

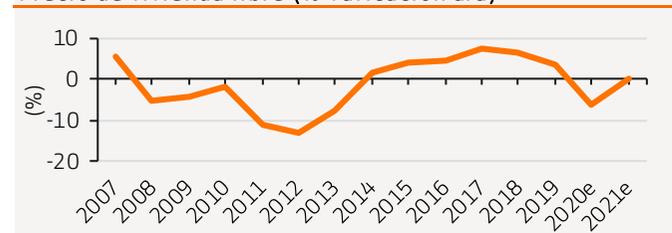
## ANÁLISIS Y MERCADOS

## Sector Inmobiliario

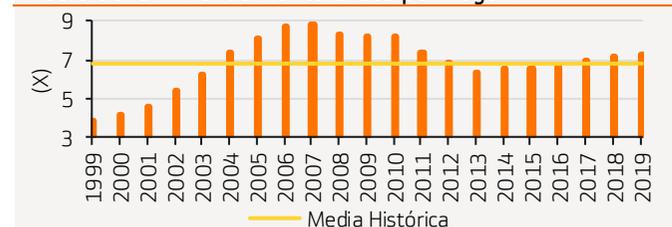
## Los precios de vivienda podrían caer -6% en 2020

Tipo de activo	Recomendación
Vivienda	Vender
Oficinas	Vender
C. Comerciales	Vender
Logístico	Comprar

## Precio de vivienda libre (% Varicación a/a)



## Precio de la vivienda/Renta bruta por hogar



SOCIMIs	Recom.	Precio Mercado	Precio objetivo	Potencial
Inm. Colonial	Neutral	7,76	9,35	20,5%
Lar España	Neutral	3,66	5,18	41,6%
Merlin Properties	Comprar	7,26	10,56	45,5%

Promotoras	Recom.	Precio Mercado	Precio objetivo	Potencial
Aedas Homes	Neutral	14,16	16,10	13,7%
Metrovacesa	Neutral	5,01	7,06	40,9%
Neinor Homes	Vender	8,24	8,27	0,4%

## COVID-19 producirá un frenazo de las transacciones de vivienda...

Sin actividad notarial, registral o de tasadores, las transacciones inmobiliarias deberían ser "próximas a cero" mientras se mantengan las actuales medidas de contención. Además, esperamos que las transacciones de extranjeros se vean muy reducidas durante los próximos trimestres. Estimamos un impacto del -35% hasta 326k transacciones en 2020, volviendo a niveles mínimos (2012 a 2014).

## ... y caídas de precios próximas al -6% en 2020.

Estimamos PIB español -4,8% este año y Tasa de Paro creciente hasta 18,2% en 2020 desde 13,8% en 2019. En este entorno, las decisiones de compra de vivienda se postpondrán entre 6 y 12 meses, y parte de la demanda desaparecerá por más tiempo, produciendo un desequilibrio temporal entre oferta y demanda. Nuestra estimación preliminar es una caída de precios de vivienda próxima al -6% en 2020, que supondría absorber la sobrevaloración que estimamos en precio de la vivienda. En este escenario, los precios de suelo finalista podrían sufrir recortes próximos al -20%. En 2021 los precios deberían estabilizarse, soportados por: (i) recuperación económica (PIB +4,0% 2021e); (ii) reequilibrio entre oferta y demanda (en unas 120k-130k unidades al año); y (iii) entorno de tipos cero, que mantiene bajo el coste de financiación y hace todavía atractiva la rentabilidad por alquiler.

## Los activos logísticos son los únicos que salen reforzados de esta crisis.

El COVID-19 genera nuevas e importantes incertidumbres sobre los activos patrimonialistas: ¿cambio de ciclo económico?, ¿fomento del teletrabajo?, ¿mayor crecimiento del comercio electrónico? Todavía es pronto para saberlo. El único tipo de activo que sale reforzado de esta situación es el logístico. En el segmento de oficinas, nuestra preferencia es hacia activos prime. Evitamos centros comerciales.

## Extremamos la prudencia sobre el inmobiliario cotizado.

Los principales riesgos a los que se enfrenta el sector son: caídas de rentas y ocupaciones, rebajas en las valoraciones de activos y revisiones a la baja del rating de deuda del sector. Evitamos exposición a promotoras y extremamos la prudencia sobre las SOCIMIs. Tan sólo mantenemos recomendación de Compra en Merlin Properties. Bajamos recomendación a Lar España a Neutral desde Comprar.

