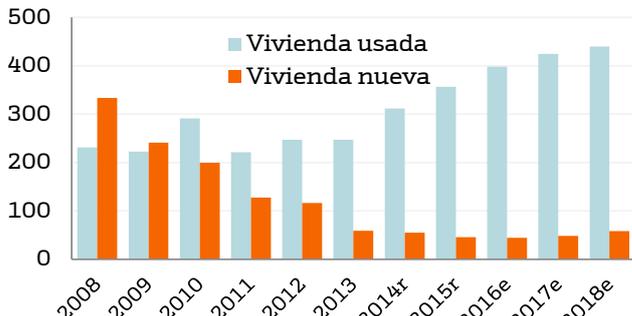


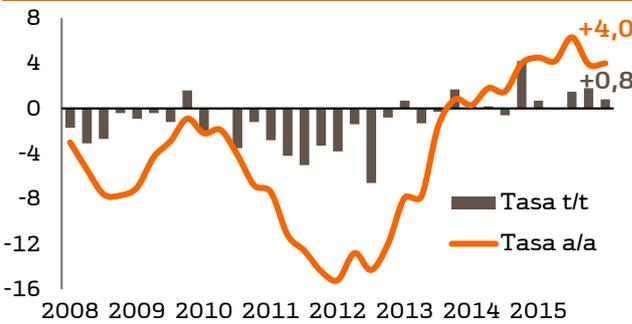
El ciclo expansivo se mantiene en demanda y rentas, los precios encaran la fase final de subida.

Gráfico 1: Perspectivas de demanda (miles uds.)



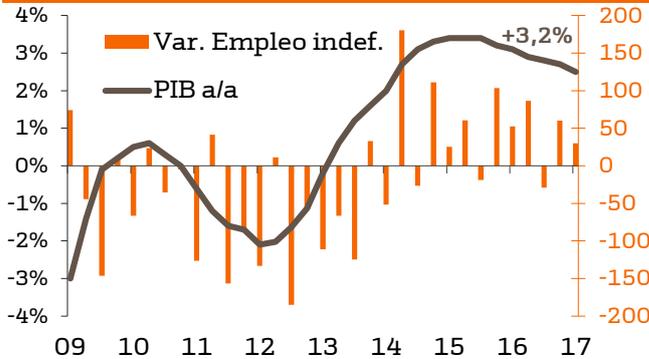
Fuentes: Banco de España, Ministerio de Fomento, Consejo General del Notariado y estimaciones Análisis Bankinter

Gráfico 2: Precios de vivienda en España



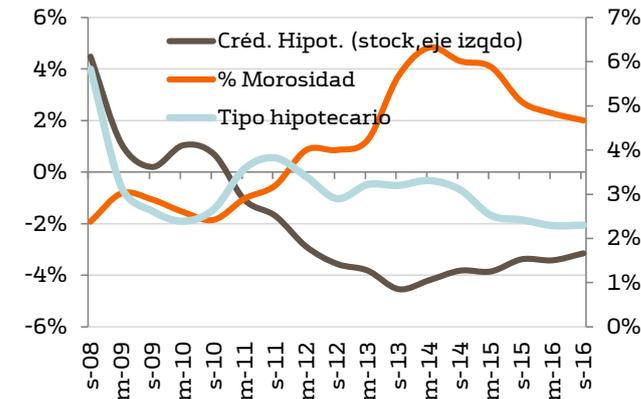
Fuente: INE

Gráfico 3: Evolución de PIB y empleo indefinido



Fuente: INE y estimaciones Bankinter

Gráfico 4: Crédito hipotecario a familias (var. a/a), morosidad y tipo de interés hipotecario



Fuente: BdE, síntesis de indicadores

1. RESUMEN: El mercado inmobiliario español continúa siendo un sector atractivo para la inversión. La demanda residencial crecerá hasta superar el umbral de las 500k viviendas a lo largo de 2018 gracias al ciclo expansivo de la economía, la mejora del empleo y los bajos costes de financiación. El precio medio de la vivienda se incrementará a tasas cercanas a +4%, impulsado por la escasez de oferta y el auge del alquiler en las áreas más consolidadas. No obstante, creemos que las oportunidades de compra se van agotando y el potencial alcista de los precios es ya más limitado, una vez que los precios en áreas *premium* han alcanzado máximos pre-crisis y los ratios de esfuerzo financiero vuelven a crecer. La gradual reducción del *stock* y el fuerte crecimiento en los visados de obra nueva sugieren que, esta vez sí, la actividad promotora despertará de su letargo.

El segmento comercial mantendrá en 2017 la tendencia alcista de precios que se consolidó en 2015 y 2016. Las rentas seguirán subiendo en las oficinas de los *Central Business Districts* de Madrid y Barcelona y en los mejores centros comerciales. No obstante, el potencial de compresión de *yields* es más limitado una vez que nos encontramos en niveles cercanos a los mínimos históricos y el diferencial de rentabilidad en los activos inmobiliarios con respecto a la renta fija se está reduciendo por las mayores expectativas de inflación.

Las ideas de inversión más atractivas se concentran en 2 clases de activos: (i) La compra de activos inmobiliarios en ubicaciones muy consolidadas y con demanda solvente de las grandes ciudades y áreas turísticas, con un objetivo de rentabilidad por alquiler levemente superior al 3% y un horizonte de inversión mínimo de 3 a 5 años. (ii) La inversión en Merlin Properties, que es nuestra principal apuesta en el sector inmobiliario por la calidad y diversificación de su cartera de activos, el éxito en su estrategia de inversión y rotación de activos y su rentabilidad por dividendo.

