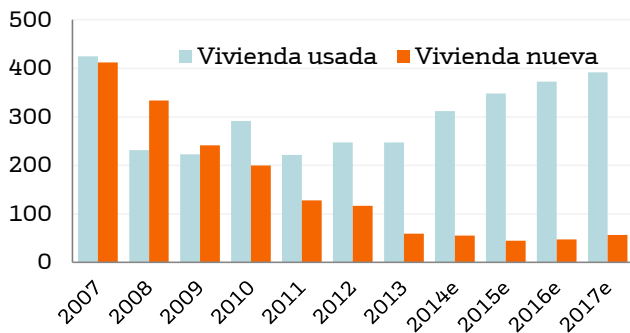


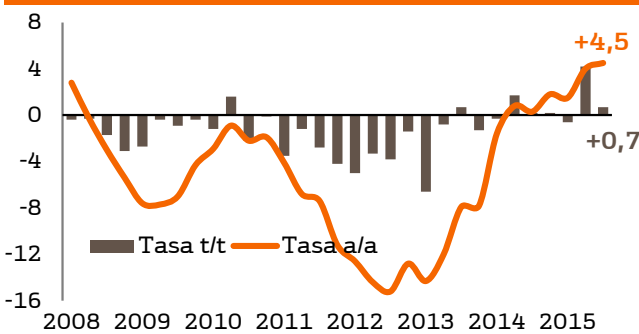
La recuperación se consolida y gana velocidad de crucero

Gráfico 1: Perspectivas de demanda (miles uds.)



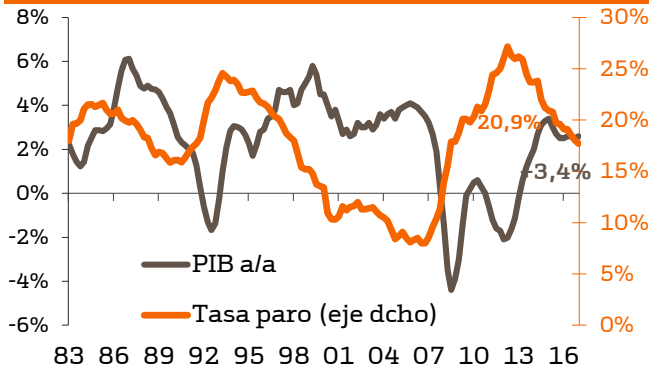
Fuentes: Banco de España, Ministerio de Fomento, Consejo General del Notariado y estimaciones Análisis Bankinter

Gráfico 2: Precios de vivienda en España



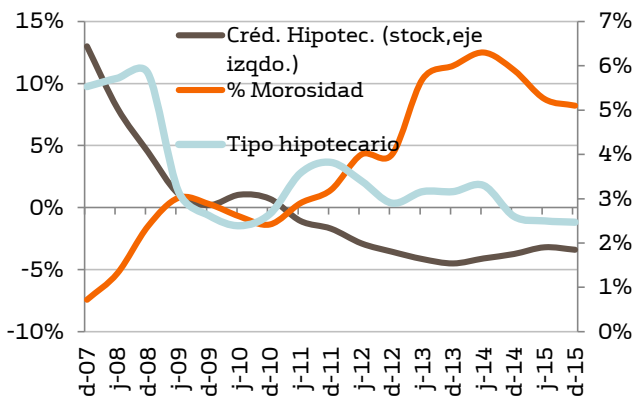
Fuente: INE

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 está consolidando su ciclo de recuperación en el segmento residencial y en clara fase alcista en el segmento comercial. La demanda residencial continuará creciendo hasta niveles de 420k y 450k viviendas en 2016 y 2017 respectivamente (frente a 367k en 2015), impulsada por la mejora en el empleo, los reducidos costes de financiación y el mayor atractivo de la vivienda como inversión. La combinación de una mayor demanda y una oferta muy limitada en las grandes ciudades permitirá un repunte de los precios medios en 2016 y 2017 cercano a +3% anual, que podría alcanzar +5% en localizaciones *premium*. Esta mejora de perspectivas se extenderá a la promoción de vivienda nueva, que experimentará un nuevo despertar en 2016 a tenor del repunte de los visados de obra en 2015, siempre que el contexto político no derive en un deterioro de la confianza.

El segmento comercial fortalecerá en 2016 y 2017 la tendencia positiva en mejora de rentas, tasas de ocupación, compresión de *yields* y revalorización de los activos. Los edificios de oficinas del CBD de las grandes ciudades y el sector *retail* (tanto "*high street*" como centros comerciales en áreas consolidadas) seguirán siendo los activos con mejores perspectivas, aunque el *boom* de inversión experimentado en 2015 se frenará por el menor número de grandes operaciones y una situación de incertidumbre política que puede aplazar y / o cancelar la puesta en marcha de nuevos proyectos. En nuestra opinión, las ideas de inversión que permiten aprovechar la recuperación del sector inmobiliario se pueden focalizar en 2 clases de activos: (i) la compra de activos inmobiliarios localizados en ubicaciones "*prime*", con un objetivo de rentabilidad neta en el entorno del 3% y un horizonte de inversión mínimo de 3 a 5 años. (ii) La inversión en la compañía Merlin Properties, que presenta las mejores perspectivas del sector por la calidad de su cartera de activos, visibilidad y crecimiento de los ingresos y rentabilidad por dividendo.

