

# SOCIMIS

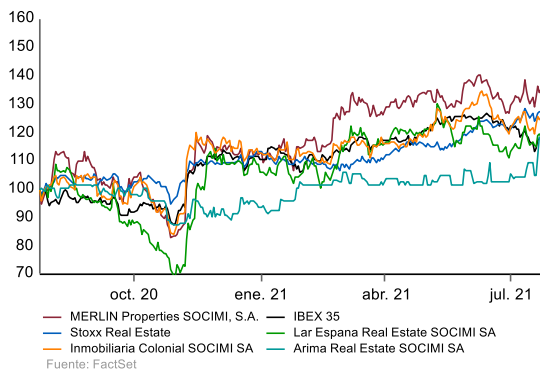
27 de julio de 2021

## SOCIMIS previo 1S21: solidez operativa y en valoración.

### Analista financiero

Javier Díaz Izquierdo

Pablo Fernández de Mosteyrín



### Resultados 1S21...

Las principales SOCIMIS españolas presentarán sus resultados correspondientes a 1S21/2T21 durante la última semana de julio, a excepción de Lar España, que presentará sus cifras el jueves 30 de septiembre.

### ...mostrando solidez operativa...

Estimamos que los resultados muestren, en términos generales, una **solidez operativa en un contexto de incertidumbre**, con rentas comparables estables en términos interanuales, niveles de ocupación constantes o con ligeros descensos (especialmente en *retail* y oficinas periferia) y *release spread* que podrían sorprender al alza (en la cartera de oficinas de Colonial y en logística de Merlin). Recordemos que, de acuerdo con los últimos informes de CBRE, las rentas de **oficinas prime** se han mantenido **estables** en 2T21 tanto en Madrid como en Barcelona, si bien hemos asistido a un ligero repunte de la desocupación. En **retail** las afluencias a centros comerciales continúan la senda de la recuperación, si bien aún se sitúan en niveles por debajo de 2019 (se estima una recuperación aprox. del 80% del nivel pre pandemia en 2021), registrando ligeros repuntes en la ocupación y rentas. Por último, en **logístico** la elevada demanda ha supuesto **niveles récord de contratación en 1S21**, manteniendo rentas *prime* estables, con ligeras subidas en áreas más secundarias y regionales y elevando la tasa de ocupación.

### ...y con revisión de valoraciones...

Las compañías publicarán la **revisión de la valoración** de sus activos en estos resultados. En este sentido, esperamos cierta **estabilidad vs 2020**, toda vez que las **yields se han mantenido estables en oficinas prime y centros comerciales** (cabe un ligero repunte de +0,25p.p. en centros menos dominantes), y se han comprimido ligeramente en logístico.

### ... que podría suponer un impacto positivo en cotización.

Con todo ello, los resultados podrían tener un impacto positivo en la cotización de las compañías, toda vez que el deterioro operativo se muestre limitado y en cierto sentido desproporcionado con los descuentos vs NAV a los que cotizan las compañías. Además, esperamos se ponga de manifiesto: **1) unas carteras de activos prime**, que se muestren **más resistentes a correcciones de rentas y desocupación**; **2) solidez de balance**, con LTV en niveles controlados por debajo del 40% y manteniendo elevados niveles de liquidez; y, **3) positiva lectura** en cuanto a la **revisión del valor de los activos**.

Rentabilidad (%)	2021	YoY
Arima Real Estate SOCIMI SA	24,7%	16,8%
Inmobiliaria Colonial SOCIMI SA	11,7%	26,4%
Lar España Real Estate SOCIMI SA	14,3%	21,2%
MERLIN Properties SOCIMI, S.A.	21,5%	37,4%

	Rentas 2021 R4e	i.a.	EBITDA 2021 R4e	i.a.	dto. s/NAV	LTV	P.O.	Recomendación
Arima Real Estate SOCIMI SA	7,2	18%	1,3	n.r.	-5%	0%	11,4	Sobreponderar
Inmobiliaria Colonial SOCIMI SA	320,9	-6%	249,7	-8%	-20%	39%	10,7	Sobreponderar
MERLIN Properties SOCIMI, S.A.	490,7	-3%	350,7	-5%	-40%	41%	10,2	Sobreponderar

## Árma, previo 1S21: sumando activos.

Esperamos que Árma presente sus **resultados** correspondientes a **1S21** durante la última semana de julio (fecha no confirmada y sin conferencia posterior).

**No esperamos sorpresas** en estos resultados, teniendo en cuenta que **4 de los 9 activos gestionados por la compañía continúan en fase de reforma**. Recordemos que, en la presentación de resultados anuales, la compañía comunicó la adquisición de un nuevo activo de oficinas en Madrid (P54) parcialmente ocupado, con revisión de contratos a corto plazo y en el que se espera acometer reforma integral en el corto plazo. En este sentido, prevemos que la Compañía podría proceder a la no renovación de los actuales inquilinos para comenzar el proyecto de reposicionamiento. Recordemos igualmente, que nuestras estimaciones y precio objetivo ya incluyen dicho activo (asumimos una yield on cost del 6,4%).

