

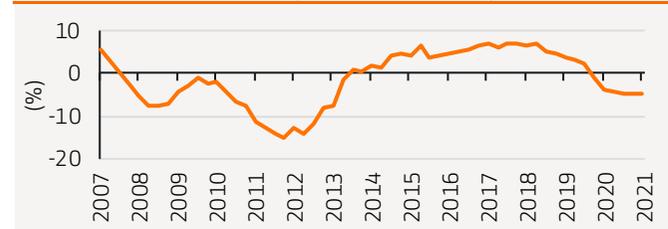
ANÁLISIS Y MERCADOS

Sector Inmobiliario

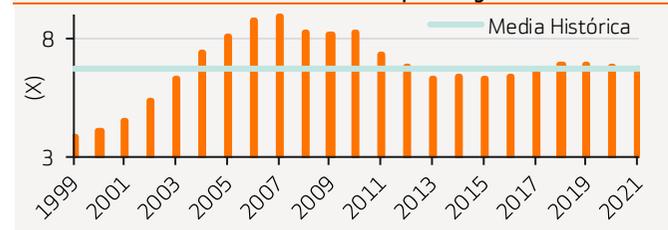
Los precios de vivienda podrían caer -9% acumulado entre 2020 y 2021

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	7,38	8,35	13,1%
Lar España	Neutral	3,82	5,18	35,5%
Merlin Properties	Comprar	7,08	10,89	53,8%

Promotoras	Recom.	Precio Mercado	Precio objetivo	Potencial
Aedas Homes	Neutral	18,34	20,90	14,0%
Metrovacesa	Neutral	5,32	7,06	32,7%
Neinor Homes	Vender	10,86	10,90	0,4%

Rebajamos nuestras estimaciones de precios de vivienda hasta -9% acumulado entre 2020 y 2021.

Preveamos un mayor impacto del virus sobre la economía española y, en concreto sobre el empleo. Por ello, rebajamos nuestras previsiones de precios de vivienda. **CV-19 tendrá un impacto acumulado superior al -9% (vs. -6% anterior)**, que se repartirá entre 2020 y 2021 (-4% y -5% respectivamente). Al contrario de lo ocurrido en el último ciclo, el recorte de precios podría ser más acusado en zonas *prime* de grandes ciudades, superando el -10% acumulado entre 2020 y 2021. COVID-19 favorecerá el traslado de parte de la población desde el centro de las ciudades a la periferia. Los **precios de suelo finalista** podrían sufrir retrocesos superiores al -20%. El **entorno de tipos de interés bajos** evitará **mayores caídas**.

Habrá que esperar hasta 2022 para recuperar los niveles de actividad inmobiliaria previos al virus.

Preveamos un nivel de actividad inmobiliaria muy bajo en la segunda mitad del año, por lo que mantenemos nuestra estimación de **-35% en Transacciones de Vivienda para 2020**. En 2021 debería recuperarse +30%, aunque sin alcanzar los niveles previos al virus. **Habrá que esperar hasta 2022 para volver a ver las 500.000 transacciones al año**.

Los activos logísticos son los menos afectados por el virus.

Los activos patrimonialistas están sufriendo cambios estructurales, que incrementan su perfil de riesgo. COVID-19 ha dado un impulso definitivo al teletrabajo y al comercio electrónico, lo que llevará a **menores ocupaciones y rentas de oficinas y centros comerciales**. La rentabilidad de los activos hoteleros se verá perjudicada por una actividad turística que no recuperará niveles previos al virus hasta al menos 2023. **Tan sólo recomendamos exposición a activos logísticos**.

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. Como consecuencia, estimamos una rebaja media del **-30% en dividendos** de las SOCIMIs. **Evitamos exposición a promotoras y extremamos la prudencia sobre las SOCIMIs**.