:: 2015 ha confirmado la recuperación del ciclo

La consolidación del ciclo de recuperación en el sector inmobiliario residencial es una realidad. Tanto la demanda como los precios de la vivienda finalizan el año 2015 con repuntes moderados, en línea con la evolución positiva que preveíamos en el informe del mercado inmobiliario publicado en julio de 2015. Las compraventas de vivienda acumuladas hasta Nov-2015 se han incrementado +10,9% en tasa interanual según los datos del Consejo General del Notariado. Aunque las cifras finales del año 2015 mostrarán un crecimiento aproximado de +6% (por la menor demanda en Dic-15 con respecto a Dic-14, un mes atípico por las operaciones adelantadas a la eliminación de los coeficientes de abatimiento en la tributación de plusvalías), las cifras de 2015 son claramente positivas en 3 aspectos: (i) se trata del segundo año consecutivo en el que la demanda crece. (ii) La mejora de la demanda se extiende a todas las CC.AA. excepto Navarra. (iii) Se trata de la primera vez en los últimos 5 años que las compraventas de vivienda superan el umbral de las 400k unidades en 12 meses móviles. Este crecimiento de la demanda se limita a las ventas de vivienda usada, que repuntan +14,3% en términos acumulados. Por el contrario, las ventas de casas nuevas caen -14,3% hasta niveles inferiores a 50k anuales, muy probablemente por la ausencia de nueva oferta.

Los precios de la vivienda también están confirmando la mejora del ciclo, aunque sus avances están siendo más tímidos y desiguales. Las cifras de incremento de precios ajustados por estacionalidad del INE muestran una subida interanual de +4,5%, si bien es cierto que las tasas trimestrales se han desacelerado hasta +0,7% vs. +4,2% en 2T15 y el incremento de precios se concentra en grandes ciudades y ubicaciones *premium*. En consecuencia, consideramos que 2015 ha sido un año en el que se puede cimentar una recuperación más generalizada del ciclo.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe)
Ramón Carrasco

Ramón Fortcada Eva del Barrio
Belén San José Esther Gutiérrez de la Torre

Rafael Alonso
Ana de Castro

Pilar Aranda
Ana Achau (Asesor.)

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

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

Avda. Bruselas, 12
28108 Alcobendas

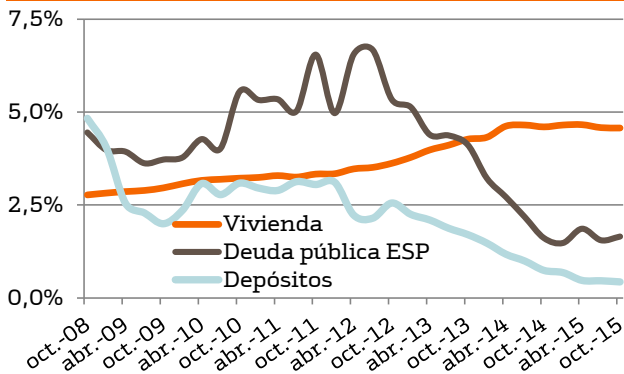
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Pág. 2 de 3)

<https://broker.bankinter.com/www/es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

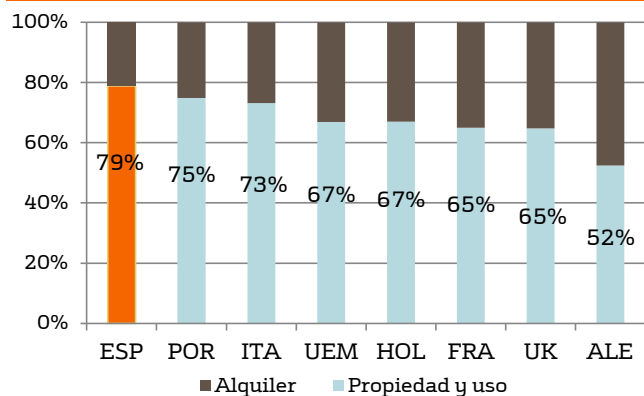
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Gráfico 5: Rentabilidad por activos



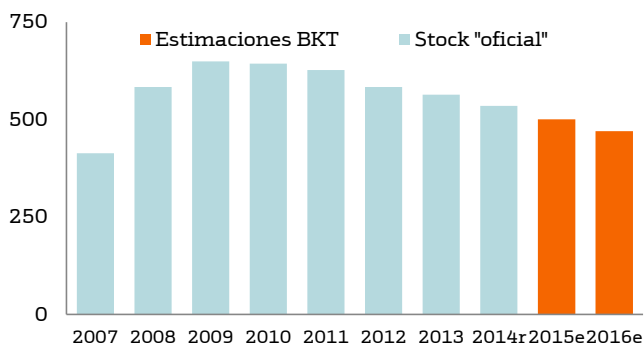
Fuente: BdE, síntesis de indicadores

Gráfico 6: Viviendas en régimen de propiedad



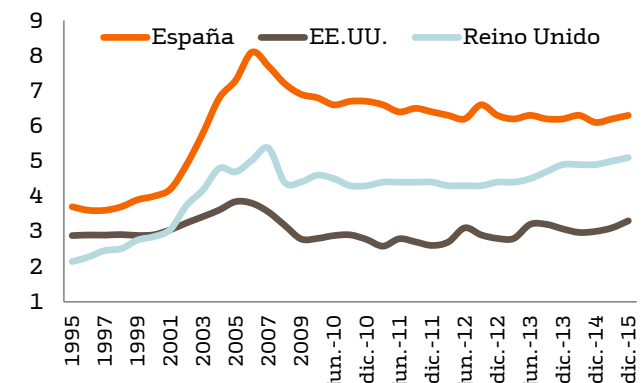
Fuente: Eurostat

Gráfico 7: Stock de vivienda



Fuentes: Ministerio de Fomento (2007-14) y estimaciones Bankinter (años 2015-16)

Gráfico 8: Esfuerzo medido en años de renta familiar para pagar la vivienda.



