CFO)
<b>AFFO</b>	<b>4.545</b>	<b>4.831</b>	<b>4.809</b>	<b>4.514</b>	<b>5.374</b>	<b>5.727</b>	<b>5.896</b>	<b>35.696</b>	
<i>AFFO/CFO (%)</i>	<i>86%</i>	<i>85%</i>	<i>92%</i>	<i>82%</i>	<i>83%</i>	<i>84%</i>	<i>84%</i>	<i>85%</i>	
<b>CFO</b>	<b>5.283</b>	<b>5.666</b>	<b>5.235</b>	<b>5.506</b>	<b>6.476</b>	<b>6.838</b>	<b>7.000</b>	<b>42.004</b>	<b>100%</b>
Disposiciones	2.201	1.790	2.355	3.684	2.244	1.560	2.217	16.050	
Adquisiciones	-3.178	-5.389	-2.705	-5.446	-2.990	-2.362	-4.846	-26.916	
Mejoras	-807	-887	-832	-935	-1.196	-1.391	-1.307	-7.355	
<i>Neto</i>	<i>-1.784</i>	<i>-4.486</i>	<i>-1.182</i>	<i>-2.698</i>	<i>-1.941</i>	<i>-2.192</i>	<i>-3.937</i>	<i>-18.220</i>	<i>43%</i>
Otras inversiones	-370	-725	-125	-1.074	-1.153	-483	-598	-4.528	11%
<b>Inversiones</b>	<b>-2.154</b>	<b>-5.211</b>	<b>-1.307</b>	<b>-3.772</b>	<b>-3.094</b>	<b>-2.675</b>	<b>-4.535</b>	<b>-22.748</b>	<b>54%</b>
Dividendos	-3.131	-3.315	-3.513	-3.580	-3.808	-4.126	-4.323	-25.796	61%
Preferentes	-128	-161	-137	-134	-226	-133	-170	-1.087	3%
Δ Acciones	312	1.562	-339	1.815	1.099	543	-38	4.954	-12%
Δ Deuda	-156	1.269	785	1.050	-1.113	11	1.351	3.197	-8%
Otras financiaciones	-89	-144	-199	-111	-48	-54	-90	-734	2%
<b>Financiaciones</b>	<b>-3.192</b>	<b>-788</b>	<b>-3.403</b>	<b>-960</b>	<b>-4.096</b>	<b>-3.759</b>	<b>-3.269</b>	<b>-19.466</b>	<b>46%</b>
<b>Δ Caja</b>	<b>-63</b>	<b>-333</b>	<b>525</b>	<b>774</b>	<b>-714</b>	<b>404</b>	<b>-803</b>	<b>-210</b>	<b>-1%</b>

*Tabla 32: desglose de las principales componentes financieras de las políticas de capital del conjunto agregado de las compañías analizadas en el estudio. Cuando los datos históricos (desde 2018 a 2024 y Acum. - acumulado) son positivos (negativos), son entradas (salidas) de efectivo para la compañía. En la columna (%CFO) cuando los valores son positivos (negativos) son usos (fuentes) de caja. Fuente: datos Bloomberg y elaboración propia*



## Sección 6. Valoraciones

### Metodología de valoración

#### Por qué el AFFO como variable de valoración

En el análisis de REITs, y especialmente en residenciales multifamily, el punto de partida de cualquier ejercicio de valoración es la capacidad del activo para generar caja recurrente y distribuible a lo largo del ciclo, más que el beneficio contable que reflejan los estados financieros tradicionales; el indicador que mejor captura esa realidad económica es el Adjusted Funds From Operations (AFFO).

El AFFO parte del FFO, que ya elimina la depreciación y las plusvalías o minusvalías de venta de activos, pero va un paso más allá al descontar el capex de mantenimiento necesario para sostener el nivel actual de rentas y ocupación, ajustar por straight-line rent y otros devengos no monetarios, y depurar elementos extraordinarios que distorsionan el flujo normalizado. El resultado es una aproximación muy cercana a la “caja limpia” que el REIT genera después de mantener en buen estado su parque de viviendas, medida en términos por acción y comparable entre compañías con estrategias, geografías y estructuras de capital distintas.