Juan Moreno

Vivienda: Los precios de vivienda caerán -9% acumulado entre 2020 y 2021

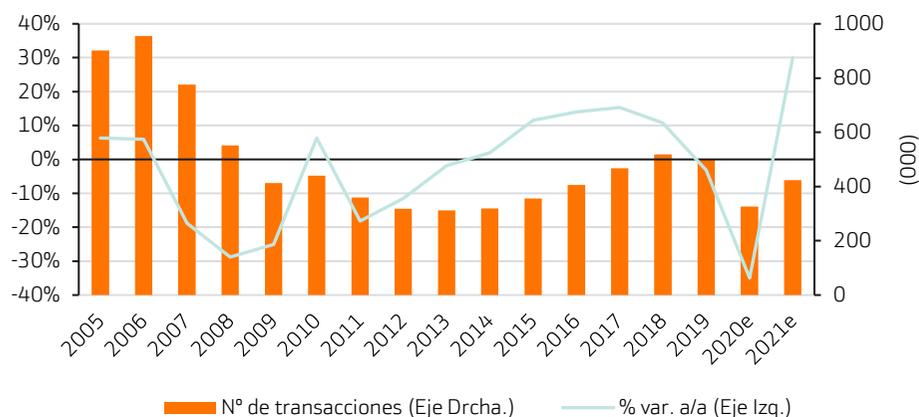
La actividad inmobiliaria seguirá siendo baja en los próximos trimestres.

Mantenemos nuestra estimación preliminar de **-35% en Transacciones de Vivienda para 2020**, hasta 326k transacciones, volviendo a niveles mínimos del periodo 2012 a 2014. Tras caer -25% en la primera mitad del año y -40% desde que comenzará el virus en marzo, el número de operaciones seguirá siendo bajo en los próximos trimestres por un entorno todavía de elevada incertidumbre económica y la ampliación de la horquilla entre precios de venta y de compra. El vendedor todavía no se ve forzado a rebajar precios debido a: (i) la todavía corta duración de la crisis, (ii) la esperanza de una rápida recuperación, y (iii) las ayudas ofrecidas por los bancos para el pago de las hipotecas. Por otra parte, el comprador está a la espera de descuentos suculentos.

Además, los rebotes del virus y las limitaciones de los turistas europeos para viajar a España, mantendrán las **transacciones de extranjeros en niveles mínimos**. Estas representan más de un 12% del total nacional, han caído en torno al -50% en 2T20 y estimamos que se agudicen las caídas en la segunda mitad del año.

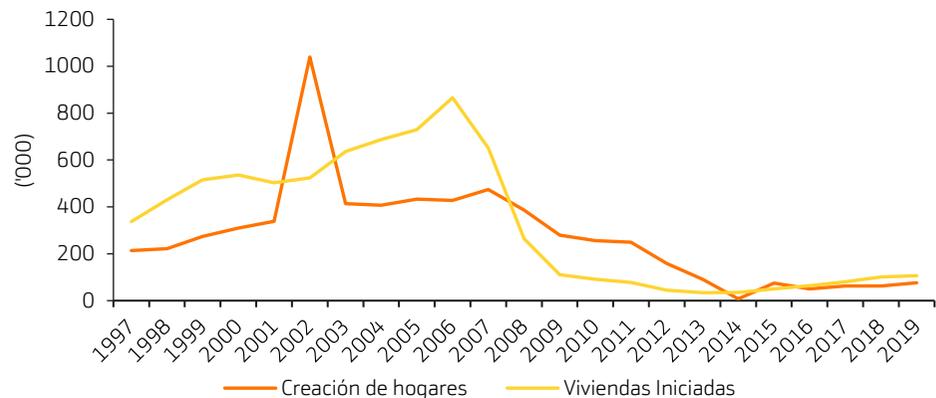
De cara a 2021, preveemos un fuerte rebote de la actividad, +30% en transacciones de viviendas, aunque sin recuperar los niveles previos al virus. **Habrà que esperar hasta 2022 para alcanzar de nuevo las 500.000 transacciones.**