2. Mercado residencial. El ciclo favorable continúa.

La evolución reciente del mercado de la vivienda en España se caracteriza por un sólido crecimiento de la demanda y por un comportamiento dispar de los precios. Los datos más recientes del Consejo General del Notariado muestran que las ventas totales de vivienda aumentaron +12,7% hasta finales de noviembre, por lo que se cumplirá nuestra estimación de demanda levemente superior a 440k viviendas publicada en julio de 2016. El crecimiento se debe únicamente a las ventas de vivienda usada, que repuntan +17%, concentran el 90% en el mercado de pisos y compensan el descenso de -7% en las ventas de vivienda nueva.

El precio medio registró un incremento interanual de +4% a finales de 2016, lo que implica que se consolida el incremento de precios en el rango +3% / +5% que habíamos estimado. Sin embargo, el nivel promedio actual de 1.500 €/m² no refleja una elevada dispersión de precios dependiendo de la ubicación. El ajuste a la baja que se sigue produciendo en promociones localizadas en mercados periféricos que se terminaron en los años iniciales de la crisis contrasta con los incrementos de doble dígito que se registran en la oferta tanto nueva como usada de las áreas más consolidadas de Madrid.

2.1. Ciclo económico, rentabilidad y condiciones de financiación impulsan la demanda.

En nuestra opinión, la tendencia alcista de la demanda se mantendrá durante los próximos años. Estimamos un crecimiento de la demanda cercano a +10% en 2017 y un incremento más moderado en 2018, apoyado en los siguientes factores:

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe) Ramón Forcada
Ramón Carrasco Belén San José Rafael Alonso

Eva del Barrio Esther Gutiérrez de la Torre
Ana de Castro Aránzazu Bueno Joao Pisco
Ana Achau (Asesor.) Susana André (Mkt&Support) 28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

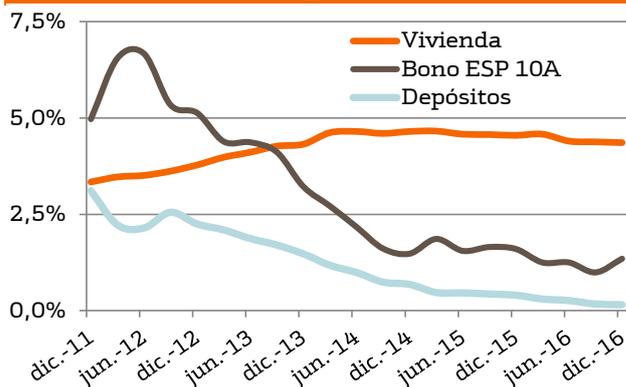
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

<http://broker.bankinter.com/>

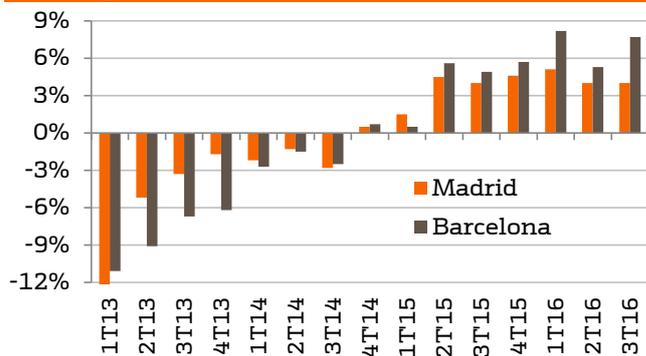
<http://www.bankinter.com/>
Avda. Bruselas, 12

Gráfico 5: Rentabilidad por activos



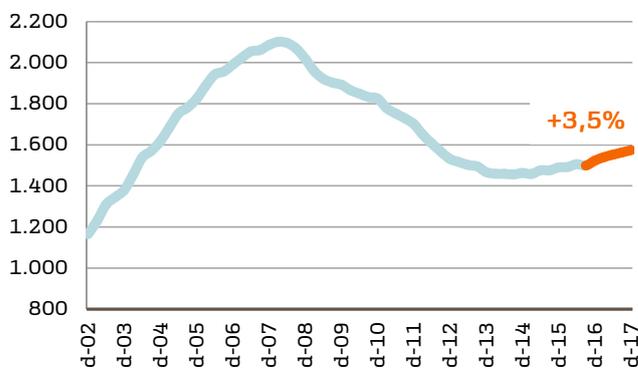
Fuente: BdE, síntesis de indicadores

Gráfico 6: Variación de los precios de la vivienda en Madrid y Barcelona (tasa a/a)



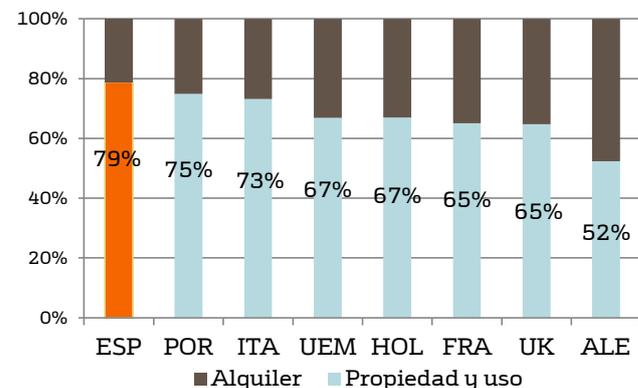
Fuente: Ministerio de Fomento

Gráfico 7: Evolución estimada del precio de la vivienda (€/ m2)



Fuentes: Ministerio de Fomento, INE y estimaciones Bankinter

Gráfico 8: Viviendas en régimen de propiedad



Fuente: Eurostat

:: Crecimiento económico y creación de empleo. La economía española prolongará su fase expansiva durante los años 2017 y 2018, para los que estimamos incrementos del PIB de +2,8% y +2,6% respectivamente. Esta expansión dará continuidad a la tendencia positiva del mercado laboral, que se ha puesto de manifiesto a lo largo de 2016 con la creación de 170k empleos indefinidos, variable clave para la demanda de vivienda.

