bankinter.

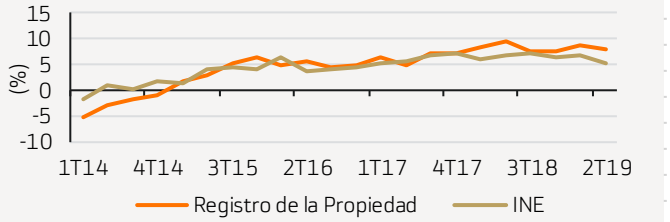
ANÁLISIS Y MERCADOS

Sector Inmobiliario

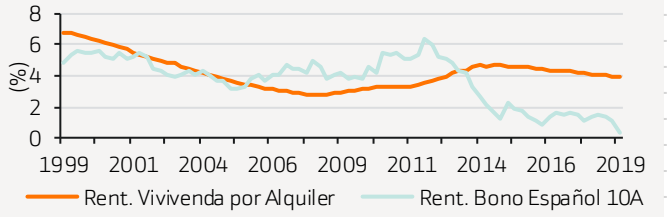
Precios soportados por un entorno de tipos bajos

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

Precio de vivienda libre (Varicación a/a)



Rentabilidad bruta de la vivienda vs. Bono español 10A



SOCIMIs	Recom.	Precio Mercado	Precio objetivo	Potencial
Inm. Colonial	Neutral	11,24	10,72	-4,6%
Lar España	Comprar	7,89	9,10	15,3%
Merlin Properties	Comprar	12,70	13,43	5,7%

Promotoras	Recom.	Precio Mercado	Precio objetivo	Potencial
Aedas Homes	Neutral	22,05	24,60	11,6%
Metrovacesa	Neutral	8,52	9,46	11,0%
Neinor Homes	Vender	11,83	11,52	-2,6%

¿Estamos ante el fin del ciclo residencial?

Los datos de vivienda han comenzado a deteriorarse en los últimos meses. En **2T19**, los precios de vivienda se desaceleraron hasta +8,2% a/a (frente al +8,7% en 1T19) y las transacciones inmobiliarias cayeron un -3,5%. **Especialmente malos fueron los datos de junio**, con una reducción del -9,0% en el número de transacciones, debido en parte a la incertidumbre generada por la nueva Ley Hipotecaria. Los datos que hemos conocido de **julio** presentan una gran dispersión: según el INE las transacciones se incrementaron un +5,6% a/a, mientras que según los notarios transacciones -21% y precios -1%.

Todavía no, pero los precios de vivienda entran en fase de estancamiento

Aunque vemos cierta **sobrevaloración de la vivienda en España, de en torno al 8,8%** en relación a los salarios, consideramos que **los precios continuarán soportados** por: (i) desequilibrios entre oferta y demanda; (ii) generación de empleo; (iii) cómodas condiciones de financiación; (iv) fuerte incremento de los alquileres que sitúan el esfuerzo del alquiler en línea con el de comprar vivienda; y (v) la rentabilidad de la vivienda por alquiler es todavía atractiva en el entorno actual de tipos bajos y de escasez de alternativas de inversión de bajo riesgo. En conclusión, **esperamos que los precios de vivienda moderen su crecimiento hasta un +5,5% en 2019e y +1/2% en 2020 y 2021.**

El valor de los activos patrimonialistas es también sostenible en este entorno.

La fase de contracción de *yields* ha finalizado, por lo que las valoraciones de activos dependerán de la evolución de las rentas. En **oficinas** esperamos que las rentas se incrementen a ritmos del 3% anual, y preferimos ubicaciones *prime* por su menor riesgo de desocupación. En **centros comerciales** existen riesgos de rentas y valoraciones a la baja, debido al auge del comercio electrónico. Los **activos logísticos** son los que presentan mayor atractivo, con gran demanda y capacidad de subida de rentas.

Es más atractivo invertir en el sector a través de inmobiliarias cotizadas.

En esta fase del ciclo **es más atractivo invertir in inmobiliarias cotizadas** que en activos reales, por tres razones: (i)mayor rentabilidad; (ii) mayor liquidez; (iii) menores costes transaccionales; y (iv) menor riesgo. Nuestra principal recomendación entre las SOCIMIs españolas es **Merlin Properties**.

