

Cómo jugar los “cielos azules” del sector inmobiliario español

La expresión anglosajona “Blue Sky Scenario” (horizonte de cielos azules, sin turbulencias ni tormentas) quiere representar una situación ideal, fácil, divertida y sin riesgo. Esta semana, hemos visitado a los principales actores del mercado inmobiliario español (SOCIMIs*, CBRE Richard Ellis, Aguirre Newman, SAREB...) y podemos decir que todas estas empresas auguran un “Blue Sky Scenario” para el sector en España en los próximos años.

Dos son los pilares en los que, estas empresas, basan tan atrevida afirmación: uno, el exceso de liquidez existente en el mercado (mejor acceso a la financiación y tipos de interés muy bajos) y dos, los atractivos precios a los que los activos son adquiridos.

Claro está, si encima, estos dos pilares los apuntalamos con una, cada vez más creíble, recuperación económica, tenemos un sector donde se debe estar presente. Básicamente, esta recuperación económica se tendría que traducir en subidas de precios en los activos inmobiliarios y de las rentas de alquiler.

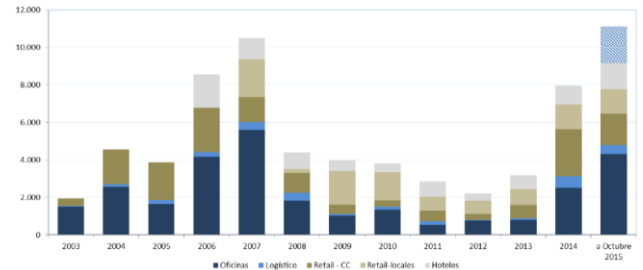
Los pilares: el exceso de liquidez y los atractivos precios de los activos

Las políticas de expansión monetaria han generado un exceso de liquidez en el mercado sin precedentes. Éstas, se han traducido en bajísimas rentabilidades del bono de España a 10 años (1,7%). En consecuencia, si comparamos las rentabilidades de las rentas actuales (5-6%) con ese bono o, incluso, con el que el mercado piensa que es el bono a 10 años sostenible (4,0%), tenemos, claramente, un potencial elevado de recorrido al alza en los precios de los activos inmobiliarios.

Consecuencia de esta creencia, es el incremento en el valor de las las transacciones que se están realizando en el sector. Estas transacciones, superan, ya en octubre, el volumen de transacciones de años pasados (hasta 2008, ver figura 1)

*SOCIMI: Sociedad Anónima Cotizada de Inversión Inmobiliaria

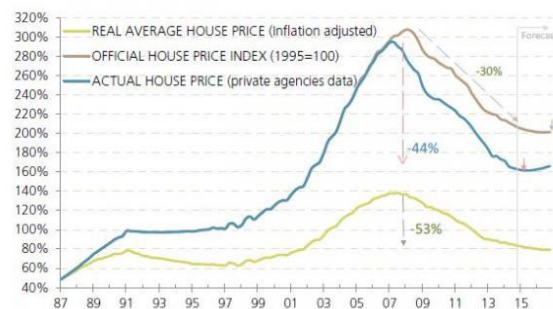
Figura 1. El volumen en el sector inmobiliario se está reactivando



Fuente: Aguirre Newman

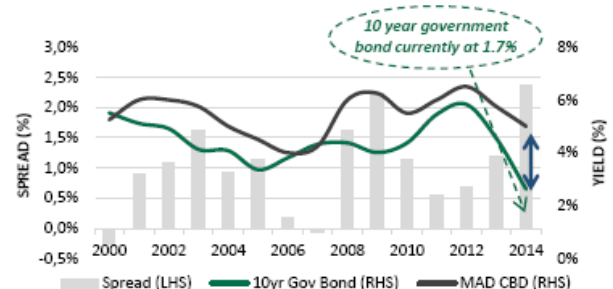
Este significativo incremento en el volumen de transacciones, viene del exceso de liquidez antes mencionado. Además, la bajada en el precio de los activos (oficinas y residencial, sobre todo) desde 2007 (~40%), está haciendo que las rentabilidades de rentas sean atractivas, sobre todo, si lo comparamos con el bono a 10 años (ver figuras 2 y 3).