Juan Moreno

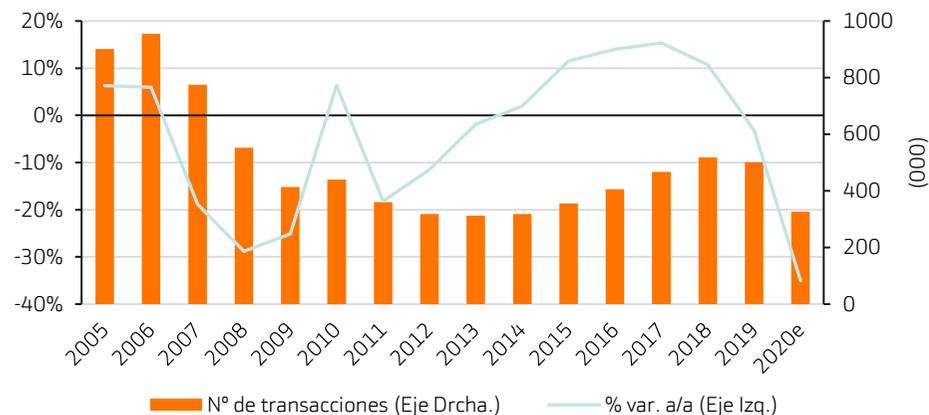
## Vivienda: COVID-19 supone una fuerte disrupción para el mercado residencial

### Las medidas de contención de COVID-19 frenan en seco las transacciones inmobiliarias.

Sin actividad notarial, registral o de tasadores, las **transacciones inmobiliarias deberían ser "próximas a cero"** mientras se mantengan las actuales medidas de contención. Asumimos que estas medidas afectarán de forma directa a 3 meses de transacciones inmobiliarias. Además, esperamos que las transacciones de extranjeros se vean muy reducidas durante los próximos trimestres, dado que podrían mantenerse ciertas limitaciones a los movimientos internacionales. De forma preliminar, **estimamos un impacto del -35% hasta 326k transacciones en 2020**, volviendo a niveles mínimos del periodo 2012 a 2014.

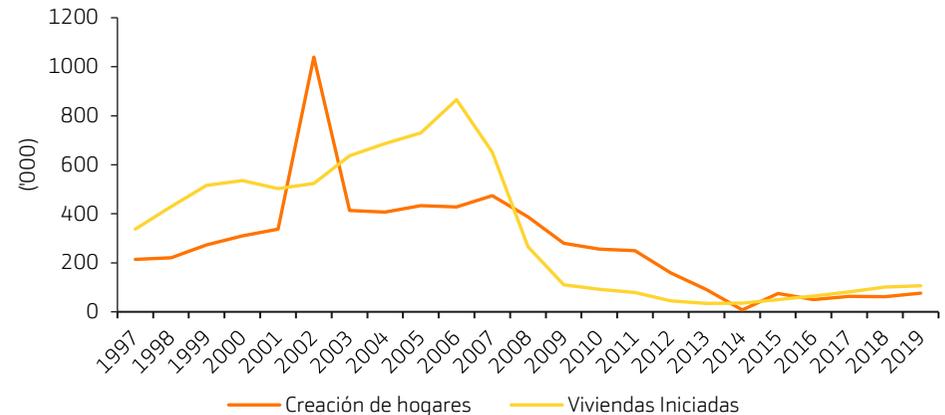
Las transacciones inmobiliarias **cayeron en 2019 -3,2% a/a hasta 502k** y 2020 ha comenzado con -1,3% hasta febrero, todavía sin efecto Coronavirus. Las caídas se concentran en vivienda de segunda mano (-4,1% en 2019), mientras que las nuevas crecen +1,3% por mayor número de viviendas terminadas. Las de extranjeros se reducen -3,8% hasta 63,0k en 2019, cayendo ligeramente su peso sobre el total hasta el 12,55% vs 12,64% en 2018. Británicos siguen liderando las compras de extranjeros en España, seguidos por franceses y alemanes.