Esa característica convierte al múltiplo AFFO/Capitalización bursátil en el eje natural para anclar la valoración relativa frente al universo de comparables y frente a la propia historia del REIT. Además, el AFFO se integra con naturalidad en cualquier marco de valoración absoluta: un DCF sobre AFFO por acción, creciendo a la tasa implícita que reflejan las inversiones y la evolución del NOI, ofrece una lectura intuitiva del valor presente del flujo distribuible; la comparación de ese valor con el precio de mercado y con el NAV estimado de los activos ayuda a discriminar qué parte de la tesis descansa en revalorización del ladrillo y qué parte en crecimiento de la caja recurrente. Por todo ello, cuando se analiza un REIT de vivienda, el AFFO se convierte en la moneda de cuenta que ordena el resto de variables –NOI, FFO, NAV, cap rates– y en la referencia más útil para entender qué está pagando hoy el inversor por cada dólar de flujo sostenible que la compañía puede generar y distribuir a lo largo del ciclo.

#### AFFO/MC como rentabilidad global de los REITs

Cuando se divide el AFFO de un REIT entre su capitalización bursátil se obtiene el rendimiento implícito sobre el capital propio, un “earnings yield” ajustado a la naturaleza inmobiliaria del negocio. Dicho de forma sencilla, el AFFO/Market Cap indica qué porcentaje del precio de la acción está respaldado cada año por caja recurrente y distribuible después de mantenimiento; un 5% de AFFO/Market Cap significa que, al valor de mercado actual, el inversor está comprando un flujo de AFFO equivalente al 5% del precio pagado.

Esta forma de mirar la valoración tiene la ventaja de ser comparable entre compañías y frente a otras alternativas de rentabilidad como los bonos corporativos o la renta variable general.

Entre las compañías analizadas en el estudio, los múltiplos son sorprendentemente homogéneos dentro de cada año: en 2018 el rango se mueve en torno al 4,5–5,2



%, en 2019 converge cerca del 4–4,6 %, en 2022 se agrupa entre el 5–6 % y en 2025 todas las compañías cotizan ya en una banda relativamente estrecha entre 5,6 % y 6,7 %. Esta similitud refleja que el mercado tiende a valorar a los grandes REITs residenciales con una prima o descuento muy acotados entre sí y que la mayor parte de la variación se produce de un año a otro, no entre nombres.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EQR US	4,5%	4,0%	5,2%	3,1%	5,4%	5,4%	5,0%	5,6%
MAA US	5,2%	4,6%	4,7%	2,8%	5,0%	6,3%	5,3%	6,1%
AVB US	5,0%	4,1%	5,1%	3,0%	5,6%	5,2%	4,6%	5,6%
ESS US	4,9%	4,1%	6,2%	3,2%	6,1%	5,5%	5,0%	5,7%
UDR US	4,9%	4,3%	5,2%	3,1%	5,7%	6,2%	5,4%	6,7%
CPT US	4,7%	4,1%	4,2%	2,6%	5,2%	6,1%	5,1%	6,3%
<b>Avg</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,2%</b>	<b>5,1%</b>	<b>3,0%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,1%</b>	<b>6,0%</b>

*Tabla 33: valoraciones Adjusted FFO/capitalización bursátil de las compañías analizadas. El valor de 2025 es de principios de noviembre 2025. Fuente: datos Bloomberg y elaboración propia*

Mirando el promedio histórico, el patrón es claro: partimos de un rendimiento medio del 4,9 % en 2018, bajamos al 4,2 % en 2019, saltamos al 5,1 % en 2020 con la corrección del COVID, comprimimos a solo 3,0 % en 2021 en pleno pico de tipos bajos y euforia de precios, y desde ahí el sector se revaloriza a la baja con la subida de tipos hasta niveles de 5,5–5,8 % en 2022–2023. En 2024 el promedio se sitúa de nuevo en 5,1 %, y el 6,0 % proyectado para 2025 implica que, a igualdad de crecimiento de AFFO, el mercado exige hoy un rendimiento sobre la caja estructuralmente más alto que en casi todo el período 2018–2020: los REITs de vivienda generan más AFFO por cada dólar de capitalización, pero a costa de cotizar con un descuento mayor frente a su historia reciente y frente al valor económico de sus activos.

### **NOI/EV como rentabilidad de las carteras de inversión inmobiliaria**

El cociente NOI/Enterprise Value (EV) puede leerse como la rentabilidad bruta, antes de gastos financieros y corporativos, que ofrece la cartera inmobiliaria subyacente de un REIT sobre el valor total al que el mercado la está cotizando.

