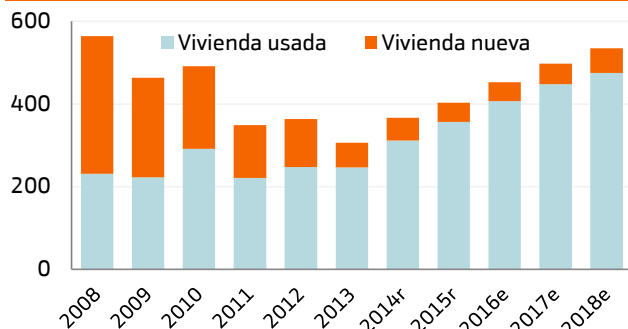


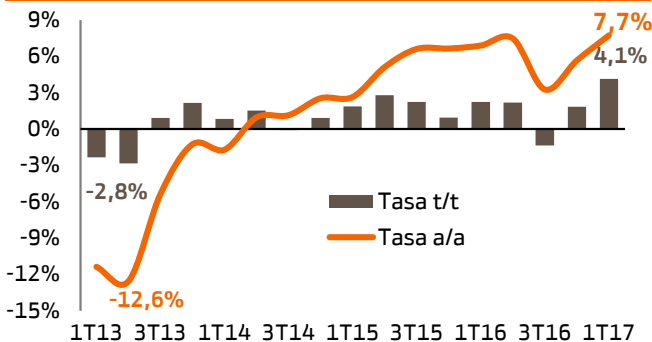
El ciclo expansivo acelera: la demanda crece con fuerza, los precios ascenderán de forma moderada.

Gráfico 1: Perspectivas de demanda (miles uds.)



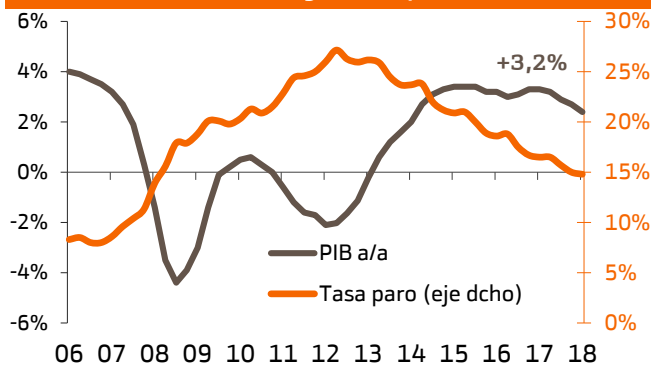
Fuentes: Banco de España, Ministerio de Fomento, Consejo General del Notariado y estimaciones Análisis Bankinter

Gráfico 2: Precios de vivienda en España (Índice de Precios de Ventas Repetidas).



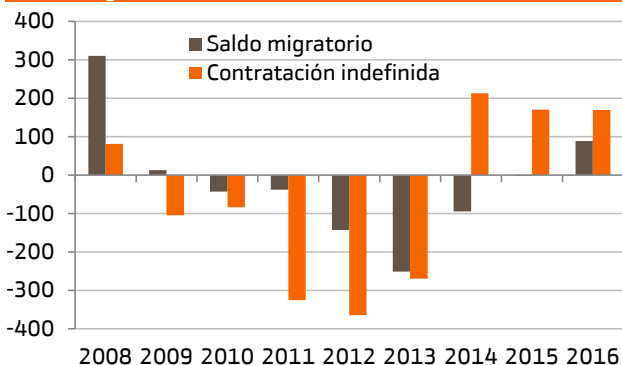
Fuente: Colegio de Registradores de la Propiedad

Gráfico 3: Evolución de PIB y tasa de paro



Fuente: INE y estimaciones Bankinter

Gráfico 4: Evolución de la contratación indefinida y saldo migratorio



Fuente: INE; Ministerio de Empleo

El mercado inmobiliario español está **acelerando su fase de recuperación** en términos de demanda y precios. La **demanda residencial** alcanzará un volumen cercano a **550k viviendas en 2018**, impulsada por la mejora del empleo y las favorables condiciones de financiación.

2017 seguirá siendo mejor momento para la compra que 2018. La mayor demanda, una oferta limitada y el auge del alquiler en seguirán presionando los **precios al alza**. Estimamos **incrementos moderados (+4%)**, una vez que las áreas *premium* han alcanzado máximos precios y los ratios de esfuerzo financiero para la compra vuelven a ser exigentes.

La **actividad promotora** está de vuelta. La reducción del *stock*, el crecimiento en los visados de obra y los planes de inversión de nuevas promotoras acelerará la nueva producción en 2018.

El segmento comercial, las **oficinas** mantienen un notable potencial y las **rentas** continuarán creciendo de forma consistente en **Madrid y Barcelona** tanto en (*CBD*) como en nuevos distritos.

Los niveles de **inversión** deberían ralentizarse en 2018 con respecto a los máximos de 1S17, una vez que los *yields* se acercan a mínimos y el diferencial de rentabilidad con la renta fija comienza a reducirse.

Entre las compañías cotizadas, **Merlin Properties** sigue siendo nuestra idea de inversión favorita (**revalorización de +23%** desde nuestra recomendación de compra en febrero de 2016). La dimensión y diversificación de su cartera de activos, la visibilidad de resultados y márgenes y una **rentabilidad por dividendo superior al 3,5%** son claras fortalezas, mientras que Neinor Homes presenta las mejores perspectivas entre las compañías centradas en la promoción residencial.