Juan Moreno

Vivienda: Entramos en fase de estancamiento

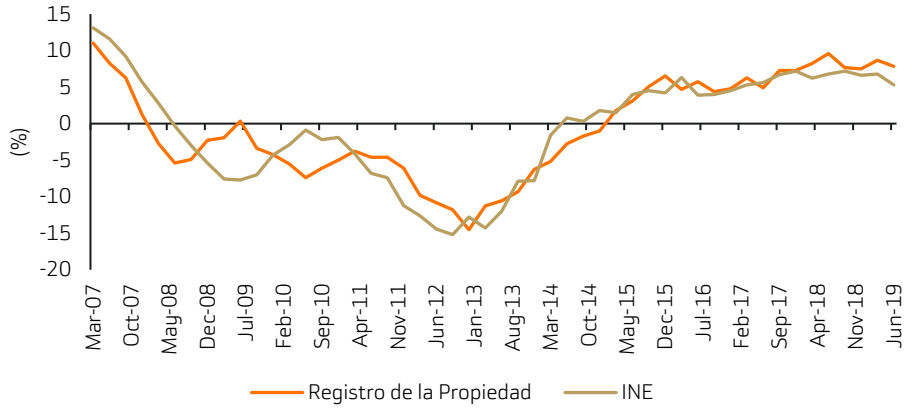
Las subidas de precios se moderan y se reduce el número de transacciones.

Según datos del Registro de la Propiedad, **los precios de la vivienda libre crecieron un +8,2% a/a en 2T19**, desacelerándose ligeramente desde el +8,7% anterior. En términos intertrimestrales, el incremento fue del +2,6% en 2T19 frente al +4,3% anterior. El **precio de la vivienda libre en España acumula una revalorización del +36,2% desde mínimos de 2014**, situándose todavía un -12,3% por debajo de pico de ciclo. Link al informe de Estadística Registral Inmobiliaria.

Según el INE, **las transacciones inmobiliarias** se mantuvieron sin cambios en 1S19 frente al mismo periodo del año anterior, aunque con una reducción del **-3,5% en 2T19 a/a**. Las transacciones de vivienda usada disminuyeron -1,4% en 1S19 a/a (-4,4% en 2T19 a/a) mientras que las de vivienda nueva continúan creciendo +7,4% en 1S19 a/a (+0,5% en 2T19 a/a). Las de extranjeros se mantienen en máximos de los últimos años y representan el 12,5% del total en 2T19. Las transacciones de **británicos continúan reduciéndose** hasta el 1,7% del total en 2T19 (desde 2,0% en 2018 y 2,8% en 2015) ante la posibilidad de un Brexit sin acuerdo.

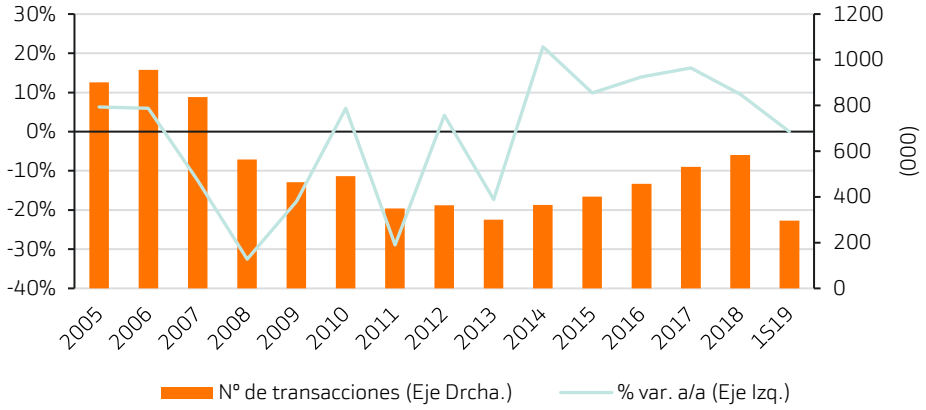
La actividad parece reactivarse en julio, tras la entrada en vigor de la nueva Ley Hipotecaria. Según el INE, las transacciones se incrementaron un +5,6% a/a y el número de hipotecas un +11,9% a/a. Según Idealista, los precios de vivienda usada se incrementaron un +0,2% en 3T19 (+4,2% a/a), aunque con caídas intertrimestrales en Madrid y Cataluña (-1,1% y -0,2%). Link a Idealista.