El NOI recoge el resultado operativo de los activos (rentas menos gastos directos de explotación), mientras que el EV suma capitalización bursátil y deuda neta; al dividir uno por otro obtenemos una especie de “cap rate implícito cotizado”, es decir, qué porcentaje de retorno anual genera el parque de viviendas sobre el valor económico conjunto del capital y de la deuda. Frente a ello, el AFFO/Market Cap es un rendimiento sobre el capital propio después de capex de mantenimiento y ajustes no monetarios, más próximo a la caja que podría destinarse a dividendos o reinversión.

NOI/EV es un rendimiento desapalancado del ladrillo antes de financiarse y AFFO/Market Cap es un rendimiento apalancado para el accionista después de mantener los activos.

Cuando se observan los datos históricos de nuestra muestra, el patrón interno es muy similar al del AFFO/Market Cap: dentro de cada año los niveles de NOI/EV tienden a agruparse en bandas estrechas, lo que indica que el mercado termina



valorando a los grandes multifamily en torno a una misma rentabilidad inmobiliaria implícita.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EQR US	5,0%	4,5%	5,3%	3,5%	5,7%	5,8%	5,2%	6,0%
MAA US	6,2%	5,2%	5,4%	3,5%	5,7%	6,7%	5,9%	6,7%
AVB US	4,9%	4,3%	5,0%	3,4%	5,8%	5,5%	5,0%	6,0%
ESS US	4,5%	4,0%	4,7%	3,2%	5,5%	5,2%	4,8%	5,4%
UDR US	4,8%	4,1%	4,9%	3,3%	5,4%	5,7%	5,3%	6,2%
CPT US	5,7%	5,0%	5,1%	3,4%	5,8%	6,9%	6,1%	6,8%
<b>Avg</b>	<b>5,2%</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,1%</b>	<b>3,4%</b>	<b>5,7%</b>	<b>6,0%</b>	<b>5,4%</b>	<b>6,2%</b>

*Tabla 34: valoraciones Net Operating Income sobre EV de las compañías analizadas. El valor de 2025 es de principios de noviembre 2025. Fuente: datos Bloomberg y elaboración propia*

En 2018 todas las compañías se sitúan alrededor del 5–6 %, en 2019 el abanico cae a la zona del 4–5 %, en 2021 la compresión es máxima con rendimientos en torno al 3,2–3,5 %, y en 2023–2025 los valores convergen de nuevo en la franja del 5,4–6,9 %, con poca dispersión entre nombres. La evolución del promedio resume bien el cambio de régimen: partimos de un NOI/EV medio del 5,2 % en 2018, descendemos al 4,5 % en 2019, recuperamos al 5,1 % en 2020, caemos al mínimo de 3,4 % en 2021 en pleno entorno de tipos cero y múltiplos exigentes, y desde 2022 el repricing por subida de tipos lleva el promedio a 5,7 %, 6,0 % y 5,4 % en 2022–2024, hasta alcanzar un 6,2 % estimado para 2025; dicho de otra forma, hoy el inversor exige a estos REITs una rentabilidad inmobiliaria implícita claramente superior a la del inicio del período, lo que sugiere que buena parte del ajuste de precios ya se ha materializado y que la cartera de activos genera más NOI por cada dólar de valor de empresa que hace tan solo cinco o seis años.

## Valoraciones actuales de mercado

### Spread histórico respecto a la rentabilidad a 10 años del bono estadounidense

Cuando se compara el rendimiento AFFO/Market Cap de un REIT con la rentabilidad del bono soberano a 10 años se está midiendo, en esencia, la prima de riesgo que el mercado exige por mantener ladrillo cotizado frente a deuda pública sin riesgo.

Ese diferencial, el *spread*, es la variable que realmente importa: indica cuánta rentabilidad adicional ofrece la inversión en un REIT multifamily por encima del activo libre de riesgo y, por tanto, cuánto margen de seguridad existe para absorber errores de ejecución, ciclos económicos o sorpresas de tipos.