1. Mercado residencial. El mejor semestre desde 2008.

La primera mitad de 2017 ha venido marcada por una aceleración de la demanda y los precios de la vivienda en España. La magnitud del **crecimiento de las ventas** se pone de manifiesto a través de 3 magnitudes: (i) Durante el primer trimestre del año se cerraron 123k compraventas, según las cifras del Colegio de Registradores de la Propiedad. Es la cifra más elevada desde el año 2008, si exceptuamos el 4T10, condicionado por el adelanto de operaciones antes del fin de las deducciones fiscales. (ii) Las compraventas de vivienda hasta el mes de mayo (datos provisionales del Consejo General del Notariado) han registrado un incremento interanual acumulado de +16,4%. (iii) Las **ventas de vivienda nueva** repuntan a una tasa interanual de +5% tras haber descendido de forma ininterrumpida desde 2008.

Los precios acompañan la recuperación de la demanda, con incrementos +5,3% interanual según el INE, una cifra levemente superior a la subida de +4% estimada en nuestro anterior Informe Inmobiliario. No obstante, el repunte del precio medio hasta un nivel superior a 1.500 € / m² no refleja adecuadamente las profundas divergencias que se producen en los precios de la vivienda dependiendo de su ubicación y perfil.

La tendencia de ajuste a la baja de los precios se mantiene en zonas de clara sobreoferta o en activos mal ubicados. Sin embargo, el **Índice de Precios de Viviendas Repetidas (IPVVR)** del Colegio de Registradores de la Propiedad registró una subida interanual de +7,7% en 1T17, el mayor incremento de los últimos 9 años. Este índice recoge, con una metodología muy similar al S&P / Case-Shiller de EE.UU., los precios de viviendas que se han vendido al menos 2 veces en los últimos 5 años, lo que ofrece una imagen más ajustada de los precios de aquellas viviendas que realmente despiertan el interés de los compradores y se intercambian en el mercado.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe)
Ramón Carrasco

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

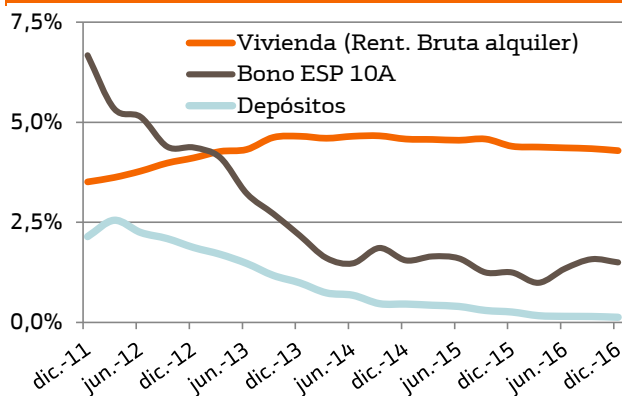
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

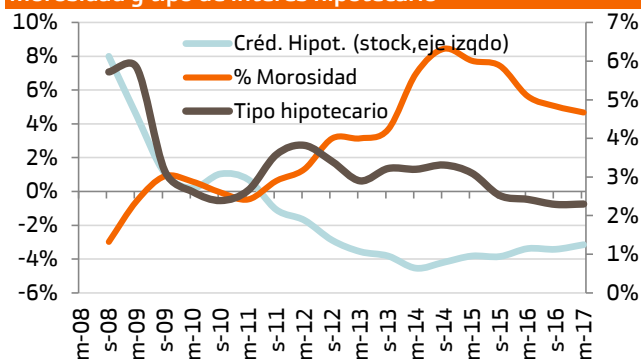
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Gráfico 5: Rentabilidad por activos



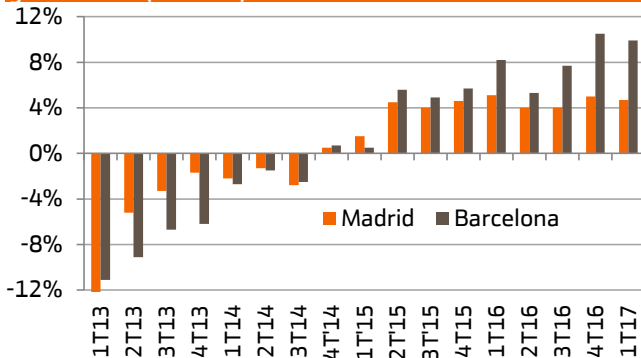
Fuente: BdE, síntesis de indicadores

Gráfico 6: Crédito hipotecario a familias (var. a/a), morosidad y tipo de interés hipotecario



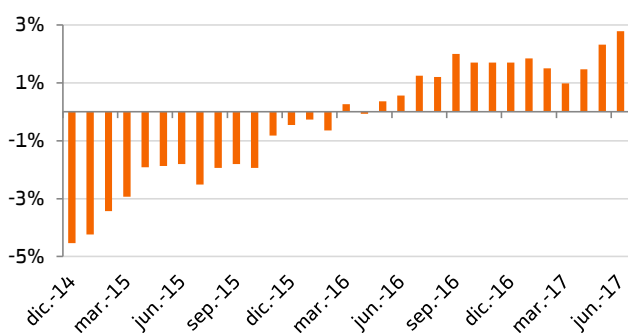
Fuente: BdE, síntesis de indicadores

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



Fuentes: Ministerio de Fomento, INE

Gráfico 8: 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

1.1. Demanda: Expansión económica y bajos tipos de interés son la cuadratura del círculo.

La demanda de vivienda encadena más de 3 años consecutivos de crecimiento, en una coyuntura favorecida por los siguientes factores:

:: El crecimiento económico también se refleja en el mercado laboral. La economía española permanece en un ciclo expansivo, por lo que estimamos un crecimiento del PIB de **+3,2% y +2,8%** en 2017 y 2018 respectivamente. El empleo se está beneficiando de este ciclo de recuperación de forma que la tasa de paro terminará el año 2018 en el umbral del 15%. Además de la bajada del paro, hay otras variables que siguen mejorando: (i) Durante cada uno de los 2 últimos años se han creado 170k empleos indefinidos, lo que contribuirá a acelerar la demanda. (ii) La población creció de forma leve en 2016, lo que representa un punto de inflexión ya que fue el primer incremento tras 4 años de caída y el primer año con un saldo migratorio positivo (+89k habitantes) desde 2009.