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

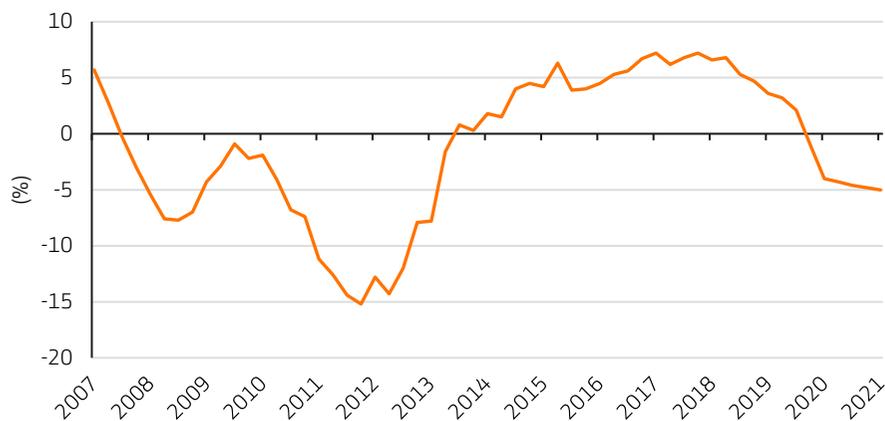
Rebajamos nuestras estimaciones de precios de vivienda hasta -9% entre 2020 y 2021 (vs. -6% anterior).

Los rebotes de CV-19 y su mayor impacto sobre el turismo, unido a la insuficiencia de los estímulos fiscales, nos han llevado a **rebajar nuestras previsiones macroeconómicas para España**. Estimamos una contracción del PIB de entre -12,2% y -14,0% en 2020 (vs. -7,1% anterior) y una recuperación de entre +9,6% y +4,4% en 2021 (vs. +2,3% anterior). Además, esto podría tener un mayor coste en términos de empleo, al menos a corto plazo, llevando a **tasas de paro de entre el 22,4%/24,0% en 2020 y 15,3%/20,0% en 2021** (vs. 20,1% y 19,1% anterior). [Link al informe de Actualización Previsiones España](#).

Como consecuencia, **revisamos a la baja nuestras previsiones de precios de vivienda**. Covid 19 tendrán un impacto conjunto superior al **-9% entre 2020 y 2021** (-4% y -5% respectivamente). Nuestra estimación preliminar era un impacto concentrado en 2020 (-6%) y estabilización en 2021. Se está produciendo un retraso en las caídas de precios, que se mantienen prácticamente estables en 2T20, +0,1% según el INE y -0,8% según portales inmobiliarios como Idealista. Esto se debe al bajo volumen de transacciones, que distorsiona las referencias de precios, y la todavía escasa urgencia por parte de los vendedores. Los **precios de suelo finalista podrían sufrir retrocesos superiores al -20%**.

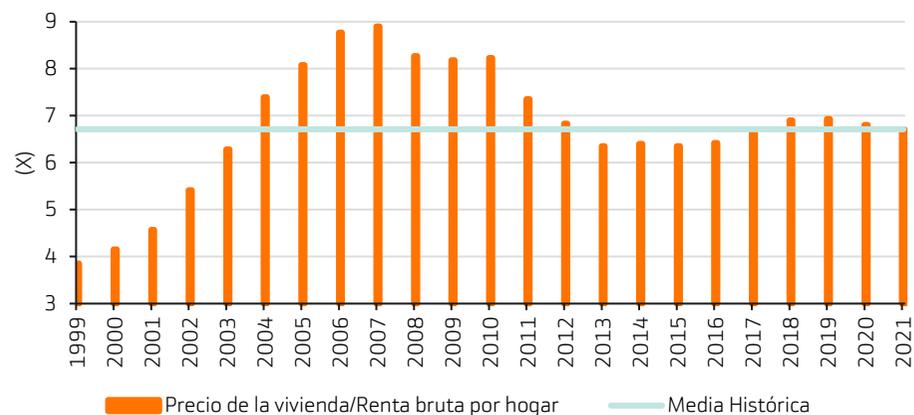
Estimamos que la caída de precios sea más acusada en **vivienda de segunda mano**, y al contrario de lo que ha ocurrido en el último ciclo el retroceso podría ser mayor en zonas *prime* de grandes ciudades, donde las caídas podrían superar el -10%. COVID-19 favorece el traslado de parte de la población desde el centro de las ciudades a la periferia, en busca de espacios abiertos.