:: Atractivo como bien de inversión. La inversión inmobiliaria se ha convertido en uno de los escasos activos capaces de generar rentabilidades superiores a la inflación. La rentabilidad bruta de la vivienda por alquiler se sitúa en 4,36% en Dic16 según el Banco de España y supera el 8% si se tiene en cuenta la plusvalía media obtenida en la venta. En un contexto de mercado caracterizado por volatilidad en renta variable, y rentabilidad cercana a 0% en los depósitos y la renta fija a largo plazo, el sector inmobiliario continuará atrayendo flujos de inversión.

:: Condiciones accesibles de financiación. Los tipos de interés hipotecarios continúan siendo muy reducidos y los costes de financiación son un incentivo para la adquisición de vivienda. No obstante, si consideramos que el proceso de reducción de los costes de financiación se puede dar por concluido. El hecho de que las entidades financieras deban asumir parte de los costes de tramitación de las hipotecas puede redundar en un leve aumento de los diferenciales. Asimismo, la progresiva normalización de la política monetaria del BCE puede hacer que el Euribor suba, pero no creemos que esto vaya a suceder antes de 2018.

Por lo tanto, mantenemos sin cambios nuestras estimaciones de demanda total de vivienda en rango 470k / 480k para el año 2017, y un crecimiento más moderado en 2018, en el que prevemos se alcance el umbral de las 500k viviendas. Consideramos que 2017 marcará un punto de inflexión en las ventas de vivienda nueva tras 9 años consecutivos de caída. Este año, estimamos que las ventas se establezcan en una cifra cercana a 50k y que en 2018 repunten hasta 75k, una vez que el creciente número de viviendas terminadas en los próximos trimestres salga al mercado y avance en su comercialización.

2.2. Los precios siguen subiendo. ¿Estamos ante las últimas oportunidades de compra?

El incremento del precio de la vivienda en España continuará siendo progresivo, en un rango +3% / +4% durante los próximos 2 años. Sin embargo, el precio medio de la vivienda según los datos oficiales del INE y Banco de España no permite ver la muy acusada disparidad de precios entre diferentes ubicaciones. Este incremento de precios en las zonas más consolidadas de las grandes ciudades se mantendrá en los próximos trimestres, por los siguientes factores:

i) Escasez de oferta. El año 2016 marca un nuevo mínimo histórico en la construcción, con una cifra de 40k viviendas terminadas, una cifra que no puede cubrir una demanda normalizada cercana a 200k viviendas nuevas anuales. La combinación de una escasez de oferta y el incremento de las ventas de vivienda continuará presionando al alza los precios.

ii) Subidas consolidadas en las principales ciudades. Madrid y Barcelona están registrando incrementos de precios interanuales de +4% y +7,7% respectivamente y acumulan ya 8 trimestres consecutivos de subida. La tendencia de los precios en Madrid y Barcelona continúa acentuando la desigualdad de precios en el mercado residencial. Así, mientras que los precios medios continúan ajustándose a la baja de forma leve en tasa interanual en ciudades como Bilbao (-2,9%) y Sevilla (-4,1%), los precios en las zonas *premium* de Madrid y Barcelona han llegado a superar los máximos anteriores a la crisis (hasta 16.000 €/ m2 en viviendas de lujo en el Barrio de Salamanca). Asimismo, se han registrado aumentos superiores a +25% en el precio de la vivienda nueva en barrios como Las Tablas (según datos de Urban Data Analytics), donde se combina una clara limitación de nueva oferta (escasez de suelo y parálisis de la Operación Chamartín) con una demanda elevada y solvente atraída por las sedes de grandes empresas ubicadas allí.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe) Ramón Forcada
Ramón Carrasco Belén San José Rafael Alonso

Eva del Barrio Esther Gutiérrez de la Torre
Ana de Castro Aránzazu Bueno Joao Pisco
Ana Achau (Asesor.) Susana André (Mkt& Support) 28108 Alcobendas

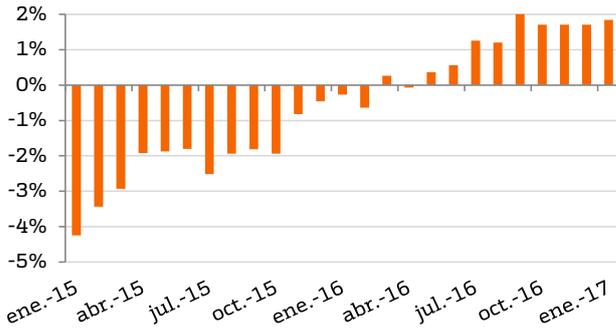
<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

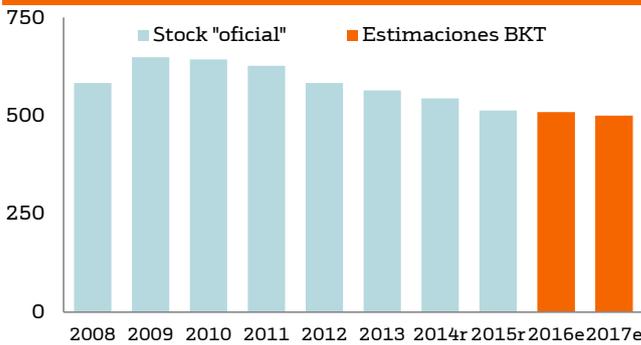
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

Gráfico 9: Variación a/a del Índice Actualizador de Rentas de Contratos de Alquiler (ARCA)



