

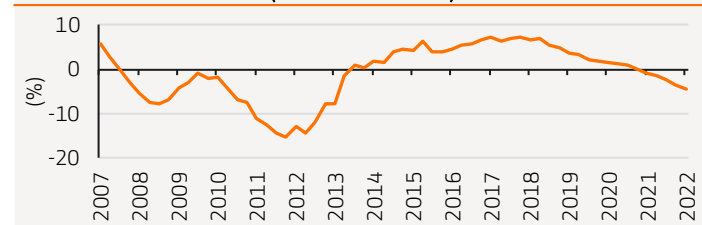
ANÁLISIS Y MERCADOS

Sector Inmobiliario

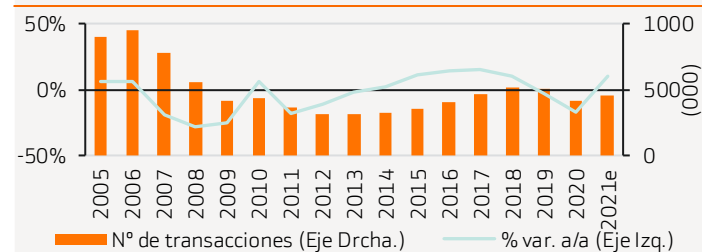
La caída de precios de vivienda se postpone a 2022.

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

Precio de vivienda libre (% Varicación a/a)



Transacciones de vivienda



SOCIMIs	Recom.	Precio Mercado	Precio objetivo	Potencial
Inm. Colonial	Vender	8,63	8,19	-5,1%
Lar España	Vender	5,36	5,24	-2,2%
Merlin Properties	Neutral	9,02	9,47	5,0%

Promotoras	Recom.	Precio Mercado	Precio objetivo	Potencial
Aedas Homes	Neutral	21,50	22,90	6,5%
Metrovacesa	Neutral	7,77	8,39	8,0%
Neinor Homes	Neutral	11,16	11,70	4,8%

Los precios de vivienda apenas caerán en 2021. El ajuste se retrasa a 2022.

La extensión de los ERTes mantendrá la renta disponible de los hogares durante buena parte del año. Además, los costes de financiación se mantienen en niveles históricamente bajos. Todo ello, dará soporte a los **precios de vivienda en 2021, que estimamos apenas caerán -1%** a final de año, y **retrasará la caída de precios a 2022 (-5%)**. Buena parte de las caídas de 2021 vendrán de zonas *prime* de grandes ciudades, donde la sobrevaloración supera el 10%, y los alquileres caen con fuerza, entre -10% y -15% en 1T21 (a/a). Los **precios del suelo** deberían estabilizarse, tras perder -10% en 2020.

La actividad inmobiliaria recuperará +10% en 2021, apoyada en parte por la vuelta de extranjeros.

Preveamos un incremento de la actividad inmobiliaria. Las **transacciones de vivienda** deberían crecer **+10% en 2021**, apoyado en parte por la vuelta de extranjeros en la segunda mitad del año. Si bien, habrá que esperar hasta 2022 para volver a niveles previos al virus (500.000 transacciones al año).

Se mantiene la incertidumbre sobre los activos de oficinas y centros comerciales.

A pesar de la recuperación económica post-COVID, se mantienen las principales incertidumbres sobre los activos de oficinas y centros comerciales, y es que el virus ha cambiado de forma estructural nuestra forma de trabajar y consumir. Preveamos **rebajas de valoración de activos de hasta el -15% en oficinas y -20% en centros comerciales**. Los **hoteles** podrían sufrir también fuertes rebajas (-15%), aunque el impacto será temporal y su valor se recuperará en 2 años. Nuestra recomendación se centra en **activos logísticos y vinculados a nuevas tecnologías**, sobre todo 5G y almacenamiento en la nube.

Rebajamos recomendación a las SOCIMIs.

Las cotizaciones de las SOCIMIs se sitúan muy en línea con nuestros precios objetivo, tras recuperar +10% en lo que va de año, y la incertidumbre sigue siendo elevada sobre el sector. Por ello, **bajamos nuestra recomendación a Vender desde Neutral a Inm. Colonial y Lar España**. Merlin Properties es la compañía del sector con mayor atractivo rentabilidad-riesgo (recomendación Neutral desde Comprar). Las **promotoras** (Aedas, Metrovacesa y Neinor) deberían estar bien soportadas en un entorno de precios de vivienda estables e incremento de la actividad inmobiliaria.