Fuentes: BdE, Nationwide y National Association of Realtors

:: Perspectivas de demanda en 2016: viento a favor para seguir creciendo.

Las compraventas de vivienda continuarán ganando *momentum* durante el año 2016. En anteriores informes del sector inmobiliario ya hemos señalado que la recuperación del mercado inmobiliario no supondrá en modo alguno recuperar los niveles de demanda de los años del *boom* inmobiliario. El descenso de la población por un saldo migratorio negativo, la toma de conciencia de que los precios inmobiliarios sí pueden bajar y, especialmente, una tasa de paro que seguirá siendo superior al 17,5% hasta finales de 2017 suponen cambios estructurales en el mercado que hacen inalcanzables los niveles de demanda superiores a 900k viviendas anuales. Sin embargo, la lejanía de estos máximos no implica que no nos encontremos ante un escenario de crecimiento de las ventas de vivienda, que se verán impulsadas por los siguientes factores:

Ciclo expansivo y mejora del empleo. La economía española crecerá durante el año 2016 a una tasa superior a +2,5%, lo que permitirá que se mantenga la tendencia positiva del mercado laboral en próximos trimestres. Aunque el ritmo de creación de empleo se ralentizó en el 4T'15, la reducción de la tasa de paro hasta el 20,9% frente a 26,9% en 1T2013 y el aumento del número de ocupados en 525k personas (de las cuales 171k tienen contrato indefinido) pueden suponer un catalizador para la demanda de vivienda.

Costes de financiación reducidos. El contexto de bajos tipos de interés es una nueva normalidad que ha llegado para quedarse, al menos hasta finales de 2017. El Euribor 12m se mantendrá en niveles próximos a 0% durante 2016 y las condiciones de acceso al crédito seguirán mejorando: (i) la morosidad hipotecaria se ha reducido hasta 5,1% frente a 6,3% en el peor momento del ciclo (1T14). (ii) La Encuesta sobre Préstamos Bancarios publicada por el Banco de España en enero de 2016 muestra que los bancos detectan un aumento de la demanda, no se prevé un endurecimiento en los criterios de aprobación de préstamos y más de un 20% de las entidades tienen la intención de destinar los fondos obtenidos en las LTROs a créditos de vivienda.

Rentabilidad frente a inversiones alternativas. La rentabilidad bruta por alquiler de la vivienda destaca positivamente si se compara con otras alternativas de inversión que están ofreciendo rentabilidades cercanas a 0% como los depósitos o la renta fija a largo plazo. La ausencia de alternativas de inversión (excepto la renta variable) y la ausencia de inflación configuran un contexto de mercado en el que la inversión en vivienda puede proporcionar una rentabilidad bruta cercana a 4,0%, lo que reforzará la demanda siempre que no se produzcan cambios en la legislación que generen mayor incertidumbre en el alquiler.

Tendencia "cultural" a la compra. A pesar de que la demanda y las posibilidades de acceder a una vivienda se redujeron de forma dramática durante la crisis, el porcentaje de viviendas en régimen de alquiler continúa siendo reducido y ha aumentado de forma escasa (21% actual frente a 17,2% en 2011). La proporción de casas que se encuentran en régimen de propiedad y uso en España (78,8%) es el más elevado de los países de nuestro entorno y sensiblemente superior al promedio de la Eurozona (67,7%). En consecuencia, la propiedad continuará siendo la alternativa dominante en un escenario de recuperación económica.

En definitiva, mantenemos nuestras estimaciones de demanda de vivienda en 420k unidades para el año 2016, lo que implicaría un crecimiento de +6,5% con respecto a 2015. Las condiciones favorables para el mercado inmobiliario tendrán continuidad en el año 2017, en el que la demanda total de vivienda debería repuntar hasta 450k unidades. La vivienda usada continuará concentrando más de un 85% de las operaciones totales en los próximos trimestres. En 2017, a medida que las casas que han comenzado a construirse desde el 2S15 salgan al mercado, las ventas de vivienda nueva deberían repuntar a tasas superiores a +15%, de forma que las ventas de vivienda nueva podrían alcanzar las 60k-70k unidades anuales, una cifra inferior a la demanda de 70k-80k unidades que estimábamos anteriormente.

Equipo de Análisis de Bankinter:

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

Ramón Forcada Eva del Barrio
Esther Gutiérrez de la Torre

Rafael Alonso
Ana de Castro

Pilar Aranda
Ana Achau (Asesor.)

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

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

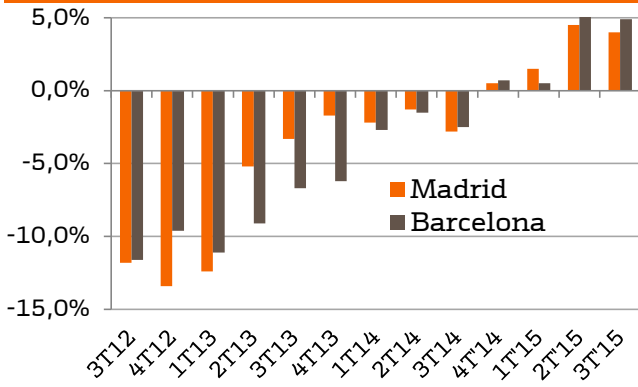
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Pág. 2 de 3)

