

# SOCIMIS

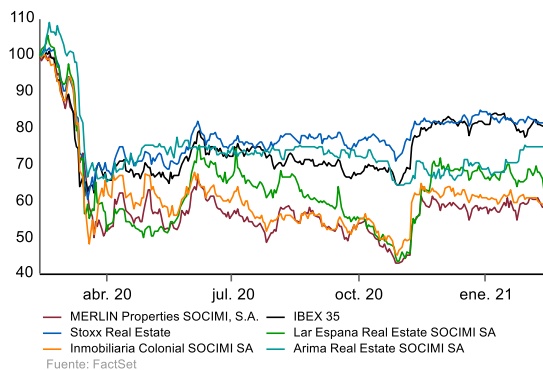
16 de febrero de 2021

## SOCIMIS previo 2020: año sin contagio.

### Analista financiero

Javier Díaz Izquierdo

Pablo Fernández de Mosteyrín



### Resultados 2020...

Durante la última semana de febrero, las principales SOCIMIS españolas presentarán sus resultados correspondientes a 4T20 y cierre del ejercicio 2020.

### ...que tras un año complicado, a nivel cíclico y estructural...

El año de la pandemia de Covid-19, ha supuesto una disrupción en los hábitos de trabajo y consumo, lo que ha contribuido a acelerar dos tendencias estructurales como son el teletrabajo y el e-commerce (desafíos para oficinas y retail y catalizador para logístico).

### ...estimamos tengan un impacto contenido...

Sin embargo, esperamos que el mencionado contexto no quede fuertemente reflejado en los resultados de 2020 de las SOCIMI como consecuencia de: **1)** impacto limitado de las bonificaciones (Árima sin impacto; Colonial aprox. 3% sobre GRI; Merlin aprox. 10% sobre GRI; Lar España aprox. 21%); **2)** rentas de activos prime estables durante 2020e; manteniéndose también en logística y donde el retail sufrirá las mayores caídas; **3)** elevados niveles de ocupación; **4)** yields estables en oficinas prime, compresión en logístico y ligera expansión en retail, y; **5)** limitado impacto en NAV. A pesar de ello, las bonificaciones impactarán negativamente en la generación de caja, viendo recortes en el dividendo con cargo a 2020e.

### ...con un mercado demasiado pesimista con las valoraciones...

Pese a las importantes revalorizaciones registradas en las principales SOCIMIS del mercado tras la aprobación de la vacuna en noviembre, continúan cotizando con descuentos históricos frente al valor neto de sus activos. Aunque estamos convencidos de que habrá revisiones a la baja, especialmente en oficinas y retail, consideramos que el mercado las está descontando en exceso, especialmente en un contexto de yields estables y de caídas de rentas en 3T20 mínimas.

### ...que suponen una clara oportunidad de inversión.

Consideramos que continúa existiendo una clara oportunidad de inversión en las SOCIMIS del mercado español, especialmente si tenemos en cuenta las políticas de represión financiera de los bancos centrales, que mantienen los tipos "libres de riesgo" en niveles ínfimos o negativos, incentivando la búsqueda de yield en activos seguros.

Rentabilidad (%)	2020	YTD
MERLIN Properties	-39,2%	2,4%
Inmobiliaria Colonial	-29,4%	-1,8%
Lar Espana Real Estate	-34,2%	-2,8%
Arima Real Estate	-26,5%	8,4%
IBEX 35	-15,5%	1,6%
STOXX Europe Real Estate	-11,5%	-3,0%

	Rentas 20R4e	i.a.	EBITDA 20R4e	i.a.	dto. s/NAV	LTV	P.O.	Recomendación
MERLIN Properties	506,0	-4%	347,8	-8%	-50%	41%	9,9	Sobreponderar
Inmobiliaria Colonial	337,0	-5%	266,0	-6%	-29%	37%	10,2	Sobreponderar
Lar Espana Real Estate	93,0	15%	71,0	20%	-57%	41%	7,3	Sobreponderar
Arima Real Estate	5,1	338%	-1,3	n.a.	-16%	0%	11,1	Sobreponderar