Cuadro 3. Precio de la vivienda libre



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE

Cuadro 4. Precio de vivienda / Renta bruta por hogar



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del BdE

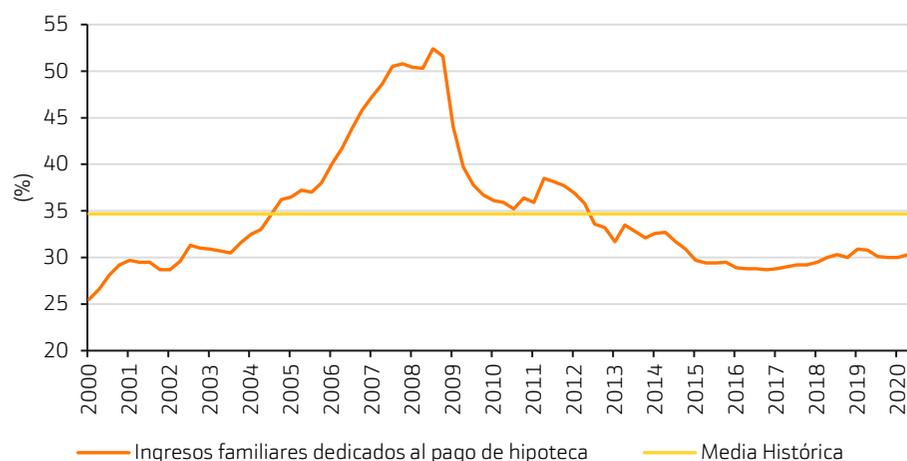
El precio del alquiler podría estar anticipando la caída de los precios de vivienda. Los alquileres cayeron -1,2% en 3T20 (t/t) en las capitales españolas, según Idealista. En Madrid y Barcelona caen -3,7% y -4,5% respectivamente. Además del impacto del virus en el empleo y, por tanto, en la demanda, el alquiler acusa un importante incremento de oferta. La caída del turismo ha producido un trasvase de vuelta desde el alquiler turístico al tradicional.

El entorno de tipos bajos evitará un ajuste de precios aún mayor.

El entorno de tipos bajos permitirá a los precios de vivienda mantenerse próximo a niveles medios históricos con respecto a los ingresos familiares (6,7x, gráfico 4), evitando caer por debajo de esos niveles. Esto se explica por:

