

Las distintas realidades que atraviesa el sector inmobiliario

15 de Julio de 2020

El sector inmobiliario cotizado ha sido en los últimos meses uno de los más damnificados por el estallido del COVID19. La drástica caída de los volúmenes de operaciones y las dudas sobre el devenir de determinadas clases de activo como oficinas o centros comerciales se ha materializado en los mercados bursátiles en profundas correcciones que han incrementado más si cabe el notable descuento al que cotizan estas compañías inmobiliarias respecto al valor de mercado establecido por tasadores independientes.

Renta Variable Global. Comportamiento sectorial índice S&P Global 1200 en 2020

Negative Price Return	Groups (11)	Return Positive Price Return
	S&P GLOBAL 1200 INDEX	-7.12%
	All Groups	
	1) S&P GL 1200 INFO TECH	11.73%
	2) S&P GL 1200 HEALTH CARE	-0.39%
	3) S&P GL 1200 Comm SRVS	-0.51%
	4) S&P GL 1200 CONS DISC IX	-1.07%
	5) S&P GL 1200 CONS STAP IX	-7.16%
	6) S&P GL 1200 MATERIAL INX	-8.21%
	7) S&P GL 1200 UTILITIES IX	-9.54%
	8) S&P GL 1200 Real Estate	-14.34%
	9) S&P GL 1200 INDUSTRIAL INX	-14.74%
	10) S&P GL 1200 FINANCIAL	-24.04%
	11) S&P GL 1200 Energy Index	-37.18%

Nota: El S&P Global 1200 captura aproximadamente el 70% de la capitalización de mercado global y se construye como un compuesto de 7 índices principales, muchos de los cuales son líderes aceptados en sus regiones. Estos incluyen el S&P 500® (EE. UU.), S&P Europe 350, S&P TOPIX 150 (Japón), S&P / TSX 60 (Canadá), S&P / ASX All Australian 50, S&P Asia 50 y S&P Latin America 40.

Fuente: Bloomberg. 30.06.2020

Europa. Evolución del Valor Neto de los Activos (NAV) respecto crecimiento del NAV



El Valor Neto de los Activos (NAV) representa el valor de la cartera inmobiliaria tasada a precios de mercado por un especialista externo descontando la deuda neta.

Fuente: Degroof Petercam, Datastream, Morgan Stanley Research. 30.04.2020

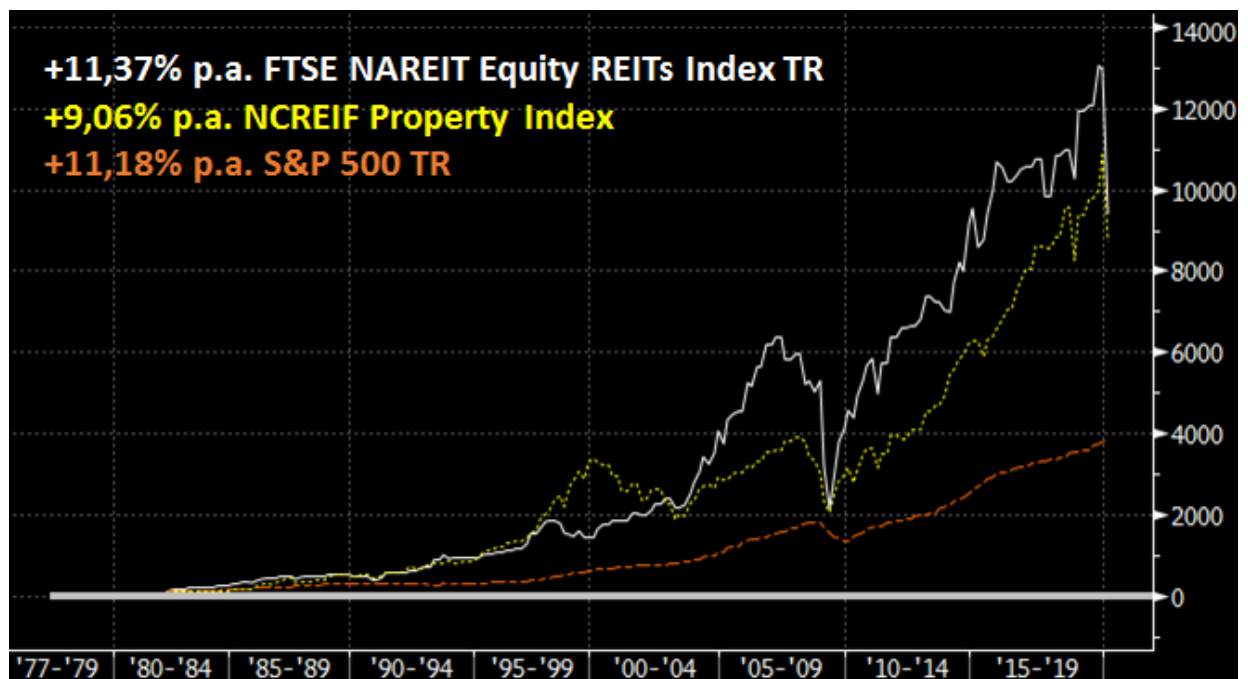
No obstante, tal movimiento en precios en renta variable ha divergido notablemente del momento que atraviesa el sector en general si consultamos la realidad de los precios a pie de calle para los activos. Si bien es cierto que el fuerte descenso del volumen de transacciones influye en la configuración de los precios, no es menos cierto que los inversores formados encuentran una enorme discrepancia entre las cotizaciones de los activos físicos y los activos financieros vinculados al sector inmobiliario. Por este motivo, trataremos de contextualizar y ejemplificar tal fenómeno a continuación.

