

Les diferents realitats que travessa el sector immobiliari

15 de Juliol de 2020

El sector immobiliari cotitzat ha estat en els últims mesos un dels més damnificats per l'esclat del COVID19. La dràstica caiguda dels volums d'operacions i els dubtes sobre l'esdevenir de determinades classes d'actiu com a oficines o centres comercials s'ha materialitzat en els mercats borsaris en profundes correccions que han incrementat més si cap el notable descompte al qual cotitzen aquestes companyies immobiliàries respecte al valor de mercat establert per taxadors independents.

Renda Variable Global. Comportament sectorial índex 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 aproximadament el 70% de la capitalització de mercat global i es construeix com un compost de 7 índexs principals, molts dels quals són líders acceptats a les seves regions. Aquests inclouen el S&P 500® (els EUA), S&P Europe 350, S&P TOPIX 150 (el Japó), S&P / TSX 60 (el Canadà), S&P / ASX All Australian 50, S&P Àsia 50 i S&P Latin America 40.

Font: Bloomberg. 30.06.2020

Europa. Evolució del Valor Net dels Actius (NAV) respecte creixement del NAV



El Valor Net dels Actius (NAV) representa el valor de la cartera immobiliària taxada a preus de mercat per un especialista extern descomptant el deute net.

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

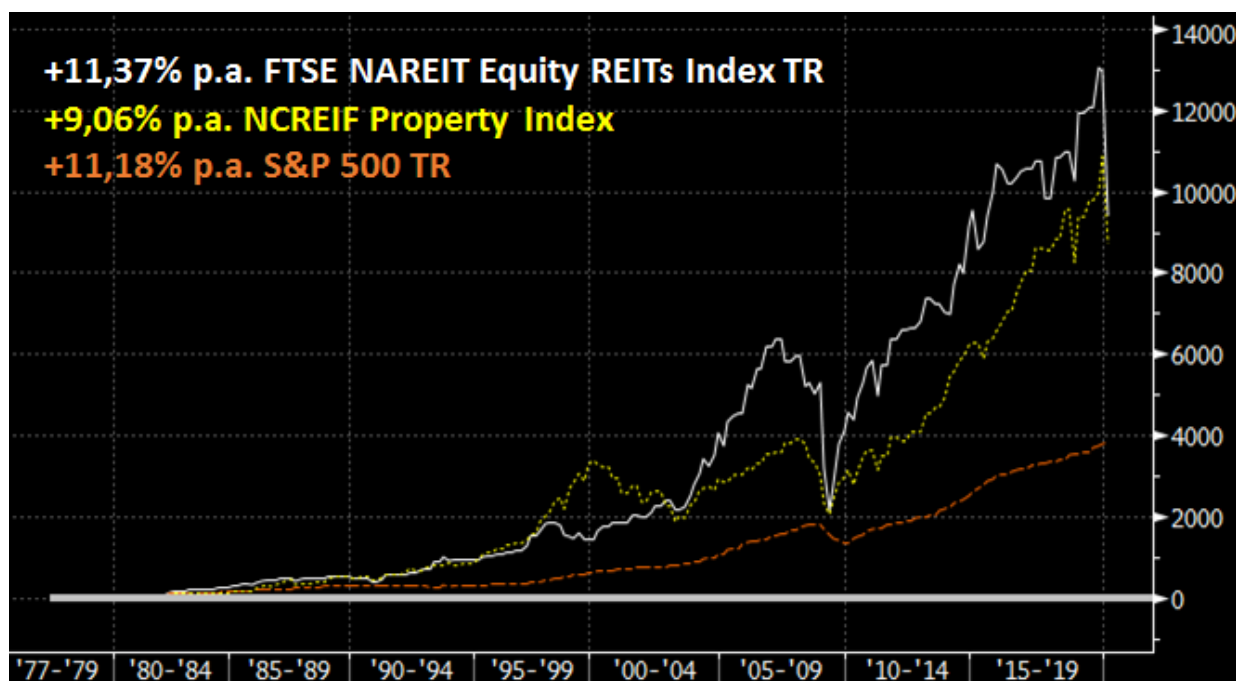
No obstant això, tal moviment en preus en renda variable ha divergit notablement del moment que travessa el sector en general si consultem la realitat dels preus a peu de carrer pels actius. Si bé és cert que el fort descens del volum de transaccions influeix en la configuració dels preus, no és menys cert que els inversors formats troben una enorme discrepància entre les cotitzacions dels actius físics i els actius financers vinculats al sector immobiliari. Per aquest motiu, tractarem de contextualitzar i exemplificar tal fenomen a continuació.

