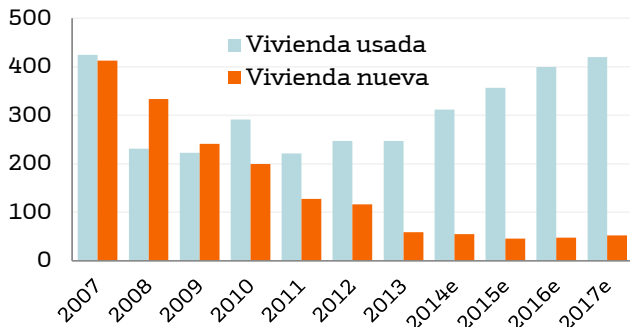


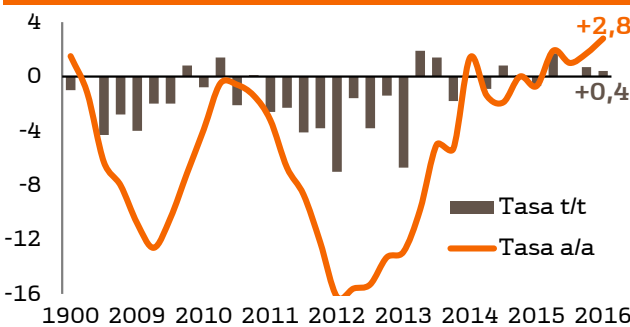
Crecimientos en demanda, precios y rentas: la inversión inmobiliaria seguirá generando rentabilidades atractivas

Gráfico 1: Perspectivas de demanda (miles uds.)



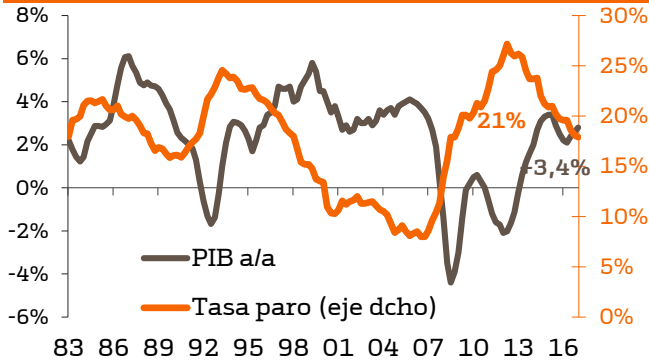
Fuentes: Banco de España, Ministerio de Fomento, Consejo General del Notariado y estimaciones Análisis Bankinter

Gráfico 2: Precios de vivienda en España



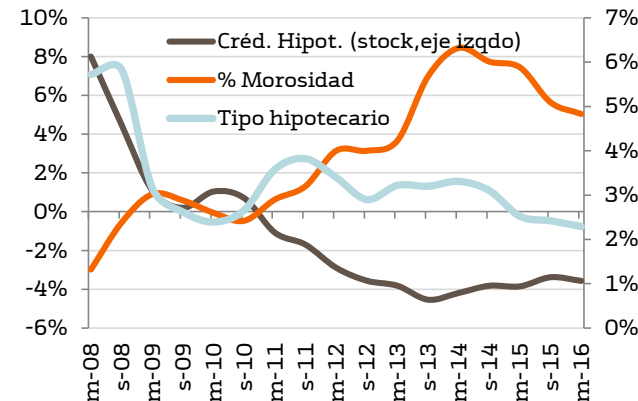
Fuente: INE

Gráfico 3: Evolución prevista del PIB y el paro



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

RESUMEN: El mercado inmobiliario español continúa su fase de recuperación y se confirma como un sector atractivo para la inversión. La demanda residencial crecerá durante los próximos 18 meses, hasta alcanzar un volumen superior a 470k viviendas en 2017. El ciclo expansivo de la economía, los bajos costes de financiación y la rentabilidad del alquiler en un entorno de tipos 0% impulsarán el mercado. Los precios aumentarán en un rango +3% / +5% anual, como consecuencia del aumento de la demanda y una oferta muy limitada de vivienda nueva en áreas consolidadas de las grandes ciudades. La reducción del stock hasta 500k viviendas y el fuerte crecimiento en los visados de obra nueva auguran una progresiva reactivación de la actividad promotora si no se ponen trabas a los nuevos desarrollos urbanísticos en grandes ciudades.

El segmento comercial recuperará *momentum* en el tramo final de 2016 y en 2017 tras un primer semestre con menores volúmenes de inversión por la escasa oferta y la incertidumbre política. La tendencia alcista de las rentas, tasas de ocupación y revalorización de los activos se mantendrá tanto en oficinas, como en centros comerciales y áreas logísticas. El diferencial de rentabilidad en los activos inmobiliarios con respecto a la renta fija soberana y corporativa de elevada calidad crediticia permitirá que los *yields* en oficinas y *retail* sigan reduciéndose a pesar de estar cerca de mínimos.

Las ideas de inversión más atractivas continúan focalizándose en 2 clases de activos: (i) la compra de activos inmobiliarios en ubicaciones "prime" y áreas consolidadas, con un objetivo de rentabilidad neta levemente superior al 3% y un horizonte de inversión mínimo de 3 a 5 años. (ii) La compra de acciones de Merlin Properties, nuestra principal apuesta en el sector por la calidad y diversificación de su cartera de activos, su mayor dimensión, visibilidad de ingresos y rentabilidad por dividendo.