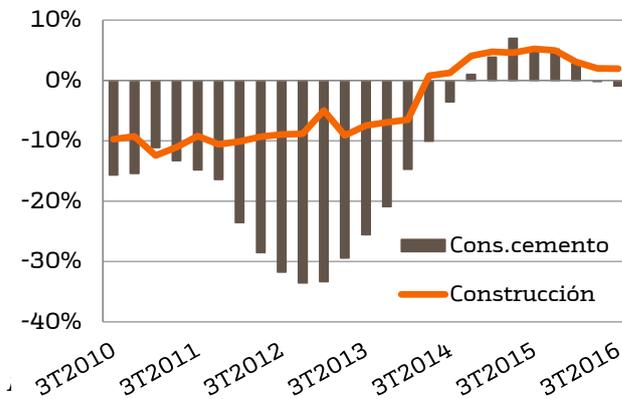
Fuente: Grupo Enacom. El índice pondera importes medios de nuevas rentas, rentas en vigor y rentas de una muestra representativa facilitada por Idealista.com

Gráfico 11: Stock de vivienda



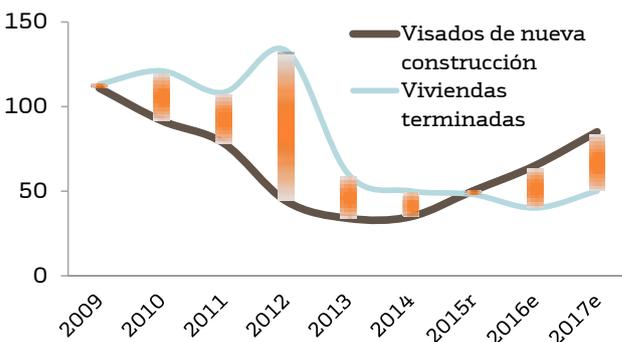
Fuentes: Ministerio de Fomento y estimaciones Bankinter

Gráfico 11: Inversión Construcción (tasa a/a) en PIB y consumo aparente de cemento



Fuentes: INE y Oficemen

Gráfico 13: Evolución de la actividad promotora



Fuentes: INE y Ministerio de Fomento.

iii) Aumentos en el precio de los alquileres. A finales de 2016 se consolidó la tendencia de subida de los alquileres. El Índice Actualizador de Contratos de Alquiler (ARCA) acumula 9 meses consecutivos al alza, con fuertes subidas en los barrios con oferta más escasa. Según Urban Data Analytics, la subida de las rentas en Barcelona supera el 20% en distritos como Sant Andreu y Sants-Montjuic y alcanza el 15% en barrios como Gràcia, donde los precios sufrieron un ajuste leve durante la crisis.

Esta subida de los alquileres seguirá consolidándose en los distritos centrales de las grandes ciudades por el auge de los pisos turísticos explotados a través de plataformas como Airbnb. La elevada rentabilidad de estos arrendamientos ya está generando un incremento de las rentas en distritos más céntricos tanto en Madrid (Retiro +17,3%; Centro +14%) como en Barcelona (Eixample +19,8%; Ciutat Vella +12,8%).

En nuestra opinión, estos incrementos de doble dígito derivados de la escasez de oferta y el *boom* del alquiler turístico no perdurarán en el largo plazo ni se extenderán al conjunto de un mercado, especialmente si una nueva regulación limita el número de pisos turísticos en alquiler por propietario. Si ampliamos el foco al conjunto del mercado residencial español, consideramos que los precios repuntarán de forma mucho más gradual, con incrementos promedio en el rango +3% / +4%. Esta subida más modesta es más consistente con un escenario en el que el esfuerzo financiero para el pago de la vivienda ha repuntado nuevamente hasta 6,6 años de renta familiar anual (frente a 6,2 a finales de 2014) y las condiciones de financiación ya no tienen margen de mejora. Por último, la comercialización a través de SAREB de viviendas con descuento ubicadas en zonas caracterizadas por la sobreoferta seguirá limitando la subida de los precios medios.

En definitiva, los precios seguirán subiendo en las áreas más consolidadas de las grandes ciudades. En estas zonas, el ciclo expansivo ya está muy avanzado, por lo que estimamos que ¾ partes del proceso de subida de precios ya se ha completado y quedaría por materializarse el sprint final de precios y demanda. En consecuencia, 2017 puede ser una de las últimas oportunidades de compra a precios aceptables.

2.3. Promoción residencial: punto de inflexión en 2017 desde los mínimos históricos.

La reactivación de la promoción residencial no se ha producido en la segunda mitad de 2016, que se cierra con unas cifras extraordinariamente bajas. Los datos definitivos mostrarán que el número de viviendas terminadas a lo largo de 2016 se situará en el entorno de 40k unidades, lo que supone un nuevo mínimo histórico. El leve aumento en la construcción de viviendas que preveíamos no se ha producido. Sin embargo, consideramos que la reactivación de la promoción residencial es un desenlace prácticamente inevitable a lo largo de 2017 por los siguientes condicionantes de oferta y demanda:

:: Reducción del stock de vivienda nueva. Con los niveles actuales de demanda, estimamos que a lo largo de los próximos 12-18 meses el stock de vivienda disponible se reduzca por debajo del umbral de 500k viviendas. Si tenemos en cuenta que algunas de estas viviendas corresponden a promociones construidas durante la burbuja inmobiliaria y son prácticamente imposibles de vender, un stock inferior a 500k viviendas será un incentivo para volver a promover.

:: Fuerte crecimiento en los visados de obra nueva. Los visados de obra presentados en los Colegios de Aparejadores para construcción de vivienda cerraron 2015 con un repunte de +38% y han aumentado +33% hasta octubre de 2016, lo que nos daría una proyección cercana a 65k visados de obra nueva para construcción de vivienda en 2016. Esta cifra sería el mejor dato desde 2011 y tendrá una repercusión positiva en la construcción y la oferta de vivienda durante 2017 y 2018. Además, el crecimiento de la inversión en construcción en un año de fuerte caída de la licitación de obra civil es otro indicador favorable para la promoción residencial.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe)
Ramón Carrasco Belén San José

Ramón Forcada
Rafael Alonso

Eva del Barrio
Ana de Castro
Ana Achau (Asesor.)