L'immobiliari cotitzat, la forma més rendible d'inversió en el sector en el llarg termini

Per a validar tal afirmació, farem ús del mercat immobiliari estatunidenc donada la major quantitat de dades històriques disponibles, la major granularitat dels mateixos i sobretot la importància i representativitat d'aquest país en el context global: el sector immobiliari cotitzat estatunidenc pondera aproximadament en 2/3 en els índexs borsaris globals de la indústria i s'estima que el valor de l'actiu immobiliari total del país suposa un 40% sobre el total mundial.

Així, els instruments immobiliaris cotitzats (habitualment anomenats *REIT, Real Estigues Investment Trust*), a més de ser menys arriscats, més diversificats, més líquids i més eficients en costos, tenen un rendiment anualitzat netament superior en el llarg termini enfront d'altres alternatives d'inversió en el sector així com enfront d'índexs generalistes.

Els EUA. Evolució borsària mercat immobiliari cotitzat des d'inici. 1977-2020



FTSE NAREIT Equity REITs Index TR: índex representatiu de la inversió en sector immobiliari estatunidenc cotitzat.

NCREIF Property Index: índex representatiu de la inversió en sector immobiliari nord-americà no cotitzat.

S&P 500 TR: índex representatiu de la inversió en renda variable nord-americana a través de les 500 companyies líders.

Font: Bloomberg. 30.06.2020

Què ens està oferint el sector immobiliari cotitzat? El cas d'Espanya

Per a facilitar la comprensió i establir un punt de proximitat, farem ús de les dades concernents als tres vehicles d'inversió (a través de SOCIMIs) de major grandària en el cas domèstic: Merlin Properties, LAR España, Colonial. En els tres casos el model de negoci es fonamenta en l'adquisició de propietats immobiliàries de diferent índole i geografia a fi de destinar-les al lloguer, obtenint l'accionista de les quals un rendiment fruit del repartiment de dividends que realitzen així com de l'evolució del valor dels actius que componen cada cartera d'inversió.

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

Font: Bloomberg, Companyies. Elaboració pròpia

Com pot observar-se, en els tres casos el preu EUR/m² implícit de les seves respectives cotitzacions en Borsa està substancialment per sota del preu EUR/m² al qual van ser taxades el conjunt de les seves propietats a tancament de 2019, data última en la qual es va realitzar tal exercici i que és pràctica habitual en el sector mentre la taxació es realitza semestralment. Fins aquí un inversor experimentat podria entendre que el mercat ha posat en preu amb celeritat les conseqüències derivades de la butlleta d'estat de la pandèmia sobre el sector...però la realitat apunta en una altra direcció. Serviu-vos com a exemples per a evidenciar la divergència de preus de l'actiu físic vs cotitzat:

- En el mercat d'oficines espanyol s'ha produït una important caiguda del volum d'operacions en el 2T-2020. No obstant això, entre les poques operacions rellevants per la seva grandària econòmica i superfície dels actius, destaquen la compra per part de Zurich d'un edifici històric en el centre de Madrid (Velázquez 34; 120 Mill EUR, 7.000 m², 17.142 EUR/m²) o l'adquisició per part de la gestora d'actius DWS d'un complex en desenvolupament d'oficines de 22.900m² en el districte 22@ de Barcelona (considerat avui pràcticament part del Centre Business District, CBD). En tots dos casos, el preu pagat ha estat substancialment per sobre de la valoració a tancament de 2019 de les carteres oficines ja en explotació de Merlin Properties o de Colonial.
- Immostat, entitat independent que aglutina dades dels 4 intermediaris més grans a França, va publicar recentment que el valor de les oficines en la denominada **Greater Paris Region** (aglutina el 30% del PIB de França, inclou la zona més cèntrica i perímetre) **va pujar un 16% interanual en el 2T-2020**.