Tomando Equity Residential como referencia del conjunto, el período 2017–2019 muestra un régimen relativamente “normal”, con un AFFO yield entre el 4,5 % y el 5,5 %, un T-Note en la banda del 2–3 % y un *spread* que oscila alrededor de los 200–300 pb. El shock de 2020 rompe por completo ese equilibrio: el 10 años se hunde por debajo del 1 %, el AFFO yield sube por la corrección de precio y la prima exigida se dispara hacia los 600–700 pb, niveles propios de estrés financiero más que de ciclo inmobiliario. A medida que la economía se reabre y la Fed inicia el giro restrictivo, la película se invierte: entre 2021 y 2022 el 10 años escala hacia el 3–4



%, el múltiplo de AFFO se comprime y el *spread* cae momentáneamente por debajo de 200 pb, reflejando un mercado que aún no había incorporado por completo el nuevo coste del capital. Desde mediados de 2022 hasta hoy, la relación se reordena: el AFFO/Market Cap vuelve a la zona del 5-7 %, el Treasury se estabiliza entre el 3,5 % y el 4,5 % y la prima de riesgo se mueve de nuevo en un corredor más razonable de 150-300 pb, aunque con episodios de volatilidad ligados a expectativas de tipos. El nivel actual, cercano a los 300 pb, supone que el inversor recibe una compensación por riesgo claramente superior a la que estaba dispuesto a aceptar en la fase previa a la pandemia y algo por encima de la media del período analizado, lo que sugiere que una parte relevante del ajuste de valoración frente al bono ya se ha producido y que la renta futura de estos REITs descuenta escenarios de tipos exigentes.

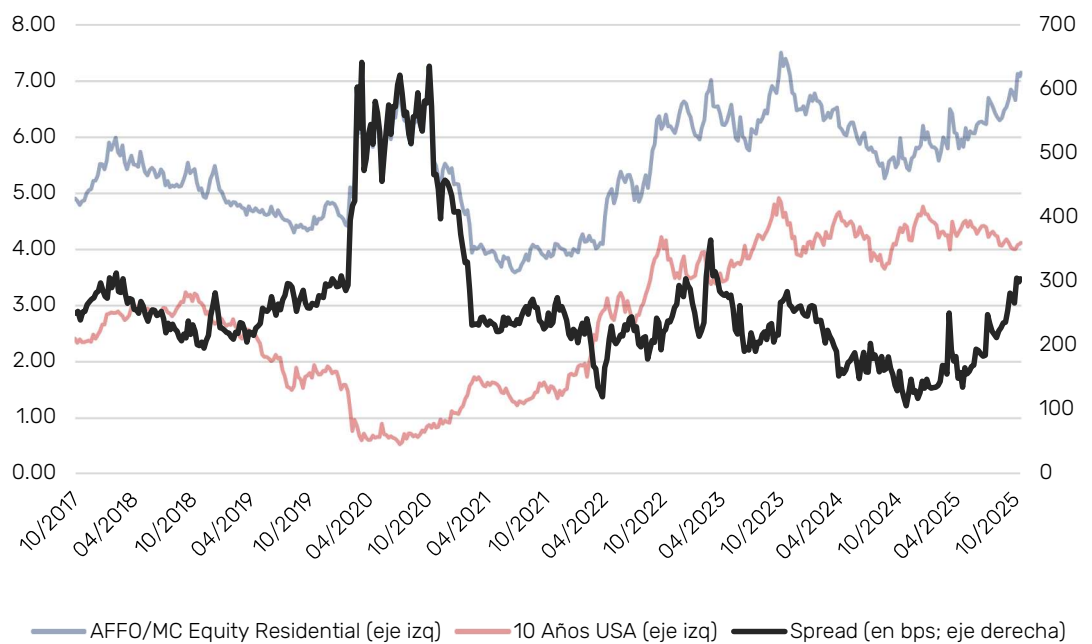


Figura 12: evolución del múltiplo AFFO/capitalización bursátil de Equity Residential (línea azul clara eje izquierda en %), rentabilidad del bono soberano a 10 años de Estados Unidos (línea roja clara eje izquierda en %) y diferencial (spread) en puntos básicos entre el múltiplo y el 10 años (línea negra y eje derecho). Fuente: datos Bloomberg y elaboración propia

### Spread histórico respecto a el earning yield de la bolsa estadounidense

Comparar el rendimiento AFFO/Market Cap de un REIT con el *earning yield* del S&P 500 equivale a preguntarse qué paga mejor al inversor: la “caja inmobiliaria” de un parque de viviendas estabilizado o el beneficio agregado de la bolsa estadounidense a doce meses vista.