Juan Moreno

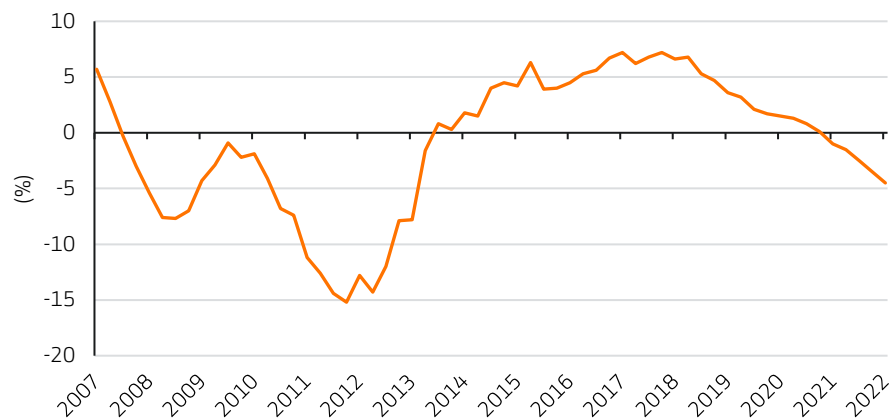
Vivienda: La caída de precios de vivienda se postpone a 2022.

Estimamos una sobrevaloración del 6% en precios de vivienda, aunque la caída se postpone a 2022.

Los precios de vivienda aguantan sorprendentemente bien en 2020, con una subida del +1,5% según datos del INE, a pesar de la fuerte contracción del PIB (-10,8% en 2020). Se están viendo soportados por menores costes de financiación. Más de la mitad de las hipotecas son ya a tipo fijo, cuyo coste se ha reducido en más de 30p.b. de media en 2020. Además, los ERTes mitigan temporalmente el impacto de la pandemia sobre el mercado laboral.

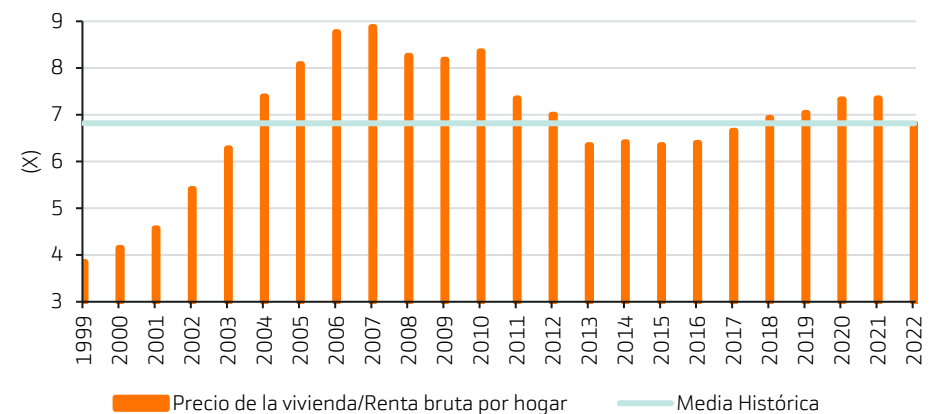
Este comportamiento tan dispar abre la brecha entre los precios de vivienda y la renta disponible de los hogares, que nos lleva a estimar una sobrevaloración en precios de vivienda próxima al 6%. Si bien, la extensión de los ERTes implica postponer las caídas de precios de vivienda a 2022. De esta forma, en 2021 podríamos ver un ligerísimo ajuste del -1% (vs. -5% estimado anteriormente), sobre todo en el tramo final del año y motivado por: (i) fuerte incertidumbre económica con repunte en tasa de paro (a medida que finalicen los ERTes); (ii) pérdida de atractivo de la inversión en vivienda en un entorno de alquileres a la baja; y (iii) mayor inseguridad jurídica.

Cuadro 1. Precio de la vivienda libre



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE

Cuadro 2. Precio de vivienda / Renta bruta por hogar



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del BdE

Lo que sí veremos en 2021 serán **caídas en zonas *prime* de grandes ciudades, donde la sobrevaloración estimada supera 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. De hecho, ya en 2020 se produjeron caídas de precio en zonas metropolitanas de Madrid y Barcelona (-1,3% y -2,6%, respectivamente según Idealista).