:: Financiación barata. Aunque la demanda de crédito se está reactivando, la competencia entre las diferentes entidades seguirá siendo intensa en un escenario de expansión económica y reducción de las tasas de morosidad hipotecaria. Por otra parte, el BCE continuará aplicando una política monetaria claramente expansiva, con el objetivo de consolidar la recuperación en la Eurozona. La baja inflación deja margen al BCE para mantener los tipos de interés en los niveles actuales durante un período prolongado, por lo que estimamos que el Euribor 12 meses se mantendrá en terreno negativo hasta finales de 2018.¹

:: Rentabilidad de la inversión en vivienda. El escenario de tipos de interés cercanos a 0% en los depósitos y la renta fija a corto y medio plazo seguirá impulsando la demanda de vivienda como bien de inversión. Aunque la rentabilidad bruta por alquiler según los datos del Banco de España se ha reducido desde el 4,65% en 2014 hasta 4,3% actual, la inversión en vivienda constituye, junto a la renta variable, la única alternativa de inversión que ofrece retornos superiores a la inflación.

Estos 3 factores seguirán influyendo de forma determinante sobre el mercado inmobiliario. El excelente comienzo de año en términos de ventas nos lleva a revisar ligeramente al alza nuestras estimaciones de demanda para 2017 desde el rango 470k /480k estimado en febrero hasta el rango 490 k / 500k, lo que implica un crecimiento superior a +10%. En 2018 se superará con cierta holgura la cifra simbólica de medio millón de viviendas, con el impulso de las ventas de casas nuevas que se irán terminando y comercializando en próximos trimestres.

1.2 Precios: tendencia alcista con elevada dispersión y ralentización de la subida en las áreas más premium.

El aumento de los precios es la consecuencia prácticamente inevitable en un escenario de fuerte incremento de la demanda y una oferta claramente limitada. No obstante, las profundas diferencias de demanda en las diferentes ubicaciones harán que persista una gran dispersión y que el incremento promedio en el entorno de +4% no sea representativo de la situación real en las diferentes áreas de las grandes ciudades. Además de la mayor demanda, identificamos 3 factores que contribuirán a mantener la tendencia alcista y 2 frenos que moderarán las tasas de incremento.

i) Limitaciones en la oferta. La reactivación de la actividad promotora no ha generado todavía un volumen de viviendas terminadas que permita cubrir una demanda estructural normalizada ligeramente superior a 150k casas, ya que 2016 marcó un nuevo mínimo histórico inferior a 50k nuevas viviendas. Hasta que las viviendas en fase de construcción actualmente comiencen a entregarse, la escasez de oferta será un catalizador para los precios.

¹ Ver Informe de Estrategia de Inversión 3T17 disponible en:

https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis/analisis_bankinter/estrategia_trimestral

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)

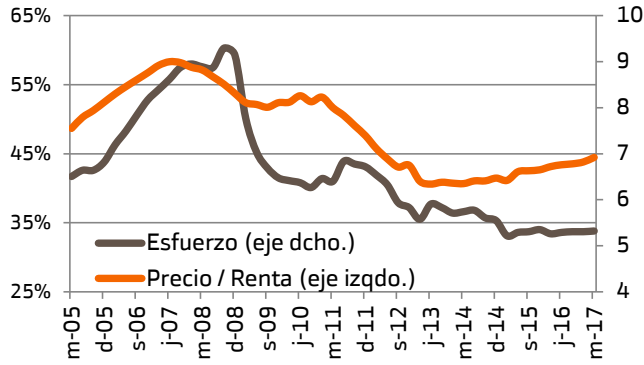
<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>
Avda. Bruselas, 12

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

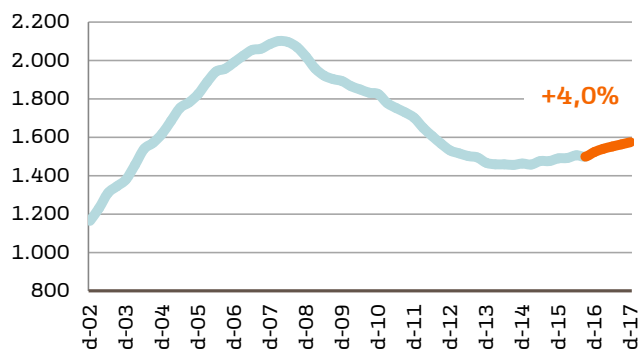
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

Gráfico 9: Esfuerzo financiero para la compra de vivienda en relación a renta familiar