Cuadro 1. Transacciones de vivienda



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE

Cuadro 2. Creación de hogares y viviendas iniciadas



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE y Ministerio de Fomento

### La extensión de las medidas marcará el impacto en precios. Estimación preliminar: -6% en 2020...

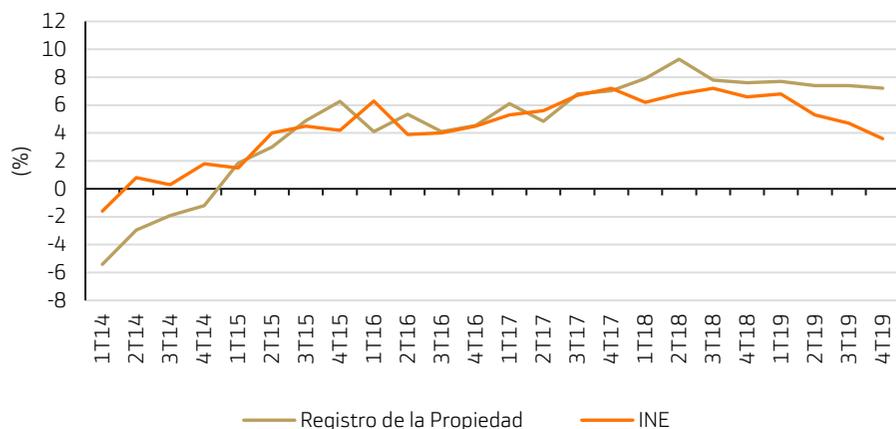
Los efectos de COVID-19 sobre la economía española vendrán marcados por la duración de las medidas de contención y su coste en términos de empleo. España afronta un **shock económico sin precedentes, aunque esperamos que temporal**. Nuestros cálculos preliminares nos llevan a estimar un descenso del PIB de **-4,8% este año y un crecimiento de +4,0% en 2021e**. Estimamos que la Tasa de Paro se incrementará hasta 18,2% en 2020 desde 13,8% en 2019.

En este entorno, **las decisiones de compra de vivienda se postpondrán entre 6 y 12 meses**, y parte de la demanda desaparecerá por más tiempo. Esto supondrá un desequilibrio puntual entre oferta y demanda. Estimamos que las viviendas terminadas superen las 100.000 viviendas en 2020 y 2021 (desde cerca de 75.000 en 2019).

En conclusión, **estimamos una caída de precios de vivienda próxima al -6% en 2020**, absorbiendo la sobrevaloración que apreciamos actualmente en precio de la vivienda sobre los salarios (en comparación con la media de los últimos 20 años. Gráfico 4). En este escenario, los **precios de suelo finalista podrían sufrir retrocesos próximos al -20%**.

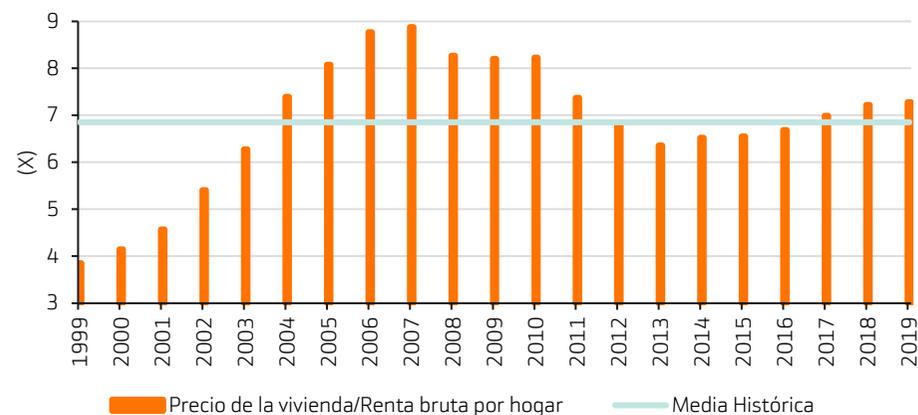
En 2019, los precios de la vivienda se incrementaron en +3,6%, según el INE. Si bien, en términos intertrimestrales sufrieron un ajuste del -0,6% en 4T19. Según Idealista, 2020 ha comenzado con caídas del -0,3% en el primer trimestre.

Cuadro 3. Precio de la vivienda libre



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del Registro de la Propiedad y del INE

Cuadro 4. Precio de vivienda / Renta bruta por hogar



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del BdE

... para estabilizarse a partir de 2021, soportado por la recuperación económica y el entorno de tipos.