Esther Gutiérrez de la Torre
Aránzazu Bueno Joao Pisco
Susana André (Mkt&Support)

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

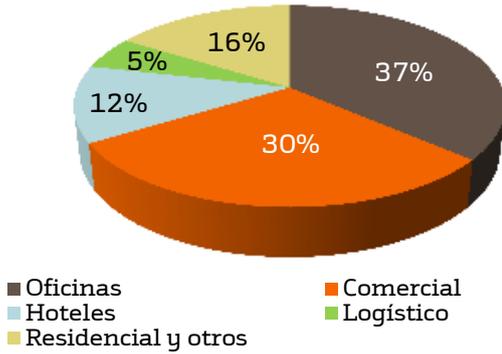
Avda. Bruselas, 12
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

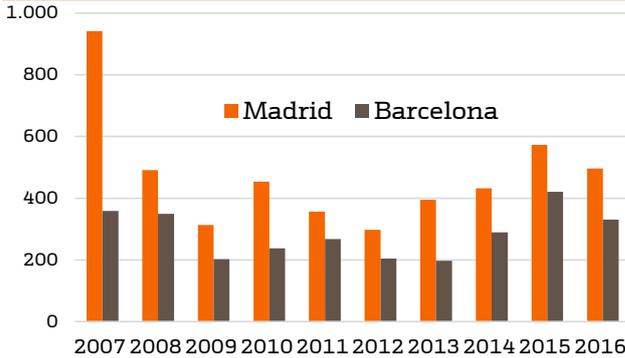
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Gráfico 13: Inversión inmobiliaria en España



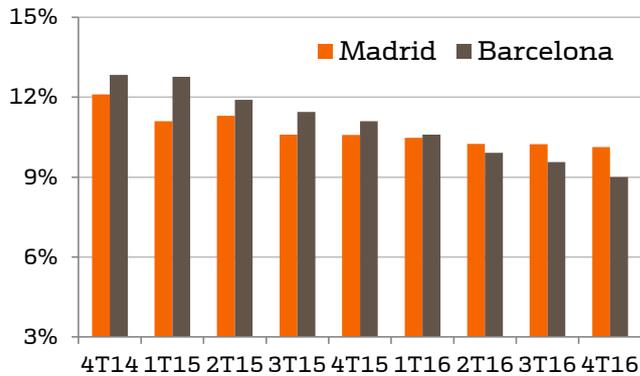
Fuente: CB Richard Ellis

Gráfico 14: Volumen de contratación de oficinas



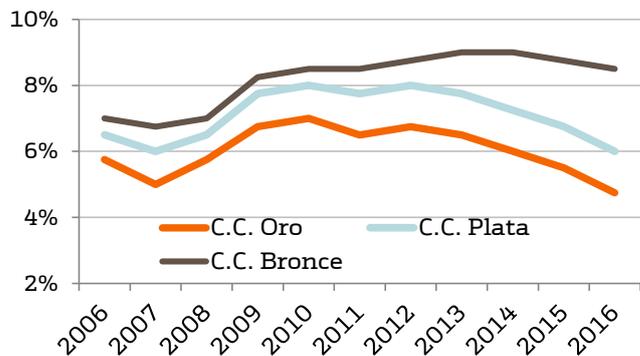
Fuente: Aguirre Newman

Gráfico 15: Tasas de desocupación de oficinas en Madrid y Barcelona (CBD)



Fuentes: Aguirre Newman y Jones Lang Lassalle

Gráfico 16: Evolución de yields en retail (Centros Comerciales)



Fuente: Aguirre Newman

3. Segmento comercial. El flujo inversor se normaliza y los alquileres seguirán subiendo. El recorrido a la baja de los yields es más limitado.

El segmento inmobiliario comercial (oficinas, centros comerciales, hoteles, áreas logísticas) continuará mostrando un buen comportamiento, tras un año 2016 positivo en términos de inversión, precios y rentas por alquiler. En nuestra opinión, las principales tendencias del segmento comercial durante 2017 serán:

:: Ligera ralentización en los volúmenes de inversión. La inversión en el segmento no residencial alcanzó un volumen cercano a 8.700 M€ en 2016. Aunque esta cifra es inferior a los 9.451 M€ alcanzados en 2015, sí supera en un 11% al máximo pre-crisis de 2006, según Jones Lang Lassalle. En nuestra opinión, el segmento comercial continuará siendo un foco de interés, pero los flujos de inversión podrían reducirse, por 2 razones: (i) El año 2016 estuvo marcado por la firma de grandes adquisiciones como la integración de Merlin Properties o la compra de la Torre Foster en Madrid por parte de Pontegadea. (ii) La oferta de grandes activos a la venta es más limitada tras el *boom* inversor de los últimos años.

En consecuencia, la mayor parte de las operaciones que se cerrarán corresponderán fondos *core* y *core plus*, que tomarán el relevo de los inversores más oportunistas que compraron a precios muy bajos y materializan ahora plusvalías. Ejemplos de estas operaciones son la compra de Diagonal Mar por parte de Deutsche Bank (495 M€) o la venta de Xanadú, que podría cerrarse en 2017 por un importe cercano a 500 M€. La entrada de estos inversores institucionales más adversos al riesgo es un indicador de que la recuperación del ciclo inmobiliario en el segmento no residencial está ya plenamente consolidada.

:: Rentas al alza en el mercado de oficinas. La contratación de oficinas en 2016 descendió con respecto a 2015, pero se mantiene en niveles elevados, en línea con los volúmenes de 2007 y 2008, según datos del Informe del mercado de Oficinas publicado por Aguirre Newman. Las tasas de desocupación de oficinas en los mercados de Madrid y Barcelona se seguirán reduciendo en 2017, impulsadas por la mejora de la actividad económica en España. Como consecuencia de esta mayor demanda, las rentas mantienen su tendencia claramente alcista. Los precios de alquiler de oficinas siguen acelerando su repunte en los *Central Business District* (CBD), con incrementos interanuales de +6,4% y +7,5% hasta 29 € / m² / mes y 21,5 € / m² / mes en Madrid y Barcelona respectivamente.