El *spread* entre ambos refleja esa elección intertemporal: cuando es positivo, el flujo recurrente de AFFO de un REIT (también en este ejercicio tomamos en cuenta Equity Residential como referencia) rinde más que la media de beneficios esperados del índice general de renta variable; cuando se vuelve negativo, el mercado está dispuesto a aceptar un rendimiento menor en el REIT a cambio de su perfil defensivo y de la visibilidad de dividendos.



En los años previos al COVID la prima se mueve en una zona relativamente neutra, con momentos en los que la bolsa ofrece algo más de rentabilidad implícita y otros en los que el AFFO de los REITs se sitúa levemente por encima, lo que sugiere que el inversor veía al multifamily como una parte más del universo *equity*, sin exigencias especiales de descuento.

El shock de 2020 rompe esa simetría: el múltiplo de la renta variable general se estira apoyado en tipos cero y expectativas de recuperación de beneficios, mientras el precio de los REITs corrige con fuerza; el resultado es un salto del *spread* a máximos de toda la serie, con una prima de rentabilidad del REIT sobre el S&P 500 que se amplía de forma abrupta y que tarda varios trimestres en normalizarse.

A partir de 2021 se entra en una fase muy diferente: la bolsa descuenta un ciclo de beneficios sólido y su *earning yield* se comprime gradualmente, mientras la subida de tipos y la incertidumbre sobre *cap rates* golpean a los REITs residenciales; el AFFO/Market Cap de Equity Residential (representante del grupo) repunta al 5-7%, el *earning yield* del S&P 500 se desliza hacia la zona baja del 4-5% y el *spread* pasa de niveles próximos a cero a una prima claramente positiva que en 2023-2025 se mueve ya en torno a dos puntos porcentuales. El gráfico refleja que, salvo en la ventana previa a la pandemia, el mercado ha tendido a exigir a los REITs una rentabilidad algo mayor que a la bolsa general, y que en el régimen actual esa exigencia se ha reforzado: por cada 100 dólares invertidos, la cartera multifamily de EQR proporciona hoy bastante más flujo de AFFO que el beneficio esperado del S&P 500, una señal de que el reajuste de valoraciones inmobiliarias ha ido por delante del ajuste de los grandes índices y de que la prima de riesgo frente a la renta variable general se encuentra en la parte alta del rango histórico reciente.

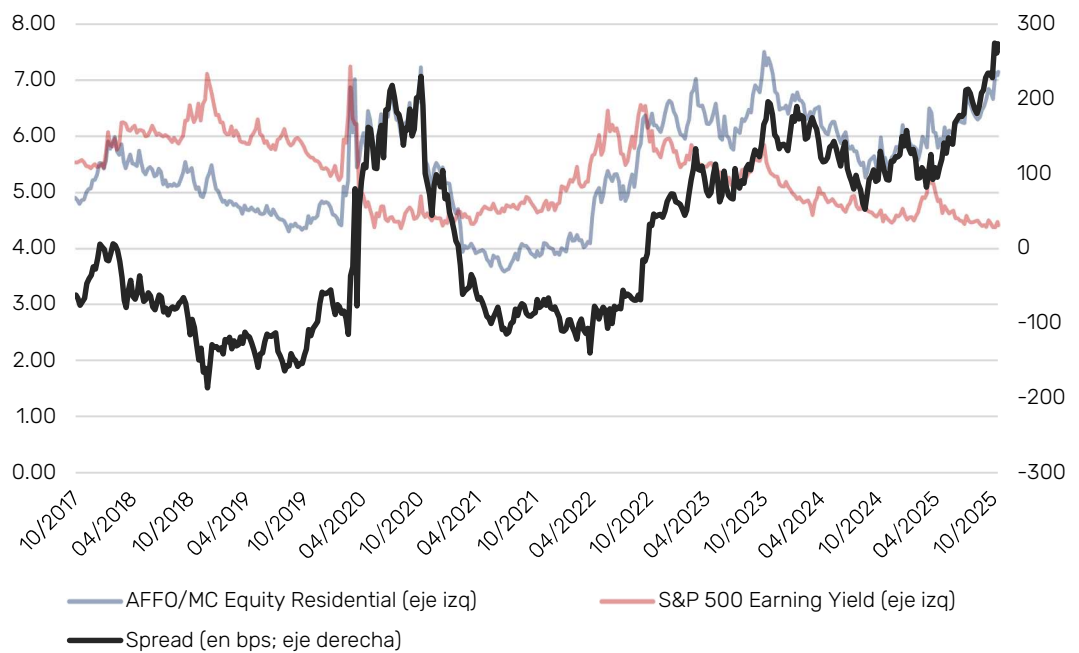


Figura 13: evolución del múltiplo AFFO/capitalización bursátil de Equity Residential (línea azul clara eje izquierda en %), múltiplo *earning yield* del S&P 500 (beneficios estimados a 1 año vista sobre valor del índice) (línea roja clara eje izquierda en %) y diferencial (*spread*) en puntos básicos entre