Mercado residencial: el crecimiento se consolida.

Las perspectivas favorables que estimamos en nuestro informe de febrero se han confirmado durante el primer semestre del año: el sector inmobiliario residencial está consolidando la senda de recuperación iniciada en 2014. Las ventas de vivienda se han incrementado +16,8% en términos acumulados hasta mayo, según el Consejo General del Notariado. La demanda está liderada por las ventas de vivienda usada, que repuntan +20% y suponen más del 91% de las ventas de pisos. Por el contrario, las ventas de vivienda nueva continúan reduciéndose, aunque el ritmo de caída se ha reducido desde -14% a finales de 2015 hasta -11% en mayo. Los precios mantienen una tendencia alcista más moderada, tras haberse incrementado +2,4% en tasa interanual en 1T16. Por lo tanto, la primera mitad de año ha sido favorable para un sector residencial que debería ganar inercia durante los trimestres finales de 2016 y el año 2017.

"Eppur si muove". La demanda crece animada por la recuperación económica y la rentabilidad del alquiler.

La demanda de vivienda permanece alejada de unos máximos históricos superiores a 900k unidades anuales que resultan inalcanzables en un contexto de elevado desempleo y nulo incremento de la población. Además, las ventas de vivienda nueva están en mínimos debido a la escasa actividad promotora y ausencia de nueva oferta. Sin embargo, la demanda se mueve: las ventas totales de vivienda crecerán durante los años 2016 y 2017, lo que implicará alcanzar cifras cercanas a 500k casas anuales y encadenar 4 años consecutivos de crecimiento. Los factores que permitirán consolidar el incremento de la demanda en los próximos trimestres son:

Equipo de Análisis de Bankinter:

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

Ramón Forcada
Ester Gutiérrez de la Torre
(Pág. 2 de 3)

Eva del Barrio
Ana de Castro

Rafael Alonso
Ana Achau (Asesor.)

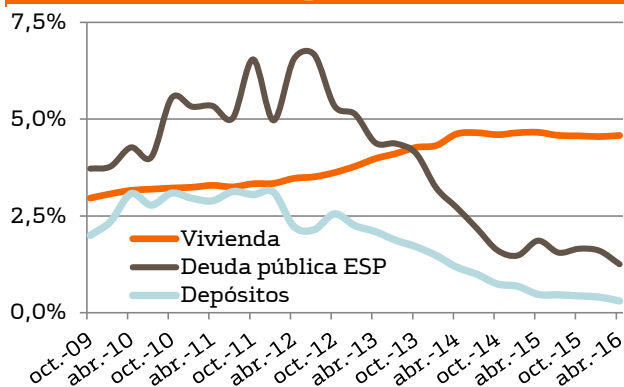
<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>
Avda. Bruselas, 12
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

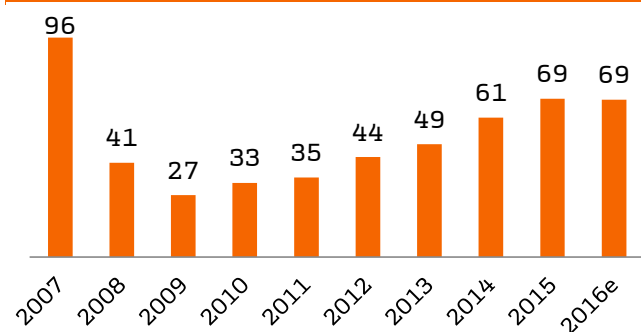
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Gráfico 5: Rentabilidad por activos



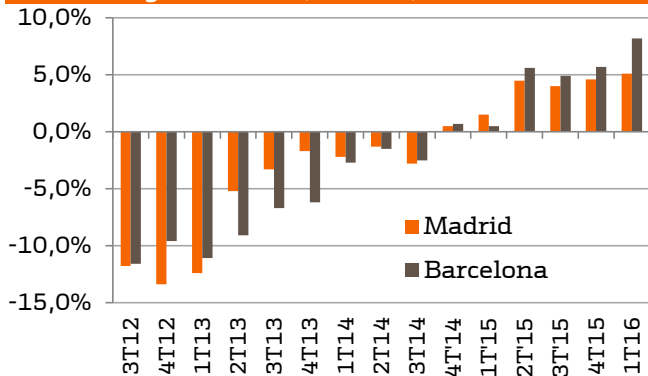
Fuente: BdE, síntesis de indicadores
(<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/sindi.html>)

Gráfico 6: Ventas de vivienda a extranjeros y no residentes



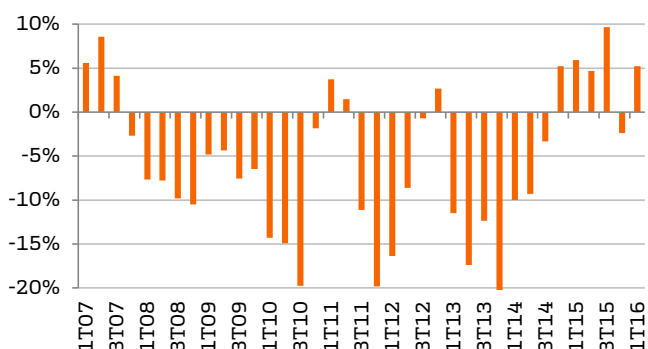
Fuente: Ministerio de Fomento

Gráfico 7: Variación de los precios de la vivienda en Madrid y Barcelona (tasa a/a)



Fuentes: Ministerio de Fomento, INE.