Cuadro 1. Precio de la vivienda libre



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

Cuadro 2. Transacciones inmobiliarias



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

¿Estamos ante el fin del ciclo inmobiliario?

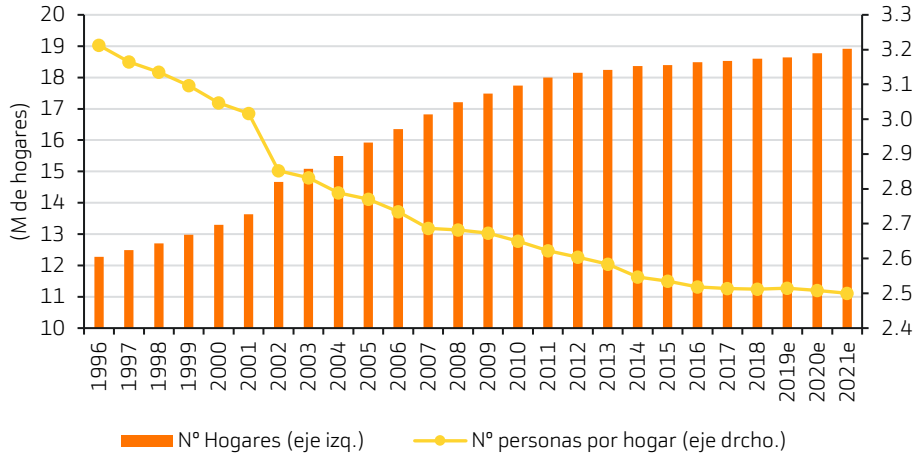
Esperamos que el ciclo se extienda al menos hasta 2021, con precios soportados por un entorno de tipos bajos.

Atendiendo a datos históricos, la **demanda estructural** de vivienda nueva en España debería situarse en torno a **100.000 unidades al año** (70.000 por demanda interna y 30.000 por demanda extranjera). Si bien, esa cifra será fácilmente superable en los próximos años, **pudiendo llegar incluso a las 170.000 unidades al año entre 2019 y 2021**, asumiendo: 1) las proyecciones del INE apuntan a una creación de 140.000 hogares al año por un mayor flujo migratorio y una ligera reducción del número de personas por hogar (hasta 2,50 en 2021e desde 2,52 en 2018); y 2) 30.000 unidades al año por demanda extranjera, en línea con medias históricas, y siempre que el Brexit no reduzca de forma drástica las compras de británicos. Desde nuestro punto de vista, la demanda debería situarse en la parte media-baja del rango teniendo además en cuentas la desaceleración económica que se está produciendo en España.

La oferta se está incrementando de forma brusca, habiendo alcanzado las 101.000 viviendas iniciadas en 2018 frente a 34.000 en mínimos de 2013. **Estimamos que en 2019 se alcancen las 120.000 viviendas iniciadas**, que deberían finalizarse en 2021, encontrándose en ese momento con la parte media del rango de demanda estimado.

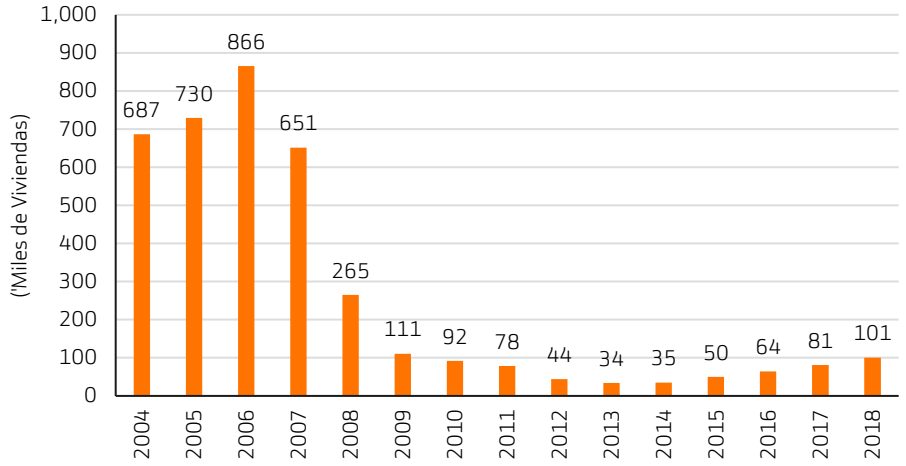
Aunque todavía existe un **stock de vivienda sin vender de 459.876 unidades o 4,6 años de demanda estructural** (según el Ministerio de Fomento), no prevemos que entre en competencia con la nueva oferta en los próximos años.