*los dos múltiplos de valoración (línea negra y eje derecho). Fuente: datos Bloomberg y elaboración propia*

## Valoración del nivel percibido de ventajas competitivas

A la hora de evaluar la solidez real de las ventajas competitivas de cada REIT, el análisis se ha estructurado sobre un conjunto coherente de métricas cualitativas y cuantitativas diseñadas para explicar, en parte, las valoraciones actuales de mercado y los diferenciales de múltiplos entre compañías comparables.

En términos agregados, el segmento residencial multifamily en Estados Unidos presenta un nivel intermedio-alto de ventajas competitivas dentro del universo global de renta variable. Este posicionamiento competitivo deriva, fundamentalmente, de cuatro pilares estructurales: i) la propiedad de suelo y activos en localizaciones con escasez estructural y crecimiento demográfico sostenido; ii) la recurrencia y estabilidad del perfil de inquilinos; iii) las economías de escala que permiten una mejor gestión operativa, mantenimiento y cumplimiento regulatorio, y iv) el acceso a financiación sostenible, relativamente barata y alineada con la naturaleza a largo plazo de los activos.

Como se ha señalado en apartados previos, el diferencial de múltiplos entre los REITs analizados es reducido, con cotizaciones que tienden a moverse de forma homogénea en términos relativos. Ello sugiere que las diferencias competitivas existen, pero se manifiestan de manera gradual y acumulativa más que a través de saltos abruptos en valoración.

Las dimensiones competitivas evaluadas han sido:

1. Rentabilidad de las inversiones: análisis del NOI/EV ajustado por el perfil de riesgo del portfolio, para identificar la capacidad real de generación de valor operativo.
2. Coste de financiación: evaluación de los tipos de interés efectivos y del nivel de gastos financieros actuales asociados a la financiación del portfolio.
3. Previsibilidad de la financiación: análisis de la estructura del pasivo, peso de deuda a tipo fijo vs. variable, y vida media de la deuda para estimar el riesgo de refinanciación.
4. Eficiencia del apalancamiento: medición conjunta del retorno operativo y neto frente al nivel de endeudamiento, con el objetivo de valorar la creación neta de valor para el accionista.
5. Costes corporativos ("carcasa"): valoración del coste operativo de la estructura societaria, incluyendo gestión, transacciones y partidas afines que erosionan la rentabilidad final para el accionista
6. Posicionamiento geográfico: análisis de la exposición a regiones con distinta intensidad de crecimiento estructural, migración neta y dinámica de precios.



7. Calidad del portfolio: evaluación del crecimiento same-store en rentas y NOI, presencia en mercados prime y grado de no replicabilidad de los activos.
8. Capital allocation: revisión histórica de las decisiones del equipo directivo respecto al uso del flujo de caja, priorizando políticas disciplinadas, sostenibles y orientadas al retorno del accionista.
9. Capacidad de crecimiento futuro: análisis del pipeline de desarrollo, estrategias a medio-largo plazo y expectativas razonadas sobre expansión de rentas y beneficios operativos.

Cada componente integra múltiples variables y, cuando ha sido relevante, declaraciones y guías estratégicas del equipo directivo. Las conclusiones finales reflejan el criterio profesional de los analistas de este estudio y, por su naturaleza, incorporan un componente inevitable de juicio subjetivo.