Gráfico 8: Precio del suelo urbano (Var. a/a)



Fuentes: INE y Ministerio de Fomento

:: Ciclo expansivo y reducción del desempleo. La economía española registrará tasas de crecimiento de +2,8% y +2,5% en 2016 y 2017 respectivamente. Esta expansión permitirá que se consolide la mejora del empleo, que ha generado un aumento de 483k afiliados a la Seguridad Social durante los últimos 12 meses. El incremento de los niveles de empleo será uno de los elementos más influyentes sobre la demanda de vivienda.

:: Mejora de las condiciones de financiación. La política monetaria del BCE seguirá siendo un catalizador clave. La combinación de un Euribor 12m cercano a 0% y los estímulos a la concesión de crédito seguirán respaldando la demanda de vivienda. Los elevados niveles de competencia en un sector financiero más saneado y la reducción de la morosidad hipotecaria hasta niveles inferiores al 5% por primera vez desde 2013 anticipan un crecimiento de la concesión de hipotecas.

:: Mayor interés como bien de inversión. El contexto de mercado actual sitúa la vivienda como una de las escasas alternativas de inversión que permiten obtener rentabilidades superiores a la inflación en el medio plazo. La rentabilidad bruta por alquiler ha aumentado hasta 4,58% anual según el Banco de España) y supera el umbral del 10% si se tiene en cuenta la plusvalía media obtenida por la revalorización del inmueble. En nuestra opinión, este *gap* entre el retorno de la inversión inmobiliaria y la rentabilidad nula o incluso negativa en depósitos y renta fija a corto y medio plazo hará que la vivienda se mantenga como un objetivo destacado en el radar de los inversores.

:: Impacto limitado del Brexit. El Brexit supondrá un freno a la demanda de vivienda vacacional en España por parte de los británicos. El mayor coste de adquisición por la depreciación de la libra y la incertidumbre acerca del acceso al sistema sanitario y las pensiones para los británicos suponen menores incentivos a la compra. Sin embargo, creemos que el *Brexit* no supondrá un obstáculo al crecimiento de la demanda total por las siguientes razones: (i) Los compradores británicos generan el 21% de la demanda extranjera, pero no existen razones para pensar que el 79% de la demanda de otros países no vaya a seguir creciendo como ha sucedido desde 2010: las compraventas de extranjeros y no residentes aumentaron +13,4% en 2015 y +24% en 1T16. (ii) La menor demanda de vivienda de lujo en Londres tras el Brexit puede desviar parte de esas compras por parte de ciudadanos no comunitarios a ciudades como Madrid o Barcelona.

En consecuencia, estimamos que la demanda total de vivienda aumentará +10% a lo largo de 2016 hasta superar las 440k unidades y crecerá a ritmos cercanos a +6% hasta 470k / 480k casas en 2017. Estas cifras suponen una ligera revisión al alza de nuestras estimaciones de febrero, en las que consideramos que la demanda se situaría 450k viviendas en 2017. El cambio más importante que se materializará en 2017 será el primer incremento en las ventas de vivienda nueva tras 9 años consecutivos de retrocesos, una vez que las casas que se terminen en los próximos trimestres se comercialicen y comiencen a paliar la escasez de oferta nueva actual.

Precios: tras el despeque de Madrid y Barcelona, la recuperación se extiende a otras ciudades.

Los precios de la vivienda continuarán subiendo de forma modesta en el conjunto de España. Aunque el incremento se ha ralentizado en los primeros meses de 2016, la tendencia moderadamente alcista de los precios que venimos estimando en nuestros informes desde diciembre de 2013 mantiene su vigencia. La escalada de los precios se verá limitada durante la segunda mitad de 2016 y el año 2017 por 2 frenos:

:: Los ratios de esfuerzo continúan siendo elevados. El porcentaje de renta familiar destinada a la adquisición de vivienda se ha reducido desde el 48,5% máximo histórico en (Sep-08) hasta el 32,2% actual. Sin embargo, la compra de una casa exige dedicar 6,4 años de renta familiar, un nivel superior al de otros países que sólo se sostiene debido a la elevada propensión de la población española a la compra frente al alquiler (79% de viviendas en propiedad y uso).

Equipo de Análisis de Bankinter:

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

Ramón Forcada
Ramón Carrasco Belén San José

Eva del Barrio
Ana de Castro

Rafael Alonso
Ana Achau (Asesor.)

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

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

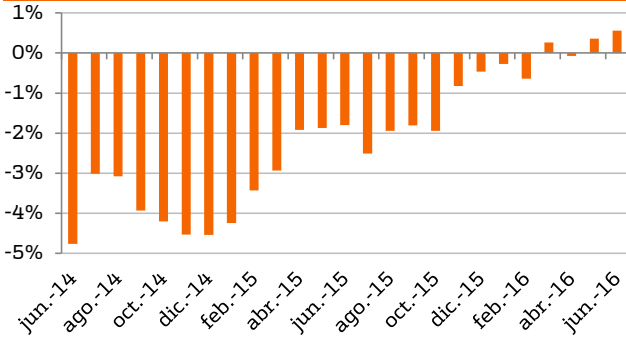
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

(Pág. 2 de 3)