- ▶ Durante la **última semana de febrero**, las principales **SOCIMI** españolas presentarán sus **resultados** correspondientes a 4T20 y cierre del **ejercicio 2020**.
- ▶ El año de la **pandemia de Covid-19**, ha supuesto una **disrupción en los hábitos de trabajo y consumo**, lo que ha contribuido a acelerar dos tendencias estructurales como son el **teletrabajo y el ecommerce** (desafíos para oficinas y *retail* y catalizador para logístico). Además, las **consecuencias de la crisis**, tanto inmediatas (confinamientos y parón de actividad productiva) como sucesivas (aumento del desempleo y la probable quiebra de empresas, menor consumo privado, etc.), han supuesto en el **corto plazo** la renegociación inmediata de ciertas condiciones por parte de los inquilinos (**bonificaciones, diferimientos** en el pago de rentas, etc.) y una **fuerte caída de la actividad inversora** (-41% vs 2019 de acuerdo con datos de JLL). Con todo ello, a grandes rasgos consideramos que a **corto y medio se penalizarán tanto las tasas de ocupación como las rentas** de los inmuebles, lo que debería repercutir en unas menores valoraciones (si bien se deben hacer consideraciones específicas por tipología de activo y ubicación), lo cual **ya incluimos en nuestras estimaciones y valoración** de las compañías (especialmente de cara a 2021e).
- ▶ Sin embargo, esperamos que **el mencionado contexto no quede fuertemente reflejado en los resultados de 2020 de las SOCIMI** como consecuencia de: **1) impacto limitado de las bonificaciones** (Árma sin impacto; Colonial aprox. 3% sobre GRI; Merlin aprox. 10% sobre GRI; Lar España aprox. 21% sobre GRI pero contabilizado de forma lineal durante los próximos 6-7 ejercicios); **2) rentas de activos prime estables durante 2020e en el conjunto de mercado** (oficinas presentaría una ligera caída de máx. -2% en Madrid y Barcelona y ligero incremento en París; logística estables, y; *retail* caídas cercanas al -10%); **3) elevados niveles de ocupación** (derivado tanto de ayudas gubernamentales como de las bonificaciones llevadas a cabo por parte de las compañías); **4) yields estables en oficinas prime** (en niveles entre 3,25% y 3,5% en Madrid y Barcelona), **compresión en logístico** (hasta niveles mínimos del 4,5%) **y ligera expansión en retail** (5,30%-5,50%), y; **5) limitado impacto en NAV** (consecuencia de los puntos anteriores consideramos que el impacto final en el NAV 2020e de las compañías será limitado). En este sentido, pensamos que **los resultados de todas ellas podrían ser bien recibidos por el mercado**, especialmente teniendo en cuenta el **descuento vs. NAV** al que cotizan (de -30% a -60%) y la elevada **liquidez y solvencia** de las compañías.
- ▶ No dudamos de que actualmente se estén produciendo operaciones inmobiliarias con importantes descuentos sobre las últimas valoraciones, especialmente ante situaciones de urgente necesidad de liquidez del vendedor. No obstante, **continuamos observando operaciones en los distintos subsegmentos terciarios a valor pre-pandemia**. Por lo general se trata de activos en ubicaciones prime, ocupación plena y sin necesidad de gestión. Muestra de ello, las recientes operaciones en **oficinas** de Colonial en París, la Mutua de la Abogacía en la calle Serrano de Madrid, o Zurich con la compra de la antigua sede del Banco Popular en la calle Velázquez. Igualmente, en el segmento **logístico** continuamos viendo compresión de *yields* (lo que sugiere que no veremos correcciones a la baja en las valoraciones de este segmento), marcando mínimos históricos cercanos al 4% en la reciente operación de venta de una nave alquilada por Amazon al fondo alemán Patrizia. Por último, el **retail** es el segmento que genera más dudas, pues las restricciones

y los confinamientos han limitado el acceso y la apertura de negocios, aumentando significativamente la penetración del *e-commerce*. Aun así, existe un elevado apetito por las carteras de supermercados (atentos a próxima operación de Lar España).