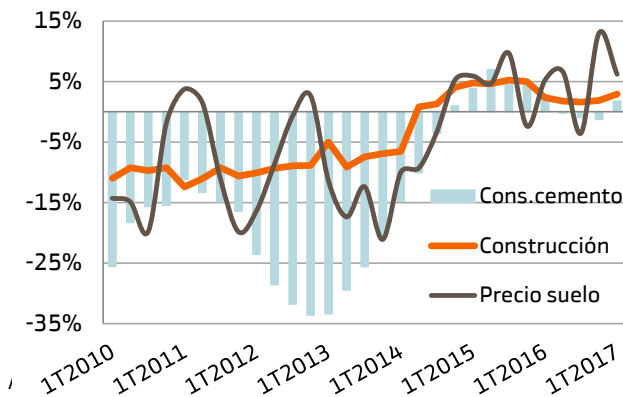
Fuente: BdE, Síntesis de indicadores

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



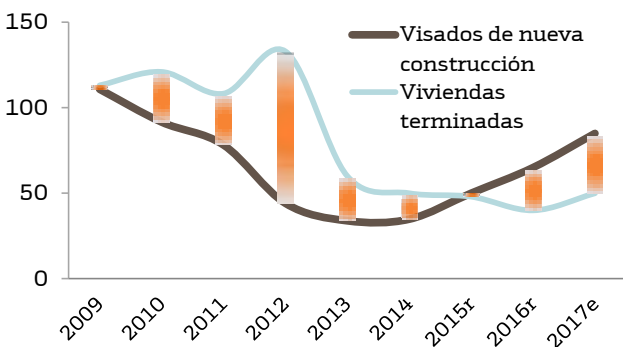
Fuentes: Ministerio de Fomento y estimaciones Bankinter

Gráfico 11: Inversión Construcción (tasa a/a) en PIB y Consumo Aparente de Cemento



Fuentes: INE, Ministerio de Fomento y Oficemen

Gráfico 13: Evolución de la actividad promotora



Fuentes: INE y Ministerio de Fomento.

ii) Subidas en las grandes ciudades. La tendencia alcista es consistente desde finales de 2014 y se ha acelerado en 1T17, con incrementos de precios en Madrid y Barcelona de +4,7% y +9,9% respectivamente en tasa interanual. Este aumento más acentuado en Barcelona se debe al elevado peso de los distritos centrales en el promedio de la ciudad, cuya expansión está limitada geográficamente. Por el contrario, Madrid muestra incrementos sólidos pero más moderados, por el mayor peso de distritos periféricos que absorben demanda a precios más asequibles.

Madrid y Barcelona seguirán marcando en buena medida la pauta del mercado, ya que han ganado peso en el conjunto de España. Ambas provincias representan una cuota del 26% de las compraventas totales en el mercado nacional en los últimos 12 meses frente al 23% de 2012 y el 19% de 2008. El mayor peso de Madrid y Barcelona seguirá impulsando el precio promedio en España, a pesar de que otras ciudades sigan registrando descensos como Bilbao y Zaragoza (-3,0% y -3,7% a/a respectivamente).

iii) Repuntes en el precio de los alquileres. El índice Actualizador de Rentas de Contratos de Alquiler (ARCA) subió +2,78% en junio y acumula 14 meses consecutivos al alza. En nuestra opinión, la subida de las rentas medias se mantendrá en los próximos trimestres, por la escasez de oferta y por un creciente interés por el alquiler de vivienda tras la crisis de 2008, a pesar de que España es uno de los países con mayor porcentaje de vivienda en propiedad y uso (79% frente al 67% de promedio en la UE). Además, la creciente rentabilidad obtenida a través de los pisos turísticos alquilados a través de plataformas como Airbnb está provocando que los contratos de alquiler de vivienda de largo plazo reflejen notables subidas de rentas.

Sin embargo, consideramos que los ritmos de subida del precio de la vivienda serán moderados y situarán en el rango +4% / +5% en 2018. Dos factores actuarán como freno y contribuirán a que las subidas de precios no superen de forma consistente las tasas interanuales de +5,3% registradas en la primera parte de 2017.

i) La fuerte subida de los alquileres supone un verdadero problema para la población residente. Las subidas superiores a +10% en distritos centrales de las grandes capitales (Ciutat Vella y Eixample en Barcelona, Retiro y Centro en Madrid) y en las ciudades de gran demanda turística como Palma de Mallorca puede acelerar la aprobación de nuevas normativas que limiten el alquiler turístico.

ii) El esfuerzo financiero necesario para la adquisición de una vivienda. La combinación de unos mayores precios inmobiliarios con un incremento muy leve de los salarios ha provocado que el porcentaje de renta bruta por hogar destinado al pago de la vivienda no haya bajado del 33% y el número de años de renta familiar destinados al pago de la vivienda haya aumentado desde 6,3 a principios de 2014 hasta 6,9 en 1T17. El ratio de esfuerzo financiero alcanzó máximos cercanos a 9 años en 2007 y el mercado español ha exigido tradicionalmente unos mayores niveles de esfuerzo que en otros países (5,3 años en Reino Unido y 3,6 años en EE.UU. actualmente). Sin embargo, creemos que ratios superiores a 7,5 no parecen sostenibles en el medio plazo, considerando el rápido incremento de esa cifra a partir de 2005 y que el nivel actual de 6,9 ya es claramente superior al de otros países como Reino Unido (5,3 años) y EE.UU. (3,6 años). Por ello, los notables ratios de esfuerzo financiero exigidos ya para el pago de una vivienda limitarán en los próximos años la subida de los precios, especialmente si a partir de 2019 los tipos de interés comienzan a subir y el coste de la financiación se encarece frente a los mínimos actuales.