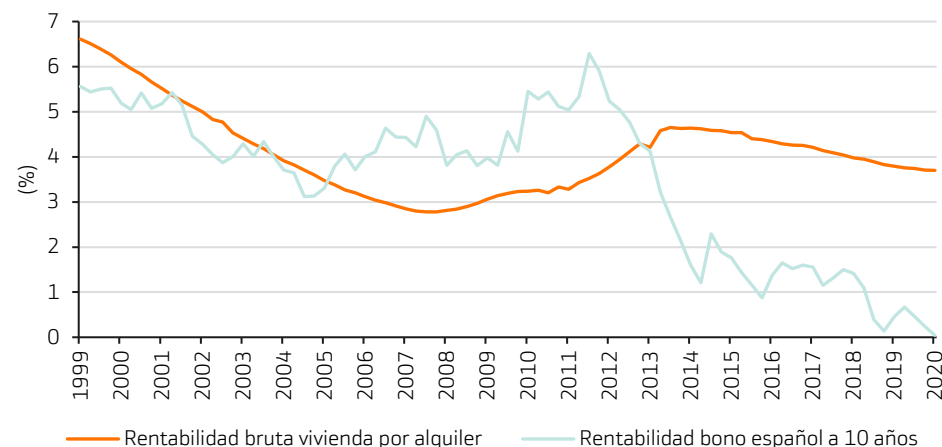
Los alquileres podrían estar anticipando la caída de los precios de vivienda. Los alquileres caen en España -3,8% (a/a) en el primer trimestre de 2021, según Idealista. **En Madrid y Barcelona caen -10,7% y -14,3% respectivamente.** Además del impacto del virus en el empleo y, por tanto, en la demanda, el alquiler acusa un importante incremento de oferta. La caída del turismo ha producido un trasvase de vuelta desde el alquiler turístico al tradicional.

Con respecto a **los precios del suelo urbano, han retrocedido un -10% en 2020**, ajustando ya gran parte de la sobrevaloración estimada. El principal detonante para este rápido ajuste es la mayor dificultad de los promotores para financiar nuevos desarrollos y la falta de demanda extranjera. **Prevedemos que los precios del suelo se estabilicen en 2021.**

Cuadro 3. Tasa de esfuerzo ⁽¹⁾

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del BdE

Cuadro 4. Rentabilidad vivienda por alquiler vs. Bono español a 10 años



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

La actividad inmobiliaria mejorará en 2021.

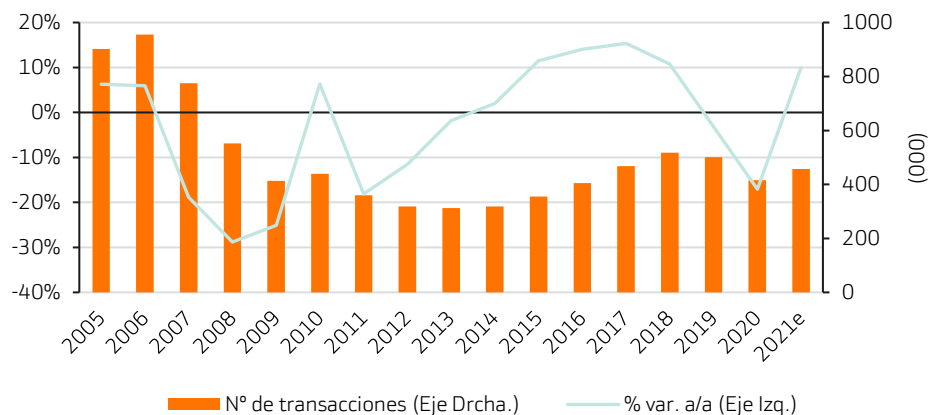
La actividad inmobiliaria también aguanta mejor de lo estimado en 2020, con una caída del -17% (vs. -35% estimado) y a pesar de las fuertes medidas de contención del virus. En este sentido, es destacable la digitalización del sector, que permite el cierre de operaciones sin necesidad de desplazamiento físico.