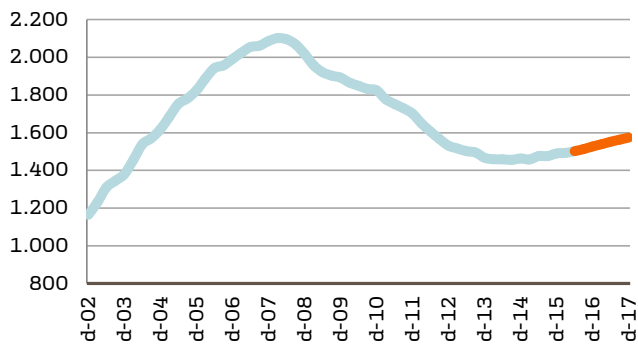
28108 Alcobendas

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



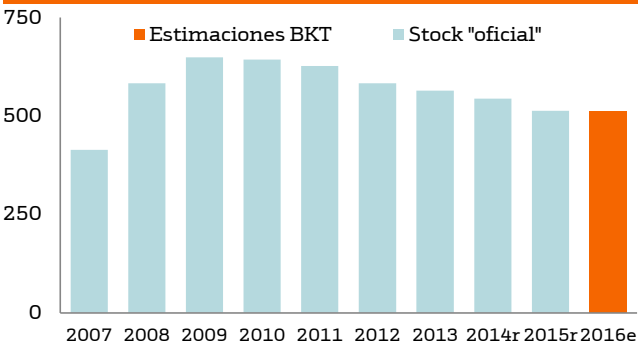
Fuente: Grupo Enacom. El índice pondera importes medios de nuevas rentas, rentas en vigor y rentas de una muestra representativa facilitada por Idealista.com

Gráfico 10: Gráfico 11: Evolución estimada del precio de la vivienda (€/m2)



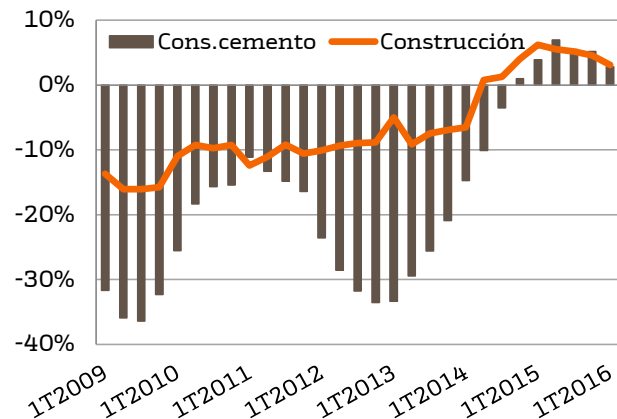
Fuentes: Ministerio de Fomento y estimaciones Bankinter

Gráfico 11: Stock de vivienda



Fuentes: INE y estimaciones Análisis Bankinter

Gráfico 12: FBCF en PIB (Construcción, tasa a/a) y consumo aparente de cemento



Fuentes: INE y Oficemen

:: Ventas de vivienda con descuento. Los 105k activos inmobiliarios en cartera de SAREB al cierre de 2015 (de los cuales un 48% son viviendas) continuarán comercializándose en los próximos trimestres, lo que será un factor de presión a la baja para el precio medio de las transacciones.

Sin embargo, identificamos **4 factores** adicionales al incremento de la demanda que **seguirán impulsando los precios**:

i) Escasa oferta de vivienda nueva.- El número de viviendas terminadas en España durante los 2014 y 2015 fue inferior a 50k anuales, lo que impide cubrir una demanda normalizada cercana a 250k viviendas nuevas. Esta ausencia de nueva oferta se puede acentuar en áreas ya muy consolidadas y con elevada demanda como el norte de Madrid, donde la paralización de la Operación Chamartín seguirá restringiendo la construcción de vivienda y presionando al alza los precios.

ii) Incrementos en el precio del suelo. Los precios del suelo urbano en España repuntaron +5,2% en tasa interanual en el 1TT16 y han subido en 5 de los últimos 6 trimestres. Si esta tendencia se consolida, es cuestión de tiempo que comience a repercutirse en los precios finales de la vivienda.

iii) Subidas consistentes en las grandes ciudades y áreas turísticas más demandadas.- El aumento de precios en Madrid y Barcelona se está acelerando, con incrementos interanuales de +5,1% y +8,2% respectivamente y subidas ininterrumpidas durante los últimos 6 trimestres. Con Madrid y Barcelona como punta de lanza del incremento de precios en el segmento residencial, la tendencia positiva se está extendiendo a otras ciudades representativas, que comienzan a registrar las primeras subidas interanuales en 1T16 como Valencia (+0,4%), Bilbao (+2,2%) o Málaga (+4,8%) y a zonas costeras con imagen *premium* y oferta más restringida.

Los precios de los alquileres ya suben. El índice de precios del alquiler de vivienda elaborado por el BdE se mantuvo estable en mayo tras 38 meses consecutivos de caída en tasa interanual y el índice Actualizador de Rentas de Contratos de Alquiler (ARCA) ha cambiado de tendencia, con subidas en 3 de los últimos 4 meses. Además, en la medida en que se incrementen las pernoctaciones en apartamentos y pisos turísticos a través de plataformas como Airbnb o similares, los precios en áreas con mayor interés aumentarán ante la rentabilidad adicional que proporcionan estos arrendamientos turísticos.