En este sentido, los elevados precios pagados por determinados "activos trofeo" en zonas *premium* (18.000 € /m2 por un ático en la calle Lagasca de Madrid; 16.500 € / m2 por un ático en Passeig de Gràcia en Barcelona, niveles superiores a los máximos pre-crisis), podrían constituir un factor de riesgo en caso de extenderse a inmuebles no tan singulares. Por ello, consideramos que un incremento de los precios inmobiliarios cercano a +4% anual es más acorde con un recorrido alcista que sea sostenible en el tiempo.

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/>

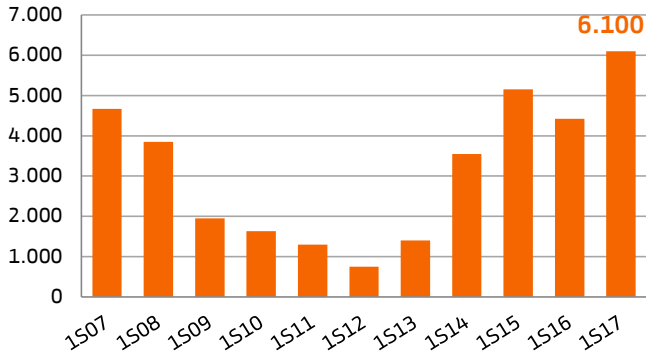
Avda. Bruselas, 12
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias leales en:

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

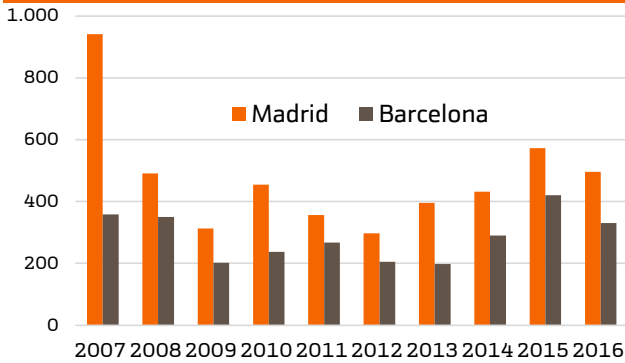
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Gráfico 13: Inversión inmobiliaria institucional en España



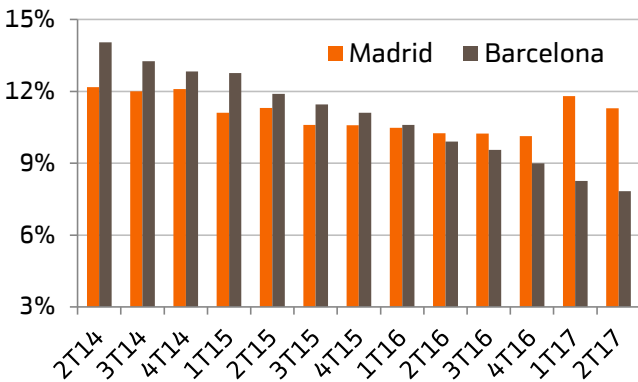
Fuente: CB Richard Ellis. No incluye compra de vivienda particular.

Gráfico 14: Volumen de contratación de oficinas



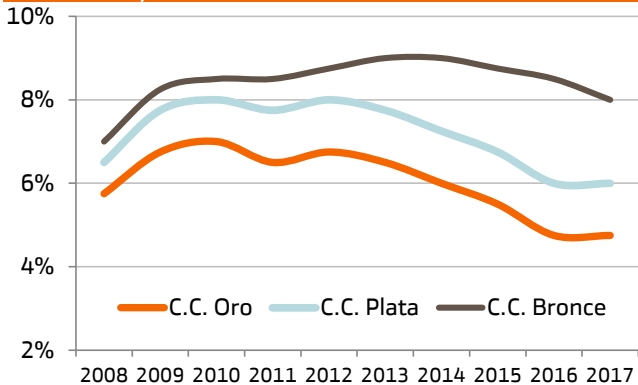
Fuente: Aguirre Newman

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

1.3 La promoción residencial mejora al fin en 2017 y crecerá con fuerza en 2018.

El elevado stock de vivienda acumulado en el período 2008-2013 y el modesto incremento inicial de la demanda paralizó la promoción residencial, que marcó un nuevo mínimo histórico en 2016. Estimamos que la construcción de viviendas aumentará con fuerza durante 2017 y 2018 hasta alcanzar cifras cercanas a 100k viviendas anuales. Nuestras previsiones se apoyan en el buen comportamiento de los siguientes indicadores adelantados:

:: Crecimientos de los visados de obra nueva. Los visados de obra nueva presentados en los Colegios de Arquitectos para construcción de vivienda cerraron 2016 con un repunte de +29% y acumulan un aumento superior a +20% interanual al cierre del 1T17, lo que sugiere una reactivación de la promoción en los próximos 18 meses.

:: Consumo de cemento.- El consumo aparente de cemento aumentó +1,8% en 1T17 en tasa interanual tras 3 trimestres consecutivos de descenso. El hecho de que Oficimen estime que el consumo seguirá aumentando durante 2017 a pesar del escaso volumen de licitación de obra civil pone de manifiesto el auge de la promoción inmobiliaria.

:: Incrementos en el precio del suelo. Los precios del suelo urbano en España repuntaron +6,2% en tasa interanual en el 1T17 y han subido en 4 de los últimos 5 trimestres, lo que acelerará la inversión antes de que los precios sigan repuntando.

:: Resurgir de grandes empresas promotoras. La recuperación de la demanda y los precios está provocando un aumento de la actividad y competencia entre grandes empresas promotoras que se han transformado y / o reestructurado tras la crisis. Todas las compañías que ya han comenzado a cotizar en bolsa como Neinor Homes o aquellas que preparan su salida al mercado en próximos trimestres como Vía Célere o Metrovacesa tienen ambiciosos planes de construcción de viviendas a corto y medio plazo que serán un impulso para la actividad promotora.