El inmobiliario cotizado, la forma más rentable de inversión en el sector en el largo plazo

Para validar tal afirmación, haremos uso del mercado inmobiliario estadounidense dada la mayor cantidad de datos históricos disponibles, la mayor granularidad de los mismos y sobre todo la importancia y representatividad de dicho país en el contexto global: el sector inmobiliario cotizado estadounidense pondera aproximadamente en 2/3 en los índices bursátiles globales de la industria y se estima que el valor del activo inmobiliario total del país supone un 40% sobre el total mundial.

Así, los instrumentos inmobiliarios cotizados (habitualmente llamados *REIT*, *Real Estate Investment Trust*), además de ser menos arriesgados, más diversificados, más líquidos y más eficientes en costes, tienen un rendimiento anualizado netamente superior en el largo plazo frente a otras alternativas de inversión en el sector así como frente a índices generalistas.

EEUU. Evolución bursátil mercado inmobiliario cotizado desde inicio. 1977-2020



FTSE NAREIT Equity REITs Index TR: índice representativo de la inversión en sector inmobiliario estadounidense cotizado.
 NCREIF Property Index: índice representativo de la inversión en sector inmobiliario estadounidense no cotizado.
 S&P 500 TR: índice representativo de la inversión en renta variable estadounidense a través de las 500 compañías líderes.

Fuente: Bloomberg. 30.06.2020

¿Qué nos está *ofreciendo* el sector inmobiliario cotizado? El caso de España

Para facilitar la comprensión y establecer un punto de cercanía, haremos uso de los datos concernientes a los tres vehículos de inversión (a través de SOCIMIs) de mayor tamaño en el caso doméstico: Merlin Properties, LAR España, Colonial. En los tres casos el modelo de negocio se fundamenta en la adquisición de propiedades inmobiliarias de distinta índole y geografía con el objeto de destinarlas al alquiler, obteniendo el accionista de las cuales un rendimiento fruto del reparto de dividendos que realizan así como de la evolución del valor de los activos que componen cada cartera de inversión.

SOCIMI	Merlin Properties	LAR España	Colonial
Peso de los activos por tipología	65% Oficinas; 19% Comercial; 10% Logístico; 6% Otros	100% Comercial	94% Oficinas; 4% Comercial; 2% Logístico
Exposición geográfica (superficie) (**)	91% España, 9% Portugal	100% España	57% España, 43% Francia (París)
Capitalización bursátil (Mill EUR) (*)	3.415	414	3.935
Deuda Neta (**)	5.103	548	4.582
Superficie en propiedad (mil m2) (**)	4.653.328	578.464	957.761
Valor bruto de los activos (Mill EUR) (***)	12.751	1.552	12.807
Valor bruto de los activos / m2 (EUR)	2.740	2.683	13.372
Valor activos implícito en Bolsa / m2 (EUR)	1.831	1.663	8.893
Descuento implícito % en base EUR/m2	-33%	-38%	-33%

(*) Fecha: 09/07/2020

(**) Fecha: 31/03/2020

(***) Fecha: 31/12/2019

Fuente: Bloomberg, Compañías. Elaboración propia

Como puede observarse, en los tres casos el precio EUR/m2 implícito de sus respectivas cotizaciones en Bolsa está sustancialmente por debajo del precio EUR/m2 al cual fueron tasadas el conjunto de sus propiedades a cierre de 2019, fecha última en la que se realizó tal ejercicio y que es práctica habitual en el sector en tanto en cuanto la tasación se realiza semestralmente. Hasta aquí un inversor experimentado podría entender que el mercado ha puesto en precio con celeridad las consecuencias derivadas del estadijo de la pandemia sobre el sector...pero la realidad apunta en otra dirección. Sírvase como ejemplos para evidenciar la divergencia de precios del activo físico vs cotizado:

- En el mercado de oficinas español se ha producido una importante caída del volumen de operaciones en el 2T-2020. Sin embargo, entre las pocas operaciones relevantes por su tamaño económico y superficie de los activos, destacan la compra por parte de Zurich de un edificio histórico en el centro de Madrid (Velázquez 34; 120 Mill EUR, 7.000 m2, 17.142 EUR/m2) o la adquisición por parte de la gestora de activos DWS de un complejo en desarrollo de oficinas de 22.900m2 en el distrito 22@ de Barcelona (considerado hoy prácticamente parte del *Centre Business District*, CBD). En ambos casos, el precio pagado ha estado sustancialmente por encima de la valoración a cierre de 2019 de las carteras oficinas ya en explotación de Merlin Properties o de Colonial.
- Immostat, entidad independiente que aglutina datos de los 4 intermediarios más grandes en Francia, publicó recientemente que el valor de las **oficinas** en la denominada **Greater Paris Region** (aglutina el 30% del PIB de Francia, incluye la zona más céntrica y perímetro) **subió un 16% interanual en el 2T-2020**.
- A falta de operaciones relevantes en **centros comerciales** en tiempos de pandemia en Europa, Unibail Rodamco, propietario líder en Europa de centros comerciales, anunció a mitad de febrero/2020 la

venta de 5 centros en diversas ciudades galas por un **valor de transacción en línea con la valoración de los mismos en diciembre/2018**. Es decir, con **prima** respecto a la teórica valoración a finales de 2019 en tanto en cuanto la cartera total de centros comerciales de Unibail registró un descenso del 2% en su valoración comparable independiente en 2019.

¿Cómo posicionarse en el sector inmobiliario cotizado a través de Caja de Ingenieros?

La gama de vehículos gestionados por el Grupo Caja de Ingenieros ofrece 2 alternativas para tener exposición al sector inmobiliario cotizado. Por un lado, el fondo de inversión **CI Renta FI** mantiene una exposición de hasta el 20% de su patrimonio al sector a través de una cartera concentrada de compañías y emisores donde prima la calidad de los activos, la visibilidad en la generación de rentas, una sólida posición financiera de las compañías y el atractivo fundamental de las inversiones en términos de descuento respecto al valor estimado de sus respectivas carteras. Adicionalmente, en formato plan de pensiones, el **Caja Ingenieros Skyline PP** invierte hasta un 50% de la cartera de renta variable del plan, que representa la mitad del patrimonio, en el sector inmobiliario, con una filosofía de inversión muy próxima al CI Renta FI.

En la actualidad, ambos vehículos mantienen un mayor sesgo a temáticas de crecimiento subyacentes a determinadas clases de activo dentro de la industria como logístico (comercio electrónico) y centros de datos (digitalización, nube), estando las carteras inmobiliarias de cada uno posicionadas de la siguiente manera a cierre de junio/2020:

CI RENTA FI - Cartera Inmobiliaria

Compañía	Peso	País domicilio	Actividad núcleo
FIBRA PROLOGIS	14,9%	Mexico	Plataformas Logísticas
KEPPEL DC REIT	10,9%	Singapur	Centros de datos
LAR ESPAÑA	10,4%	España	Centros comerciales
ETF Pacer Data & Infrastructure RE	9,9%	EEUU	Centros de datos
GECINA	9,9%	Francia	Oficinas
TRITAX BIGBOX	9,7%	Reino Unido	Plataformas Logísticas
MERLIN PROPERTIES	9,7%	España	Oficinas
UNITE	9,1%	Reino Unido	Residencias estudiantes
SAVILLS	9,0%	Reino Unido	Consultoría Inmobiliaria
KLEPIERRE	6,6%	Francia	Centros comerciales
Top10 Holdings	100,0%		

CI SKYLINE PP - Cartera Inmobiliaria

Compañía	Peso	País domicilio	Actividad núcleo
CORESITE REALTY CORP REIT	11,7%	EEUU	Centros de datos
PROLOGIS INC	9,1%	EEUU	Plataformas Logísticas
DIGITAL REALTY TRUST INC	8,6%	EEUU	Centros de datos
FONCIERE LYONNAISE	7,9%	Francia	Oficinas
KEPPEL DC REIT	6,7%	Singapur	Centros de datos
SAVILLS PLC	6,4%	Reino Unido	Consultoría Inmobiliaria
GECINA SA	6,3%	Francia	Oficinas
COIMA RES SPA	6,3%	Italia	Oficinas
PROLOGIS PROPERTY MEXICO SA	5,7%	Mexico	Plataformas Logísticas
TRITAX BIG BOX REIT	4,9%	Reino Unido	Plataformas Logísticas
Top10 Holdings	73,6%		

Fuente: Elaboración propia

DISCLAIMER

El informe se ha realizado con la finalidad de proporcionar a los inversores información general sobre valores e instrumentos financieros, a la fecha de emisión del mismo, y está sujeto a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien, CAJA INGENIEROS GESTION no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada, incluyendo el documento de información fundamental para el inversor y el folleto completo. Se recomienda leer dichos documentos para poder tomar una decisión fundada sobre la conveniencia de invertir en dichos productos. Puede solicitar dicha documentación a su gerente personal, en cualquier oficina de Caja de Ingenieros, en www.caja-ingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contenido de los informes en ningún caso constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. A tal efecto, CAJA INGENIEROS GESTION, S.A.U. en su condición de emisor del informe, así como de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÈDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CREDITO, en su condición de comercializador, no se hacen responsables del mal uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

©Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de CAJA INGENIEROS GESTION, SGIC, SAU. All rights reserved.