Teniendo en cuenta que en 1S21 las restricciones para luchar contra la pandemia de Covid-19 han ido relajándose paulatinamente tanto a nivel nacional como en Madrid, **no esperamos cambios en el calendario de ejecución de los proyectos ni contingencias en los activos en operación**, por lo que **estimamos una tasa de cobro de rentas** nuevamente del **100%**.

Por su parte, estaremos atentos a: 1) **revisión de EPRA NAV** (10,9 eur/acción a cierre de 2020); 2) mayor detalle sobre el último activo adquirido (rentabilidad, plazos de reforma, etc.) y; 3) **nuevos avances** en cuanto a **adquisiciones** dada la **posición de liquidez de la compañía** (caja neta de 25 mln eur a cierre de 2020).

Reiteramos recomendación de **Sobreponderar** y **P.O. de 11,40 eur/acción**.

ÁRIMA				Sobreponderar		
(mln de euros)	1S20	1S21 R4e	Var % R4e	2020	2021 R4e	Var % R4e
<b>Ingresos brutos totales (GRI)</b>	2,5	2,5	-2,0%	6,1	7,2	18,0%
<b>EBITDA ajustado</b>	-1,3	-0,8	-40,7%	-1,3	1,3	n.a.
Margen EBITDA	-49,8%	-30,1%	19,7%	-21,3%	18,0%	39,3%
<b>EBIT</b>	-1,3	-0,8	-40,0%	-1,3	1,3	n.a.
Margen EBIT	-50,2%	-30,7%	19,5%	-21,3%	18,0%	39,3%
<b>Beneficio neto recurrente</b>	-1,8	-1,4	-24,4%	13,1	0,0	n.a.

## Colonial, previo 1S21: estabilidad operativa.

Colonial publicará sus **resultados** correspondientes a 2T21/1S21 el próximo **jueves 29 de julio tras el cierre de mercado** (Conference Call el mismo día a las 18:30h CET, que podrá seguirse a través de su web: <https://www.inmocolonial.com/>).

**Estimamos unos resultados de nuevo marcados por las variaciones en el perímetro de consolidación** tras las recientes desinversiones realizadas por la compañía. Con ello, las cifras de ingresos, EBITDA y Bº neto marcaran descensos, si bien cabe esperar rentas like for like en terreno ligeramente positivo. Los release spread de la compañía podrían continuar sorprendiendo al alza toda vez que los avances en la campaña de vacunación y paulatina relajación de restricciones y vuelta a la normalidad, estarían haciendo mejorar los KPI del sector de oficinas. Con ello, prevemos que Colonial mantenga constantes, en términos generales, los **niveles de ocupación** y logre una **tasa de cobro del 100%** en su cartera de oficinas.


Reiteramos recomendación de **Sobreponderar** y **P.O. de 10,70 eur/acción**.

Colonial			Sobreponderar			
(mln de euros)	2T20	2T21 R4e	Var % R4e	1S20	1S21 R4e	Var % R4e
Ingresos brutos totales (GRI)	91	77	-15,4%	177	155	-12,4%
EBITDA recurrente	78	61	-21,8%	142	117	n.a.
Margen EBITDA	85,7%	79,2%	-6,5%	80,2%	75,5%	-4,7%
Beneficio neto atribuible	-57	35	-160,5%	-25	57	n.a.
Margen EBIT	-62,6%	44,8%	107,4%	-14,1%	36,5%	50,6%
Beneficio neto recurrente	47	35	-26,6%	83,0	57	n.a.

- ▶ **De nuevo, esperamos un trimestre negativamente marcado por la variación en el perímetro de consolidación**, tras las **desinversiones** llevadas a cabo en el marco del programa Alpha V. En este sentido, estimando una pérdida de rentas de aprox. 4 mln eur R4e en el conjunto del semestre. Igualmente, debemos tener presente que, durante el 1S20, la Compañía registró unos ingresos extraordinarios por importe de aprox. 9 mln eur (correspondientes a una indemnización).
- ▶ Con todo ello, y a pesar que **en términos comprobables** estimamos que Colonial mantenga **constantemente tanto los niveles de ocupación como las rentas** (o con ligero incremento), estimamos unos ingresos totales de 77 mln eur en 2T21 (-15,4% vs 2T20) y 61 mln eur de EBITDA (-21,8% vs 2T20), lo cual guiaría a un Bº neto recurrente de 35 mln eur (-26,6% vs 2T20).
- ▶ Atentos a: 1) release spread y crecimiento de rentas like for like; 2) niveles de ocupación; y; 3) guía final de año.