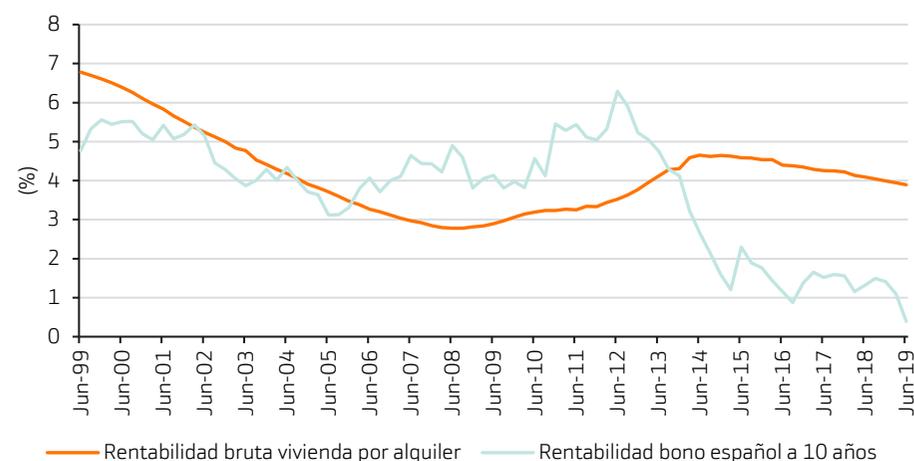
- **Reducido coste de financiación.** La tasa de esfuerzo⁽¹⁾, o porcentaje de los ingresos familiares que se destina al pago de la hipoteca, se sitúa actualmente en el 30%, niveles mínimos desde 2003 y por debajo de su media histórica (35,0%). Esto gracias a un Euribor que continuará en negativo durante los próximos años.
- **Atractiva rentabilidad por alquiler en un entorno de tipos bajos.** La rentabilidad bruta de la vivienda es del 3,8% de media en España, muy por encima de la de otros activos considerados de bajo riesgo, como el bono español a 10 años (0,24%).

Cuadro 5. Tasa de esfuerzo⁽¹⁾



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del BdE

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



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

Oficinas: El teletrabajo supondrá un cambio estructural en la demanda

Primeras consecuencias de COVID-19: El volumen de contratación ha sido muy bajo en 2T20, la tasa de ocupación empieza a caer en plazas como Barcelona y las rentas frenan bruscamente (0,0% en 1S20 vs. +5,8% en 2019). Los rebrotes retrasan la recuperación económica, por lo que los volúmenes de contratación seguirán siendo muy bajos en 2S20. Todavía están por ver las consecuencias:

- **Ocupaciones y rentas:** La principal preocupación está en los cambios estructurales que podrían estar produciéndose. El teletrabajo forzado durante los meses de confinamiento podría fomentar esta práctica a futuro, reduciendo las necesidades de espacio. **Prevedemos caída de ocupaciones en 2020, que podría traducirse en menores rentas, sobre todo a partir de 2021.**
- **Yields y valoración de activos:** Además de la caída de rentas y ocupaciones, la rentabilidad exigida a los activos (*yields*) podría ampliarse por mayor percepción de riesgo y menor interés inversor. **Prevedemos rebajas en las valoraciones de activos, que podrían ser de entre -5% y -15%.**

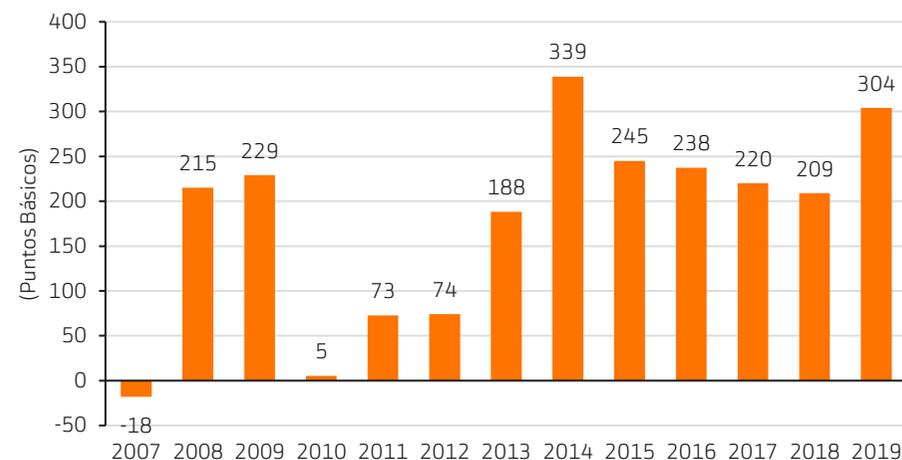
Preferimos activos *prime* en grandes ciudades, como Madrid o Barcelona. Sufrirán menor caída de demanda, ya que las empresas concentrarán su actividad en estas ubicaciones por imagen y proximidad al cliente.