En definitiva, mantenemos nuestra perspectiva de incremento gradual de los precios en el rango +3% / +5% en 2016 y 2017. La principal diferencia con respecto a períodos anteriores es que el incremento de precios no se limitará a Madrid, Barcelona y áreas turísticas *premium*, sino que será más homogéneo y se extenderá a otras ciudades. Este escenario de incremento progresivo situará el precio medio de la vivienda en España en un rango 1.560 - 1.580 €/m², lo que implica un retorno a niveles de 2004 y un incremento de +7% / +8% con respecto al mínimo post crisis registrado a principios de 2014.

¿Vuelve la promoción residencial? Próxima reactivación tras una primera mitad de año más floja.

La reactivación de la actividad promotora todavía no es una realidad tangible. La parálisis constructora durante los años más duros de la crisis ha provocado que el número de viviendas terminadas en 2016 se sitúe por debajo del umbral de las 50k, lo que supondría igualar el mínimo histórico de 2015. No resulta fácil prever la evolución en los próximos meses ya que las estadísticas oficiales de viviendas iniciadas (INE, Banco de España) se están publicando con 9 meses de retraso. Sin embargo, los principales indicadores adelantados del sector sugieren que la promoción de vivienda volverá a repuntar:

:: Inversión en construcción. La formación bruta de capital fijo en construcción está creciendo a una tasa interanual de +3,1%. Aunque esta tasa revela una desaceleración con respecto al máximo nivel de crecimiento posterior a la crisis (+6,2% en 1T2015), la inversión en construcción acumula 8 trimestres consecutivos de repunte.

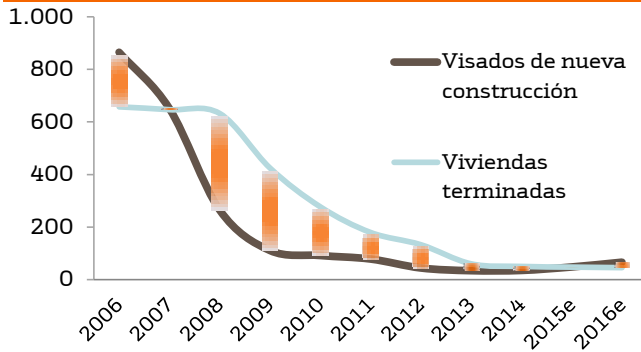
Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe)	Ramón Forcada	Eva del Barrio	Rafael Alonso	http://broker.bankinter.com/
Ramón Carrasco	Belén San José	Esther Gutiérrez de la Torre	Ana de Castro	Ana Achau (Asesor.)
				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

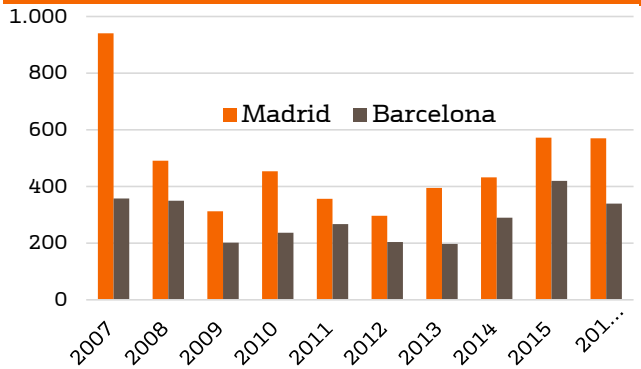
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón

Gráfico 13: Evolución de la actividad promotora



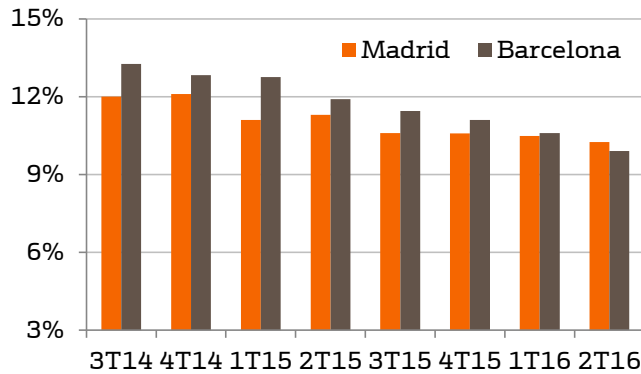
Fuentes: INE y BdE (Síntesis de indicadores)

Gráfico 14: Volumen de contratación de oficinas



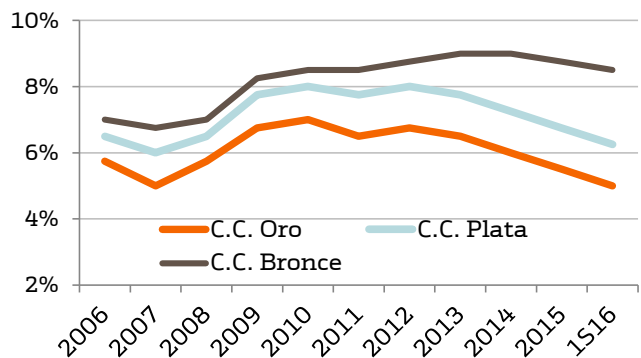
Fuente: Aguirre Newman

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



Fuente: Jones Lang Lassalle

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



Fuente: Aguirre Newman

:: Consumo de cemento.- El consumo aparente de cemento se ha frenado, registrando una caída de -2,7% hasta el mes de mayo. En nuestra opinión, una leve caída del consumo de cemento en una coyuntura muy complicada en construcción de infraestructuras (-29,4% en licitación de ingeniería civil hasta mayo) revela que el consumo de cemento en edificación continúa aumentando.