2. Sector comercial: Precios y rentas acompañan la mejora del ciclo en oficinas, retail y logístico.

El primer semestre de 2017 ha marcado nuevos máximos del nuevo ciclo de recuperación en el segmento no residencial. Las principales tendencias que marcarán el rumbo son:

:: Ralentización en los volúmenes de inversión tras un 2017 muy activo. La inversión en el sector inmobiliario español alcanzó 6.100 M€ en el 1S 2017¹, lo que implica un incremento de +38% con respecto 1S16 y supone el volumen máximo de inversión registrado en un primer semestre de año. Los segmentos que han atraído mayores volúmenes de inversión son el comercial (31% del total) y hotelero (27% del total, impulsado por el auge del turismo) por la influencia de grandes operaciones como la compra del centro comercial Madrid Xanadú por parte de Intu Properties por 530 M€ y el traspaso del Edificio España a Riu por 272 M€.

En el segundo semestre está previsto que se cierren más operaciones como la venta de la cartera de oficinas de Hispania o la salida al mercado del Centro Comercial Parque Corredor, por lo que el volumen de inversión total se acerque al umbral de los 10.000 M€ en 2017. En 2018, esperamos una ralentización ante las menores oportunidades de compra y rotación de activos una vez que los yields de entrada se han reducido y los compradores más recientes son inversores institucionales con menor perfil de riesgo y más vocación de permanencia en los activos.

:: Las oficinas son el activo más demandado. La contratación de oficinas ha mostrado una evolución positiva durante el primer semestre en los principales mercados. Madrid ha registrado una absorción de 275.000 m², mientras que en Barcelona la contratación ha crecido +29,3% con respecto al mismo período de 2016 y +22,4% respecto a 2S16².

1 Fuente CBRE. 2 Informe del Mercado de Oficinas de Aguirre Newman.

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

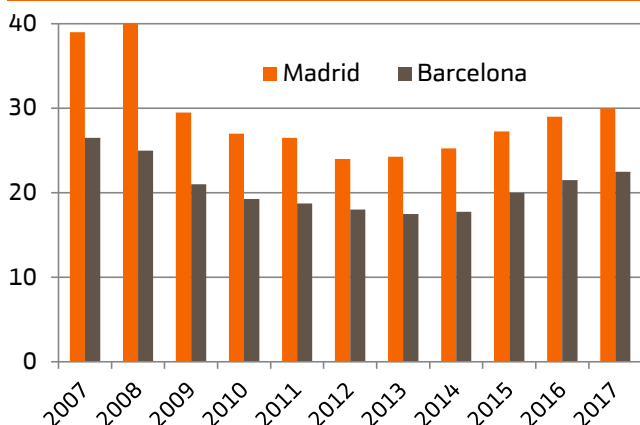
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

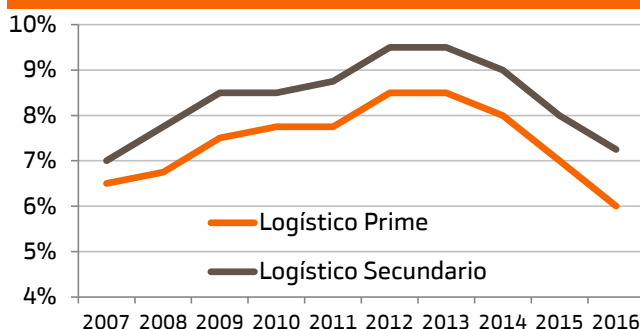
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

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



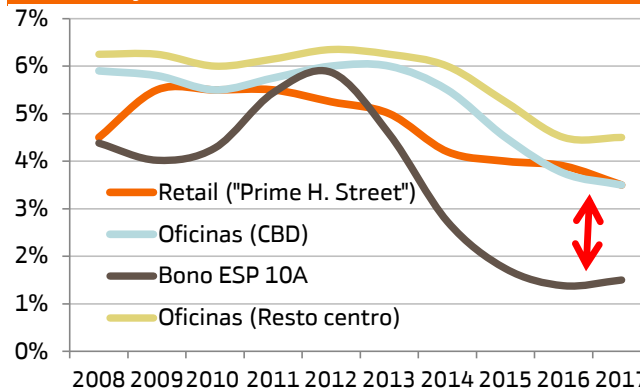
Fuente: Jones Lang Lassalle

Gráfico 18: Rentabilidad en activos logísticos



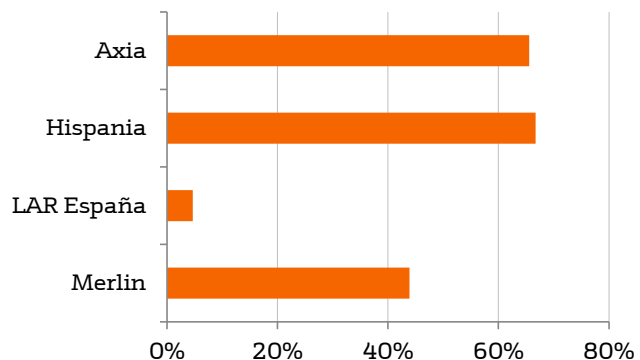
Fuente: Aguirre Newman

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

El limitado crecimiento del stock de oficinas en 2018 llevará la tasa de disponibilidad a nuevos mínimos en Barcelona y Madrid tras un aumento puntual a finales de 2016. Las rentas medias en el *Central Business District (CBD)* de Madrid han alcanzado el umbral de 30 €/ m2 / mes, lo que implica un repunte de +8,1%, según Jones Lang Lassalle. En Barcelona, los precios en CBD repuntan +7,1% hasta 22,5€ y las nuevas áreas de negocio registran subidas cercanas a +15% gracias al dinamismo de nuevos distritos como 22@.

La combinación de unas bajas tasas de desocupación y una mayor actividad económica seguirá presionando al alza las rentas tanto en CBD como en otras áreas centrales e incluso periféricas. Estimamos que las rentas en el CBD podrían ascender hasta 32 €/ m2 / mes en Madrid y 24 €/ m2 / mes en Barcelona a finales de 2018, lo que implica una subida consistente con la de los últimos trimestres y situaría las rentas es niveles todavía inferiores al máximo pre-crisis de 40€/ m2 /mes registrado en Madrid en 2007.

:: Recorrido más limitado en centros comerciales. Los mejores centros comerciales todavía presentan un potencial de reversión alcista en aquellos contratos que se firmaron en los años más duros de la crisis y que se renuevan actualmente, con unas cifras de consumo y ventas minoristas más favorables. No obstante, estas perspectivas positivas para los próximos 12 meses se limitan, en nuestra opinión, a los Centros comerciales "oro", caracterizados por su buena ubicación, su variedad de servicios relacionados con el ocio y, especialmente, la presencia de grandes "operadores ancla" que provocan un efecto llamada a otros comercios.

Sin embargo, aquellos centros comerciales que no dispongan de marcas de primer nivel ni ofrezcan "una experiencia" de ocio adicional a las compras, se verán amenazados por una progresiva reducción del tráfico de visitantes y las ventas, como ya ha sucedido con los REITS estadounidenses especializados en *retail*. La expansión del comercio electrónico con respecto a las ventas en tiendas físicas y la creciente cuota de mercado de empresas como Amazon frente a los *retailers* tradicionales puede limitar la compresión de *yields* en los centros comerciales con ubicaciones mejorables.

:: El sector logístico sigue al alza. La reducción de rentabilidades de entrada se mantiene en el sector logístico. A pesar de tratarse de un segmento de mercado de mayor riesgo porque los activos son fácilmente replicables, los volúmenes de inversión seguirán siendo elevados, especialmente en áreas de intensa actividad económica y cercanía a nudos de comunicaciones como el Corredor del Henares en Madrid o el Puerto de Barcelona. El crecimiento de la actividad económica en España y la demanda de nuevas instalaciones adaptadas a los requisitos de nuevos gigantes del comercio electrónico como Amazon seguirán impulsando el segmento logístico.

:: ¿Cuál es el límite en la reducción de yields?. En nuestra opinión, la reducción de rentabilidad en activos de oficinas *CBD*, locales y centros comerciales será más moderada en los próximos trimestres. Los *yields* de los mejores activos están en niveles próximos a los mínimos históricos, con rentabilidades inferiores al 4% en las oficinas de *CBD* y los mejores activos *retail*, según Aguirre Newman.

Es probable que los inversores institucionales con menores exigencias en términos de coste de capital que necesitan activos generadores de rentas continúen presionando a la baja la rentabilidad de entrada. Sin embargo, consideramos poco probable que la rentabilidad de las oficinas prime y los centros comerciales oro se sitúe en niveles inferiores a 3,25% y 4,50% respectivamente. En nuestra opinión, el ciclo expansivo europeo seguirá ganando *momentum*, lo que llevará al BCE a iniciar el próximo año una estrategia de normalización muy gradual de la política monetaria. El brusco repunte de la TIR de los bonos soberanos europeos en las últimas jornadas de junio de 2017 sugiere que el mercado podría comenzar a descontar a lo largo de 2018 unas primeras subidas de tipos de interés que deberían llegar en 2019, lo que podría generar los primeros aumentos de *yield* de la última década.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe)

Ramón Forcada

Eva del Barrio

Esther Gutiérrez de la Torre

Ramón Carrasco

Belén San José

Rafael Alonso

Ana de Castro

Aránzazu Bueno

Joao Pisco

<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

Ana Achau (Asesor.)

Susana André (Mkt& Support)

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

5. Posicionamiento recomendado y cifras clave de las principales compañías cotizadas.

i) **Merlin Properties** sigue siendo nuestra principal idea de inversión, con una recomendación de **Comprar** y un **precio objetivo de 12,6€ (potencial de +9,6%)**. La compañía dispone de una cartera de activos de alta calidad y diversificación. La evolución de las rentas en el segmento de oficinas es positiva y existe potencial de mejora en rentas y ocupaciones en los activos integrados tras la adquisición de Metrovacesa. El incremento de los ingresos y la eficiencia en costes (gastos generales limitados a un 5,75% de las rentas brutas en 2018-19) otorga una notable visibilidad a la generación de caja de la compañía y su capacidad para pagar dividendos (estimamos una rentabilidad por dividendo de 4,1% en 2018). Por último, la vinculación de los incentivos a medio plazo a la rentabilidad total para el accionista por revalorización de acciones y dividendos refuerza la vocación de permanencia del equipo directivo.

ii) Nuestra recomendación en **Colonial** es **Neutral** con un **precio objetivo de 8,1 € (potencial de +4,8%)**. La Compañía, integrada en el Ibex-35 desde junio, tiene como principal fortaleza la calidad de sus activos de oficinas, ubicados en áreas *prime* de París, Madrid y Barcelona. Valoramos positivamente el potencial de reversión en renovación de contratos y el enfoque estratégico que incluye la inversión en adquisición y desarrollo de nuevos activos en áreas no *prime* como vía para generar valor añadido a futuro. Sin embargo, los *yields* se encuentran cerca de mínimos históricos y limitarán la revalorización de activos en próximos trimestres.

iii) Entre las Socimis del mercado continuo, revisamos a la baja la recomendación de **Hispania** desde Comprar hasta Neutral, una vez que se ha revalorizado +34% desde nuestra recomendación de compra y se han materializado nuestras perspectivas positivas acerca de la evolución de su cartera hotelera en términos de ingresos y márgenes en un año de gran crecimiento del turismo en España. La venta de su cartera de oficinas podría concretarse en breve por un precio cercano a 500 M€, pero creemos que esta expectativa ya está en buena medida reflejada en el precio. Mantenemos una recomendación Neutral en **LAR**. A pesar de que la compañía tiene una elevada concentración de activos en el segmento *retail* (89% del total), cotiza con un descuento significativo sobre NAV. Por último, rebajamos de forma táctica la recomendación de **Axiare Patrimonio** desde Comprar hasta Vender tras haberse revalorizado +15%. A pesar de que los resultados muestran una evolución positiva, cotiza con mayor prima sobre NAV, lo que hace menos probable que Colonial lance una OPA sobre el 100%.

iv) Entre las inmobiliarias centradas en el negocio promotor, consideramos que la compañía con perspectivas más favorables es **Neinor Homes**. Destacamos como aspectos más destacables de la compañía una cartera de suelo bien posicionada, la perspectiva de crecimiento de ingresos apoyada en unas preventas de 1.797 unidades con un precio medio superior a 300k euro al cierre de 1S17, los planes de entrega de 3.500 / 4.000 viviendas anuales con el *timing* adecuado para aprovechar la mejora del ciclo y unos ratios de apalancamiento prudentes (20% de LTV).

(v) El resto de compañías **inmobiliarias tradicionales** no presentan potenciales de revalorización relevantes en nuestra opinión. Mantenemos la recomendación de **Realia** en Neutral, a la espera de que la compañía defina con mayor claridad su estrategia una vez completada su ampliación de capital. Mejoramos la recomendación de **Inmobiliaria del Sur** de Vender a Neutral por el incremento en preventas de +28% con respecto a 1S17 y el avance en desarrollo promociones sin incrementar la deuda. Por último, mantenemos la recomendación de Vender en **Quabit**, que tiene una visibilidad de ingresos limitada en los primeros años de su plan estratégico 2017-21 y un significativo peso en su activo de suelo no finalista en ubicaciones periféricas.

SOCIMI	Recomendación	GAV	NAV	Cotiz.	NAV / acción	Prima sobre NAV	Revalor. YTD	Rentab. Div. 17e	Market cap	Desglose cartera			BNA 2016	BNA 2017e	% Var.	Ebitda 1S17	FF.PP. (m€)	Deuda neta (m€)	Deuda neta / FFPP.	LTV
										Resid.y suelo	Oficinas + retail	Logístico + hotel								
Merlin Properties ¹	Comprar	10.052	5.337	11,5	11,4	1,01x	12,1%	4,1%	5.388	0%	90%	10%	582	671	15%	99.4	4.916	4.570	0,9x	46%
Colonial	Neutral	9.823	4.408	7,9	11,2	0,70x	20,0%	2,5%	3.099	0%	100%	0%	274	265	-3%	109	4.001	3.552	0,9x	41,4%
Hispania	Neutral	2.339	1.647	15,5	15,1	1,03x	38,6%	5,9%	1.694	11%	26%	63%	308	285	-7%	50	1.735	484	0,3x	31%
LAR España	Neutral	1.448	859	8,6	9,5	0,90x	25,9%	4,3%	773	5%	89%	6%	91	56	-39%	23	846	591	0,7x	39%
Axiare Patrimonio	Vender	1.709	1.184	15,9	15,0	1,06x	15,1%	1,9%	1.257	0%	80%	20%	149	134	-10%	21	1.155	481	0,4x	29%

Compañía	Recomendación	GAV	NAV	Cotiz.	NAV / acción	Prima sobre NAV	Revalor. 12M	Rentab. Div. 17e	Market cap	Desglose ingresos		BNA 2016	BNA 2017e	% Var.	Ebitda 1S17	FF.PP. (m€)	Deuda neta (m€)	Deuda neta / FFPP.	LTV
										Promoción residencial	Patrimonio								
Neinor Homes	Comprar	1.344	1.043	20,0	13,2	1,51x	21,1%	0%	1.576	100%	0%	1	0	n.r.	2	725	301	0,4x	15,0%
Realia ²	Neutral	1.841	822	1,1	1,3	0,84x	22,7%	0%	680	19%	81%	116	41	-65%	21	1.035	725	0,7x	39,4%
InSur	Neutral	436	266	10,4	15,6	0,66x	30,8%	1,3%	176	34%	66%	4	9	118%	9	93	170	1,8x	39,1%
Quabit	Vender	240	75	1,7	n.d.	n.d.	-3,3%	0%	132	99%	1%	8	8	4%	3	151	165	1,1x	n.d.

¹ La cifra de Ebitda corresponde al cierre de 1T17. ² 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)
Belén San José Ana de Castro

Ramón Forcada
Aránzazu Bueno

Eva del Barrio
Joao Pisco

Esther Gutiérrez de la Torre
Ana Achau (Asesoramiento)

Rafael Alonso
Susana André (Marketing & Support)

Ramón Carrasco

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

Avda. Bruselas 12

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

28108 Alcobendas, Madrid