Prevedemos una recuperación de la actividad inmobiliaria en 2021. Las transacciones de vivienda recuperarán +10% hasta 458.000, impulsadas en parte por la vuelta de extranjeros a partir de la segunda mitad de este año. Estas representan más del 10% del total nacional y han caído en torno al -40% en 2020. El impacto del Brexit parece limitado y posibles acuerdos bilaterales entre España y Reino Unido agilizarían la burocracia actual.

Habrá que esperar hasta 2022 para alcanzar de nuevo las 500.000 transacciones, nivel que consideramos sostenible a medio plazo, y cuya composición sería 100.000 transacciones de vivienda nueva y 400.000 de segunda mano.

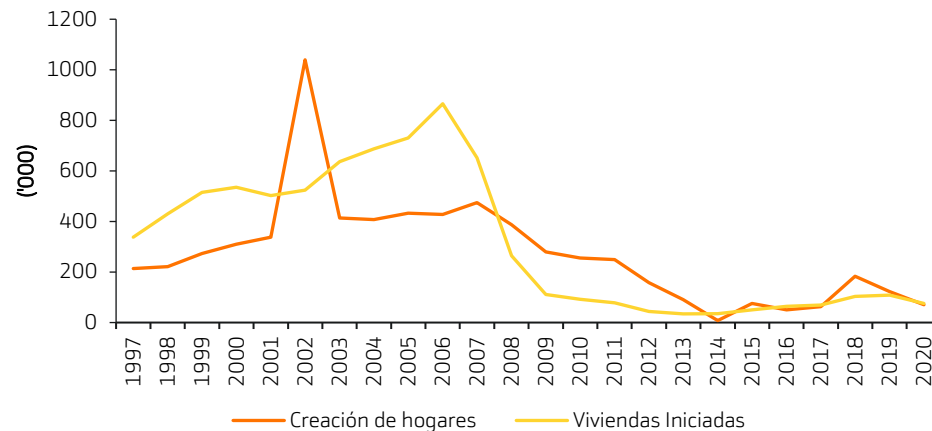
Con respecto al mercado de suelo, prevemos una recuperación próxima al +20% en 2021, tras perder un 35% del volumen en 2020. Grandes promotoras con capacidad de financiación aprovecharán las caídas de precios para reforzar sus carteras de suelo y garantizar sus planes de negocio para los próximos años.

Cuadro 5. Transacciones de vivienda



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE

Cuadro 6. Creación de hogares y viviendas iniciadas



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

Oficinas: El teletrabajo supondrá un cambio estructural en la demanda

Primeras consecuencias de COVID-19: La tasa de ocupación empieza a caer en Barcelona y las rentas frenan en seco en las principales plazas (Madrid: -1,4% en 2020 vs. +5,8% en 2019).

A pesar de la recuperación económica post-COVID, **se mantienen las principales incertidumbres sobre los activos de oficinas**, y es que el teletrabajo ha cambiado nuestra forma de trabajar de forma estructural. Todavía están por ver las consecuencias:

- **Ocupaciones y rentas:** El teletrabajo forzado durante el último año podría fomentar esta práctica a futuro, reduciendo las necesidades de espacio. **Prevedemos caída de ocupaciones generalizadas y la caída de rentas se agudizará en 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%.**

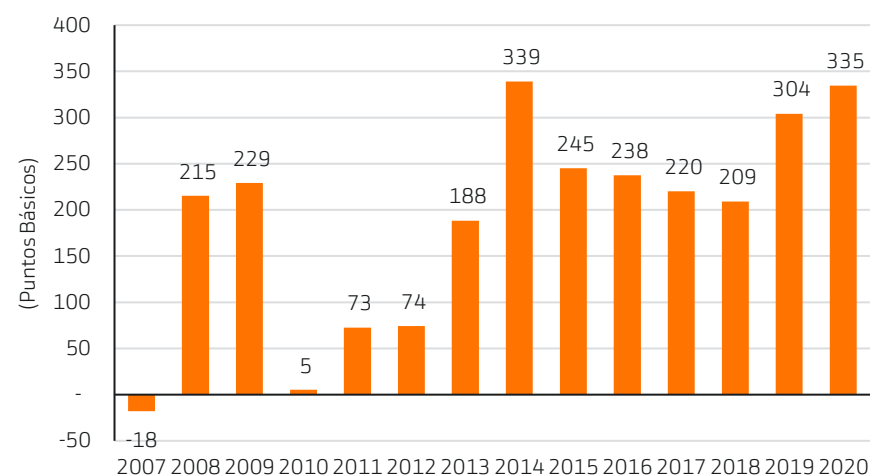
Preferimos activos *prime* en grandes ciudades. Aunque también sufrirán caídas de rentas, mantendrán niveles de ocupaciones elevados dado que las empresas concentrarán su actividad en estas ubicaciones por imagen y proximidad al cliente.