Los precios de la vivienda podrían estabilizarse a partir de 2021. Deberían verse soportados por:

- **Equilibrio entre oferta y demanda.** Preveamos que oferta y demanda se encuentren en 2021, con más de 120.000 viviendas terminadas. Esto compara con una demanda estructural de unas 130.000 unidades al año (100.000 por creación de hogares y unas 30.000 compras de extranjeros). En 2022 podría producirse incluso escasez de oferta, por el retraso del inicio de obras previsto para 2020.
- **Recuperación económica.** Nuestra estimación preliminar apunta a que el PIB español volverá a la senda del crecimiento en 2021 (+4,0%) y que la tasa de paro tenderá de nuevo a reducirse (hasta 16,9%).
- **Reducido coste de financiación.** La tasa de esfuerzo<sup>(1)</sup> se sitúa actualmente en 31,6%, todavía por debajo de su media histórica (35,0%). Preveamos que este entorno de tipos bajos se mantenga durante los próximos años.
- La **subida del alquiler de vivienda** (+50% de media desde mínimos de 2013): 1) supera con creces la revalorización del precio de la vivienda (36,2%); y 2) sitúa la tasa de esfuerzo del alquiler próxima al 30%, en línea con la de compra de vivienda.
- **Atractiva rentabilidad por alquiler** (3,8% bruto) en un entorno de tipos bajos.

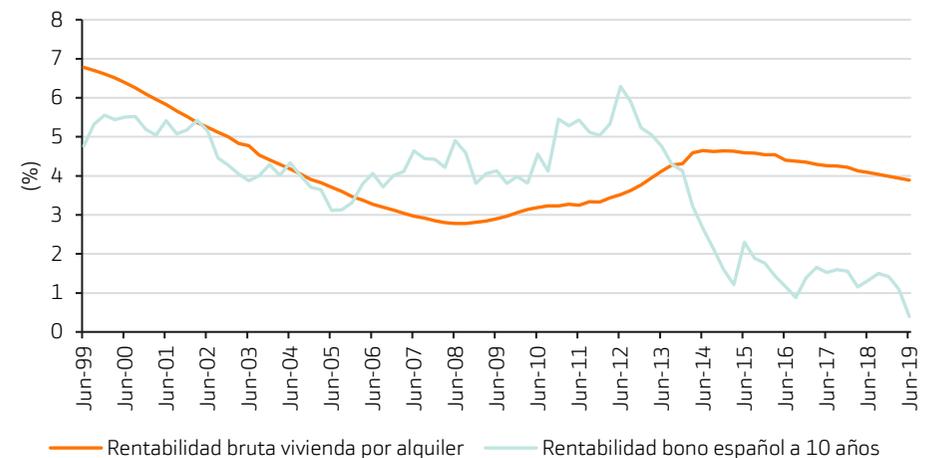
Cuadro 5. Tasa de esfuerzo<sup>(1)</sup>



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del BdE

(1) Tasa de Esfuerzo: Es el porcentaje de los ingresos familiares destinados al pago de la hipoteca.

Cuadro 6. Rentabilidad vivienda por alquiler vs. Bono español a 10 años



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos de BdE y Bloomberg

## Oficinas: "Fly to quality"

El mercado de oficinas en España ha vivido un gran momento hasta finales de 2019, con rentas al alza (+5,8% en 2019 a/a), niveles próximos a plena ocupación (~95%), y *yields* o rentabilidades exigidas extraordinariamente bajas (3,50%). Esto ha producido un fuerte movimiento al alza en las valoraciones de estos activos. ¿Qué cambia tras COVID-19?:

- **Ocupaciones y rentas:** A corto-medio plazo el impacto en oficinas vendrá determinado por la extensión de las medidas de contención y su coste en términos de empleo. Sin embargo, la principal preocupación está en los cambios estructurales que podrían estar produciéndose. El teletrabajo forzado de estos meses podría incrementar esta práctica a futuro, reduciendo las necesidades de espacio, y dando lugar a menores tasas de ocupación y posible caída de rentas.
- **Yields y valoración de activos:** La rentabilidad exigida a los activos (*yields*) seguirán en mínimos históricos, en un entorno de tipos cero o negativos, que debería extenderse durante los próximos años. Por lo que las valoraciones seguirán soportadas, y sólo caerán si de verdad se confirma este cambio estructural en la forma de trabajar. Todavía es pronto para saberlo.