Cuadro 3. Creación de hogares y nº de personas por hogar



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE

Cuadro 4. Visados de obra nueva



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del BdE

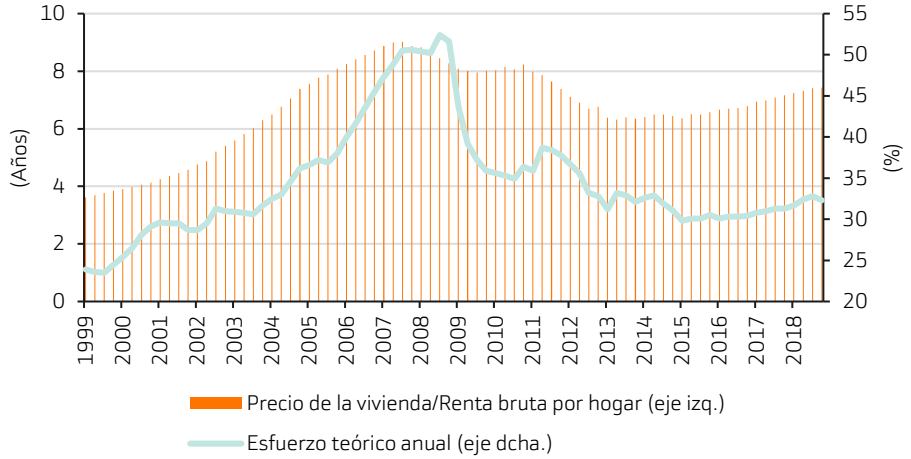
Ligera sobrevaloración, aunque precios sostenibles en un entorno de tipos… ¿todavía más bajos?

La **relación entre precios de la vivienda e ingresos familiares medios se sitúa en 7,52x**, habiéndose incrementado desde 6,36x en mínimos de 2015. Aunque es todavía inferior a las 9,02x alcanzadas en pico de ciclo, se sitúa ya un **8,8% por encima de la media de los últimos 20 años**. Por tanto, pensamos que existe una **ligera sobrevaloración en los precios de la vivienda en España**.

Esperamos que el precio de la vivienda crezca un **+5,5% en 2019e** (vs. +8,2% a/a en 2T19), con una revalorización prácticamente nula en 2S 2019. Aunque no estimamos crecimientos significativos de precios en **2020e y 2021e, estos deberían verse** soportados por:

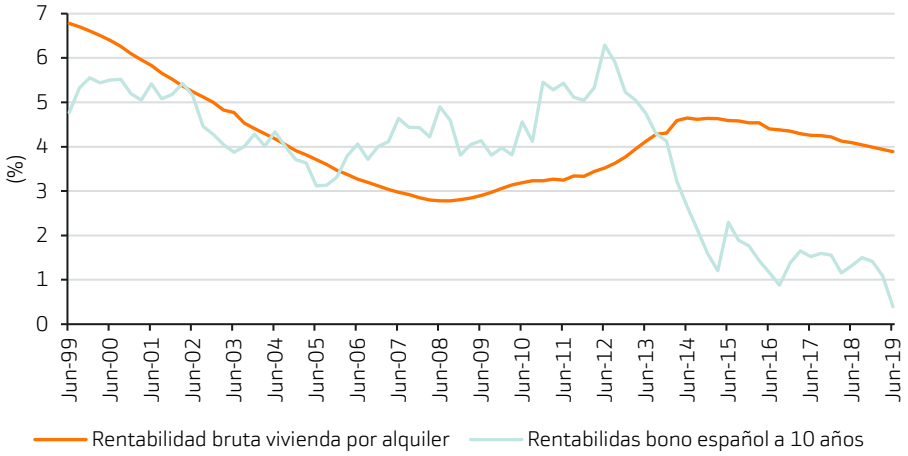
- **Desequilibrio entre oferta y demanda**, que debería continuar al menos hasta 2021.
- **Creación de empleo**. Estimamos que el PIB español crezca un +2,0% en 2019e y +1,7% en 2020e, aunque no descartamos nuevas revisiones a la baja del crecimiento económico. Link a nuestro informe de estrategia trimestral 4T19.
- **Reducido coste de financiación**, que se extenderá al menos hasta 2020. La tasa de esfuerzo[(1)] se sitúa en 33,5%, todavía por debajo de su media histórica (35,1%).
- La **subida del coste 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** (3,9% bruto) en un entorno de tipos bajos y escasez de alternativas de inversión de bajo riesgo.