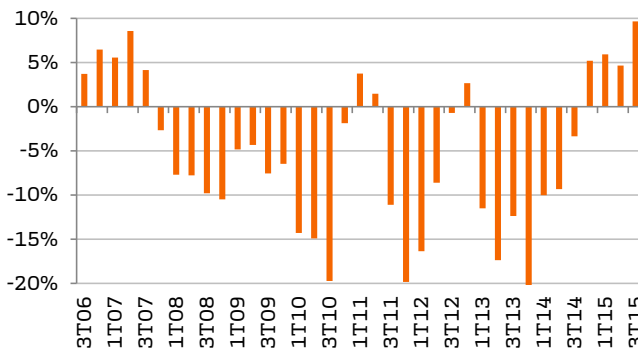
<https://broker.bankinter.com/www/es/cn/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombr=disclaimer.pdf>

Gráfico 9: Variación de los precios de la vivienda en Madrid y Barcelona (tasa a/a)



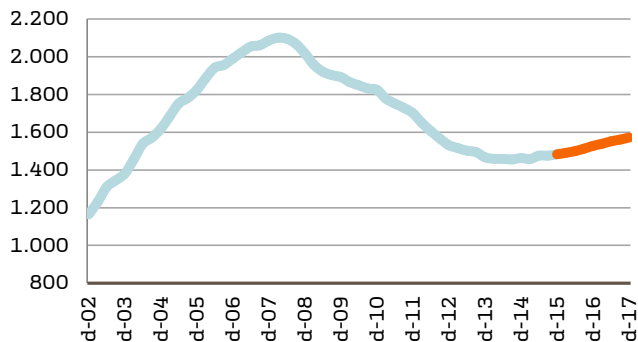
Fuentes: INE

Gráfico 10: Precio del suelo urbano (Var. a/a)



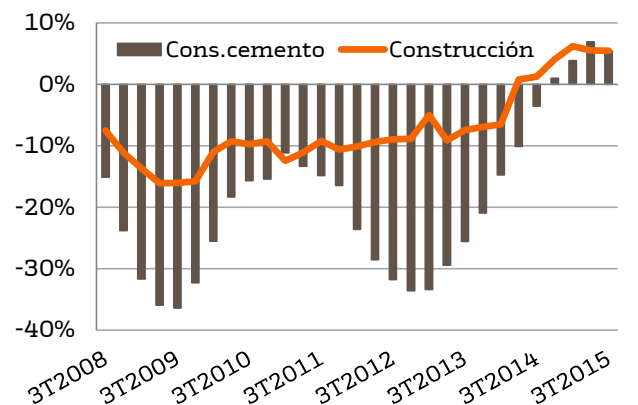
Fuentes: Ministerio de Fomento

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



Fuentes: INE y estimaciones Análisis Bankinter

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



Fuentes: INE y Oficemen

¿Qué sucederá con los precios? Subidas moderadas y sólo en áreas selectivas.

El precio de la vivienda está siguiendo la ruta que habíamos estimado en nuestro informe del mercado inmobiliario publicado en julio de 2015: incremento gradual de los precios medios y evolución desigual en las diferentes ciudades y zonas costeras de España. Actualmente no existen factores que nos lleven a pensar en un cambio claro de esta tendencia. En primer lugar, el aumento de la demanda es una realidad, pero incrementos de las ventas inferiores a +10% no permiten pensar en un aumento sustancial de los precios. En segundo lugar, prosigue el proceso de comercialización de viviendas adjudicadas por los bancos, ya que al cierre del 1S2015, SAREB tenía en su cartera 98.726 activos inmobiliarios, de los cuales un 49% son viviendas traspasadas con un descuento del 54%, cuya salida al mercado de continuará permitiendo que se cierren operaciones a precios contenidos. Sin embargo, los precios de la vivienda siguen teniendo catalizadores positivos, entre los que destacamos:

i) Normalización de los ratios de esfuerzo financiero. El número de años de renta disponible que una familia dedica al pago de una vivienda en España continúa siendo superior al de otros países. Sin embargo, el ratio de esfuerzo financiero se ha estabilizado en el 32,5% de la renta anual bruta, un nivel sensiblemente inferior al 49% alcanzado en 2008 e incluso al 36,7% de 2013 tras la expiración de los incentivos fiscales a la compra de vivienda.

ii) Reducción del stock y ausencia de oferta. La parálisis de la actividad promotora en los últimos 2 años ha permitido que el stock de vivienda comience a reducirse y a lo largo de 2016 pueda situarse en niveles inferiores a 500k casas. Además, las zonas centrales de las grandes ciudades son áreas plenamente consolidadas, que sufren una escasez de nueva oferta que presiona al alza los precios.

iii) Primeros aumentos en el precio del suelo. Los precios del suelo urbano en España repuntaron +9,7% en tasa interanual en el 3T15 y acumulan 4 trimestres consecutivos de subida, después de un ajuste de -50,4% desde los máximos alcanzados en 4T07. Este cambio de tendencia podría comenzar a repercutirse en los precios finales de las viviendas.

iv) Repuntes en las grandes ciudades y áreas turísticas premium por la demanda extranjera. Los precios medios de la vivienda en Madrid y Barcelona acumulan 4 trimestres consecutivos de subida, (+4,0% y +4,9% a/a respectivamente). Esta tendencia alcista se está trasladando ya a otras ciudades y es una realidad tangible en municipios costeros con imagen premium y oferta más restringida, debido a la solidez de la demanda de vivienda por parte de compradores extranjeros, que se recuperó antes que la demanda nacional y ha registrado una tasa de crecimiento de +14% en 2015. La recuperación de la economía europea, los bajos costes de financiación y la seguridad que ofrece España frente a la inestabilidad de los destinos turísticos competidores en el Norte de África son factores que pueden seguir presionando al alza los precios en emplazamientos turísticos.