Cuadro 7. Rentas y ocupaciones prime en Madrid y Barcelona

	Madrid CBD				Barcelona CBD			
	Rentas (€/m ² /mes)	Var (%)	Ocupación	Var (p.b.)	Rentas (€/m ² /mes)	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
2020	36,0	-1,4%	94,7	120	27,0	-1,8%	94,9	-340

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



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

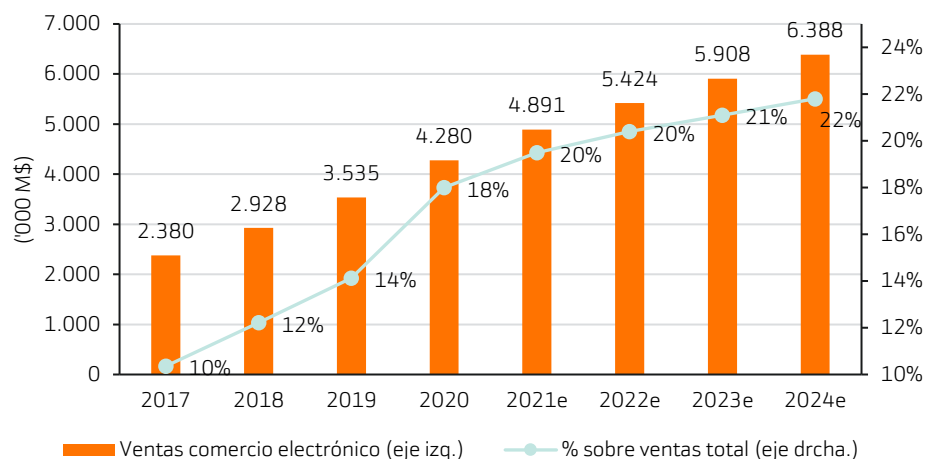
Centros comerciales: ¿Qué ocurrirá cuando finalicen los ERTes y las ayudas a los alquileres?

Los centros comerciales han sufrido en 2020 un impacto temporal por los meses de cierre forzoso. Los propietarios de centros comerciales han aceptado carencias o aplazamientos de rentas. A partir de la reapertura de tiendas y hasta la actualidad, gran parte de los centros comerciales han negociado con los inquilinos y aceptando incentivos, permitiendo mantener elevados niveles de ocupación. Estos incentivos van desde el -15% hasta el -30% de las rentas brutas.

La principal fuente de incertidumbre en estos momentos es la capacidad de aguante del comercio una vez finalicen los ERTes y las rebajas temporales de los alquileres, teniendo además en cuenta la mayor presencia del comercio electrónico tras el paso de la pandemia. El escenario más probable es que se prorroguen de forma indefinida las ayudas a los inquilinos, para adaptar las rentas a las circunstancias actuales y evitar un deterioro brusco en las tasas de ocupación. De esta forma, **prevedemos caídas próximas al -20% en ingresos y valoración de los centros comerciales entre 2021 y 2022**. Mantenemos recomendación de reducir exposición a centros comerciales y tiendas a pie de calle.

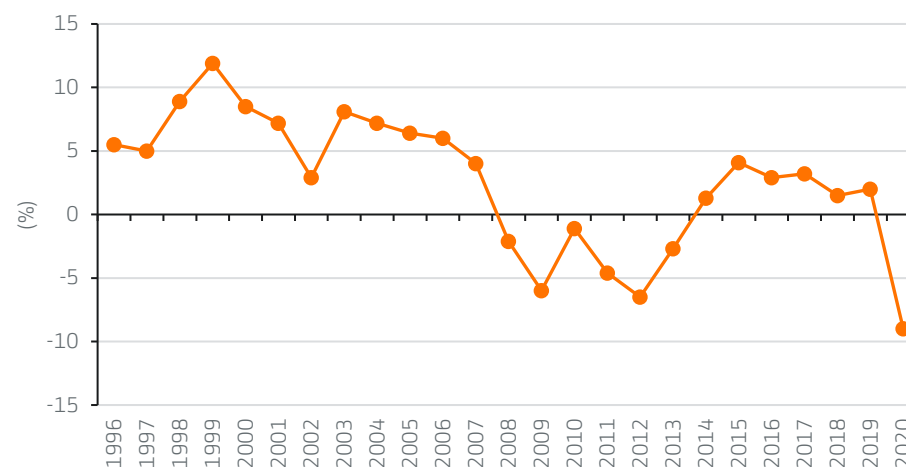
En Estados Unidos y Reino Unido ya se están produciendo cierres, rebajas en las valoraciones de los activos, e incluso alguna quiebra de algunos operadores de centros comerciales, agravado por una gran sobreoferta de superficie comercial (EE.UU. 1.602m²/1.000 hab. vs. España 280m²/1.000 hab.).