Cuadro 5. Tasa de esfuerzo



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

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

Oficinas: Ubicaciones *prime* como activo refugio

El mercado de oficinas en España vive un gran momento, con rentas al alza (+6,7% en 1S19 a/a), niveles próximos a plena ocupación (~95%), y *yields* o rentabilidades exigidas extraordinariamente bajas (3,50% / 3,75%). Esto ha producido un fuerte movimiento al alza en las valoraciones de estos activos en los últimos años.

Aunque consideramos que la actual compresión de ***yields*** no es sostenible en el medio / largo plazo, éstas deberían verse **soportadas por un entorno de tipos bajos**, que se extenderá al menos hasta mediados de 2020. En los próximos años, **el incremento de valoraciones debería venir de las rentas**, que estimamos que será próximo al 3% anual, debido a: (i) estimamos que el PIB crezca un +2,0% en 2019e y +1,7% en 2020e; (ii) con creación de empleo; y (iii) estimamos una inflación del +0,8% en 2019e y +1,1% en 2020e.

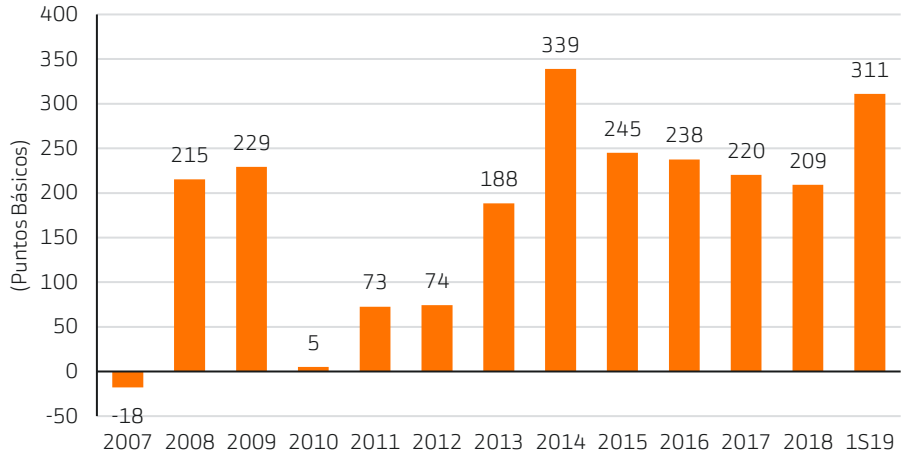
Preferimos activos *prime* en grandes ciudades, como Madrid o Barcelona, sin excesivos riesgos más allá de la marcha económica del país, y con un diferencial entre rentabilidad de oficinas *prime* y bono español a 10 años en máximos históricos (Cuadro 8). A medida que salimos de ubicaciones prime a secundarias, periferia o satélite, el riesgo de desocupación incrementa y hay más presión en rentas.

Cuadro 7. Rentas y ocupaciones prime en Madrid y Barcelona

	Madrid CBD				Barcelona CBD			
	Rentas (€/m²)	Var (%)	Ocupación (%)	Var (p.b.)	Rentas (€/m²)	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
1S19	35,75	3,6%	93,7	40	26,8	5,9%	98,1	20