## Merlin previo 1S21: pasando lo peor con buenos números.

Merlin Properties publica los resultados correspondientes al 1S21 el próximo 30 de julio antes de la apertura del mercado, y celebrará conference call con analistas e inversores el mismo día a las 15.00h CET. **Sobreponderar, P.O. 10,20 eur/acc.**

				<b>Sobreponderar</b>		
(mln de euros)	1S20	1S21 R4e	Var % 1S21/1S20	2020	2021 R4e	Var % 21R4e/20
<b>Rentas Brutas</b>	<b>256,6</b>	<b>248,6</b>	<b>-3%</b>	<b>503,4</b>	<b>490,7</b>	<b>-3%</b>
Oficinas	118,0	111,0	-6%	233,2	220,7	-5%
<i>Net Leases</i>	43,5	43,2	-1%	86,5	88,2	2%
Centros comerciales	60,6	58,0	-4%	114,4	98,9	-13%
Logística	28,8	31,8	10%	58,9	69,1	17%
Otros	5,8	4,6	-21%	10,5	13,7	30%
<b>EBITDA rec.</b>	<b>184,1</b>	<b>183,0</b>	<b>-1%</b>	<b>365,4</b>	<b>365,9</b>	<b>0%</b>
<i>Margen EBITDA</i>	72%	74%	1,9pp	73%	75%	2,0pp
<b>Beneficio neto rec.</b>	<b>115,0</b>	<b>105,3</b>	<b>-8%</b>	<b>219,9</b>	<b>210,4</b>	<b>-4%</b>
<i>Margen Neto</i>	45%	42%	-2,4pp	44%		-0,8pp
<b>NTA/acc.</b>	15,68	15,51	-1%	15,68	15,59	-1%
<b>AFFO/acc.</b>	0,26	0,25	-5%	0,53	0,51	-2%
<b>Deuda Neta</b>	5.168,0	5.230,0	1%	5.268,0	5.258,0	0%
<b>LTV</b>	41%	41%	0,7pp	41%	41%	0,1pp

### Destacamos:

- ▶ Esperamos una **caída en rentas cercana al 3% i.a.**, reflejando aún **el impacto del Covid y de los cierres perimetrales** en las principales magnitudes operativas, acentuado por las bonificaciones a inquilinos, especialmente afectados en Cataluña, País Vasco y Lisboa, donde las restricciones han sido más duras durante en 2T21. En este sentido, estimamos unas **bonificaciones de unos 9-10 mln eur**, por debajo de los 11,6 del 1T21 y en línea con la guía de 20 mln eur para la primera mitad del ejercicio 2021.
- ▶ Tras un 1T21 donde comenzamos a ver caídas relevantes en ocupación, especialmente en **oficinas y logístico, esperamos que continúen las dudas en el primer caso y cierta mejora en el segundo**, tras la renegociación de algunos contratos. Del mismo modo, confiamos en que las **bonificaciones sigan dando frutos y sostengan la ocupación en centros comerciales**.
- ▶ Dado el impacto esperado en rentas y bonificaciones, estimamos cierta **mejora en márgenes**, y donde la **caída en EBITDA recurrente será mínima** (~183 mln eur R4e, -1% i.a.) toda vez que **se reduce el efecto base pre-covid**, mientras a nivel no recurrente podríamos ver un ligero crecimiento (~177 mln eur, +3% i.a.). Así, esperamos un **AFFO R4e en torno a 0,12 eur/acc.**, en línea con los 0,13 del 1T21, que esperamos mejore durante la 2H21 de cara a cumplir con la guía de la Compañía para todo el ejercicio 2021 de 0,53 eur/acc (vs 0,51 R4e).

- ▶ Gran parte de la atención se centrará en la **valoración independiente de los activos**, y donde esperaríamos continuar viendo corrección en centros comerciales, *net leases* y otros, mientras que logístico se mantendrá fuerte y la incógnita serán las oficinas, aunque las cifras operativas del sector hasta el momento, invitan al optimismo. De ser así, **esperamos un NTA prácticamente estable o con un ligero crecimiento** (vs 15,56 3M21).
- ▶ De cara a la **conferencia de resultados**, prestaremos especial atención a **1)** impacto en rentas y *release spreads*; **2)** niveles de ocupación, impagos y *zombificación* de inquilinos; **3)** fin del programa de bonificaciones y; **4)** actualización del estado de los programas de creación de valor (Landmark I, Flagship, y Best II & III) así como de los proyectos sobre centros de datos (activos, *yields*, etc.).

## DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente, documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Renta 4 Banco es la entidad proveedora de liquidez de Inmobiliaria Colonial, Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Rovi, Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Almagro (asesor registrado) y Elecnor; asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios e inversión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health y Almagro, y cobertura de Análisis en Clínica Baviera, Deoleo y Azkoyen, servicios por los que cobra honorarios.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

Departamento de Análisis

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: [online@renta4.es](mailto:online@renta4.es)

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 63% Sobreponderar, 31% Mantener y 6% Infraponderar.