En consecuencia, se mantiene el escenario de aumento de los precios en 2016 que habíamos estimado en informes anteriores. Este incremento de los precios continuará siendo desigual en las diferentes localizaciones, pero el precio medio repuntará de forma gradual con incrementos en el rango +3% / +5% durante 2016 y 2017 en ubicaciones selectivas. En consecuencia, este aumento de precios no implicará que se recuperen los máximos pre-crisis, sino niveles similares a los de 2004.

Luz al final del túnel en la actividad promotora.

La reactivación del sector inmobiliario todavía no se ha reflejado en la promoción inmobiliaria, que termina el año 2015 marcando un nuevo mínimo histórico de unas 45k viviendas terminadas (-10% con respecto a 2014). A pesar de que no existen cifras oficiales de viviendas iniciadas desde finales de 2014, consideramos que la actividad promotora atraviesa actualmente un punto de inflexión y resurgirá durante los próximos 2 años. debido a los avances en los indicadores adelantados del sector:

Equipo de Análisis de Bankinter:

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cmi/broker+hinarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nomhre=disclaimer.pdf>

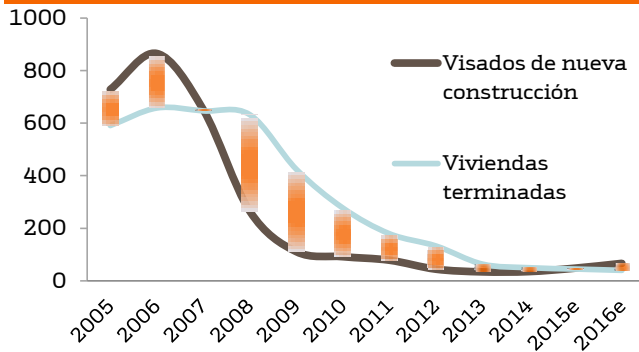
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón

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

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

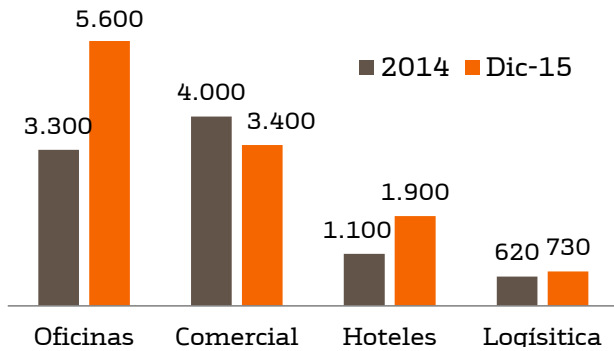
Avda. Bruselas, 12
28108 Alcobendas

Gráfico 13: Evolución de la actividad promotora



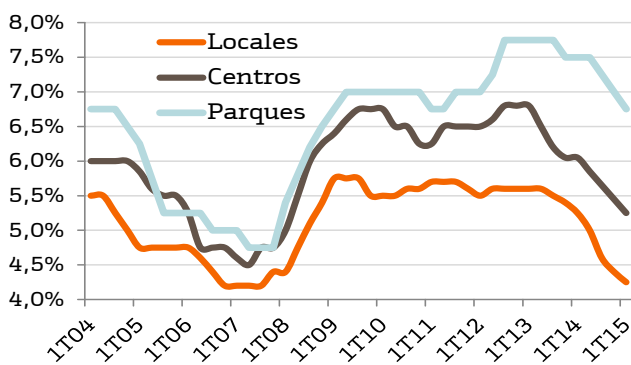
Fuentes: INE y BdE (Síntesis de indicadores)

Gráfico 14: Volumen de inversión inmobiliaria en el segmento comercial



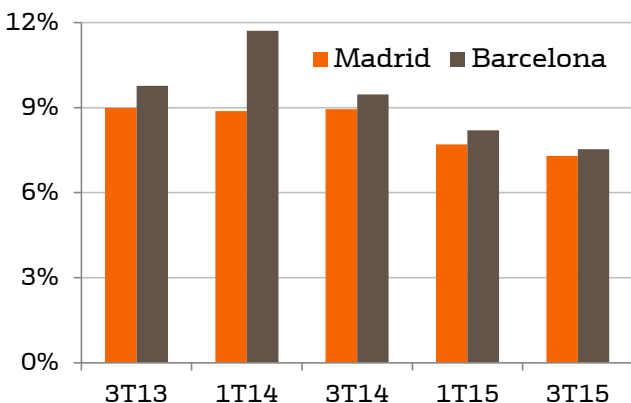
Fuente: Jones Lang Lassalle

Gráfico 15: Evolución de yields en el sector retail



Fuente: Jones Lang Lassalle

Gráfico 16: Tasas de desocupación de oficinas en Madrid y Barcelona (CBD)



Fuente: Jones Lang Lassalle

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe)

Ramón Forcada Eva del Barrio

Rafael Alonso

Pilar Aranda

Ramón Carrasco

Belén San José

Esther Gutiérrez de la Torre

Ana de Castro

Ana Achau (Asesor.)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Pág. 3 de 3)

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

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

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

Avda. Bruselas, 12

28108 Alcobendas

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

Inversión en construcción. La formación bruta de capital fijo en construcción acumula 6 trimestres consecutivos de repunte con una tasa de crecimiento interanual de +5,5%, por lo que podemos concluir que el cambio de tendencia tras 5 años consecutivos de retroceso es una realidad tangible.

Crecimientos de los visados de obra nueva. Los visados de obra presentados en los Colegios de Aparejadores para construcción de vivienda se estabilizaron en 2014 y han repuntado +39% hasta octubre de 2015, lo que tendrá una repercusión positiva en la construcción y la oferta de vivienda desde el 2S2016.