:: Reducción del stock de vivienda nueva.- El hecho de que el stock oficial pueda situarse a finales de este año en niveles inferiores a 500k viviendas nuevas por primera vez desde 2007 también será un factor dinamizador para la construcción.

:: Crecimientos de 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 aumentaron +54,8% en 1T16, lo que nos daría una proyección cercana a 60-65k 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.

Segmento comercial: La inversión se estabiliza, pero los precios y las rentas continúan subiendo.

El 1S16 se cierra con un volumen de inversión total de 4.182 M.€, lo que implica una reducción de -24% con respecto al mismo período del año anterior, según CB Richard Ellis. En el informe publicado en febrero de este año ya advertimos acerca de esta ralentización, que tiene 2 causas fundamentales: (i) La incertidumbre política durante el primer semestre de 2016 puede haber diferido el cierre de algunas operaciones. (ii) El volumen record de 2015 era difícilmente sostenible, ya que estaba condicionado por grandes operaciones como la compra de Testa por parte de Merlin Properties y porque la oferta de oficinas y centros comerciales disponibles es más limitada tras el boom inversor de 2015. No obstante, consideramos que la inversión está en una fase expansiva porque el volumen del 1S16 supera en +11% a la cifra de 2014 y en +40% al promedio de los últimos 10 años.

Aislando el descenso puntual en la inversión durante 1S16, el resto de variables del sector inmobiliario no residencial mantendrá en 2017 el buen comportamiento mostrado durante los 2 últimos años, que se caracteriza por:

:: Aumento de las rentas por alquiler.- Los precios de alquiler de oficinas continúan acelerando su repunte en los *Central Business District* (CBD), con incrementos interanuales de +6,8% y +12,5% hasta 27,5 €/m²/mes y 20,25 €/m²/mes en Madrid y Barcelona respectivamente. Consideramos que la trayectoria será ascendente al menos hasta finales de 2017, 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 en las alquileres es muy 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 ligeramente superiores a 30 €/m²/mes en Madrid y 22 €/m²/mes en Barcelona son alcanzables a lo largo de 2016 y 2017. La subida de precios en los CBDs es un factor de presión alcista sobre las rentas en edificios ubicados en la periferia de Madrid y Barcelona, que atravesaron un punto de inflexión en 2015 y ya están creciendo a tasas anuales superiores a +10%.

:: Evolución positiva de la contratación de oficinas. Las tasas de desocupación de oficinas en los mercados de Madrid y Barcelona se seguirán reduciendo impulsadas por la mejora de la actividad económica en España y el avance en las cifras de contratación. La absorción de oficinas se situará en 2016 en niveles similares a los de 2015, el mejor año desde 2007 en volumen de contratación, según Aguirre Newman. La absorción aumentará en 2017 a medida que la subida de precios y ocupación en los CBDs provoque un aumento de la demanda de espacio de oficinas en áreas secundarias.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe)

Ramón Carrasco Belén San José

Ramón Forcada

Esther Gutiérrez de la Torre

Eva del Barrio

Ana de Castro

Rafael Alonso

Ana Achau (Asesor.)

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

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

Avda. Bruselas, 12

28108 Alcobendas

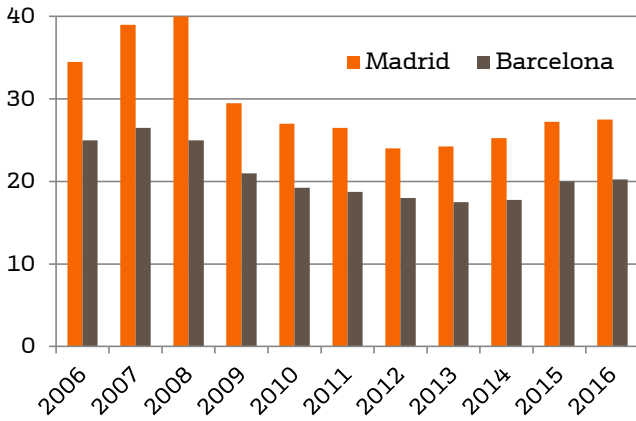
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Pág. 3 de 3)

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

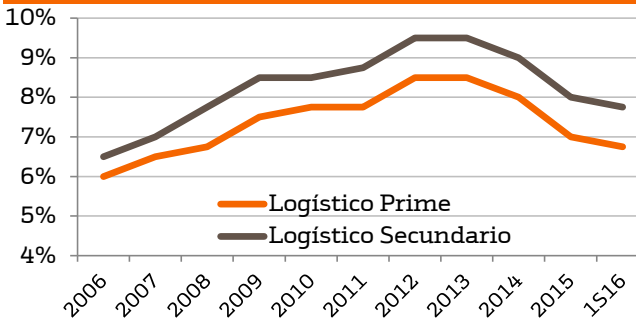
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