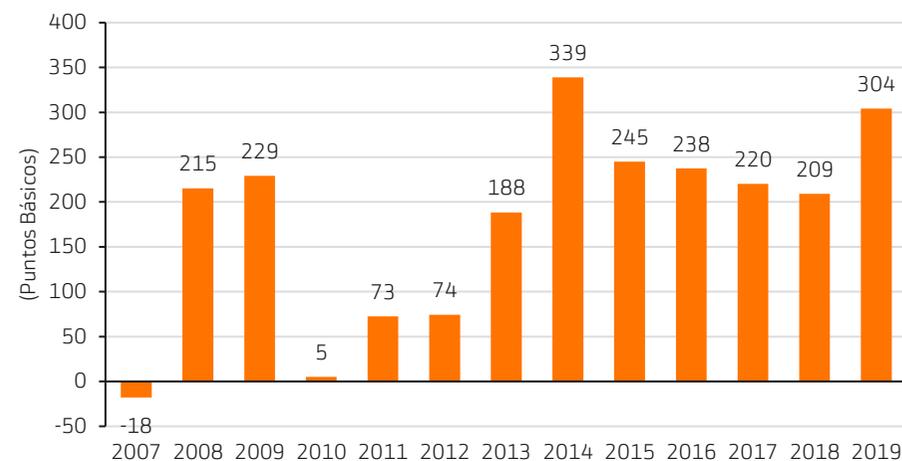
Preferimos activos *prime* en grandes ciudades, como Madrid o Barcelona. En el hipotético caso de que la demanda de espacio caiga por incremento del teletrabajo, las empresas concentrarán su actividad en estas ubicaciones por imagen y proximidad al cliente.

Cuadro 7. Rentas y ocupaciones prime en Madrid y Barcelona

	Madrid CBD				Barcelona CBD			
	Rentas	Var (%)	Ocupación	Var (p.b.)	Rentas	Var (%)	Ocupación	Var (p.b.)
2007	40	n.d.	97,5	n.d.	28	n.d.	97,5	n.d.
2008	39	-2,5%	96	-150	25	-10,7%	96	-150
2009	30	-23,1%	94,4	-160	21	-16,0%	94,4	-160
2010	27	-10,0%	91,7	-270	19	-9,5%	91,7	-270
2011	26	-3,7%	91	-70	19	0,0%	91	-70
2012	24,25	-6,7%	90,9	-10	18	-5,3%	90,6	-40
2013	24,25	0,0%	90,9	0	17,5	-2,8%	89,7	-90
2014	25,5	5,2%	91,1	20	17,8	1,7%	92,2	250
2015	27,3	7,1%	93	190	20	12,4%	92,7	50
2016	29	6,2%	92,2	-80	21,5	7,5%	94	130
2017	31,3	7,9%	93	80	23,3	8,4%	96,5	250
2018	34,5	10,2%	93,3	30	25,3	8,6%	97,9	140
2019	36,5	5,8%	93,5	20	27,5	8,7%	98,3	40

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos de JLL

Cuadro 8. Diferencial entre la rentabilidad bruta de oficinas y la del bono español a 10 años



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos de JLL y Bloomberg

## Centros comerciales: Principal afectado por COVID-19, tanto a corto como a medio plazo.

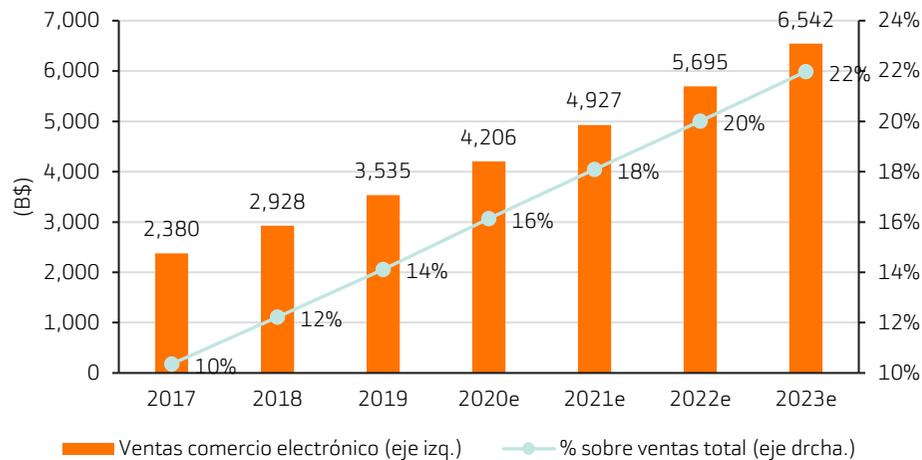
Una de las medidas de contención de COVID-19 ha sido el **cierre obligado de comercio, restauración y ocio**, excepto alimentación, farmacia y cuidado de animales. Además, esta será previsiblemente una de las últimas medidas en levantarse.