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



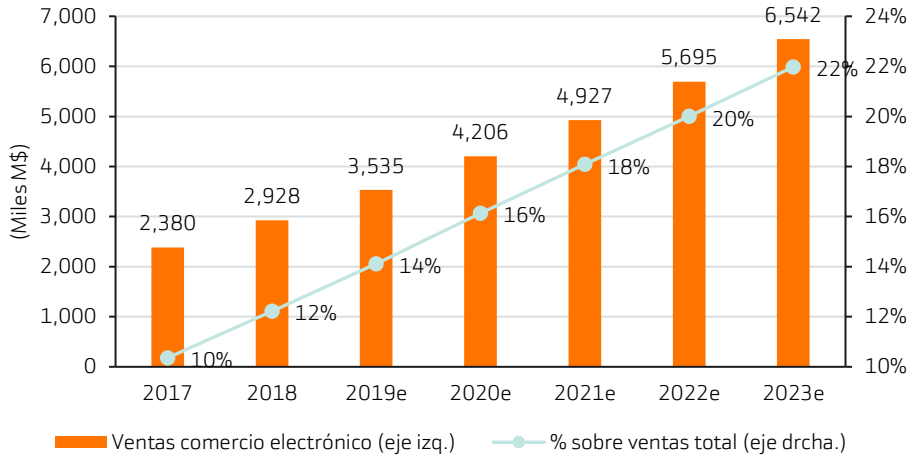
Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos de JLL y Bloomberg

Centros comerciales: El comercio electrónico pone en duda su rentabilidad.

El comercio electrónico ya representa el 14% de las ventas minoristas a nivel global. Estimamos que esta tendencia vaya a más, pudiendo alcanzar una cuota de mercado del 22% en 2023e, motivo por el cual los centros comerciales podría ver rebajada su rentabilidad y valoraciones. Además, es la tipología de activos más sensible a un potencial debilitamiento adicional del PIB. Por tanto, **recomendamos reducir exposición a centros comerciales y tiendas a pie de calle**.

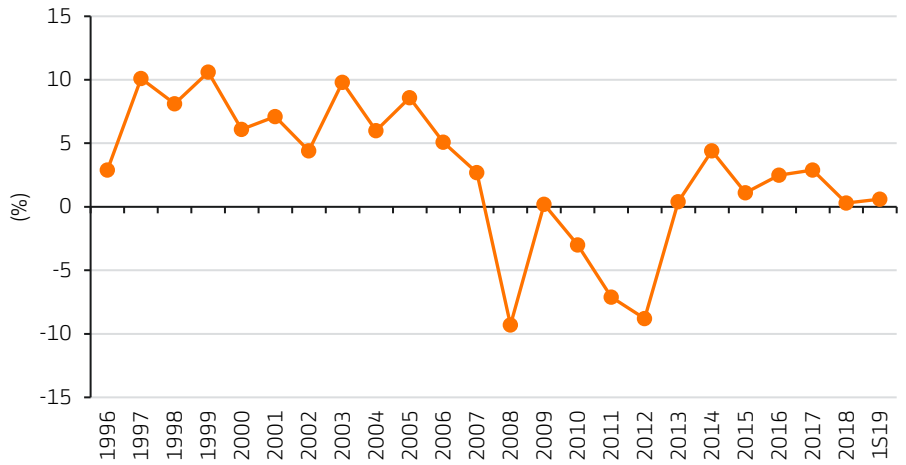
Especialmente preocupante es la situación en Estados Unidos y Reino Unido. En el primero ya se están produciendo cierres de centros comerciales afectados por la gran densidad de superficie comercial (1.602m^2/1.000 habitantes) y por su modelo de negocio, basados en grandes almacenes (Macy's, Sears, etc.). En el caso de Reino Unido, el principal motivo es el Brexit. En ambas localizaciones ya están cayendo las valoraciones de activos, debido a caída de rentas y ocupación e incremento de la rentabilidad exigida. **En España, la situación no es tan acusada por el momento**. Las ventas en centros comerciales crecen un 0,6% en 1S19 y las valoraciones de activos todavía no sufren recortes. Esto es debido en gran medida a la menor densidad de activos comerciales por habitante (280m^2/1.000 habitantes). Prueba de ello, es que los centros comerciales españoles son los que mejor se están comportando en carteras globales como las de Unibail-Rodamco-Westfield. Dentro de los distintos tipos de activos, **los mejor posicionados para sobrevivir son los centros dominantes en zonas de menor densidad de superficie comercial y con grandes áreas de influencia**.