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



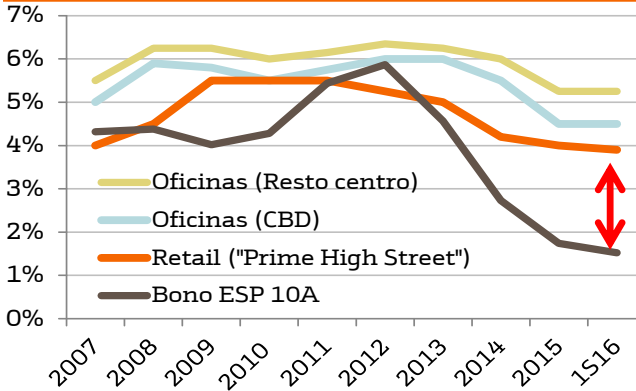
Fuente: Jones Lang Lassalle

Gráfico 18: Yields en activos logísticos



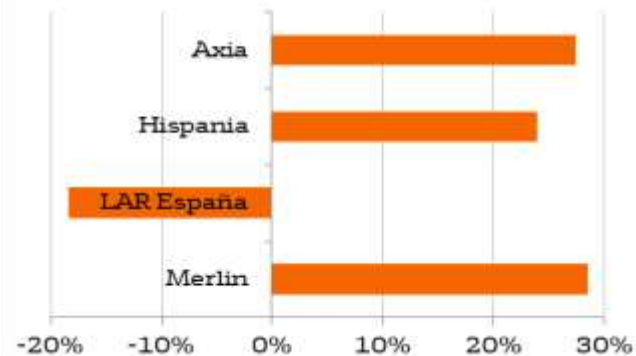
Fuente: Aguirre Newman

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



Fuentes: Aguirre Newman y Bloomberg

Gráfico 20: Evolución de SOCIMIs desde su salida a bolsa



Fuente: Bloomberg

Reducción de yields en todos los segmentos comercial y logístico. La rentabilidad activos comerciales, medida como las rentas anuales por alquiler entre el precio de los inmuebles, continúa reduciéndose, según los datos facilitados por Aguirre Newman. La compresión de *yields* es especialmente llamativa en un contexto de aumento de las rentas por los mayores ratios de ocupación y la renovación al alza de las rentas en espacios comerciales a medida que crece el tráfico de visitantes y el consumo se recupera (las ventas minoristas crecen a una tasa anual de +2,3%). El proceso actual de compresión de *yields* se produce incluso en los activos de mayor riesgo y más fácilmente reemplazables como las áreas logísticas e industriales de segundo nivel, cuya rentabilidad ha descendido desde el 10% hasta el 7,5% en los 2 últimos años.

¿Existe potencial de compresión adicional de yields tras la subida de precios de los últimos años? 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 los próximos años, ya que la rentabilidad se encuentra en niveles próximos a los mínimos históricos. Sin embargo, creemos que estos activos continuarán despertando el interés de los inversores, que estarán dispuestos a pagar precios superiores y aceptar rentabilidades inferiores a las del período 2008-15 ante la ausencia de alternativas. En nuestra opinión, la prolongada etapa de tipos de interés muy reducidos e incluso negativos en la renta fija soberana y corporativa europea con buena calidad crediticia permitirá que sector inmobiliario comercial siga disfrutando de un notable *spread* de rentabilidad.

Nuestras recomendaciones de inversión en el sector inmobiliario

La inversión el sector inmobiliario requiere seguir 2 principios fundamentales: horizonte temporal amplio y adecuada selección del activo. La mayor duración de los ciclos inmobiliarios y el hecho de que la recuperación del sector en España esté todavía en una fase incipiente en algunas magnitudes (precios de vivienda y nueva promoción residencial especialmente) exige un horizonte de inversión no inferior a 3-5 años. 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 *premium* de las grandes ciudades y centros turísticos con mayor demanda continúa sigue siendo una alternativa adecuada. La revalorización de viviendas y locales comerciales en zonas claramente consolidadas se está respaldada por una evidente escasez de oferta, la creciente demanda y el aumento de las rentas por alquiler derivados del ciclo de recuperación económica y del empleo en España. El incremento de precios y rentas propios de un nuevo ciclo de progresiva recuperación debería generar una rentabilidad atractiva (3% - 3,5%) en el actual entorno de tipos de interés cercanos a 0% y expectativas de inflación muy moderadas.

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, ya que exigen menor volumen de inversión y son activos más líquidos por estar cotizados en bolsa. A la hora de seleccionar los activos con mejor relación entre rentabilidad y riesgo, consideramos que la inversión debe focalizarse en compañías que reúnan 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	Eva del Barrio	Rafael Alonso	http://broker.bankinter.com/
Ramón Carrasco	Belén San José	Esther Gutiérrez de la Torre	Ana de Castro	http://www.bankinter.com/
Por favor, consulte importantes advertencias legales en: (Pág. 3 de 3)				Avda. Bruselas, 12 28108 Alcobendas

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

En este informe ofrecemos una tabla con las cifras y ratios clave, tanto de las las SOCIMIS como de las inmobiliarias tradicionales con capitalización bursátil superior a 90 M.€, así como las características más representativas de sus carteras de activos. Las principales conclusiones que podemos extraer de dicho análisis 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 +21,5%)**. La reciente integración del negocio patrimonial de Metrovacesa aumenta el atractivo de la compañía porque permite a Merlin ganar dimensión e incrementar su presencia en los negocios de oficinas y centros comerciales. La operación reduce su exposición al segmento residencial (que no forma parte de su negocio *core*). La ampliación de capital para esta integración no tiene un efecto dilutivo ya que incrementa el NAV/acción +5,7% y permite mantener una rentabilidad por diviendo en el entorno del 4%. El endeudamiento medido como LTV se mantiene en niveles inferiores al 50%, por lo que el rating actual BBB no debería estar en riesgo.