**A corto plazo, las rentas sufrirán recortes parciales o totales**, para minimizar el daño del virus y evitar el cierre de tiendas. Aunque los inquilinos están obligados por contrato a pagar rentas, los centros comerciales intentarán reducir los daños estructurales.

**A medio y largo plazo, el virus podría acelerar el crecimiento del comercio electrónico** y, por tanto, la caída de rentabilidades y valoraciones de los centros comerciales. Durante el confinamiento, el único canal para acceder a algunos productos es el "online", obligando al consumidor a familiarizarse con el medio. El comercio electrónico representa un 14% de las ventas minoristas a nivel global, y se estima que alcance el 22% en 2023e. Además, es la tipología de activos más sensible a un potencial cambio de ciclo. Por tanto, **recomendamos reducir exposición a centros comerciales y tiendas a pie de calle**.

**En Estados Unidos y Reino Unido ya se están produciendo cierres y rebajas en las valoraciones de los activos**, motivado por una gran sobreoferta de superficie comercial (EE.UU. 1.602m<sup>2</sup>/1.000 hab. vs. España 280m<sup>2</sup>/1.000 hab.). **En España, la situación no es tan acusada**. Las ventas en centros comerciales crecieron +2,0% en 2019, acelerándose desde 0,0% en 2018.

Cuadro 9. Comercio electrónico global y cuota de mercado



Fuente: eMarketer

Cuadro 10. Índice de ventas minoristas en grandes superficies (% var. a/a)



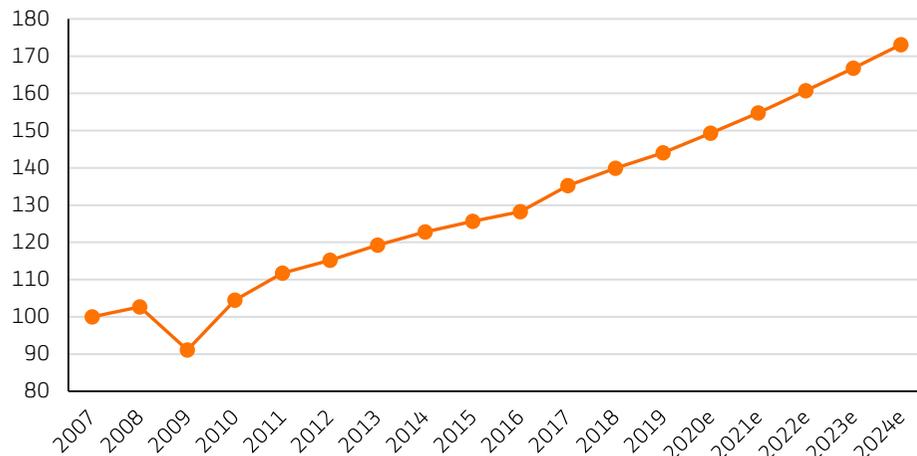
Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE

## Logístico: Sale reforzado de la crisis del COVID-19

La demanda de activos logísticos se ve reforzada por COVID-19. El virus podría acelerar el crecimiento del comercio electrónico, con incrementos superiores al 5% anual. Además, en un entorno cada vez más globalizado, se espera que el **comercio internacional** siga creciendo a ritmos del +3,6% anual entre 2018 y 2024. Otro atractivo de esta tipología de activos es su **gran capacidad de incremento de rentas**. Esto se debe a que el alquiler de instalaciones tan sólo representa un 5% sobre la base de costes totales de las empresas logísticas, por lo que una subida de rentas del 20% tan sólo representarían un incremento del 1,0% sobre los costes totales de estas compañías. Es decir, la actividad empresarial es relativamente poco sensible al precio (renta).