Figura 2. Los precios de los activos residenciales han bajado un 40% desde finales de 2007, pero ya dan muestras de repunte



Fuente: UBS

Figura 3. Se han elevado los spreads entre las rentabilidades de las rentas y el bono a 10 años



Fuente: Axiare Socimi

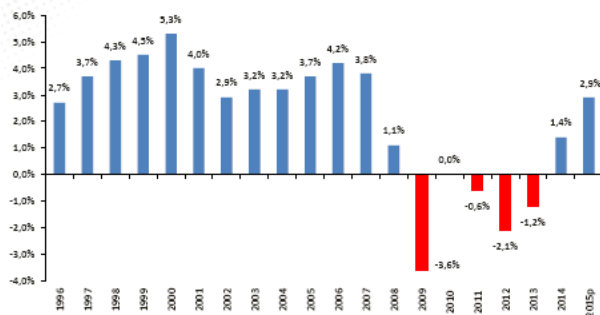
La recuperación económica hace del sector inmobiliario, un sector a tener en cuenta

Parece obvio que el sector inmobiliario es un sector muy pegado a la economía. Si ésta crece, se genera empleo y las empresas demandan más espacio para sus trabajadores. Ello, genera mayor renta disponible por lo que la gente gasta más (centros comerciales). Si hay más gasto y más crecimiento, los locales logísticos están ocupados. Finalmente, si hay más renta disponible, la población compra y alquila casas.

Estos sectores (oficinas, centros comerciales - retail, logística y residencial), representan el 85% del sector. El activo que faltaría para completar la relación de activos pertenecientes al sector inmobiliario serían los hoteles. Estos, dependiendo del posicionamiento del activo, dependen más de la economía global (turismo extranjero) que de la nacional.

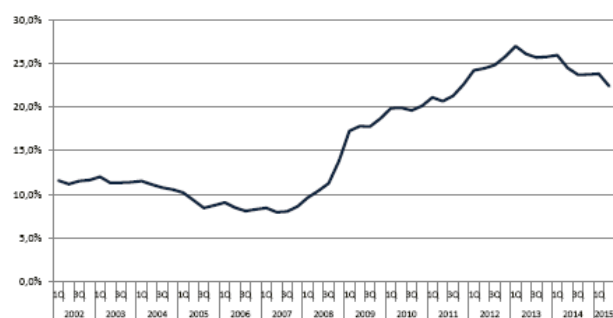
De esta manera, tanto los datos de PIB como de consumo de los hogares en España y la tasa de empleo han disfrutado de una fuerte recuperación (ver figuras 4-6).

Figura 4. El PIB se recupera...



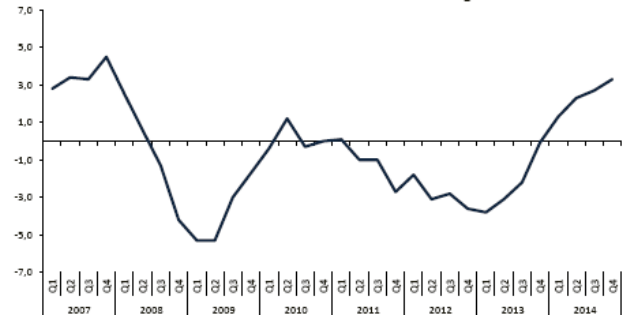
Fuente: Aguirre Newman con datos del INE

Figura 5. ... la tasa de paro baja...