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
1S20	36,5	0,0%	95,8	230	27,5	0,0%	97,7	-60

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

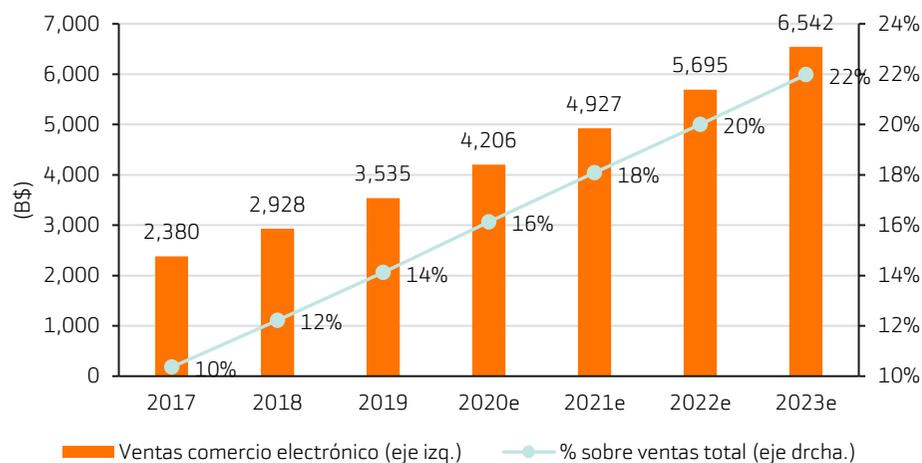
Centros comerciales: Principal afectado por COVID-19, tanto a corto como a medio plazo.

Los centros comerciales han reabierto sus puertas y parece poco probable un nuevo cierre forzoso, lo cual permite cuantificar el primer impacto del virus. Aunque los inquilinos están obligados por contrato a pagar rentas, los centros comerciales han negociado rebajas parciales o aplazamiento de las rentas para mantener la ocupación. **La caída de rentas en 2020 se situará entre el -15% y el -25%.**

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 ha sido 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, **mantenemos recomendación de reducir exposición a centros comerciales y tiendas a pie de calle.**

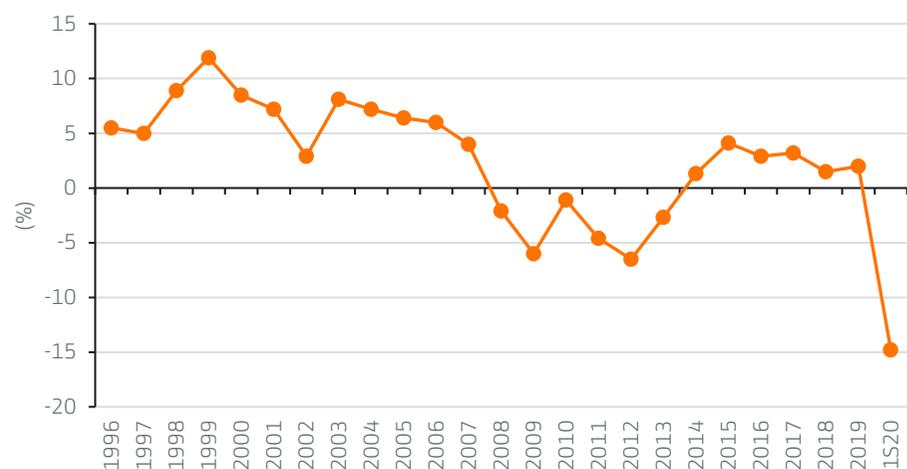
En Estados Unidos y Reino Unido ya se están produciendo cierres, rebajas en las valoraciones de los activos, e incluso quiebra de algunos operadores de centros comerciales, agravado por una gran sobreoferta de superficie comercial (EE.UU. 1.602m²/1.000 hab. vs. España 280m²/1.000 hab.). **En España, la situación no es tan acusada.** Las ventas de centros comerciales todavía crecían antes del virus.