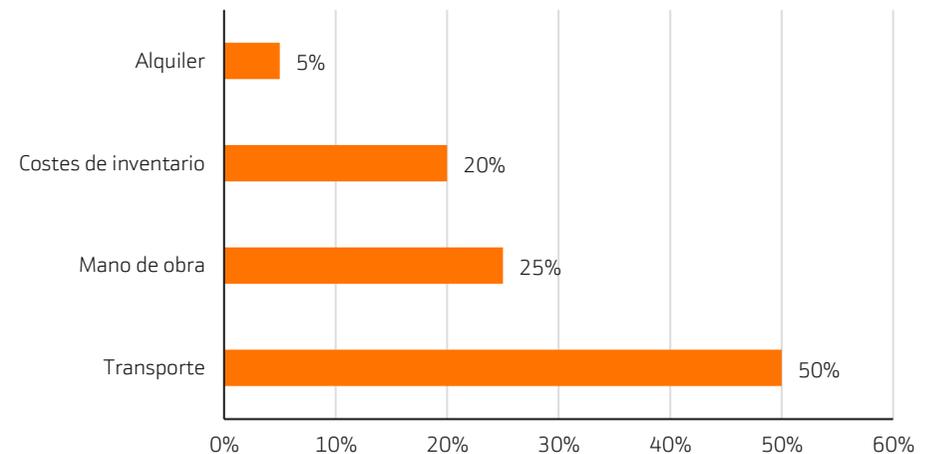
La tipología de naves logísticas más demandada y con menor oferta son: 1) **grandes instalaciones de más de 20.000m<sup>2</sup>**, preferiblemente ubicados en A-2 y A-3, y próximos a Madrid, Barcelona y Valencia. Por otra parte, los cada vez menores tiempos de entrega, están incrementando el interés de las empresas logísticas por **activos logísticos "de última milla"**, con menor superficie, pero situados lo más cerca posible del centro de las ciudades.

Cuadro 11. Comercio internacional de mercancías (Base 100=2017)



Fuente: FMI

Cuadro 12. Desglose de la base de costes de las empresas logísticas



Fuente: Prologis

## El inmobiliario cotizado pierde atractivo en un entorno de mayor incertidumbre.

El COVID-19 genera **nuevas e importantes incertidumbres** sobre el sector: ¿supondrá un cambio de ciclo económico? ¿cambiará la forma de trabajar hacia el teletrabajo? ¿acelerará el crecimiento del comercio electrónico?. Además, la **rentabilidad del bono español a 10A se ha incrementado**, hasta por encima del 1% en las últimas semanas, reduciendo el atractivo del sector. El sector cae en bolsa un -38% en España y -26% en Europa en lo que va de año. Los **principales riesgos** a los que se enfrenta el sector son: caídas de rentas y ocupaciones, rebajas en las valoraciones de activos y revisiones a la baja del rating de deuda del sector. **Extremamos la prudencia sobre las SOCIMIs y rebajamos sus valoraciones entre -30% y -50%.**

**Mantenemos recomendación de Compra en Merlin Properties.** Cotiza con un descuento del -53% sobre NAV y un 6,3% de rentabilidad por dividendo normalizado. Los activos con mayor riesgo de verse afectado por COVID-19 representan un 30% de la cartera (20% centros comerciales, 5% oficinas en periferia y 5% otros), mientras que el 70% restante presenta un perfil de riesgo bajo (45% oficinas prime, 15% porfolio sucursales BBVA y 10% logístico).

**Rebajamos recomendación de Lar España a Neutral (desde Comprar).** Seguimos considerando que hay valor oculto, pero su recuperación en bolsa podría demorarse. COVID-19 no hace más que empeorar el entorno de centros comerciales a nivel global, por lo que el flujo de noticias seguirá siendo negativo. Veremos más cierres de centros comerciales, ventas de activos con descuento sobre sus valoraciones, e incluso la quiebra de algunas compañías del sector, sobre todo en EE.UU. y Reino Unido. Aunque Lar España cotiza con un descuento del -68% sobre su valoración de activos (NAV), es similar al de las principales compañías del sector en Europa, como Unibail-Rodamco-Westfield (-75%) o Klepierre (-59%).

**Recomendación Neutral en Colonial.** Tiene un perfil de riesgo muy defensivo, con el 80% de sus edificios de oficinas en ubicaciones *prime* y un porcentaje similar de inquilinos con buena calidad crediticia (*Investment Grade*). Si bien, un potencial de revalorización limitado y moderada rentabilidad por dividendo hacen que el binomio rentabilidad-riesgo pierda atractivo en este entorno.