- ▶ Pese a las importantes revalorizaciones registradas en las principales SOCIMIS del mercado tras la aprobación de la vacuna en noviembre, **tanto Colonial, como Merlin y LAR continúan cotizando con descuentos históricos frente al valor neto de sus activos, -30%, -50% y -57% respectivamente, frente a unas medias históricas de -1%, -15% y -26%**. Aunque estamos convencidos de que habrá revisiones a la baja, especialmente en **oficinas (JLL espera una caída acumulada de las valoraciones del -10% en acumulado 2020e y 2021e)** y **retail (JLL estima un descenso en las valoraciones de en torno al -15% en el acumulado 2020e y 2021e)**, consideramos que el mercado las está descontando en exceso, especialmente en un contexto de *yields* estables y de caídas de rentas en 3T20 mínimas.
- ▶ Junto con la presentación de resultados, la atención se centrará en la **publicación de la revisión anual independiente del valor neto de los activos (NAV)**. Tras todo lo anteriormente expuesto, consideramos que continúa existiendo una clara oportunidad de inversión en las SOCIMIS del mercado español, especialmente si tenemos en cuenta las políticas de represión financiera de los bancos centrales, que mantienen los tipos “libres de riesgo” en niveles ínfimos o negativos, incentivando la búsqueda de *yield* en activos seguros. Esto apoya la demanda de inmuebles en zonas *prime*, generadores de rentas estables a largo plazo.

**Descuento en cotización vs. EPRA NAV de las principales SOCIMI españolas (promedio histórico desde 3T14 a 3T20)**



Fuente: Factset, Inmobiliaria Colonial, Merlin Properties, Lar España y Renta 4 Análisis.

## Árma previo 2020: la obra continúa.

Árma presentará sus **resultados** correspondientes a 4T20/2020 durante la última semana de febrero (fecha no confirmada y sin conferencia posterior).

**No esperamos sorpresas** en estos resultados, teniendo en cuenta que **4 de los 8 activos gestionados por la compañía continúan en fase de reforma**. Tras finalizar el 2020 sin nuevos confinamientos estrictos (con el 100% de los activos ubicados en Madrid), **tampoco estimamos cambios en cuanto a la ejecución de las obras**, por lo que los plazos de ejecución no deberían sufrir variaciones (primeras terminaciones a finales de 2021). En cuanto al resto de **activos en operación**, no esperamos contingencias (nave logística 100% ocupada por Eroski y oficinas sin exposición directa a retail), por lo que **prevedemos que la tasa de cobro de rentas** se sitúe nuevamente en el **100%**, en línea con 9M20. Con ello, no estimamos variaciones significativas frente a nuestras estimaciones de resultados

Por su parte, estaremos atentos a **posibles avances** en cuanto a **adquisiciones** dada la **posición de liquidez de la compañía** (caja neta de 48 mln eur 2020e).

Reiteramos recomendación de **Sobreponderar** y **P.O. de 11,10 eur/acción**.

ÁRIMA			Sobreponderar			
(mln de euros)	4T19	4T20 R4e	Var % R4e	2019	2020 R4e	Var % R4e
Ingresos brutos totales (GRI)	1,5	1,3	-14,3%	4,7	5,1	8,0%
EBITDA ajustado	-0,6	-0,2	-61,2%	0,2	-1,3	n.a.
Margen EBITDA	-39,0%	-17,6%	21,3%	4,2%	-26,1%	-30,3%
EBIT	-0,6	-0,2	-61,0%	0,2	-1,4	n.a.
Margen EBIT	-39,2%	-17,9%	21,4%	4,0%	-26,5%	-30,5%
Beneficio neto recurrente	-0,9	-0,5	n.a.	-0,6	-2,4	338,2%

## Colonial previo 2020: calidad y localización anticrisis.

Colonial presentará sus **resultados** correspondientes a 4T20/2020 el próximo **jueves 25 de febrero 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 sin grandes sorpresas**, en los que **la publicación de un EPRA NAV mejor del que cabría esperar** (teniendo en cuenta que cotiza con aprox. un -30% de descuento) podría tener un **impacto positivo en cotización**. La calidad y ubicación de los activos de oficinas de Colonial esperamos que les permita cerrar el 2020 con una **elevada tasa de cobro** (96% a 9M20) y **niveles de ocupación prácticamente similares a los de 2019** (cabe esperar un ligero descenso en Barcelona y París, en línea con lo observado durante el ejercicio). Teniendo en cuenta que el mercado de oficinas prime en Madrid y Barcelona cerró 4T20 con ligeras caídas del -1,4% y -1,8%, **no esperamos variaciones significativas en las rentas like for like** de la compañía (+5,0% en Madrid a 9M20, +7,0% en Barcelona y -0,3% en París).