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

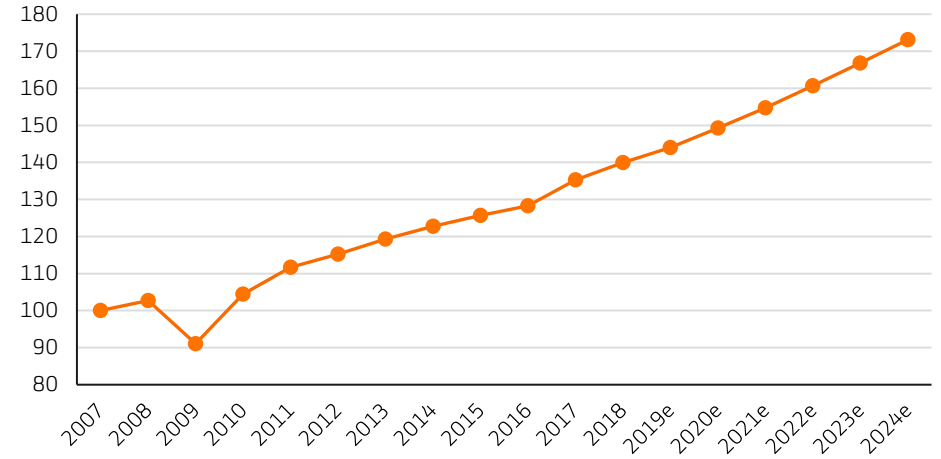
Logístico: El activo con más potencial de crecimiento

La demanda de activos logísticos es cada vez mayor debido a: (i) un entorno cada vez más globalizado, en el que el comercio internacional se espera que siga creciendo a ritmos del +3,6% anual entre 2018 y 2024; y (ii) el comercio electrónico debería incrementarse un 4,4% anual. 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 los 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^2**, 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.

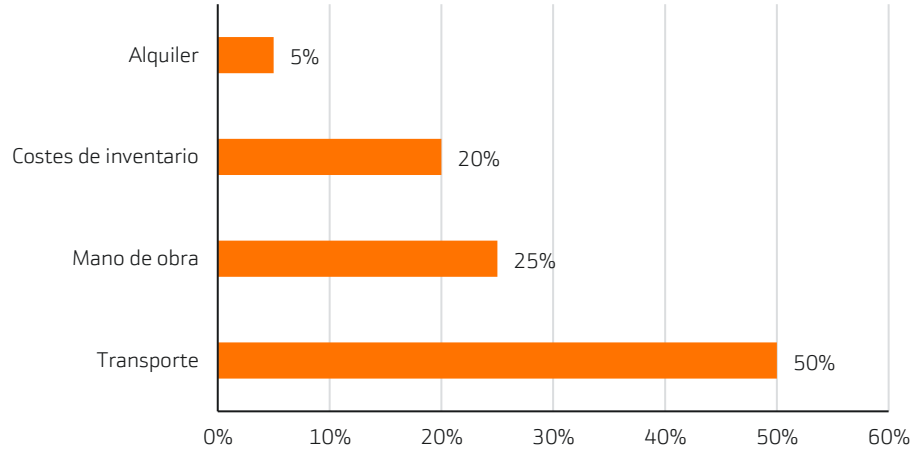
Si bien, hay que tener en cuenta que los activos logísticos **presentan un mayor riesgo de vacío**, ya que son monoinquilino. Por tanto, **recomendamos invertir en ellos a través de carteras diversificadas**.

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

Preferimos inmobiliario cotizado que activos reales.

En estos momentos del ciclo resulta **más atractivo invertir en inmobiliario a través de compañías cotizadas que de activos reales**. Los principales motivos son:

- **Mayor rentabilidad:** Cotizan con descuentos significativos sobre sus valoraciones de activos, si bien esto es algo relativamente frecuente sobre todo en fase de desaceleración económica.
- **Mayor liquidez:** Uno de los grandes problemas que presentan los activos reales es su iliquidez, la cual es claramente favorable para las inmobiliarias cotizadas (excepto MAB).
- **Menores costes transaccionales**
- **Menor riesgo:** Cuanto mayor es la cartera de activos, mayor es la diversificación y menor el riesgo de vacío.