Consideramos que la trayectoria será ascendente al menos hasta 2018, ya que las rentas son todavía muy inferiores al máximo previo a la crisis de 40 €/m²/mes en el CBD de Madrid. Asimismo, el riesgo de un descenso brusco es reducido, ya que los niveles mínimos de 2013 (24€ en Madrid y 17,5€ en Barcelona) constituyen un suelo. Por lo tanto, reiteramos que niveles cercanos a 32 € / m² / mes en Madrid y 23 € / m² / mes en Barcelona son alcanzables a lo largo de 2017 y 2018. La subida de precios en los CBDs es un factor de presión alcista sobre las rentas en edificios ubicados en otras áreas que están mostrando un buen comportamiento como 22@ en Barcelona o zonas que se han estabilizado en los últimos meses como la periferia de Madrid.

:: Subida de alquileres en centros comerciales mejor ubicados. Las rentas por alquiler seguirán repuntando en los centros comerciales de categoría oro, caracterizados por su buena ubicación, variedad de servicios y, especialmente, la presencia de grandes "operadores ancla" que provocan un efecto llamada a otros comercios. La negociación y/o renovación de los nuevos contratos llevará aparejada una subida de los alquileres, derivada del aumento del tráfico de visitantes, el buen comportamiento del consumo y unas tasas de disponibilidad de espacio muy reducidas. Estos factores pueden seguir presionando a la baja las rentabilidades en los mejores centros comerciales que ya se sitúan en niveles inferiores al 5%, según Aguirre Newman.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe) Ramón Forcada
 Ramón Carrasco Belén San José Rafael Alonso

Eva del Barrio Esther Gutiérrez de la Torre
 Ana de Castro Aránzazu Bueno Joao Pisco
 Ana Achau (Asesor.) Susana André (Mkt&Support) 28108 Alcobendas

<http://broker.bankinter.com/>

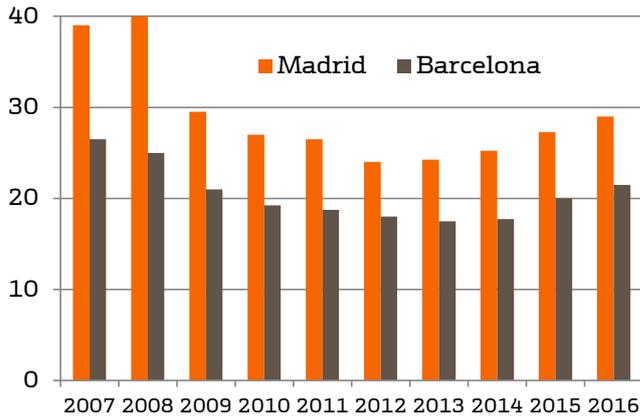
<http://www.bankinter.com/>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

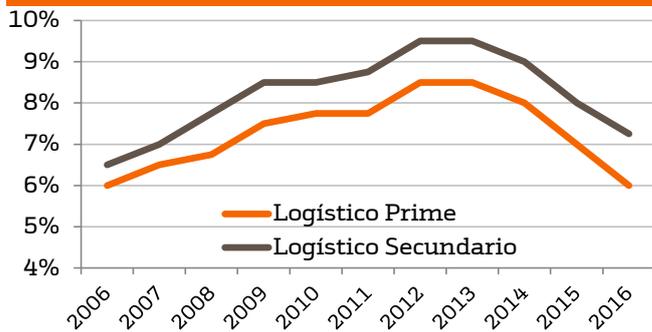
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Gráfico 17: Rentas medias (€/m2/mes) en CBD



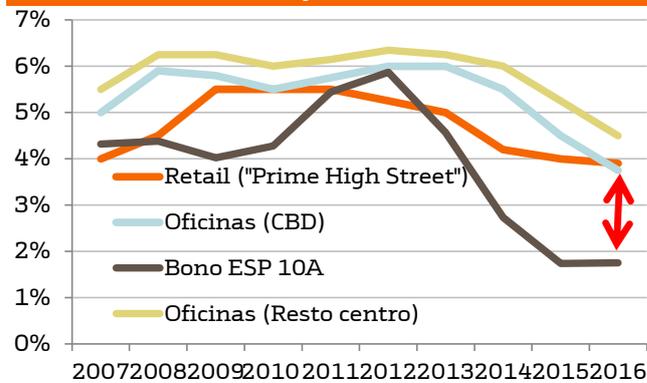
Fuente: Jones Lang Lassalle

Gráfico 18: Yields en activos logísticos



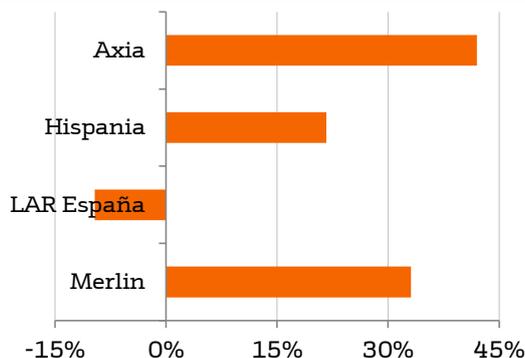
Fuente: Aguirre Newman

Gráfico 19: Comparativa de TIR y spread de rentabilidad con renta fija soberana



Fuentes: Aguirre Newman y Bloomberg

Gráfico 20: Revalorización de SOCIMIs desde su salida a bolsa



Fuente: Bloomberg

Por el contrario, los centros comerciales bronce continuarán teniendo *yields* superiores y seguirán teniendo dificultades para atraer a marcas reconocidas.