	EQR US	MAA US	AVB US	ESS US	UDR US	CPT US
Rentabilidad de las inversiones	3	4	3	3	5	4
Financiación "barata"	4	4	5	4	4	3
Financiación predecible	5	5	4	5	4	4
Eficiencia apalancamiento	3	5	3	4	4	3
Costes de la "carcasa"	3	5	3	4	2	4
Posicionamiento geográfico	2	5	2	3	5	5
Calidad portfolio	4	4	3	3	4	3
Capital allocation	4	4	5	5	3	3
Capacidad de crecimiento	4	4	5	2	4	3
<b>Promedio de valoraciones</b>	<b>3,56</b>	<b>4,44</b>	<b>3,67</b>	<b>3,67</b>	<b>3,89</b>	<b>3,56</b>
<b>Nivel percibido de ventajas competitivas</b>	<b>MEDIO</b>	<b>ALTO</b>	<b>MEDIO</b>	<b>MEDIO</b>	<b>MEDIO</b>	<b>MEDIO</b>

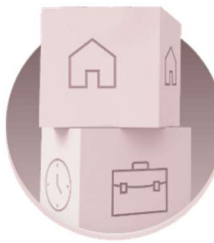
*Tabla 35: valoraciones cualitativas y cuantitativas del nivel percibido de ventajas competitivas de los REITs analizados en el estudio. Fuente: datos Bloomberg, informes de las compañías y datos externos varios y elaboración propia de las valoraciones finales de los niveles percibidos de las ventajas competitivas*

## Sobre Gesiuris Asset Management SGIIC



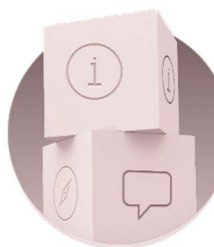
Gesiuris Asset Management SGIIC es una entidad **independiente** con más de dos décadas de trayectoria, especializada en la **gestión de inversiones y asesoramiento financiero**. Con sede en Barcelona, la firma está

regulada por la CNMV y habilitada para gestionar y asesorar fondos de inversión, sociedades de inversión, vehículos libres y carteras financieras. Su independencia de cualquier grupo financiero garantiza una gestión centrada exclusivamente en los **objetivos y necesidades del cliente**.



La propuesta de valor de Gesiuris AM se apoya en un **enfoque integral y transparente** que combina una sólida **experiencia de mercado** con una clara vocación académica. La firma ofrece una amplia gama de soluciones de inversión y

servicios de outsourcing a terceros, incluyendo la gestión y administración de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), diseño de carteras adaptadas al perfil del inversor, y asesoramiento financiero especializado.

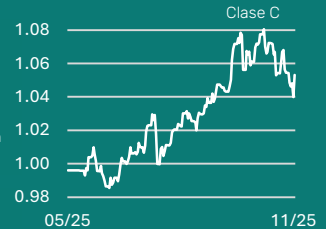


Actualmente, Gesiuris AM gestiona, administra y asesora más de **1.000 millones de euros** a través de **57 vehículos de inversión**, posicionándose como la **segunda gestora independiente de España** por número de IIC gestionadas.

## Fondos relacionados

### GESIURIS Horma Global Opportunities, FI

Fondo global centrado en compañías de mercados desarrollados con ventajas competitivas sólidas y perspectivas de crecimiento sostenible. Diseñado para capturar valor mediante una cuidada selección fundamental a largo plazo

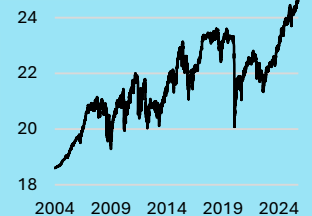


Gestor: David Horna Marcos

[Infórmate e Invierte](#)

### GESIURIS Iurisfond, FI

Fondo de renta fija mixta que busca maximizar la relación rentabilidad/riesgo combinando renta fija con hasta un 30% de renta variable de alta calidad y solidez. Diseñado para una gestión activa defensiva con potencial de crecimiento



Gestor: Jordi Viladot Pou

[Infórmate e Invierte](#)

Gráficos con la evolución del VL desde creación hasta 21/11/2025

Este documento, así como los datos, opiniones y estimaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por GESIURIS ASSET MANAGEMENT, SGIIC, S.A. (en adelante, "GESIURIS") con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del mismo, obtenida de fuentes consideradas fidedignas por GESIURIS.

Debido al contenido meramente informativo de este documento, el mismo no puede tomarse en consideración para la toma de decisiones de inversión, y por tanto no constituye una oferta de compra o de venta de los valores en ella mencionados, ni mucho menos una recomendación sobre mercados y productos financieros. La información aquí contenida está sujeta a cambios sin previo aviso.

Se debe tener en cuenta que rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras.

Rogamos no duden en ponerse en contacto con GESIURIS en el supuesto de precisar cualquier aclaración o información adicional.

ĠESIURIS