Cuadro 9. Comercio electrónico global y cuota de mercado



Fuente: eMarketer

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



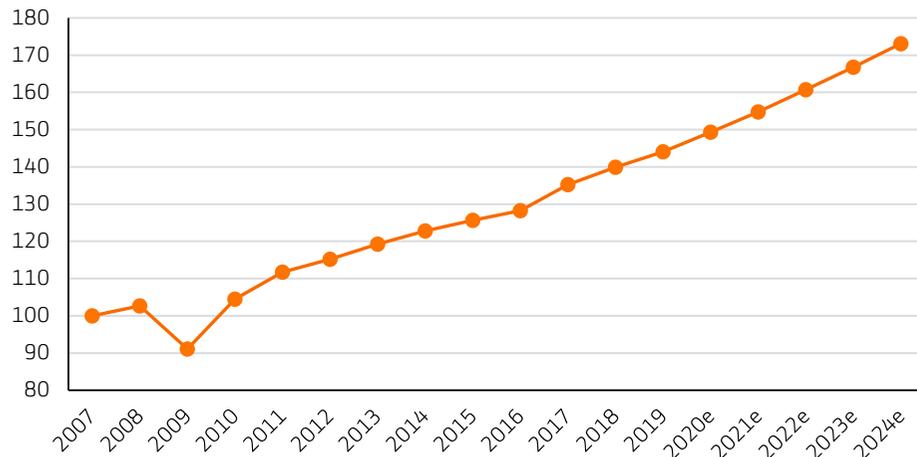
Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE

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).

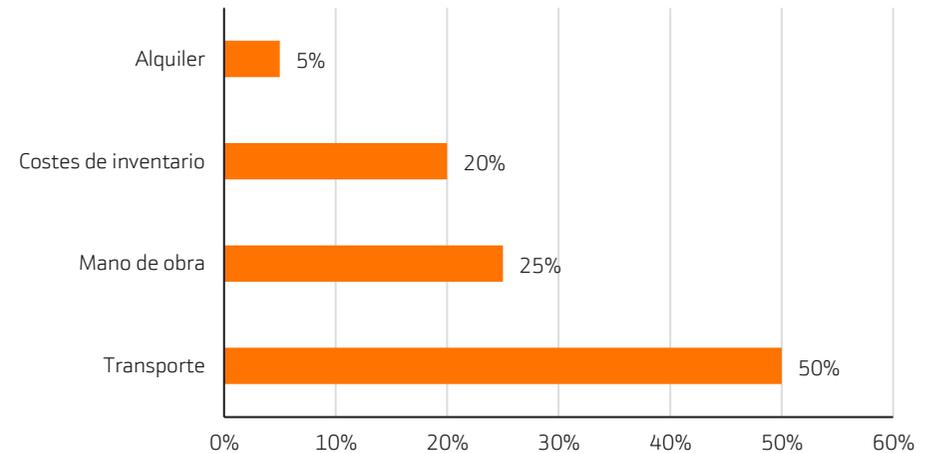
La tipología de naves logísticas más demandada y con menor oferta son **grandes instalaciones de más de 20.000m²**, preferiblemente ubicados en A-2 y A-3, y próximos a Madrid, Barcelona y Valencia. Por otra parte, los cada vez menores tiempos de entrega, están incrementando el interés de las empresas logísticas por **activos logísticos "de última milla"**, con menor superficie, pero situados lo más cerca posible del centro de las ciudades.

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



Fuente: FMI

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



Fuente: Prologis

Extremamos la prudencia sobre el inmobiliario cotizado.