- A falta d'operacions rellevants en **centres comercials** en temps de pandèmia a Europa, Unibail Rodamco, propietari líder a Europa de centres comercials, va anunciar a meitat de febrer/2020 la venda de 5 centres en diverses ciutats gal·les per un **valor de transacció en línia amb la valoració dels mateixos al desembre/2018**. És a dir, amb **prima** respecte a la teòrica valoració a la fi de 2019 mentre la cartera total de centres comercials de Unibail va registrar un descens del 2% en la seva valoració comparable independent en 2019.

Com posicionar-se en el sector immobiliari cotitzat a través de Caixa d'Enginyers?

La gamma de vehicles gestionats pel Grup Caixa d'Enginyers ofereix 2 alternatives per a tenir exposició al sector immobiliari cotitzat. D'una banda, el fons d'inversió **CE Renda FI** manté una exposició de fins al 20% del seu patrimoni al sector a través d'una cartera concentrada de companyies i emissors on prima la qualitat dels actius, la visibilitat en la generació de rendes, una sòlida posició financera de les companyies i l'atractiu fonamental de les inversions en termes de descompte respecte al valor estimat de les seves respectives carteres. Addicionalment, en format pla de pensions, el **Caixa Enginyers Skyline PP** inverteix fins a un 50% de la cartera de renda variable del pla, que representa la meitat del patrimoni, en el sector immobiliari, amb una filosofia d'inversió molt pròxima al CE Renda FI.

A l'actualitat, tots dos vehicles mantenen un major biaix a temàtiques de creixement subjacents a determinades classes d'actiu dins de la indústria com a logístic (comerç electrònic) i centres de dades (digitalització, núvol), estant les carteres immobiliàries de cadascun posicionades de la següent manera a tancament de juny/2020:

CI RENTA FI - Cartera Immobiliària

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 Immobiliària

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%		

Font: Elaboració pròpia

DISCLAIMER

L'informe s'ha realitzat amb la finalitat de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, a la data d'emissió d'aquest, i està subjecte a canvis sense previ avís. La informació es proporciona basant-se en fonts considerades com a fiables, si bé, CAIXA ENGINYERS GESTION no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes.

És possible que la informació pugui referir-se a productes, operacions o serveis d'inversió respecte dels quals existeixi informació addicional en documentació separada, incloent el document d'informació fonamental per a l'inversor i el fullet complet. Es recomana llegir aquests documents per a poder prendre una decisió fundada sobre la conveniència d'invertir en aquests productes. Pot sol·licitar aquesta documentació al seu gerent personal, en qualsevol oficina de Caixa d'Enginyers, en www.caja-ingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contingut dels informes en cap cas constitueix una oferta o recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor ha de ser conscient que els valors i instruments financers a què es refereixen poden no ser adequats als seus objectius concrets d'inversió, per la qual cosa l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, CAIXA ENGINYERS GESTION, S.A.O. en la seva condició d'emissor de l'informe, així com de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS, S. COOP. DE CREDITO, en la seva condició de comercialitzador, no es fan responsables del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui sofrir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i opinions recollides en els informes. L'inversor deu, així mateix, tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions, no garanteixen l'evolució o resultats futurs.

©Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, ni fins i tot citant les fonts, excepte amb consentiment previ per escrit de CAIXA ENGINYERS GESTION, SGIIC, SAU. All rights reserved.