Reiteramos recomendación de **Sobreponderar y P.O. de 10,20 eur/acción**.

Colonial						Sobreponderar				
(mín de euros)	4T19	4T20 R4e	Var % R4e	4T20e consenso	Var % consenso	2019	2020 R4e	Var % R4e	2020e * consenso	Var % consenso
Ingresos totales	89	77	-13%	82	-8%	355	337	-4,8%	342	-3,6%
EBITDA recurrente	73	55	-24%	63	-14%	283	266	-5,9%	274	-3,3%
Margen EBITDA	82,0%	71,3%	-10,7 pp	76,6%	-5,4 pp	79,8%	78,9%	-0,9 pp	80,1%	0,2 pp
Beneficio neto	510	22	-96%	19	-96%	827	134	-83,8%	131	-84,1%
Margen neto	573,0%	28,3%	-544,7 pp	23,6%	-549,4 pp	233,2%	39,7%	-193,5 pp	38,4%	-194,8 pp
Beneficio neto rec.	35	22	-37%	19	-45%	139	134	-3,6%	131	-5,5%

\* Consenso Factset a 12/02/2021

- ▶ Estimamos **menores ingresos totales en 4T20 derivado de los cambios en el perímetro de consolidación** tras haber desinvertido en 2T20 y 3T20 **240 mln eur** en activos no estratégicos. A pesar de ello, esperamos que la compañía **cumpla con su guía de rentas** dada durante el pasado día del inversor (09 de diciembre) GRI de 338 mln eur (vs. 337 mln eur R4e).
- ▶ Igualmente, esperamos que Colonial continúe manteniendo **elevados niveles de cobro** (96% a 9M20).
- ▶ Los **costes financieros** deberían sufrir un **ligero aumento** tras la refinanciación a través de un nuevo crédito *revolving* de 1.000 mln eur el pasado mes de mayo. A pesar de ello, estimamos que igualmente Colonial cumpla con su guía de **BPA** y cierre el ejercicio 2020e con **0,26 eur/acción** (en línea con nuestra estimación).
- ▶ Consideramos que la **valoración de activos** de la compañía podría tener un **impacto positivo**, toda vez que no esperamos un recorte significativo de la misma (inferior al -3%) en base a: 1) **yields estables en oficinas prime en Madrid y Barcelona** y ligera **compresión en París** (-10p.b.) a cierre de 2020; 2) rentas estables en los mencionados mercados; 3) **elevado nivel de ocupación** en los activos de la compañía; y; 4) **release spread en positivo** a lo largo del año.
- ▶ Atentos a: **1) release spread y crecimiento de rentas like for like**; **2) niveles finales de ocupación**; **3) EPRA NAV 2020**, y; **4) posibles avances sobre el dividendo**.




## Lar España previo 2020: la dominancia marca la diferencia.

Lar España presentará sus **resultados** correspondientes a 4T20/2020 el próximo **miércoles 24 de febrero** durante la sesión (Conference Call el mismo día a las 16:30h CET, que podrá seguirse a través de su web: <https://www.larespana.com/>).