Consumo de cemento. El consumo aparente de cemento continúa muy alejado de los máximos superiores a 55 millones de toneladas alcanzados en 2006 y 2007. Sin embargo, el consumo está aumentando a una tasa interanual acumulada de +5,2% y en 2015 se habrá superado la barrera de 11 millones de toneladas por primera vez desde 2012, lo que sugiere que 2015 habría marcado un punto de inflexión en la actividad constructora y 2016 y 2017 serían años de crecimiento, siempre que el incierto contexto económico actual no provoque un deterioro de la confianza que lleve a aplazar las decisiones de inversión.

Segmento comercial: precios y rentas al alza, aunque los niveles de inversión de 2015 son difícilmente sostenibles.

El año 2015 ha finalizado con niveles récord de inversión en el sector inmobiliario comercial en España. Las cifras de 2014 se habían superado ampliamente en noviembre, de modo que el volumen de inversión total en el sector inmobiliario no residencial al cierre de 2015 habría alcanzado 13.000 M.€, un nivel incluso superior al de 2007, según CB Richard Ellis. Los edificios de oficinas han concentrado prácticamente el 50% de este volumen de inversión tras haber crecido +80%, mientras que el *retail* concentra un 28% de la inversión tras haber perdido terreno ante activos como los hoteles y áreas logísticas, que han registrado crecimientos cercanos a +80% y +30% respectivamente.

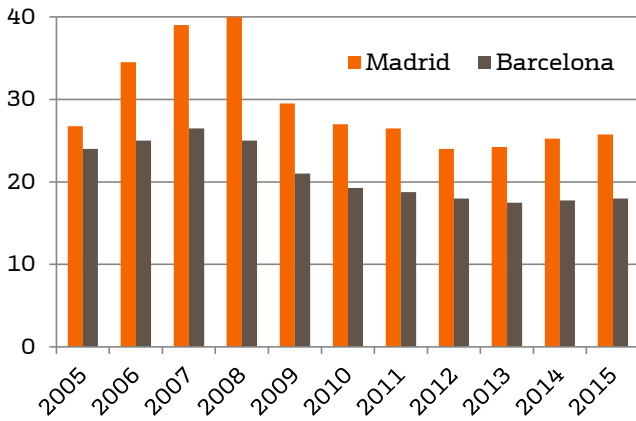
En nuestra opinión, en 2016 y 2017 asistiremos a un descenso del volumen de inversión en activos inmobiliarios no residenciales. En primer lugar, las cifras de 2015 están claramente condicionadas por la firma de grandes operaciones, entre las que destaca la compra de Testa por parte de Merlin Properties. En segundo lugar, al menos el primer trimestre de 2016 estará condicionado por el compás de espera hasta la formación de un nuevo gobierno tras las elecciones de diciembre de 2015. Asimismo, el impacto de las normativas urbanísticas en ciudades como Madrid y Barcelona es determinante en las decisiones de inversión en el sector inmobiliario, que requiere estabilidad regulatoria en el largo plazo. En este sentido, la moratoria en la concesión de licencias hoteleras en Barcelona que ha aplazado la reconversión en hotel de la Torre Agbar o el incierto desenlace del proyecto de reforma del Edificio España en Madrid son ejemplos paradigmáticos.

Sin embargo, una reducción del flujo de inversión desde los máximos de 2015 no implica que el sector inmobiliario no residencial no presente perspectivas favorables en 2016 y 2017, derivadas de los siguientes factores positivos que ya apuntamos en nuestros informes anteriores:

i) **Rentabilidad en el sector retail.** Los *yields* en el sector *retail*, medidos como la relación entre los ingresos por alquileres y el *Gross Asset Value* (GAV) de los activos continúa descendiendo tanto en los locales comerciales de las áreas centrales que son objetivo de las grandes marcas internacionales de moda, como en los centros comerciales más consolidados, debido a la revalorización de los activos. Adicionalmente, las rentas por alquiler se deberían ver favorecidas por su vinculación al ciclo expansivo del consumo español, que genera un incremento del tráfico de visitantes y las ventas.

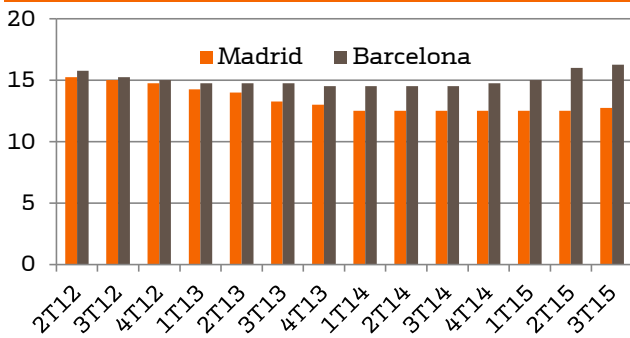
ii) **Menor disponibilidad de oficinas.** El aumento de la contratación de superficie de oficinas y la escasez de oferta en los *Central Business District* (CBD) de las grandes ciudades está provocando un aumento de los ratios de ocupación.