Cuadro 9. Comercio electrónico global y cuota de mercado



Fuente: eMarketer

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



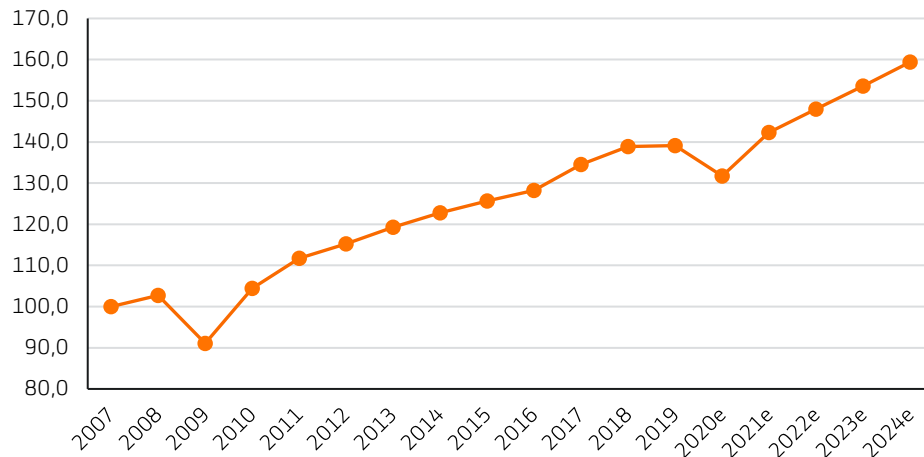
Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE

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 próximos al 10% anual. Además, se espera que el **comercio internacional de mercancías** recupere un +8% en 2021 para crecer a ritmos cercanos +4% anual a partir de 2022. 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).

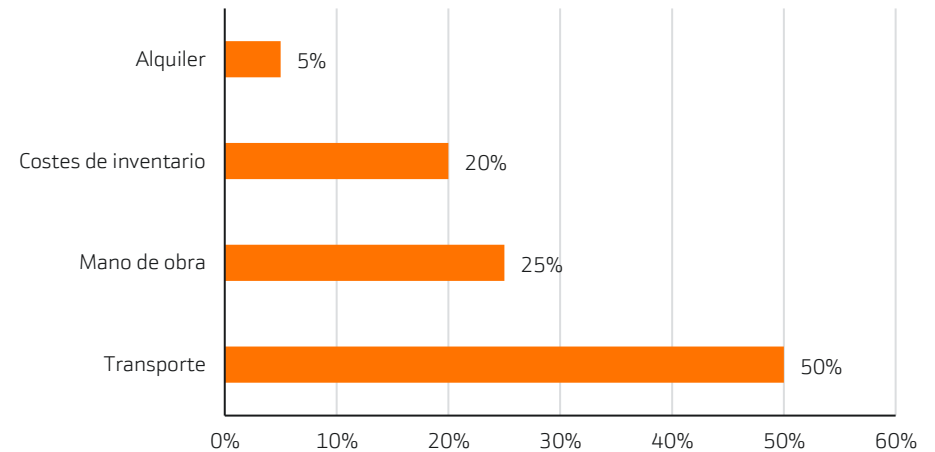
La tipología de naves logísticas más demandada y con menor oferta son **grandes instalaciones de más de 20.000m²**, preferiblemente ubicados en A-2 y A-3, y próximos a Madrid, Barcelona y Valencia. Por otra parte, los cada vez menores tiempos de entrega, están incrementando el interés de las empresas 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=2007)