Complicado **trimestre**, que sin contar ya con el positivo efecto por la consolidación de Lagoh (ya incluido en 4T19) se verá además **negativamente afectado por los cierres perimetrales y las restricciones horarias** a la apertura de negocios en diversos centros. **Mayores bonificaciones lastrarán ligeramente ingresos y métricas operativas**, si bien el **posicionamiento** geográfico y la **dominancia** de los activos de Lar España deberían de nuevo permitir registrar mejores métricas en relativo con respecto al resto del sector. Con todo ello, la **atención** debería centrarse en: **1) el impacto total de las bonificaciones** y su extensión a 2021e; **2) la revisión de valor de los activos** (esperamos que se sitúe aprox. entre el rango del -10%/-5% vs. 2019), y **3) el dividendo con cargo al ejercicio 2020e** (0,31 eur/acción R4e tras revisión a la baja), el plan de recompra de acciones y desinversiones.

Reiteramos recomendación de **Sobreponderar** y **revisamos ligeramente el P.O. hasta 7,30 eur/acción** (desde 7,50 eur/acción anterior), tras asumir mayores bonificaciones a inquilinos y proceder a la linealización del impacto por Covid-19 en P&L.

						<b>Sobreponderar</b>				
(mín de euros)	4T19	4T20 R4e	Var % R4e	4T20e consenso	Var % consenso	2019	2020 R4e	Var % R4e	2020e * consenso	Var % consenso
<b>Ingresos totales</b>	23	22	-7%	20	-13%	81	93	14,6%	92	13,2%
<b>EBITDA recurrente</b>	21	17	-19%	18	-16%	59	71	19,8%	72	20,7%
Margen EBITDA	92,0%	80,5%	-11,5 pp	88,2%	-3,8 pp	73,0%	76,3%	3,3 pp	77,9%	4,8 pp
<b>Beneficio neto rec.</b>	16	12	-25%	n.a.	n.a.	41	51	24,9%	n.a.	n.a.
Margen neto	70,3%	57,1%	-13,2 pp	n.a.	n.a.	50,2%	54,7%	4,5 pp	n.a.	n.a.
<b>DPA</b>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,63	0,31	-50,5%	0,44	-30,2%

\* Consenso Factset a 12/02/2021

- ▶ Resultados de complicada lectura, con un **4T20** en el que a efectos comparativos **se disipa la positiva contribución de Lagoh** (ya incluido en 4T19) y que **operativamente se ha visto afectado de forma negativa por restricciones** de movilidad, **cierres** perimetrales y horarios de apertura de negocios en diversos activos (especialmente en Aneclub; aprox. 7% de los ingresos totales). Con ello, **estimamos menores ingresos trimestrales por mayores bonificaciones a inquilinos** (impacto negativo de aprox. -1,8mIn eur de ingresos en 4T20).
- ▶ Por su parte, **hemos procedido a la linealización del impacto por Covid-19** (aprox. 20 mIn eur) **a nivel P&L** hasta 2027e (vs. anteriormente descontado en 2020e; ver tabla de cambio de estimaciones). No obstante, **el impacto en caja tendrá su reflejo en el 2020e** (ajustamos a la baja la generación de caja en el ejercicio 2020e ante mayores bonificaciones de las inicialmente estimadas y por consiguiente el DPA esperado con cargo al ejercicio). Con ello, esperamos un **DPA de 0,31 eur/acción** (vs. 0,39 eur/acción anterior), cifra por debajo de la de consenso, si bien debería ajustarse de forma previa a resultados.
- ▶ Del mismo modo, **cabe esperar peores métricas e indicadores operativos** (afluencias, ventas *retail*, etc) con respecto a 3T20, si bien consideramos que, la gestión activa de la

compañía, el **posicionamiento geográfico de los activos** y la **dominancia de los mismos**, permitirá **nuevamente obtener mejores resultados en relativo vs. el sector**.

- ▶ Por último, consideramos que **la revisión del valor de los activos podría resultar mejor de la esperada por el mercado**. Consideramos que, el mencionado **mejor comportamiento relativo** de los activos de la compañía, los **elevados niveles de ocupación** (estimamos continúen en el entorno del 95%) y unas rentas *like for like* y NOI (ingresos brutos descontando gastos incurridos) que crecían un +1,6% y un +2,5% respectivamente a 9M20, limitarán el margen a la baja de la valoración de los activos de la compañía. En este sentido **estimamos que la revisión se sitúe en el rango entre el -10%/-5% vs 2019** (la compañía cotiza con un descuento de aprox. el -60% vs. la última valoración; la revisión de JLL de valor de centros comerciales en el conjunto de España se habría situado en aprox. un -16,8% en 2020). En este sentido, no esperamos que el nivel de LTV de la compañía supere el 45%.
- ▶ Atentos a: **1) impacto y extensión de las bonificaciones; 2) revisión de EPRA NAV a cierre de 2020, y; 3) dividendo, recompra de acciones, liquidez y desinversiones.**