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



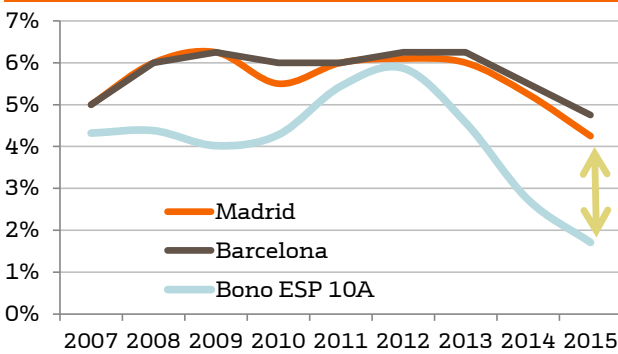
Fuente: Jones Lang Lassalle

Gráfico 18: Rentas medias (€/m2/mes) en áreas secundarias



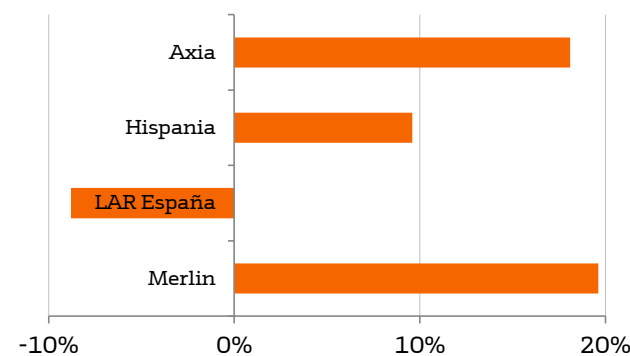
Fuente: Jones Lang Lassalle

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



Fuentes: Bloomberg, Jones Lang Lassalle y CB Richard Ellis

Gráfico 20: Evolución de SOCIMIs desde su salida a bolsa



Fuente: Bloomberg

Las tasas de disponibilidad se han reducido desde el 9,0% al 7,3% en Madrid y desde el 9,8% hasta el 7,5% en Barcelona desde mediados en 2013, lo que mejora la posición negociadora de los propietarios y puede acelerar el proceso de inversión en reposicionamiento de edificios de oficinas para atender a la creciente demanda.

iii) Aumento de las rentas por alquiler.- Los precios de alquiler de oficinas están acelerando su repunte en el CBD de las principales ciudades, con incrementos interanuales de +6,0% y +11,4% hasta 26,5 € / m2 / mes y 19,5 € / m2 / mes en Madrid y Barcelona respectivamente. Consideramos que el riesgo de un descenso brusco en las rentas es extremadamente reducido, ya que los niveles mínimos marcados en 2013 (24€ en Madrid y 17,5€ en Barcelona) constituyen un suelo. La tendencia ascendente nos parece claramente sostenible, ya que las rentas se encuentran todavía al inicio de la fase alcista y muy lejos del máximo previo a la crisis de 40 €/m2/mes en el CBD de Madrid. En consecuencia, creemos que niveles ligeramente superiores a 30 € / m2 / mes en Madrid y 21 € / 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 otros activos y prueba de ello es que las rentas en edificios en áreas secundarias de Madrid y Barcelona están atravesando un verdadero punto de inflexión tras haber registrado el primer repunte en los últimos 5 años, lo que tendrá también una repercusión positiva en las rentas de la periferia.

Por último, conviene recordar que la tendencia de revalorización de los inmuebles no impedirá que la inversión en el segmento comercial continúe disfrutando de un notable *spread* de rentabilidad frente a la inversión en otras alternativas, como la deuda pública de los principales países europeos, que ya se sitúa en terreno negativo en los tramos cortos de la curva. En consecuencia, la búsqueda de rentabilidades que superen la inflación en el medio plazo por parte de inversores institucionales seguirá despertando el interés de los inversores, siempre que el contexto político no se complique y provoque una ampliación de las primas de riesgo periféricas y un endurecimiento de las condiciones de financiación.

:: Ideas de inversión en el sector inmobiliario

La inversión en el sector inmobiliario español exige ser consciente de 2 realidades: el horizonte temporal debe ser amplio (mínimo de 3 a 5 años) por la mayor duración de los ciclos inmobiliarios y es necesario ser muy selectivo porque las alternativas de inversión que permitan aprovechar la recuperación del sector inmobiliario español continúan siendo limitadas. Reiteramos la idea de que de que la **inversión directa en activos inmobiliarios situados en ubicaciones centrales y premium de las grandes ciudades y centros turísticos** con mayor demanda continúa siendo una alternativa adecuada. La revalorización de viviendas y locales comerciales en zonas claramente consolidadas se verá beneficiada por una demanda creciente y una clara escasez de oferta, mientras que el incremento de precios y rentas propios de un nuevo ciclo de progresiva recuperación debería generar una rentabilidad atractiva (**aproximadamente 3%**) en el actual entorno de tipos cercanos a 0% y en ausencia de inflación.

Además de la inversión directa en activos inmobiliarios, comienzan a ganar visibilidad otras alternativas en activos más líquidos que exigen menor volumen de inversión, como las compañías cotizadas del sector inmobiliario, para las que también conviene ser extraordinariamente prudentes, seleccionando sólo aquellas compañías que cumplan con estos requisitos: (i) **Modelo de negocio centrado en actividad patrimonial frente a la promoción.** (ii) Activos de calidad ubicados en zonas *core*. (iii) Cartera concentrada en los segmentos de oficinas y *retail* con **menor peso de activos residenciales** y hoteleros. (iii) Ratios de **apalancamiento sostenibles.** (iv) **Capitalización bursátil**, cartera de activos, volumen de negociación y *free-float* elevados en relación a sus comparables del sector que permitan obtener 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	Pilar Aranda	http://broker.bankinter.com/
Ramón Carrasco	Belén San José	Esther Gutiérrez de la Torre	Ana de Castro	Ana Achau (Asesor.)	http://www.bankinter.com/
Por favor, consulte importantes advertencias legales en: (Pág. 3 de 3)					Avda. Bruselas, 12
https://broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf					28108 Alcobendas

* 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 100 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 y prácticamente única apuesta dentro del sector, con una **recomendación de Compra** y un **precio objetivo de 11,8€ (potencial de +24%)**. La compañía tiene como principales fortalezas el potencial de revalorización de sus activos por su calidad y ubicación, la combinación entre crecimiento de ingresos y visibilidad por la combinación de activos de oficinas, *high street retail*, centros comerciales y áreas logísticas, la calidad de su equipo gestor que ha demostrado *know-how* en las adquisiciones y la inversión del capital y una dimensión que le proporciona mayor visibilidad en mercado y acceso a fuentes de financiación más ventajosas.