Fuente: FMI y OMC

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



Fuente: Prologis

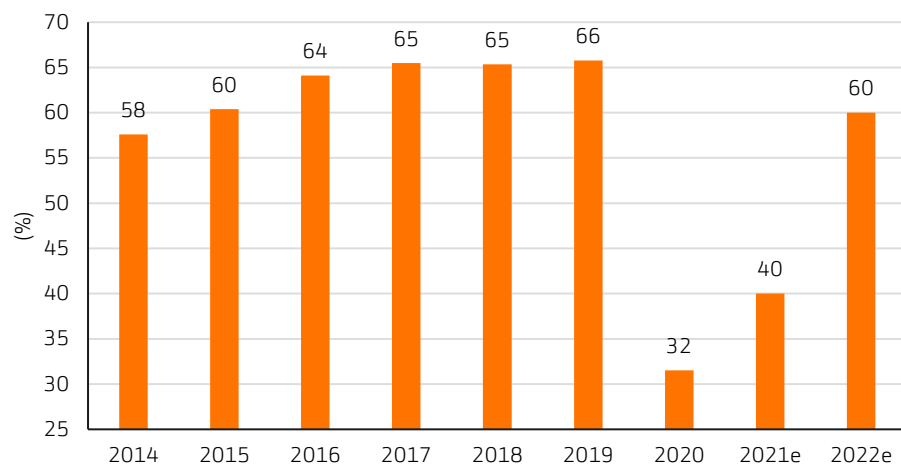
Hoteles: Impacto brusco, aunque coyuntural

CV-19 ha producido un **desplome en el turismo** y, por tanto, en las ocupaciones hoteleras. En España, las **pernoctaciones hoteleras se han reducido un -73% en 2020**, siendo más acusado el deterioro del turismo extranjero (-82% en 2020) que el del turismo doméstico (-58% en 2020). A cierre de 2020, se encontraban abiertos tan sólo el 48% de los hoteles, con una ocupación del 23% de las plazas ofertadas (32% de media en 2020) y facturación diaria por habitación ocupada (ADR) un -17% inferior en diciembre (a/a).

El foco está ahora en la campaña de vacunación y los plazos para la recuperación de la actividad turística. Nuestra previsión es que se alcance cierta normalidad en la segunda mitad de 2021, aunque no exento de riesgos por el lento ritmo de vacunaciones y las nuevas cepas del virus. De esta forma, estimamos una **fuerte recuperación del sector turístico entre el segundo semestre de 2021 y 2022, aunque no se recuperarán los niveles previos al virus hasta 2024**. Cabe recordar que en 2019 se alcanzó un máximo histórico de visitantes en España, con 84M de turistas extranjeros.

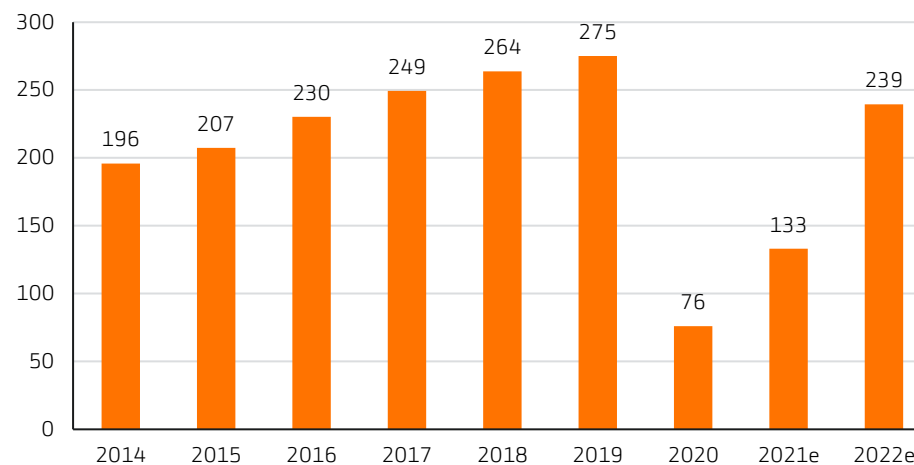
Prevedemos una caída del -15% en el valor de los activos hoteleros en 2021, por la situación de venta forzosa en la que han quedado algunos hoteles tras la pandemia y las mayores necesidades de liquidez del sector. **Si bien, el daño es coyuntural, y prevedemos que las valoraciones vuelvan a niveles previos al virus entre 2022 y 2023**, una vez se haya absorbido el exceso de activos en venta.