#### Tabla de cambio de estimaciones


(mln eur)	2020e	2021e	2022e	2023e
Ventas anteriores	83	86	88	91
<b>Ventas nuevas</b>	<b>93</b>	<b>83</b>	<b>86</b>	<b>89</b>
Var. %	11,5%	-2,9%	-2,8%	-2,7%
EBITDA anterior (sin var. valor)	63	65	66	68
<b>EBITDA nuevo (sin var. valor)</b>	<b>71</b>	<b>63</b>	<b>65</b>	<b>67</b>
Var. %	12,8%	-2,8%	-2,7%	-2,6%
Bº neto recurrente anterior	43	44	46	48
<b>Bº neto recurrente nuevo</b>	<b>51</b>	<b>42</b>	<b>44</b>	<b>46</b>
Var. %	18,3%	-4,8%	-4,4%	-4,3%
Flujo de caja libre anterior	42	43	45	47
<b>Flujo de caja libre nuevo</b>	<b>30</b>	<b>41</b>	<b>43</b>	<b>45</b>
Var. %	-28,5%	-4,9%	-4,5%	-4,3%
DPA anterior	0,39	0,40	0,42	0,44
<b>DPA nuevo</b>	<b>0,31</b>	<b>0,38</b>	<b>0,40</b>	<b>0,42</b>
Var. %	-20,4%	-4,6%	-4,3%	-4,1%
Precio objetivo antiguo	7,50			
<b>Precio objetivo nuevo</b>	<b>7,30</b>			
Variación %	-2,7%			

## Merlin Properties previo 2020: diversificación y fidelización para superar el covid-19.

Merlin Properties presentará sus **resultados** correspondientes a 4T20/2020 el próximo **viernes 26 de febrero antes de la apertura de mercado y celebrará conferencia con analistas el mismo día a las 15h. CET** (que podrá seguirse a través de su web: [https://www.merlinproperties.com/.](https://www.merlinproperties.com/))

**No esperamos grandes sorpresas en unos resultados que estarán marcados, sin duda, por el impacto del covid-19.** Aunque esperamos cierta caída en rentas, el mayor impacto vendrá por el lado de los incentivos, derivados de las bonificaciones acordadas con sus inquilinos, especialmente en centros comerciales y, en menor medida, oficinas. Esperamos que este esfuerzo por parte de la Compañía se vea recompensado por un sostenimiento en las tasas de ocupación y rentas, así como por una elevada tasa de cobro (9M20: 99,8% oficinas, 64,9% en centros comerciales, 100% net leases, 99,5% logística). Teniendo en cuenta el elevado descuento sobre NAV con el que cotiza, será muy relevante la publicación de la valoración independiente de los activos. En este sentido, no esperamos una importante revisión y creemos que la estabilidad en rentas y yields supondrá un soporte para las valoraciones, estimando una caída cercana al 2% i.a. en el peor de los casos (tras los crecimientos mostrados en 2T20 y 3T20.)