Fuente: Aguirre Newman con datos del INE

Figura 6. ...y el consumo de los hogares se recupera



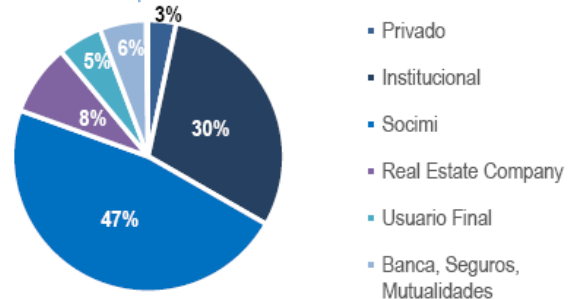
Fuente: Aguirre Newman con datos del INE

Las Socimis, los vehículos cotizados a través de los cuales hay que invertir en el sector

Este sector, no sólo es compra y venta de residencial. Como se ha comentado anteriormente (ver figura 1), el mercado está dominado por transacciones en oficinas, retail-C.C., naves logísticas y hoteles.

Consecuentemente, los protagonistas de este mercado son, principalmente (por volumen de transacciones): las Socimis (47%), fondos institucionales (30%) y compañías inmobiliarias (8%) (ver Figura 7).

Figura 7. Las Socimis dominan el panorama inmobiliario español



Fuente: Aguirre Newman

Por tanto, parece lógico pensar, que son las Socimis los vehículos ideales para aprovechar la recuperación y el crecimiento de este sector.

Estrategia de Value Tree: Merlin Properties y Axiare

Value Tree tiene como uno de sus objetivos principales maximizar el retorno de las inversiones minimizando, a su vez, el riesgo. Por ello, hay que tener extremo cuidado con qué compañías elegimos. Lo mismo pasa en un sector con un "Blue Sky Scenario" como es el inmobiliario español.

Las Socimis no son todas iguales. Hay Socimis con fuerte exposición a oficinas y centros logísticos (Merlín y Axiare), con activos relativamente seguros (Merlín con oficinas de BBVA), muy centrados en residencial, centros comerciales y hoteles (Lar e Hispania). Entrecampos combina oficinas, locales comerciales y residencial en España y Berlín.

Sabiendo que el sector entero tiene el viento de cola, hemos querido también minimizar el riesgo en el medio y largo plazo. Por ello, hemos querido elegir a Merlín y Axiare para poder beneficiarnos de esta mencionada recuperación.

¿Por qué Merlín y Axiare?

En el caso de Merlín, nos gustan tres aspectos de su portafolio de activos: 1) su concentración en el mercado de oficinas y logístico 2) su acuerdo con BBVA (Tree Inversiones) y 3) la adquisición de Testa y su potencial en subida de rentas (Figura 8).

Figura 8. Merlín: split de activos (GAV)



Fuente: BBVA con datos de Merlín

Por la importancia que tiene el acuerdo con BBVA, creemos necesario explicarlo: Tree Inversiones fue adquirida en julio 2014 Tiene 880 oficinas bancarias y 5 edificios con un nivel de ocupación del 100%. Los impuestos, los gastos generales y las inversiones, las paga BBVA. La duración del contrato de alquiler es de 25 años, hasta septiembre de 2039, con las rentas incrementándose en 1.85x la inflación de la Eurozona excluido tabaco hasta 2017 por 1.50x hasta 2039. Por tanto, se puede considerar un bono al tener una rentabilidad del 5,2%. Representa un 30% del GAV de la compañía (Gross Asset Value).

Además, y después de la compra de Testa, Merlín ha identificado activos que no encajan en su portafolio. Por tanto, podemos esperar ventas a corto plazo de estos mencionados activos que no encajan en la estrategia de la compañía (residencial y cierto retail).

En el caso de Axiare, nos gustan otros tres aspectos: 1) dirección de la compañía con vasta experiencia en el sector de oficinas y logística; 2) concentración de su portafolio de productos en oficinas y logística y 3) adquisiciones tanto en zonas "Prime" (CBD) como en localizaciones "Prime" (BD) (ver Figura 9).

Figura 9. Axiare: split de activos (GAV)



Fuente: Axiare

De todas formas, y refiriéndonos a las otras mencionadas Socimis, (Lar, Hispania o Entrecampos, esta última cotizada en el MAB), no podemos descartar estar invertidos en un futuro.

El equipo de gestión y análisis de Value Tree A.V., S.A.