Cuadro 13. Global: Ocupación Hotelera en España



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos del INE

Cuadro 14. Tráfico aeroportuario (M de pasajeros)



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter con datos de Aena

Evitamos el inmobiliario cotizado.

La incertidumbre sigue siendo elevada sobre las SOCIMIs, a pesar de la recuperación del ciclo económico post- COVID. El virus ha cambiado de forma estructural nuestra forma de trabajar y de consumir, lo cual genera una gran incertidumbre para los activos de oficinas y centros comerciales. Preveamos una rebaja de valoraciones de activos de hasta el -15% en oficinas y -20% en centros comerciales, debido a la caída estructural de rentas y ocupaciones, así como la mayor rentabilidad exigida a los activos.

Las cotizaciones se sitúan muy en línea con nuestros precios objetivo, que mantenemos sin cambios significativos, tras recuperar +10% de media en lo que va de año. Por ello, bajamos nuestra recomendación a Vender desde Neutral a Inm. Colonial y Lar España. Rebajamos también recomendación a Merlin Properties a Neutral desde Comprar, siendo todavía la compañía del sector con mayor atractivo rentabilidad-riesgo.

Cuadro 15. Principales SOCIMIs españolas

	Recomendación	P. Mercado (€/acción)	P. Objetivo (€/acción)	Potencial	NAV (€/acción)	Prima/desc. Vs. NAV	Tipología de activos	DPA (€/acción)			Div. Yield 2021e
								2020r	2021e	2022e	
Inm. Colonial	Vender	8,63	8,19	-5,1%	11,27	-23,4%	Oficinas Prime	0,20	0,17	0,20	2,0%
Lar España	Vender	5,36	5,24	-2,2%	10,42	-48,6%	Comercial	0,31	0,32	0,32	6,0%
Merlin Properties	Neutral	9,02	9,47	5,0%	15,60	-42,2%	Oficinas, comercial y logístico	0,30	0,39	0,45	4,3%

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Mantenemos recomendación Neutral sobre las promotoras inmobiliarias (Aedas Homes, Metrovacesa y Neinor Homes). Aunque el potencial de revalorización es limitado con respecto a nuestros precios objetivo, el sector debería aguantar bien este año, teniendo en cuenta que: (i) las transacciones de vivienda deberían recuperar en 2021 (+10% BKTe), (ii) consideramos perfectamente sostenibles los niveles actuales de obra nueva, y (iii) no preveamos caídas significativas de precio de vivienda este año.

Cuadro 16. Promotores inmobiliarios cotizados en España

	Recomendación	P. Mercado (€/acción)	P. Objetivo (€/acción)	Potencial	NAV (€/acción)	Prima/desc. Vs. NAV	Tipología de activos	P / Valor Contable		
								2020r	2021e	2022e
Aedas Homes	Neutral	21,50	22,90	6,5%	33,73	-36,3%	Suelo residencial	1,0	0,9	0,9
Metrovacesa	Neutral	7,77	8,39	8,0%	16,48	-52,9%	Suelo residencial y terciario	0,5	0,5	0,5
Neinor Homes	Neutral	11,16	11,70	4,8%	15,95	-30,0%	Suelo residencial	1,0	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 sólo activos logísticos y los vinculados a nuevas tecnologías, sobre todo 5G y almacenamiento en la nube. El único fondo que encaja con nuestra estrategia es el **HENDERSON GLOBAL PROPERTY EQUITY A2**. Su enfoque global y acertada selección de activos, le permitieron salvar las abultadas caídas del sector en 2020. Este año, acumula una revalorización del +12%.

Cuadro 17. Fondo de inversión inmobiliario recomendados

	Categoría	Área Geográfica	Divisa	YTD	Media Rent. 2015/20	2020	2019	2018	2017	Vol. 3A%	Patrim. M€	ISIN
HENDERSON GLOBAL PROPERTY	Renta	Global	USD	+12,3%	+6,6%	-0,9%	+30,1%	-4,4%	+12,8	24,6	1.340	LU020913738

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. – Trapiella – Telecom & Consumo/Lujo

Jorge Pradilla

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.