Reiteramos recomendación de **Sobreponderar** y **P.O. de 9,90 eur/acción.**

						Sobreponderar				
(mln de euros)	4T19	4T20 R4e	Var % 4T20/4T19	4T20e consenso	Var % vs consenso	2019	2020 R4e	Var % 20e/19	2020e consenso	Var % vs consenso
<b>Rentas Brutas</b>	131,0	125,1	-5%	126,1	-4%	525,9	506,0	-4%	507,0	-4%
Oficinas	60,5	59,1	-2%	56,1	-7%	243,4	235,0	-3%	232,0	-5%
Net Leases	21,7	21,4	-1%	21,0	-3%	87,0	86,4	-1%	86,0	-1%
Centros comerciales	31,5	27,6	-12%	26,8	-15%	127,3	115,8	-9%	115,0	-10%
Logística	14,2	14,7	4%	15,3	8%	53,8	58,4	9%	59,0	10%
Otros	3,2	2,2	-31%	1,9	-40%	14,4	10,3	-29%	10,0	-31%
<b>EBITDA</b>	90,6	91,1	1%	88,9	-2%	376,3	347,8	-8%	345,6	-8%
Margen EBITDA	69%	73%	3,7pp	70%	1,3pp	72%	69%	-2,8pp	68%	-3,4pp
<b>Beneficio neto</b>	242,9	98,8	-59%	70,7	-71%	563,6	210,6	-63%	182,5	-68%
Margen Neto	185%	79%	-106,4pp	56%	-129,3pp	107%	42%	-65,5pp	36%	-71,2pp
<b>EPRA NAV/acc</b>						15,60	15,35	-2%	13,27	-15%
<b>AFFO/acc.</b>						0,65	0,51	-21%	0,49	-25%
<b>Deuda Neta</b>						5.182,0	5.311,0	2%	5.510,0	6%
<b>LTV</b>						41%	41%	0,4pp	41%	0,2pp

- ▶ Esperamos una **caída en rentas cercana al 5% i.a.**, tanto en 4T20 como en el acumulado del año, mostrando el impacto de la desinversión en tres centros comerciales (Thader, La Fira and Nassica) y 19 sucursales del BBVA. Además, será muy relevante el impacto de la pandemia en forma de **mayores incentivos y bonificaciones de rentas** a inquilinos, que estimamos en más de 50-54 mln eur para todo el ejercicio.
- ▶ Gracias a la política de bonificaciones adoptada por la Compañía, esperamos continuar viendo **elevadas tasas de ocupación en todos sus activos y escaso impacto en precios**, que no esperamos que se manifieste con mayor claridad hasta 2H2021. Así, cobrará **gran importancia las tasas de impago** que esperamos se mantengan en niveles



bajos, quizás con la excepción de los activos *retail*, más afectados por las restricciones a la movilidad.

- ▶ Estimamos **un aumento de gastos financieros** relacionados con la emisión en el 3T20 de un bono de 500 mln eur, y la amortización de dos préstamos hipotecarios (174 mln eur) y la recompra de dos bonos (258,9 mln eur), sin impacto en deuda que se debería mantener estable en un LTV ~41%.
- ▶ Pese al esperado impacto en EBITDA y los menores márgenes estimados, creemos que se cumplirá la guía de la compañía de **0,53 eur/acc. en FFO y 0,51 eur/acc en AFFO R4e**.
- ▶ Esperamos con gran expectación la **publicación de la valoración de los activos** por parte del experto independiente. Teniendo en cuenta el elevado descuento con el que cotiza la Compañía (50% vs 15% histórico), el mercado estaría cotizando una fuerte revisión. Desde nuestro punto de vista, no será tal, habida cuenta del mantenimiento de las rentas gracias a la calidad de sus activos y las bonificaciones a inquilinos, así como el mantenimiento de las *yields*. **Probablemente el mayor impacto se verá en centros comerciales mientras, por el contrario, continuaremos viendo revalorizaciones en los activos logísticos y esperamos resiliencia en el segmento de oficinas.**
- ▶ De cara a la **conferencia de resultados**, prestaremos especial atención a **1)** impacto en rentas y *release spreads*; **2)** niveles de ocupación y *zombificación* de inquilinos; **3)** nuevas bonificaciones en 2021 y guía de BPA/FFO, y; **4)** dividendo 2020.

## 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 Renta 4 Banco, 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 Renta 4 Banco por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Renta 4 Banco 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.

Renta 4 Banco 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.

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 de Renta 4 Banco 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. Renta 4 Banco 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.

Renta 4 Banco 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 Renta 4 Banco 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.

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 Renta 4 Banco. 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.

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

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

D. Javier Díaz Izquierdo

D. Pablo Fernández de Mosteyrin

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: 53% Sobreponderar, 37% Mantener y 10% Infraponderar.