(ii) La recomendación para **Axia, Hispania y LAR es Neutral**. Tienen las ventajas en términos de exención del IS y distribución de dividendos inherentes a las SOCIMIS, sus niveles de endeudamiento son reducidos, pero estas compañías tienen menor dimensión lo que limita las economías de escala, sus activos están ubicados en áreas menos consolidadas, algunos de ellos se encuentran en fase de reposicionamiento y, en el caso de Hispania, un peso importante en activos de mayor riesgo como el hotelero.

(iii) La única compañía que destaca positivamente entre las inmobiliarias sería **Colonial**, cuyo negocio patrimonial se caracteriza por la calidad y elevados porcentajes de ocupación en sus activos de París, Madrid y Barcelona. La recomendación sería Neutral, susceptible de revisarse al alza si continúa la tendencia de desapalancamiento y revalorización de sus activos.

(iv) En **Realia**, el posicionamiento es **Neutral** de forma táctica puesto que la OPA por el 100% presentada por Carlos Slim a 0,80€ por acción constituye un suelo para la cotización a corto plazo.

(v) La mayor parte de las compañías **inmobiliarias tradicionales** del sector no presentan potenciales de revalorización en el corto plazo que compensen los **elevados riesgos** que presentan. El proceso de desapalancamiento todavía es muy lento y el crecimiento débil de los ingresos, las pérdidas en sus resultados más recientes, importantes carteras de suelo en ocasiones no finalista y viviendas pendientes de terminar son características comunes a muchos de las antiguas compañías de referencia del sector, que no recomendamos incluir en las carteras de inversión.

Compañía	Recomendación	GAV	NAV	Cotiz.	NAV / acción	Desglose ingresos por			Revalor. 12M	Market cap	Ingresos 9M15	Ebitda 9M15	% Var. Ebitda	BNA 9M15	FF.PP. (m€)	Deuda neta (m€)	Deuda neta / FFPP.	Ebitda / Intereses
						Promoción y venta de vivienda	Patrimonial											
Colonial ¹	Neutral	6.357	1.736	0,5	0,54	0%	100%		-8,8%	1.754	169	151	5%	213	1.634	2.841	1,7x	1,6x
Inmobiliaria d. Sur	Vender	457	n.d.	6,8	n.d.	72%	28%		0,9%	116	31	8	24%	1	75	191	2,5x	1,6x
Quabit	Vender	401	n.d.	0,0	n.r.	98%	2%		-43,7%	93	8	-8	-111%	-10	30	333	11,0x	-1,6x
Realia ²	Neutral	1.850	449	0,9	0,97	18%	82%		15,7%	392	72	31	39%	2	288	1.069	3,7x	2,0x
Reyal Urbis ³	Vender	1.271	n.d.	0,1	n.d.	76%	24%		0,0%	36	80	-27	-52%	-137	-3.240	3.437	n.r.	n.r.

SOCIMI	Recomendación	GAV	NAV	Cotiz.	NAV / acción	Desglose cartera por ingresos			Revalor. 12M	Market cap	Ingresos 9M15	Ebitda 9M15	% Var. Ebitda	BNA 9M15	FF.PP. (m€)	Deuda neta (m€)	Deuda neta / FFPP.	Ebitda / Intereses
						Resid. y suelo	Oficinas + retail	Logístico, hotel y otros										
Merlin Properties	Comprar	5.809	3.072	9,5	9,51	4%	83%	13%	8,1%	3.088	142	100	n.r.	-130	2.774	2.939	1,1x	3,2x
Hispania ⁴	Neutral	755	755	11,0	10,09	17%	44%	39%	-3,9%	906	20	2	n.r.	13	887	-35	n.r.	0,6x
LAR España	Neutral	595	549	8,2	9,97	0%	84%	16%	-2,8%	489	24	17	n.r.	26	547	142	0,3x	5,7x
AXIA ⁵	Neutral	773	784	11,3	10,91	0%	73%	27%	4,4%	815	24	18	n.r.	37	780	-30	0,0x	8,9x

1 El BNA incluye la variación del valor de los activos. Si se consideran únicamente los resultados recurrentes, el Ebitda sería 129 M.€ y el resultado neto recurrente ascendería a 27,4 M.€. 2 Realia.- En la cifra de fondos propios se incluye el patrimonio neto al cierre de 9M15, la ampliación de capital de 89 M.€ y la capitalización del préstamo participativo por importe de 29 M€. 3 Reyal Urbis.- En el desglose de la cartera de activos, se consideran como negocio patrimonial los ingresos de su negocio hotelero. 4.- Hispania.- No se incluyen en el GAV los activos hoteleros de la cartera Bay adquiridos tras el cierre de 9M15. 5.- Axia: El valor de su cartera de activos al 31-dic-15 asciende a 858,9 M.€ (+11,8% *like-for-like*). En la tabla se ofrecen los datos anteriores a efectos comparativos.

Equipo de Análisis de Bankinter:

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cqj/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

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

Avda. Bruselas 12

28108 Alcobendas, Madrid