(ii) La recomendación para **Hispania, Axia, y LAR es Neutral**. Tienen las ventajas en términos de exención del IS y distribución de dividendos inherentes a las SOCIMIS y sus niveles de endeudamiento son reducidos. Sin embargo, estas compañías tienen menor dimensión y economías de escala más limitadas, sus activos están ubicados en áreas menos consolidadas y algunos de ellos se encuentran en fase de reposicionamiento que exige inversiones adicionales. La compañía que presenta mejores perspectivas en este grupo es Hispania, que puede verse favorecida por su vinculación al segmento hotelero tradicional en una coyuntura de crecimiento del turismo en España.

(iii) Entre las inmobiliarias tradicionales, la compañía que destaca positivamente es **Colonial**, cuya **recomendación mejora desde Neutral a Comprar** por las siguientes razones: (i) la tendencia de reducción de yields en sus oficinas prime se mantendrá en próximos periodos, gracias a la revalorización de sus activos (+5,0% en Madrid y Barcelona y +5,3% en París). (ii) Sólidos resultados operativos en 1S16, con incrementos *like-for-like* de +10% en ingresos por rentas y +18% en Ebitda recurrente por el aumento de la ocupación y mejora de márgenes. (iv) Recientes adquisiciones que amplían la cartera de activos *prime* sin incrementar apalancamiento.

(iv) El resto de compañías **inmobiliarias tradicionales** no presentan potenciales de revalorización que compensen los **riesgos** derivados de su elevado endeudamiento, modesta generación de ingresos y significativo peso en sus carteras de activos de viviendas pendientes determinar y suelo no finalista. **Mantenemos una recomendación de venta** para estas compañías, que podría mejorar hasta Neutral en el caso de Inmobiliaria del Sur si se consolida la mejora de ingresos y Ebitda mostrada en 1T16.

SOCIMI	Recomendación	GAV	NAV	Nº acciones	Cotiz.	NAV / acción	Desglose cartera ingresos			Revalor. 12M	Market cap	Ingresos 1S16	Ebitda 1S16	% Var. Ebitda	BNA 1S16'	FF.PP. (m€)	Deuda neta (m€)	Deuda neta / FFPP.	Deuda neta / Ebitda	LTV
							Resid. y suelo	Oficinas + retail	Logístico, hotel y otros											
Merlin Properties ¹	Comprar	9.166	4.890	323	10,1	10,4	3%	83%	14%	6,1%	3.266	77	67	131%	45	4.599	4.565	1,0x	n.r.	50%
Hispania	Neutral	1.627	1.311	108	11,7	12,1	5%	15%	80%	-7,1%	1.267	60	38	n.r.	120	1.349	247	0,2x	6,9x	11%
AXIA	Neutral	1.049	928	72	12,3	13,0	0%	60%	40%	5,6%	880	20	18	n.r.	37	780	114	0,1x	3,9x	33%
LAR España ²	Neutral	952	583	91	6,5	6,4	0%	90%	10%	-17,5%	587	13	15	n.r.	9	573	353	0,6x	11,9x	38%

Compañía	Recomendación	GAV	NAV	Nº acciones	Cotiz.	NAV / acción	Desglose ingresos		Revalor. 12M	Market cap	Ingresos 1S16	Ebitda 1S16	% Var. Ebitda	BNA 1S16'	FF.PP. (m€)	Deuda neta (m€)	Deuda neta / FFPP.	Deuda neta / Ebitda	LTV
							Promoción y venta de vivienda	Patrimonio											
Colonial ³	Comprar	7.566	2.425	357	7,0	6,8	0%	100%	5,3%	2.498	137	109	18%	230	3.928	3.144	0,8x	15,3x	39,9%
Inmobiliaria d. Sur ⁴	Vender	484	285	17	8,1	16,8	84%	16%	-16,1%	137	21	4	333%	2	80	172	2,2x	9,4x	41,0%
Quabit ⁴	Vender	298	n.d.	51	1,8	n.d.	98%	2%	-57,0%	91	15	-1	65%	-2	103	217	2,1x	7,5x	n.d.
Realia ⁵	Vender	1.861	680	461	1,0	1,5	27%	73%	42,9%	438	50	20	2,6%	130	872	890	1,0x	21,7x	47,8%

¹ Las cifras de GAV, NAV, desglose de activos fondos propios y deuda son pro-forma e incluyen el efecto de la integración del negocio patrimonial de Metrovacesa y la ampliación de capital. Los ingresos, Ebitda y BNA corresponden al cierre de 1T16, últimos resultados publicados. La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de la publicación de esta nota. ² LAR España.- Los ingresos, Ebitda y BNA corresponden al cierre de 1T16, últimos resultados publicados por la compañía. El desglose por segmentos en términos de GAV de la cartera de LAR España incluye un 6% de activos residenciales que no han generado hasta el momento rentas por alquiler. ³ La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de la publicación de esta nota. ⁴ Todos los datos de Inmobiliaria del Sur y Quabit corresponden al cierre de 1T16, últimos resultados publicados por la compañía en la fecha de cierre de este informe. ⁵ 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.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe) Ramón Forcada Eva del Barrio Esther Gutiérrez de la Torre
 Belén San José Ana de Castro Rafael Alonso Ramón Carrasco Ana Achau (asesoramiento)

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