El COVID-19 deja **importantes incertidumbres** sobre el sector a medio/largo plazo. Está cambiado la percepción de riesgo del sector, lo que conlleva a un incremento de las rentabilidades exigidas. Por ello, el sector cae en bolsa un -42% en España vs. -23% en Europa y EE.UU 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. **Estimamos una rebaja media de los dividendos del sector de en torno al -30%. Extremamos la prudencia sobre las SOCIMIs.** Merlin Properties es la única inmobiliaria con recomendación de Comprar, dado que ofrece un binomio rentabilidad/riesgo más atractivo. A pesar del recorte estimado de dividendos, ofrece una rentabilidad próxima al 5% 2020e. Mantenemos recomendación Neutral sobre Inmobiliaria Colonial y Lar España.

Cuadro 13. Principales SOCIMIs españolas

	Recom.	P. Mercado (€/acción)	P. Objetivo (€/acción)	Potencial	NAV (€/acción)	Prima/desc. Vs. NAV	Tipología de activos	DPA (€/acción)			Div. Yield 2020e
								2019r	2020e	% var	
Inm. Colonial	Neutral	7,38	8,35	13,1%	11,21	-34,2%	Oficinas Prime	0,20	0,20	0,0%	2,7%
Lar España	Neutral	3,82	5,18	35,5%	10,64	-64,1%	Comercial	0,63	0,22	-64,3%	5,9%
Merlin Properties	Comprar	7,08	10,89	53,8%	15,68	-54,8%	Oficinas, comercial y logístico	0,50	0,35	-30,5%	4,9%

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Recomendamos **evitar el sector de promotoras inmobiliarias** (Aedas Homes, Metrovacesa y Neinor Homes). Las compañías del sector tendrán que revisar a la baja sus planes de negocio. Aunque gran parte de las viviendas a entregar en 2021 se encuentran ya pre-ventadas y parcialmente desembolsadas, hay que empezar a construir las entregas de 2022, y para ello es necesario tener un 30% de preventas y obtener financiación. **Prevedemos importantes rebajas en las valoraciones de activos**, que podrían ser del -20% en el caso suelo finalista. Los NAV de Aedas Homes y Neinor Homes deberían tender a aproximarse a su valor en libros, mientras que en el de Metrovacesa no descartamos importantes provisiones por su mayor exposición a suelo no finalista y terciario. La parte positiva, es que el endeudamiento del sector es bajo, 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	P/BV		
								2020e	2021e	2022e
Aedas Homes	Neutral	18,34	20,90	14,0%	34,80	-47,3%	Suelo residencial	0,9	0,9	0,9
Metrovacesa	Neutral	5,32	7,06	32,7%	17,07	-68,8%	Suelo residencial y terciario	0,3	0,3	0,3
Neinor Homes	Vender	10,86	10,90	0,4%	16,30	-33,4%	Suelo residencial	1,1	1,0	0,9

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

A nivel global, el posicionamiento geográfico pierde relevancia. **La estrategia debe centrarse en la tipología de activos.** Recomendamos activos logísticos y, más selectivamente, residencial en alquiler en países como Alemania. Los activos logísticos se ven beneficiados por el auge del comercio electrónico y el incremento del comercio internacional, y presenta una gran capacidad de subida de rentas. El residencial en alquiler se ve menos afectado por COVID-19. Evitamos oficinas y centros comerciales.

No recomendamos invertir en inmobiliario cotizado, tampoco fuera de España. En caso de que querer hacerlo, preferimos el HENDERSON GLOBAL PROPERTY EQUITY A2, con un enfoque global y una estrategia más acertada en la selección de activos.

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	-8,1%	10,1%	30,1%	-4,4%	12,8%	2,0%	24,0	1.055,9	LU0209137388
MORGAN STANLEY US PROPERTY-A USD	Renta Variable	EE.UU.	USD	-27,8%	6,6%	15,8%	-10,8%	2,3%	3,1%	30,2	73,9	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

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	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.