:: El sector logístico sigue al alza. La reducción de rentabilidades de entrada se mantiene en el sector logístico y los volúmenes de inversión seguirán siendo elevados, especialmente en zonas como el Corredor del Henares en Madrid. El crecimiento de la actividad económica en España y la demanda de nuevas instalaciones por parte de gigantes del comercio electrónico como Amazon seguirán impulsando el segmento logístico.

:: La compresión de *yields*, en su fase final. En nuestra opinión, la reducción de rentabilidad en activos de oficinas *CBD* y locales comerciales en el centro de las ciudades será más gradual. En primer lugar, conviene tener en cuenta que la rentabilidad de los mejores activos se encuentra en niveles próximos a los mínimos históricos, con *yields* inferiores al 4% en las oficinas de *CBD* y los mejores activos *retail*, según Aguirre Newman. Por otra parte, las rentabilidades de otras alternativas de inversión han subido durante los últimos meses. El aumento de los tipos de interés en EE.UU. y el aumento de las expectativas de inflación en Europa ha provocado que la rentabilidad de la renta fija a largo plazo se esté incrementando con respecto a los mínimos de 2016. A medida que el ciclo europeo siga recuperándose y la política monetaria se vaya normalizando, el *spread* frente a la renta fija exigida por los inversores provocará que los *yields* de los activos inmobiliarios se estabilicen en 2017 y puedan empezar a repuntar en 2018.

4. Conclusiones y recomendaciones de inversión.

El sector inmobiliario continúa siendo una alternativa de inversión interesante, por la tendencia creciente de los precios y por la atractiva rentabilidad frente a otras alternativas en un contexto de bajos tipos de interés. La selección de activos depende en buena medida del músculo inversor y la capacidad de ahorro del comprador. Diferenciamos 2 alternativas:

:: Inversión directa en inmuebles. Los activos inmobiliarios situados en ubicaciones centrales y áreas muy consolidadas de las grandes ciudades y centros turísticos con mayor demanda continúan siendo una alternativa adecuada. La revalorización de viviendas está respaldada por la evidente escasez de oferta, una demanda creciente y el aumento de las rentas derivado del ciclo de recuperación económica y el auge de los alquileres turísticos. En un escenario conservador, el rendimiento bruto por alquiler se puede situar en el rango 3% / 3,5%, una rentabilidad atractiva en el actual entorno de tipos de interés muy bajos y tasas de inflación moderada. Asimismo, consideramos que la vivienda de tamaño mediano (100 m2 aproximadamente) absorberá un mayor porcentaje de las ventas, ya que los compradores actuales son, exceptuando inversores, familias que tienen una demanda de reposición y mayores necesidades de espacio. Por el contrario, las viviendas de formato más pequeño que fueron frecuentes durante el *boom* serán destinadas al alquiler en un porcentaje creciente.

:: Inversión en compañías cotizadas del sector. La principal ventaja de esta clase de activo es que está al alcance de cualquier inversor con una mínima capacidad de ahorro y son activos más líquidos por estar cotizados en bolsa. En la página 6 ofrecemos nuestras compañías recomendadas como idea de inversión, que reúnen los siguientes requisitos: (i) **Modelo de negocio centrado en actividad patrimonial** frente a la promoción de nuevos activos inmobiliarios. (ii) **Activos de calidad** ubicados en zonas *core* con menor riesgo de corrección de precios. (iii) Cartera concentrada en los segmentos de oficinas y *retail*, con menor presencia de activos residenciales que sea necesario reposicionar o suelo pendiente de desarrollo. (iii) Ratios de **apalancamiento moderados que permitan el pago de dividendos sostenibles**. (iv) **Capitalización bursátil**, cartera de activos, volumen de negociación y *free-float* elevados que faciliten la obtención de economías de escala y proporcionen liquidez al inversor.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe) Ramón Forcada
Ramón Carrasco Belén San José Rafael Alonso

Eva del Barrio Esther Gutiérrez de la Torre <http://broker.bankinter.com/>
Ana de Castro Aránzazu Bueno Joao Pisco <http://www.bankinter.com/>
Ana Achau (Asesor.) Susana André (Mkt& Support) 28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón

5. Posicionamiento recomendado en compañías cotizadas. En este informe ofrecemos una tabla con las cifras y ratios clave, de las SOCIMIS e inmobiliarias tradicionales de mayor dimensión, así como las características más relevantes de sus carteras de activos. Las principales conclusiones son:

i) **Merlin Properties** continúa siendo nuestra principal idea de inversión dentro del sector, con una **recomendación de Comprar** y un **precio objetivo de 12,4€ (potencial de +17%)**. Las 2 operaciones ejecutadas recientemente (venta de la cartera de hoteles a Foncière du Murs por 535 M€ y compra de la Torre Agbar en Barcelona por 142 M€) reafirman su estrategia centrada en los segmentos de oficinas, *retail* y logístico, en ubicaciones *core* y *core plus*. Durante 2017, el atractivo del mercado de la vivienda permitirá la salida a bolsa de Testa Residencial, desconsolidada tras la integración de Metrovacesa. La compañía dispone de una cartera de activos de alta calidad y diversificación para aprovechar la mejora del ciclo en *retail* y logístico y una posición de liderazgo en oficinas. El endeudamiento inferior al 50% de LTV, lo que permitirá generar una rentabilidad por dividendo cercana 4%.

ii) El potencial del resto de compañías es más limitado, debido a que una parte significativa del recorrido alcista de los precios ya se ha producido. Además, la progresiva subida de la inflación y el aumento de los tipos de interés a largo plazo reduce el atractivo de las compañías de *yield* en favor de sectores más vinculados al ciclo como el financiero o el industrial.