Cuadro 13. Principales SOCIMIs españolas

	Recomendación	P. Mercado (€/acción)	P. Objetivo (€/acción)	Potencial	NAV (€/acción)	Prima/desc. Vs. NAV	Tipología de activos	Rent. por dividendo		
								2020e	2021e	2022e
Inm. Colonial	Neutral	7,76	9,35	20,5%	11,46	-32,3%	Oficinas Prime	2,8%	2,5%	2,8%
Lar España	Neutral	3,66	5,18	41,6%	11,47	-68,1%	Comercial	17,2%	6,1%	10,1%
Merlin Properties	Comprar	7,26	10,56	45,5%	15,60	-53,5%	Oficinas, comercial y logístico	4,8%	5,7%	6,4%

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Recomendamos **evitar el sector de promotoras inmobiliarias** (Aedas Homes, Metrovacesa y Neinor Homes). Las medidas de contención de COVID-19 producirán un frenazo en las transacciones de vivienda a corto plazo, podrían retrasar las decisiones de compra entre 6 y 12 meses, e incluso drenar parte de la demanda. Las compañías del sector tendrán que revisar a la baja sus planes de negocio. No sólo se verán afectados los resultados de 2020, sino también los de 2021, e incluso los de 2022. Habría que empezar a construir este año las entregas de 2022, y para ello es necesario tener un 30% de preventas y obtener financiación. La parte positiva, es que el endeudamiento del sector es bajo, con *LTVs (Loan to Value)* de entre 0% de Metrovacesa y 16% de Neinor Homes, por lo que no prevemos excesivos problemas para superar la crisis.

Cuadro 14. Promotores inmobiliarios cotizados en España

	Recomendación	P. Mercado (€/acción)	P. Objetivo (€/acción)	Potencial	NAV (€/acción)	Prima/desc. Vs. NAV	Tipología de activos	PVC		
								2020e	2021e	2022e
Aedas Homes	Neutral	14,16	16,10	13,7%	34,80	-59,3%	Suelo residencial	0,7	0,7	0,7
Metrovacesa	Neutral	5,01	7,06	40,9%	17,90	-72,0%	Suelo residencial y terciario	0,3	0,3	0,3
Neinor Homes	Vender	8,24	8,27	0,4%	16,30	-49,4%	Suelo residencial	0,8	0,8	0,7

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

**Evitaríamos el sector en Europa**, dado que tiene mucho sesgo hacia centros comerciales (Unibail-Rodamco-Westfield, Klepierre e Intu), y residencial en alquiler en Alemania (Vonovia y Deutsche Wohnen), sobre el que existe una gran incertidumbre debido a la congelación de los alquileres en Berlín, que podría extenderse a otras ciudades del país. **Estados Unidos es el mercado inmobiliario que goza de mejores perspectivas** (excepto centros comerciales), por menores tipos de interés y mejor previsión de recuperación económica tras el virus. La situación de partida era mejor y los mayores estímulos fiscales y monetarios, previsiblemente más efectivos.

Para tener exposición a dichas geografías, recomendamos 2 **fondos de inversión**, ambos incluidos en nuestro [Top Selección de fondos](#). Uno global (HENDERSON GLOBAL PROPERTY EQUITY A2) y otro centrado en EE.UU. (MORGAN STANLEY US PROPERTY-A).

Cuadro 15. Fondos de inversión inmobiliarios recomendados

Fondo	Categoría	Área Geográfica	Divisa	YTD	Media Rent. 2012/19	2019	2018	2017	2016	Vol. 3A%	Patrim. M€	ISIN
HENDERSON GLOBAL PROPERTY EQUITY A2	Renta Variable	Global	USD	-20,6%	10,1%	30,1%	-4,4%	12,8%	2,0%	22,1	700,5	LU0209137388
MORGAN STANLEY US PROPERTY-A USD	Renta Variable	EE.UU.	USD	-32,4%	6,6%	15,8%	-10,8%	2,3%	3,1%	26,0	99,3	LU0073233958

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

**INFORMACIÓN IMPORTANTE.-**

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentemente aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico.
- Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
- [https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

**NOTAS DE COMPAÑÍAS RECIENTEMENTE PUBLICADAS.-**

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: [Link a informes de compañías.](#)

**EQUIPO DE ANÁLISIS:**

Ramón Forcada – Director	Rafael Alonso – Bancos	Pedro Echeguren – Farma & Salud	Juan Tuesta – Construcción & Tecnología
Eduardo Cabero – Seguros	Aránzazu Bueno – Eléctricas	Pilar Aranda – Petróleo & Aerolíneas	Luis Piñas – Alimentac./Distribuc.&Otros
Juan Moreno – Inmobiliarias	Aránzazu Cortina – Industriales	Esther Gutiérrez de la Torre – Autos	Elena Fdez. –Tropiella – Telecom & Consumo/Lujo
Ana de Castro – Analista	Joao Pisco – Portugal	Rafael Diogo – Portugal	Susana André – Portugal, Assistant

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable.