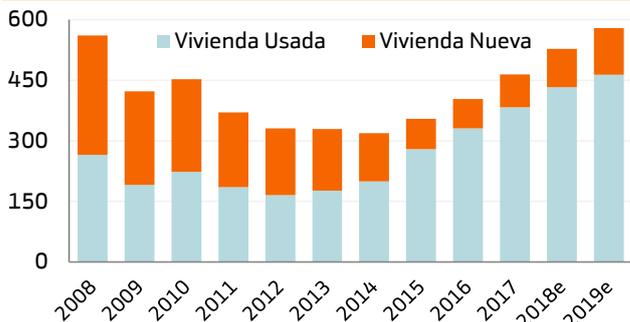


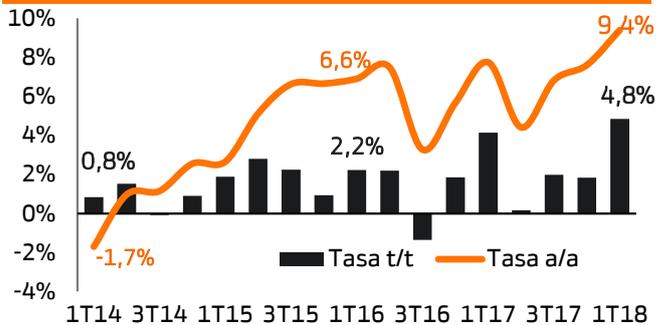
**La expansión continúa: demanda creciente, alquileres elevados y tipos bajos presionarán al alza los precios.**

Gráfico 1: Perspectivas de demanda (miles uds.)



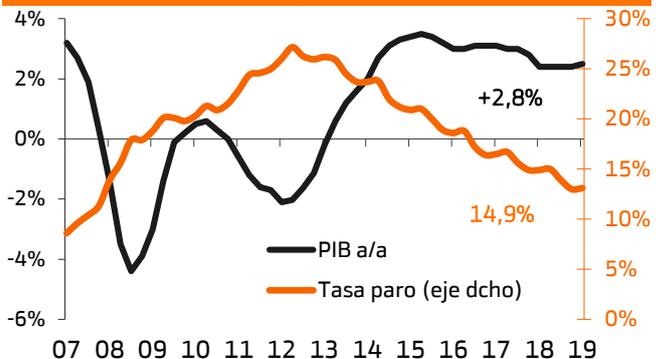
Fuentes: Banco de España, Ministerio de Fomento, Consejo General del Notariado y estimaciones Análisis Bankinter.

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



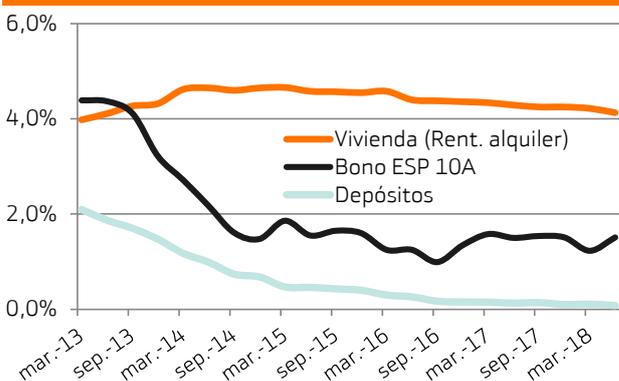
Fuente: Colegio de Registradores de la Propiedad

Gráfico 3: Evolución de PIB y Tasa de Paro



Fuente: INE y estimaciones Bankinter.

Gráfico 4: Comparativa de rentabilidad por activos.



Fuente: Banco de España, síntesis de indicadores.

El mercado inmobiliario mantendrá su fase de expansión en oferta, demanda y precios durante los años 2018 y 2019.

El crecimiento del empleo, el atractivo de la vivienda como inversión y los reducidos costes de financiación impulsarán la demanda residencial hasta un volumen cercano a 540k viviendas en 2018 y 580k en 2019.

La notable aceleración de los precios en la primera mitad de 2018 debería moderarse a medida que los ratios de esfuerzo financiero se endurecen. Sin embargo, la solidez de la demanda, una oferta limitada en las áreas consolidadas y el repunte de los alquileres presionarán al alza el precio medio por m<sup>2</sup> en el rango +4% / +5%, un incremento que podría ser superior en las grandes ciudades.

La reactivación de la promoción residencial es un hecho, pero el incremento de la nueva producción no será verdaderamente tangible hasta 2019.

La inversión se ralentizará gradualmente en el segmento comercial tras el boom de años anteriores. Las rentas seguirán respaldadas en oficinas y mantienen potencial alcista en activos logísticos, mientras el auge del comercio electrónico provocará un estancamiento o descenso en los activos retail no singulares.

Entre las compañías cotizadas, Merlin Properties sigue siendo nuestra idea de inversión favorita (revalorización de +20% desde nuestra recomendación de compra en Ene-2016), mientras las promotoras residenciales cotizadas se encuentran en una fase inicial de sus planes de crecimiento que no permite todavía monetizar la fase expansiva de la demanda y los precios de la vivienda en España.

## 1. Mercado Residencial: 2018, el mejor año de la década.

Los primeros meses de 2018 han mantenido la tendencia creciente de los 3 últimos años y las ventas de vivienda superarán el umbral de las 500k transacciones totales. Así puede deducirse de las estadísticas más recientes, entre las que destacamos: (i) Las compraventas de vivienda en 1T18, según el Colegio de Registradores de la Propiedad, ascendieron a 129k unidades (+14,7% con respecto a 1T17), lo que supone el mejor trimestre desde el año 2007. (ii) La demanda de vivienda hasta finales de abril ha superado las 180k unidades (+10,4% interanual) según las cifras del Consejo General del Notariado. A pesar de que existe una cierta discrepancia entre ambas fuentes, las cifras muestran una inequívoca tendencia alcista tanto en vivienda usada como nueva (incrementos de +15% y +12% respectivamente).

Los precios no son ajenos a esta expansión de la demanda y también suben con fuerza. El precio medio de la vivienda aumentó +6,2% interanual en 1T18, una cifra superior a la subida de +4% estimada en nuestro anterior Informe Inmobiliario. Este incremento moderado de precios según el índice general del INE se debe también al ajuste a la baja que se ha producido en zonas de clara sobreoferta o a las modestas subidas que se registran en poblaciones secundarias. Sin embargo, el Índice de Precios de la Vivienda de Ventas Repetidas (IPVVR) del Colegio de Registradores de la Propiedad registró una subida interanual de +9,4% en 1T18 y acumula ya un ascenso de +25,9% desde los mínimos de 2014. Este índice recoge, con una metodología 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 del mercado ya que refleja los precios de aquellas viviendas que prueban haber despertado más interés de los compradores al intercambiarse con frecuencia en el mercado.

### Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe)  
Ramón Carrasco

Ramón Forcada  
Pilar Aranda

Esther Gutiérrez de la Torre  
Aránzazu Cortina

Rafael Alonso  
Ana de Castro

Elena Fdez.-Trapiella

Joao Pisco  
Susana André (Mkt& Support)

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

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

Avda. Bruselas, 14

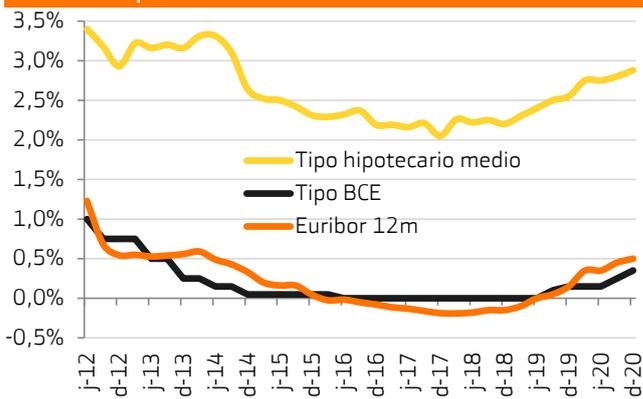
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

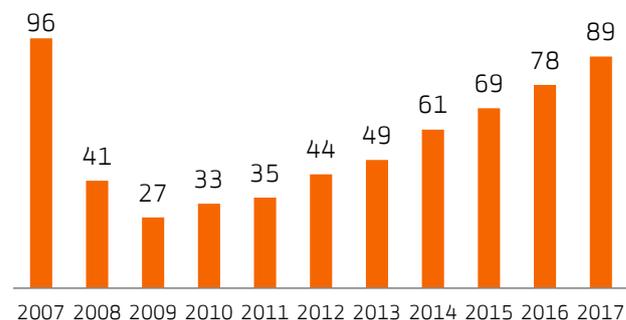
\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Gráfico 5: Tipos de Interés



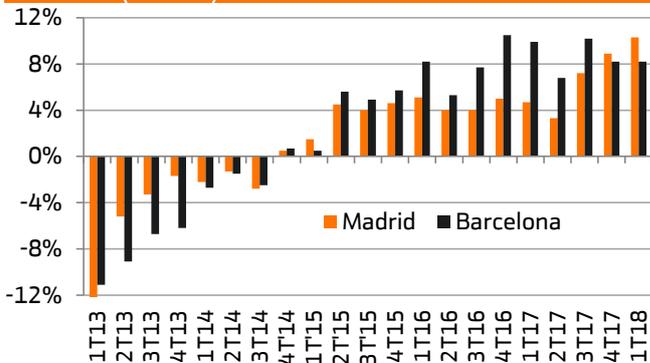
Fuente: BdE, Bloomberg y estimaciones Bankinter.

Gráfico 6: Compraventas de Viviendas realizadas por extranjeros



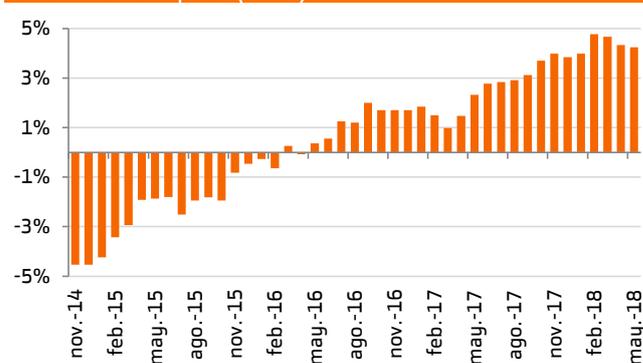
Fuente: INE, Ministerio de Fomento.

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



Fuentes: Ministerio de Fomento, INE

Gráfico 8: 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: Los principales motores siguen en marcha.

La demanda de vivienda se encuentra en su cuarto año consecutivo de crecimiento, una etapa de expansión que se prolongará también en el año 2019, impulsada por los siguientes factores:

**:: Ciclo económico favorable.** La economía española experimentará una leve desaceleración en 2018, pero el ciclo expansivo continuará. Estimamos un **crecimiento del PIB de +2,8% en 2018 y +2,4% en 2019**. Este nivel de expansión favorecerá que la **tasa de paro continúe reduciéndose hasta el 15% a finales de este año** y el 13,1% en diciembre de 2019\*. El menor nivel de paro y la evolución positiva del empleo (358k nuevos contratos indefinidos más en 2017) son un claro catalizador de la demanda.

**:: Fácil acceso a la financiación.** El tipo hipotecario medio parece haberse estabilizado en niveles inferiores a 2,5% y no debería aumentar de forma reseñable durante los próximos 12 meses. El **BCE** ha afirmado que el primer aumento de su tipo de interés de referencia (actualmente en 0%) no llegará hasta el segundo semestre de 2019 y el proceso de normalización de la política monetaria será progresiva, por lo que **estimamos que el Euribor 12 meses se mantendrá en negativo durante todo el año 2018, repuntará de forma leve en 2019 y permanecerá en niveles inferiores a 0,50% hasta finales de 2020**.

**:: Rentabilidad de la inversión en vivienda.** El escenario de tipos de interés cercanos a 0% en los depósitos y la rentabilidad incluso negativa que proporciona actualmente la renta fija a corto y medio plazo seguirá impulsando la demanda de vivienda como bien de inversión. La **rentabilidad bruta por alquiler** de la vivienda, que se sitúa actualmente en **4,1%** según los datos del Banco de España, muestra que la inversión inmobiliaria es todavía la única alternativa que, junto a la renta variable, puede ofrecer retornos superiores a la inflación y contribuir a mantener el poder adquisitivo.

**:: Fortaleza de la demanda extranjera.** El año 2017 se cerró con 89k compraventas de viviendas por parte de extranjeros residentes y no residentes en España, la cifra más alta desde 2007. La demanda internacional ha registrado **crecimientos anuales superiores a +10% durante desde 2013**, a pesar de la incertidumbre derivada de eventos como el Brexit, por lo que esperamos que el ciclo expansivo global, los abundantes niveles de liquidez y la potencia de España como destino turístico sigan generando una demanda creciente.

En definitiva, las perspectivas positivas para la demanda de vivienda se confirman, por lo que **mantenemos nuestra estimación de una demanda de vivienda en el entorno de las 530k / 540k unidades en 2018 y estimamos una demanda en el rango 570k / 580k unidades en 2019**. La demanda usada seguirá representando más de un 80% de la demanda total, pero la reactivación de la promoción inmobiliaria permitirá que las ventas de vivienda nueva sobrepasen el umbral de las 100k unidades anuales a lo largo de 2019 por primera vez desde 2012.

## 1.2. Los precios siguen acelerando: ¿hacia una nueva burbuja?

La tendencia creciente de los precios es fácilmente explicable atendiendo al aumento de la demanda y la limitación de la oferta actual. La actividad promotora no está generando todavía una nueva producción que permita atender una demanda estructural cercana a 150.000 viviendas anuales. Además, hay otros **factores que seguirán impulsando al alza los precios**, entre los que destacamos:

**i) Las grandes ciudades lideran una subida asimétrica.** Madrid y Barcelona continúan acelerando el incremento del precio de la vivienda, con tasas interanuales de +10,3% y +8,2% respectivamente en 1T18. El elevado peso de ambas provincias en el conjunto de España (generan el 27% de las ventas totales) y las subidas superiores a +10% en ciudades como Málaga y San Sebastián presionarán al alza el precio medio.

\*Ver Informe de Estrategia de Inversión 3T18 disponible en:

[https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis/analisis\\_bankinter/estrategia\\_trimestral](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

Pilar Aranda

Aránzazu Cortina

Ramón Forcada

Ana de Castro

Esther Gutiérrez de la Torre

Aránzazu Bueno

Rafael Alonso

Elena Fdez.-Trapiella

Joao Pisco

Susana André (Mkt& Support)

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

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

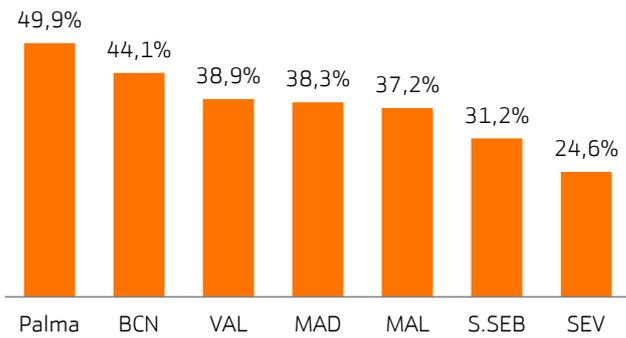
Avda. Bruselas, 14

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

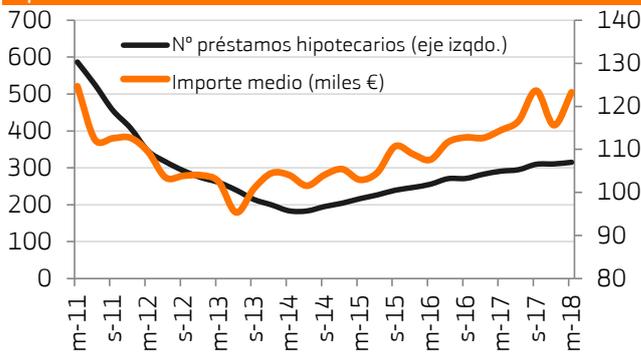
[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

**Gráfico 9: Incremento del alquiler medio en el período 2014-2018**



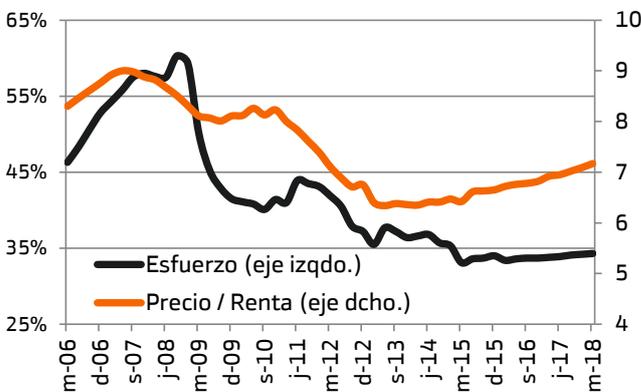
Fuente: Idealista.com

**Gráfico 10: Préstamos hipotecarios e importe medio por hipoteca**



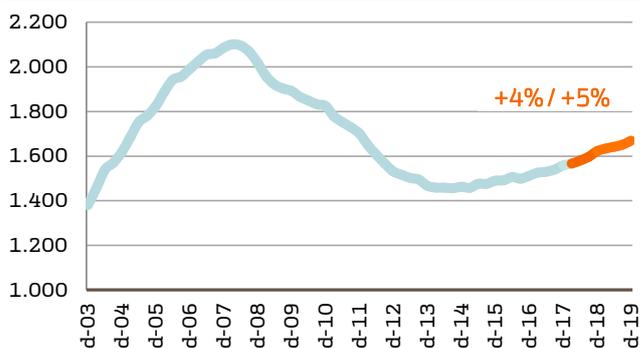
Fuentes: BdE y Colegio de Registradores

**Gráfico 11: Esfuerzo financiero para la compra de vivienda en relación a renta familiar**



Fuentes: BdE, síntesis de indicadores.

**Gráfico 12: Evolución estimada de los precios**



Fuentes: INE, Ministerio de Fomento y estimaciones Bankinter

No obstante, el incremento del precio medio hasta a 1.565 € / m<sup>2</sup> en el conjunto de España marca una tendencia general alcista pero no refleja con precisión las **divergencias** que se producen en los precios de la vivienda en función de su ubicación y calidad. De esta forma, los fuertes incrementos ya mencionados contrastan con subidas modestas en Bilbao y Valencia (+2%), cierta atonía en mercados como Zaragoza (+0,3%) y continuos ajustes a la baja en algunas ciudades de Castilla y León y Castilla-La Mancha afectadas por dinámicas de población negativas.

ii) **Repuntes en el precio de los alquileres.** La creciente tendencia al alquiler (aunque todavía reducida en comparación con Europa), la escasez de oferta en las grandes ciudades y el auge de los alquileres turísticos a través de plataformas como Airbnb han provocado que el precio de los alquileres se haya incrementado. Prueba de ello es el repunte de +4,2% en el índice Actualizador de Rentas de Contratos de Alquiler (ARCA) que acumula ya 26 meses consecutivos al alza.

Si la fuerte demanda, una oferta limitada y las subidas del alquiler tienen continuidad en los próximos trimestres, **cabe preguntarse si los precios van a seguir acelerando y se está formando una nueva burbuja inmobiliaria.** En nuestra opinión, todavía no hay paralelismos evidentes con la situación anterior a 2008, y no sólo porque las cifras de construcción, ventas y precio por m<sup>2</sup> sean todavía notablemente inferiores a las del anterior ciclo expansivo.

Conviene tener en cuenta que el volumen de **préstamos hipotecarios está aumentando en menor proporción** que en el anterior ciclo expansivo. El hecho de que en 2017 un 33% de las compraventas de vivienda se realizara sin hipoteca pone de relieve unos **abundantes niveles de liquidez** y una **menor dependencia de la financiación bancaria.** Por otra parte, el importe medio por préstamo hipotecario ha repuntado +7,7% hasta 123.000€, pero todavía se sitúa en niveles inferiores a los de 1T11, lo que supone un menor riesgo de exceso de apalancamiento tanto en las familias como en las entidades financieras.

Sin embargo, el hecho de que no existan todavía síntomas claros de una burbuja no impide pensar **que los actuales incrementos de precios parecen poco sostenibles y deberían comenzar a moderarse durante 2019,** por los siguientes factores:

:: **Legislación más restrictiva con el alquiler.** El incremento de los alquileres supera el 30% en el período 2014-18 en algunas ciudades y se acerca al 50% en áreas turísticas como Palma de Mallorca. Esta subida, que impide el acceso a la vivienda a un número creciente de ciudadanos, está llevando a algunos **ayuntamientos a imponer restricciones** o incluso prohibir los **arrendamientos turísticos** en zonas centrales. Por otra parte, el nuevo Gobierno se plantea modificaciones de la legislación de arrendamientos urbanos, entre las que destacan la ampliación del contrato tipo de alquiler desde 3 a 5 años y la prórroga desde 1 hasta 3 años, vincular la subida de los alquileres al IPC e introducir incentivos fiscales a propietarios que alquilen con rentas inferiores a determinados precios de referencia fijados por las administraciones. Aunque no existe una visibilidad clara acerca de estos cambios legislativos debido al limitado margen de maniobra del Gobierno actual, una renovación menos frecuente de los contratos y ligada al IPC contribuiría a frenar el auge de los alquileres y, con ello, del precio de la vivienda.

:: **Los ratios de accesibilidad se deterioran.** El desacoplamiento entre el notable repunte de los precios de la vivienda (+6,2% a/a según el INE) y el lento crecimiento de los salarios (+0,8% nominal en tasa a/a en 1T18) está provocando que los **ratios de esfuerzo financiero** para adquisición de una vivienda sean **cada vez más exigentes.** El porcentaje medio de la renta familiar que se destina al pago de la vivienda según el BdE asciende ya al 34,3% (máximo desde 4T14) y el **número de años de renta** que hay que **dedicar íntegramente al pago de una vivienda** ha aumentado desde 6,9 hasta 7,2 en los últimos 12 meses.

**Equipo de Análisis de Bankinter:**

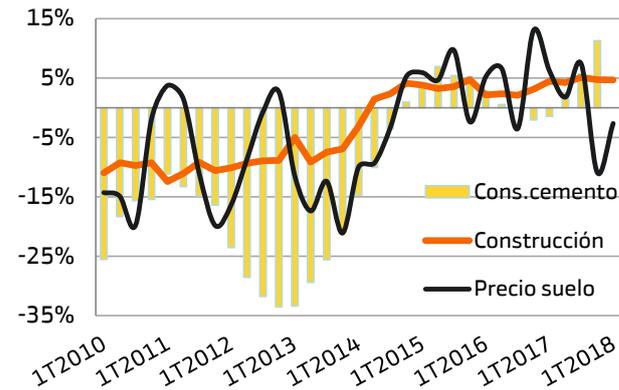
Jesús Amador (analista principal del informe)	Ramón Forcada	Esther Gutiérrez de la Torre	Rafael Alonso	<a href="http://broker.bankinter.com/">http://broker.bankinter.com/</a>
Ramón Carrasco	Pilar Aranda	Aránzazu Cortina	Ana de Castro	<a href="http://www.bankinter.com/">http://www.bankinter.com/</a>
			Aránzazu Bueno	Avda. Bruselas, 14
			Elena Fdez.-Trapiella	
			Joao Pisco	
			Susana André (Mkt& Support)	28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias leales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

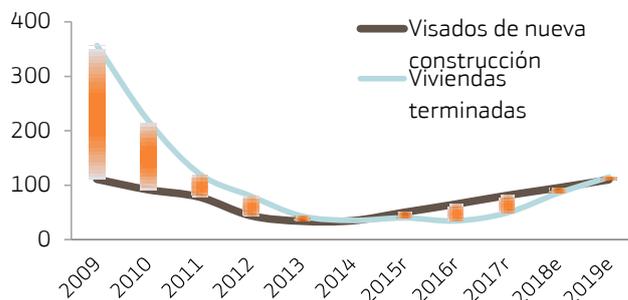
\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

**Gráfico 13: Indicadores adelantados de la promoción inmobiliaria.**



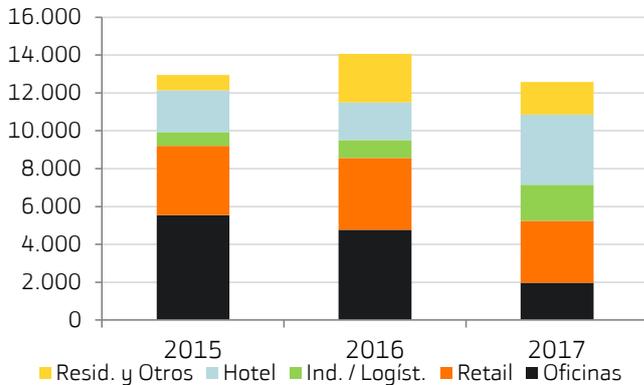
Fuentes: INE, Ministerio de Fomento y Oficemen

**Gráfico 14: Visados de obra y nueva producción.**



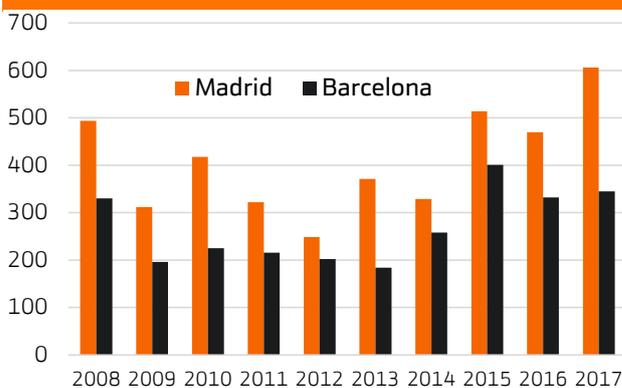
Fuente: INE y Ministerio de Fomento

**Gráfico 15: Evolución de la inversión en el sector inmobiliario.**



Fuente: CB Richard Ellis

**Gráfico 16: Contratación de oficinas (miles m<sup>2</sup>)**



Fuente: CB Richard Ellis

Este nivel no sólo es notablemente superior al de otros mercados como Reino Unido (5,2 años en compradores que acceden a su primera vivienda) y, EE.UU. (3,5 años en promedio nacional), sino también a la cifra de 6,3 años registrada en España a mediados de 2013. En nuestra opinión, el incremento de precios debería moderarse en un plazo de 12-18 meses, ya que el aumento de tipos de interés y los costes de financiación previsto para finales de 2019 elevaría el esfuerzo financiero a niveles superiores a 8 años de renta disponible, cifras que sólo se dieron entre 2006 y 2010.

En definitiva, consideramos que los precios de la vivienda continuarán repuntando en 2018 y 2019, por lo que los próximos trimestres son todavía un momento conveniente para la compra de vivienda con precios y costes de financiación más bajos que a finales de 2019.

No obstante, crecimientos cercanos a +10% como muestra el IPVVR son poco acordes con un ciclo expansivo que tenga continuidad, por lo que estimamos un incremento del precio en el rango +4% +5% en 2019, que puede ser más elevado en determinados activos singulares de Madrid o Barcelona. Consideramos que este incremento de precios es coherente con el crecimiento nominal de la economía española y compatible con un ciclo expansivo prolongado en el tiempo. Subidas superiores sólo estarían justificadas en ubicaciones premium con una clara escasez de oferta, mientras que incrementos persistentes cercanos a +10% en zonas periféricas pueden constituir un riesgo de sobreprecios en el mercado.

### 1.3 La promoción residencial aumenta pero se enfrenta a cuellos de botella.

La actividad promotora está consolidando este año una recuperación muy tardía con respecto a la evolución de la demanda y los precios. La nueva producción inmobiliaria está todavía en niveles mínimos (apenas 50k viviendas terminadas en 2017 frente a la cifra superior a 650k de 2006), pero la actividad repuntará en 2018 y, especialmente, 2019, gracias a la evolución positiva de los principales indicadores adelantados:

:: Los visados de obra nueva para construcción de vivienda aumentaron +25% en 2017 y repuntan +22% hasta abril de 2018.

:: Consumo de cemento y costes del sector.- El consumo aparente de cemento ha superado los 12 millones de toneladas anuales por primera vez desde el año 2013. La tasa de crecimiento superior a +10% alcanzada a finales de 2017 a pesar de escaso volumen de obra civil refleja el incremento de la edificación. Por otra parte, la ralentización en el precio del suelo y el todavía moderado incremento de los costes de construcción (+1,5% a/a según INE) contribuyen a estimular la actividad promotora antes de que estas variables aceleren.

:: Fuerte inversión por parte de las compañías promotoras cotizadas. Las promotoras que han comenzado a cotizar en bolsa desde mediados de 2017 presentan ambiciosos planes de inversión en vivienda. Las 3 mayores compañías cotizadas (Metrovacesa, Neinor y Aedas) contemplan la entrega de más de 11.000 viviendas anuales a partir del año 2021, una cifra reseñable en un mercado atomizado en el que ningún promotor acumula una cuota superior al 4%.

A priori, estas compañías disponen de financiación y un banco de suelo suficiente para cumplir esos objetivos en un plazo de 3 años, pero el despegue de la actividad promotora será gradual, ya que el proceso de obtención de permisos municipales para la construcción se está demorando y constituye actualmente un cuello de botella. Asimismo, planes de desarrollo urbanístico como la Operación Chamartín (Madrid) atraviesan también largos trámites, por lo que estimamos que entre finales de 2018 y principios de 2019 se alcanzará nuevamente el umbral de 100k viviendas terminadas, como paso previo a una aceleración más acusada a principios de 2020.

#### Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe)

Ramón Forcada

Esther Gutiérrez de la Torre

Rafael Alonso

Ramón Carrasco

Pilar Aranda

Aránzazu Cortina

Ana de Castro

Aránzazu Bueno

Elena Fdez.-Trapiella

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

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

Avda. Bruselas, 14

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

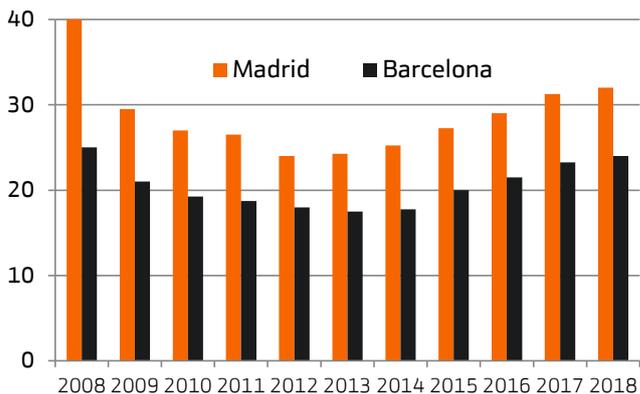
Joao Pisco

Susana André (Mkt& Support)

28108 Alcobendas

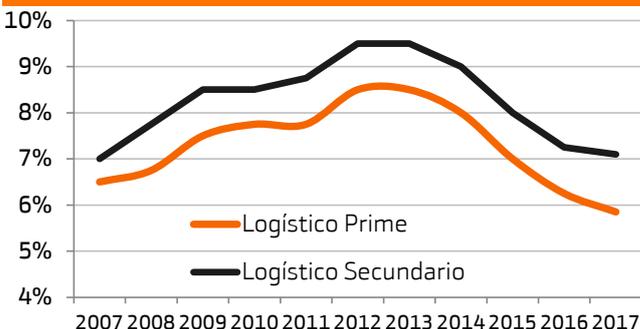
\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Gráfico 17: Rentas medias (€/m2/mes) en oficinas del Central Business District (CBD)



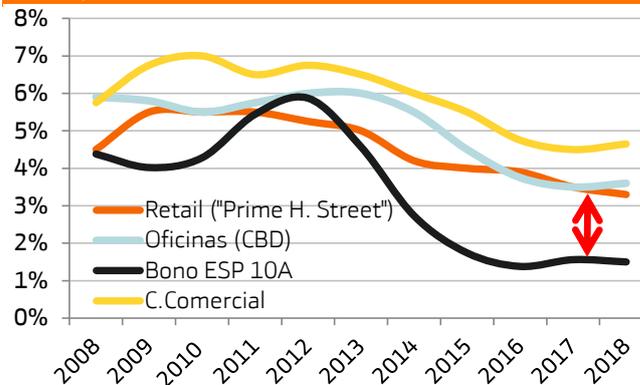
Fuente: Jones Lang Lassalle

Gráfico 18: Rentabilidad en activos logísticos



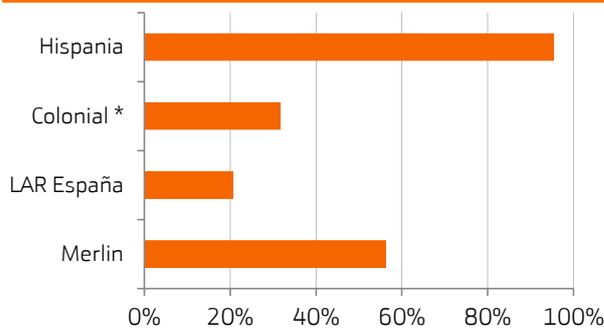
Fuente: Aguirre Newman

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



\* Datos desde su conversión en SOCIMI en 2017

Fuente: Bloomberg

## 2. Sector comercial: sólidos fundamentales en oficinas y logístico.

Tras un año 2017 claramente expansivo en términos de inversión, contratación y niveles de renta, las perspectivas continúan siendo positivas. Las principales tendencias que marcarán el rumbo del mercado en 2018 y 2019 son:

:: **La inversión se normaliza tras el boom de los últimos años.** El año 2017 se cerró con una inversión inmobiliaria superior a 12.000 M€, una cifra positiva ya que es levemente inferior a la de los años 2015 y 2016, marcados por la materialización de grandes operaciones como las compra de Testa y los activos comerciales de Metrovacesa por parte de Merlin. En la misma línea, una desaceleración en la segunda mitad de 2018 se debe interpretar como la normalización del ciclo, una vez que el *pipeline* de nuevas operaciones es menor tras la compra de Axiare por parte de Colonial y la OPA de Blackstone sobre Hispania.

:: **Las rentas de las oficinas se mantienen respaldadas.** Los principales indicadores del mercado de oficinas mantienen su solidez. La contratación durante 2017 alcanzó máximos de los últimos 10 años en Madrid y superó las cifras de 2016 en Barcelona, a pesar del contexto político a finales de año. En nuestra opinión, las rentas continuarán soportadas por **2 factores**: (i) Los niveles de **desocupación media** ya se han **reducido** hasta 10,8% en Madrid y 7,1% en Barcelona y la tendencia positiva en creación de empleo permitirá que la demanda actual absorba la nueva oferta en fase de pre-alquiler. (ii) La **reforma de edificios prime** favorecerá una **revisión al alza de los contratos**, de forma que la rentas en los *Central Business Districts (CBD)* de Madrid y Barcelona deberían situarse en torno a 34€/ m2 /mes y 25 € / m2 / mes en Madrid y Barcelona respectivamente.

:: **El sector logístico sigue al alza.** La reducción de *yields* más pronunciada se está produciendo en los activos logísticos, como resultado de la mayor actividad económica y, especialmente, del **fuerte crecimiento del comercio electrónico**. La fuerte demanda de activos logísticos *prime* (aquellos ubicados en grandes ejes de comunicación como el corredor de la A-2 en Madrid y que disponen del equipamiento y dimensiones requeridos por las grandes compañías de *e-commerce* como Amazon) seguirá despertando el interés de los inversores.

:: **Tendencias divergentes en el sector retail.** En el sector *retail* se está produciendo una cierta divergencia entre los activos *prime* y los centros comerciales secundarios. La **inversión en locales comerciales** en las áreas *premium* de las ciudades todavía muestra un **buen comportamiento**, debido a que estos activos conservan mejor su valor en el tiempo y son demandados por compañías que sitúan en esas ubicaciones sus tiendas insignia o *flagship* que refuerzan su imagen de marca. Por el contrario, sólo serán rentables aquellos centros comerciales dominantes en su área, que estén correctamente reposicionados para ofrecer una experiencia de ocio complementaria a la compra para el visitante y un valor añadido a los *retailers* en la integración de sus canales *offline* y *online*. Por el contrario, los **centros comerciales secundarios** experimentarán un **aumento de yields** (descenso de rentas), **penalizados por el menor número de tiendas físicas de retailers** y la competencia del comercio electrónico.

En definitiva, el **segmento no residencial comercial** mantiene unas **dinámicas positivas en demanda y precios**. Los volúmenes de inversión se reducirán desde máximos porque la recuperación ya consolidada hace que las principales compañías del sector estén ya más centradas en la inversión en desarrollo, reposicionamiento y rotación que en el simple crecimiento. Los centros y locales comerciales no singulares son los activos más amenazados por el comercio electrónico. Sin embargo, las **oficinas, las superficies logísticas y los locales premium** mantendrán un **spread de rentabilidad reseñable con respecto al bono español a 10 años** en los próximos trimestres.

### Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe)	Ramón Forcada	Esther Gutiérrez de la Torre	Rafael Alonso	<a href="http://broker.bankinter.com/">http://broker.bankinter.com/</a>
Ramón Carrasco	Pilar Aranda	Aránzazu Cortina	Ana de Castro	<a href="http://www.bankinter.com/">http://www.bankinter.com/</a>
				Avda. Bruselas, 14
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:				28108 Alcobendas
<a href="https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal">https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal</a>				
Joao Pisco				Susana André (Mkt& Support)

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

### 3. Posicionamiento recomendado y cifras clave de las principales compañías cotizadas.

Las oportunidades de inversión más atractivas entre las inmobiliarias cotizadas son las compañías con un modelo de negocio patrimonial centrado en activos comerciales, en áreas *premium* y *core plus* como Merlin Properties y Colonial, incluidas en nuestras carteras modelo de acciones españolas.

**Merlin Properties** sigue siendo nuestra primera elección, con una recomendación de **Comprar y un precio objetivo de 13,8€ (potencial de +9,4%)**. La compañía dispone de una cartera de activos de alta calidad y diversificación. La evolución de los ingresos es positiva y existe potencial de mejora en rentas en oficinas y logística. La eficiencia en costes otorga una notable visibilidad a la generación de caja y la rentabilidad por dividendo (3,9% en 2018). Por último, el apalancamiento es limitado (43,4% de LTV) con un 99% a tipo fijo.

**Colonial** está desarrollando una estrategia de crecimiento con un objetivo de ingresos por rentas superior a 500 M€ frente a los 285 M€ de 2017. Consideramos, que es un objetivo alcanzable con la integración de Axiare, la incorporación de nuevos proyectos y el potencial de incremento de rentas en contratos que van venciendo (*release spread* de +28% en 1T18.) Las perspectivas son positivas, pero mantenemos una recomendación de **Neutral con un precio Objetivo de 10,1 €** (potencial de +4,3%), ya que el efecto positivo de la adquisición de Axiare está en parte reflejado en el precio.

En **Hispania**, recomendamos **aceptar la OPA** presentada por Blackstone a 18,25€ por acción antes del 16 de julio, ya que mejora en un 4,5% la oferta anterior, supone una prima de +15,3% sobre el NAV. Blackstone superará el umbral de aceptación del 50%, y la probabilidad una oferta competidora es reducida después de que Soros vendiera su participación del 16,6% y el Consejo de Administración haya aceptado la OPA.

La mayoría de las **promotoras residenciales** se encuentran en una fase inicial de inversión y sus resultados todavía no reflejan la fase expansiva del mercado de la vivienda en España. **Neinor Homes (Neutral; Pr. Objetivo: 18,6€)** y **Aedas Homes (Neutral)** tienen en común ser compañías con una cartera de suelo finalista superior a 12.000 viviendas para una demanda de perfil medio-alto, masa crítica, una gestión profesionalizada para obtener márgenes operativos superiores al 25% y un endeudamiento reducido. Sin embargo, creemos que el *momentum* no es favorable todavía. A pesar de que ambas compañías muestran buenas cifras de preventas de viviendas, los retrasos en el proceso de concesión de licencias de construcción provocó un retroceso de la cotización de Neinor tras revisar a la baja sus objetivos de entrega de viviendas en 2018 y 2019, lo que difiere en el tiempo la obtención de beneficios y flujos de caja. El hecho de que un 77% de las **entregas de viviendas** de Neinor en 2018 se concentren en el segundo semestre y que Aedas (que sí ha confirmado su plan inicial) planee la entrega en 2018 de sólo 230 viviendas de las 12.000 previstas hasta 2023 aconseja ser prudente. Esta **limitada visibilidad** afecta en mayor medida a **Metrovacesa**, cuya cartera tiene un 24% de suelo no finalista. Por último, mantenemos una recomendación Neutral sobre **Inmobiliaria del Sur**, cuya evolución en bolsa ha ido muy positiva gracias a su negocio patrimonial y al crecimiento de +55% en las preventas de viviendas frente a Dic17. Sin embargo, creemos que la cotización necesitará que las cifras de los próximos trimestres permitan compensar el descenso de -22% en los ingresos que se ha producido en 1T18, como consecuencia de la concentración de entregas de viviendas en la segunda mitad de año.

SOCIMI	Recomen-dación	GAV	NAV	Cotiz.	NAV / acción	Prima sobre NAV	Revalor. YTD	Rentab. Div. 18e	Market cap	Desglose cartera			BNA 2017	BNA 2018e	% Var.	Ebitda 1T18	Deuda neta (m€)	LTV
										Resid	Oficinas + retail	Logístico + hotel						
Merlin Properties	Comprar	11.255	6.225	12,6	13,3	0,95x	13,5%	3,9%	5.910	0%	88%	12%	1.100	732	-33%	98	4.937	43%
Colonial	Neutral	10.803	4.400	9,7	9,7	1,00x	17,0%	2,1%	4.405	0%	95%	5%	683	732	7%	62	4.497	39,6%
Hispania	Aceptar OPA	2.692	1.725	18,2	15,8	1,15x	16,1%	4,3%	1.989	2%	15%	83%	223	n.d.	n.r.	29	815	30%

Compañía	Recomen-dación	GAV	NAV	Cotiz.	NAV / acción	Prima sobre NAV	Revalor. YTD	Rentab. Div. 18e	Market cap	Desglose ingresos		BNA 2017	BNA 2018e	% Var.	Ebitda 1T18	Deuda neta (m€)	LTV
										Promoción residencial	Otros						
Neinor Homes	Neutral	1.717	1.291	16,4	16,3	1,00x	-10,4%	0%	1.296	21%	79%	-26	82	n.r.	-3	441	24,0%
Aedas Homes	Neutral	1.475	1.516	30,4	31,3	0,97x	-0,8%	0%	1.456	100%	0%	-40	1	n.r.	-3	Caja neta	0,0%
Metrovacesa	Vender	2.606	2.582	14,5	17,0	0,85x	-11,6%	0%	2.204	84%	16%	-39	-6	n.r.	-6	24	1,0%
InSur	Neutral	424	249	12,9	14,6	0,88x	26,6%	4,3%	219	81%	19%	4	12	186%	3	175	41,4%

**Equipo de Análisis de Bankinter:**

Jesús Amador (analista principal del informe)

Aránzazu Bueno

Aránzazu Cortina

Ramón Forcada

Ana de Castro

Esther Gutiérrez de la Torre

Elena Fernández-Trapiella

Rafael Alonso

Joao Pisco

Ramón Carrasco

Susana André (Marketing & Support)

Pilar Aranda

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

Avda. Bruselas 14  
28108 Alcobendas, Madrid