Las SOCIMIs son las mejores opciones de entre las cotizadas ya que: (i) al menos el 80% de su cartera tienen que ser activos en renta por lo que tienen un perfil de riesgo medio/bajo; (ii) permiten beneficiarse de las ventajas fiscales (0% impuesto de sociedades y sobre plusvalías de los activos); y (iii) tiene obligación de distribuir al menos el 80% del beneficio neto vía dividendos.

Nuestra principal recomendación en España es Merlin Properties. Tiene una cartera de activos bien diversificada y equilibrada para obtener rentabilidades atractivas (4,4% por dividendo 2019e), con un perfil de riesgo moderado. **Colonial** es la compañía con menor perfil de riesgo, con una rentabilidad atractiva con respecto al bono español a 10 años, aunque cotiza en línea con su valoración de activos a Junio 2019. **Lar España** tiene un perfil de riesgo superior a las anteriores, al centrarse en centros comerciales en España, aunque consideramos que es una opción válida para los inversores con perfil de riesgo más agresivo, dado que: (i) su estrategia está demostrando ser la más defensiva ante el auge del comercio electrónico; (ii) ya descuenta posibles caídas de valoración de los activos (37% de descuento sobre NAV); (iii) ofrece una rentabilidad por dividendo del 7,3% 2019e que consideramos sostenible hasta al menos 2021; y (iv) no descartamos que sea objeto de una operación corporativa con una prima suficientemente atractiva.

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		
								2019e	2020e	2021e
Colonial	Neutral	11,24	10,72	-4,6%	10,52	6,8%	Oficinas Prime	2,2%	2,5%	2,9%
Lar España	Comprar	7,89	9,10	15,3%	11,78	-33,0%	Comercial	6,8%	7,0%	7,0%
Merlin Properties	Comprar	12,70	13,43	5,7%	15,11	-15,9%	Oficinas, comercial y logístico	4,1%	4,3%	4,6%

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Recomendamos **evitar el sector de promotoras inmobiliarias** (Aedas Homes, Metrovacesa y Neinor Homes), dado que presentan riesgos adicionales a los propios del mercado residencial español, como: (i) incertidumbre sobre el cumplimiento de sus objetivos de negocio (resultados); (ii) fuerte incremento de los costes de construcción; (iii) mayores costes del suelo; (iv) presión a la baja en márgenes; y (v) estructura accionarial, con participaciones todavía mayoritarias de sus promotores (el 70% de Metrovacesa está en manos de bancos y el 52% de Aedas Homes en manos de Castlelake). Nuestra favorita en este entorno es **Aedas Homes**, que cotiza en línea con su valor en libros, equivalente al precio de adquisición de su cartera de suelos en la parte baja del ciclo (entre 2014 y 2016).

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/VC		
								2019e	2020e	2021e
Aedas Homes	Neutral	22,05	24,60	11,6%	33,80	-34,8%	Suelo residencial	1,1	1,0	0,9
Metrovacesa	Neutral	8,52	9,46	11,0%	18,18	-53,1%	Suelo residencial y terciario	0,5	0,5	0,6
Neinor Homes	Vender	11,83	11,52	-2,6%	16,77	-29,5%	Suelo residencial	1,2	1,1	1,0

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

En Europa, el sector inmobiliario 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 crecimiento económico y previsión de nuevas bajadas de tipos de interés, que podría suponer un incremento de las valoraciones de activos.

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(1)	Media Rent. 2012/18	2018	2017	2016	2015	Vol. 3A%	Patrim. M€	ISIN
HENDERSON GLOBAL PROPERTY EQUITY A2	Renta Variable	Global	USD	25,7%	7,2%	-4,4%	12,8%	2,0%	0,0%	10,6	686,3	LU0209137388
MORGAN STANLEY US PROPERTY-A USD	Renta Variable	EE.UU.	USD	13,4%	5,3%	-10,8%	2,3%	3,1%	-0,9%	13,5	168,7	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 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 PUBLICADAS EN LOS ÚLTIMOS 90 DÍAS:

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
Ana de Castro – Seguros
Aránzazu Bueno – Eléctricas
Juan Moreno – Inmobiliarias
Luis Piñas – Consumo
Pilar Aranda – Petróleo
Aránzazu Cortina – Industriales
Esther Gutiérrez de la Torre – Autos
Elena Fernández – Trapiella – Consumo
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.