(iii) Nuestra siguiente preferencia entre las SOCIMIS sería **Axiare Patrimonio**. Las inversiones de 2016 han fortalecido su presencia en el CBD y sus activos en áreas periféricas de las grandes ciudades deberían tener alta ocupación por los elevados precios y escasa oferta en zonas *prime*. No obstante, su potencial sería más limitado que el de Merlin ya que cotiza con prima sobre NAV. **Hispania Real Estate** ha concentrado sus inversiones en el sector hotelero, con gran presencia en el segmento vacacional de Canarias. Sus ingresos se pueden ver impulsados por el aumento de las pernoctaciones hoteleras y el aumento de la tarifa media por habitación. No obstante, Hispania sería nuestra 3ª opción, ya que el precio pagado en las inversiones más recientes (>300.000 € por habitación en el NH Málaga) limita la rentabilidad a futuro. Por último, mantenemos una recomendación Neutral en **LAR España**, debido a su menor diversificación de activos (92% en *retail*) y el menor potencial de su cartera de centros comerciales.

(iv) Entre las inmobiliarias tradicionales, la compañía con unos fundamentales más sólidos es **Colonial**, por sus menores ratios de endeudamiento, la calidad de sus activos y la gran estabilidad de los ingresos de su negocio patrimonial con elevadas tasas de ocupación. Sin embargo, rebajamos nuestra **recomendación desde Comprar a Neutral** de forma táctica por las siguientes razones: (i) La tendencia de reducción de yields en sus oficinas *prime* tiene un recorrido ya más limitado y el potencial de revalorización de los activos de París es menor por el factor político. (ii) Las recientes adquisiciones requieren inversiones en reposicionamiento / construcción, por lo que no generarán ingresos inmediatamente.

(v) El resto de compañías **inmobiliarias tradicionales** no presentan potenciales de revalorización que compensen los riesgos derivados de su elevado endeudamiento y modesta generación de ingresos. Mejoramos la recomendación de **Realia** desde Vender a Neutral una vez completada la ampliación de capital (147 M€ con un descuento de -14%), que permitirá refinanciar deuda en mejores condiciones. Mantenemos una recomendación de venta en **Inmobiliaria del Sur** a la espera de que se confirme una mejora de resultados y en **Quabit**, debido a escasa visibilidad de ingresos y generación de caja en los primeros años de su plan estratégico 2017-2021 y el significativo peso en su activo de viviendas suelo no finalista en ubicaciones periféricas y viviendas cuya construcción no ha comenzado.

SOCIMI	Recomendación	GAV	NAV	Cotiz.	NAV / acción	Prima sobre NAV	Revalor. 6M	Rentab. Div. 17e	Market cap	Desglose cartera ingresos			Ingresos 9M16	Ebitda 9M16	% Var. Ebitda	BNA 9M16'	FF.PP. (m€)	Deuda neta (m€)	Deuda neta / FFPP.	LTV
										Resid. y suelo	Oficinas + retail	Logístico hotel, otros								
Merlin Properties ¹	Comprar	9.600	5.100	10,9	10,9	1,00x	4,5%	3,3%	5.118	0%	90%	10%	230	191	91%	255	3.075	4.487	1,5x	47%
Axiare Patrimonio	Comprar	1.060	940	13,6	13,1	1,04x	17,3%	0,9%	977	0%	61%	39%	30	23	27%	91	894	120	0,1x	11%
Hispania	Comprar	1.684	1.325	11,5	12,1	0,94x	-5,8%	3,1%	1.250	4%	15%	80%	78	64	n.r.	136	1.372	317	0,2x	11%
LAR España	Neutral	1.201	758	7,2	8,4	0,86x	12,3%	4,4%	651	0%	92%	8%	42	30	77%	47	745	421	0,6x	35%

Compañía	Recomendación	GAV	NAV	Cotiz.	NAV / acción	Prima sobre NAV	Revalor. 6M	Rentab. Div. 17e	Market cap	Desglose ingresos		Ingresos 9M16	Ebitda 9M16	% Var. Ebitda	BNA 9M16'	FF.PP. (m€)	Deuda neta (m€)	Deuda neta / FFPP.	LTV
										Promoción y venta de vivienda	Patrimonio								
Colonial ²	Neutral	7.951	2.425	7,0	6,8	1,04x	5,2%	2,4%	2.507	0%	100%	205	166	29%	249	3.923	3.195	0,8x	40,3%
Realia ³	Neutral	1.861	680	0,9	1,5	0,61x	-4,1%	0%	607	39%	61%	72	30	-1,0%	89	750	900	1,2x	48,4%
Inmobiliaria d. Sur	Vender	445	255	9,2	15,0	0,61x	9,5%	1,4%	156	75%	25%	33	7	-13%	1	78	190	2,4x	42,7%
Quabit	Vender	n.d.	n.d.	2,1	n.d.	n.d.	27,2%	0%	117	99%	1%	26	-7	9%	-8	98	216	2,2x	n.d.

¹ Las cifras de GAV, NAV, desglose de activos fondos propios y deuda incluyen el efecto de la integración del negocio patrimonial de Metrovacesa. El desglose de los ingresos por la cartera de activos ya está ajustado por la venta de la cartera de hoteles. ² El GAV de Colonial incluye la valoración de los activos en junio de 2016 y el valor de los activos adquiridos en el Plan de Inversión Alpha II presentado en febrero de 2017. ³ La cifra de NAV de Realia corresponde al NNAV, que equivale al NAV ajustado por el valor de mercado de la deuda, los instrumentos de cobertura y los impuestos por las plusvalías en la venta de activos. Los fondos propios incluyen la ampliación de capital por importe de 147 M€ cerrada en 4T16.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe)

Belén San José

Ana de Castro

Ramón Forcada

Rafael Alonso

Eva del Barrio

Ramón Carrasco

Esther Gutiérrez de la Torre

Joao Pisco

Aranzazu Bueno

Ana Achau (Asesoramiento)

Susana André (Marketing & Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

<http://www.bankinter.com/>

Avda. Bruselas 12

28108 Alcobendas, Madrid