

MERLIN Properties 3T22/9M22: cifras sólidas para superar la guía para fin de año y defender las valoraciones.

Viernes, 11 de noviembre de 2022
Javier Díaz – Senior Equity Analyst

MERLIN Properties ha publicado sus **resultados** correspondientes a **3T22/9M22** con unas **cifras muy en línea con nuestras estimaciones en ventas y ligeramente por debajo en EBITDA y generación de caja (FFO)**.

La Compañía registra **un importante crecimiento interanual en todas las métricas financieras y operativas relevantes: rentas +8,0% l-fl vs 9M21, EBITDA +17% vs 9M21, beneficio operativo (FFO) +11,0% vs 9M21 hasta los 0,48 eur/acc., en camino de superar la guía revisada para 2022 (0,60 eur/acc. vs 0,52 eur/acc. R4e), y valor neto de los activos +5,3% vs 9M21 hasta 16,52 eur/acc., lo que supone un descuento del 44% vs cotización actual (vs ~22% histórico).**

En el **segmento de oficinas**, las **rentas crecen +5,6% i.a. l-f-l** mientras que el **release spread lo hace +5,1%**, gracias al **aumento de la ocupación** por quinto trimestre consecutivo, +27pbs vs 1S22 hasta 90,7%, y a la indexación por inflación.

En los activos **logísticos**, la fortaleza del sector se traduce en un fuerte **crecimiento en rentas +9% i.a. l-f-l**, apoyado por el **aumento de la ocupación**, 98,6% vs 96,5 9M21, aunque cae ligeramente vs 1S22, la indexación de los contratos a la inflación y el potencial de reversión de rentas en relación con mercado, que apoya un **release spread del +8%**.

En **centros comerciales** la **ocupación continúa creciendo** hasta situarse en 94,8%, +100pbs vs 9M21 y +42 pbs vs 1S22, lo que apoya unas **rentas que crecen +6,5% i.a. l-f-l** con un **release spread +5,3%**. La actividad en el sector continúa mostrando cifras saludables, con las ventas superando los niveles pre-Covid en términos nomiales y la tasa de esfuerzo en un nivel muy cómodo del 12%.

Recordamos que la **venta de las oficinas de BBVA** ha permitido **distribuir 468 mln eur de dividendo extraordinario** y **reducir** significativamente el **nivel de endeudamiento** tras repagar 2.100 mln eur de deuda, **situando el LTV en 31%** (vs 39,2% en 2021), con un vencimiento medio de la deuda de 5,2 años y el **100% a tipo fijo**, además de mantener una posición de liquidez de 1.294 mln eur, lo que garantiza la solidez del balance ante la incertidumbre actual.

Durante el 3T22 Merlin ha **adquirido 2 edificios de oficinas** por 131,5 mln eur en Lisboa (16.510 m2) y Madrid (3.665 m2), mientras que los **trabajos del Plan Mega (centros de datos) progresan según lo previsto**, con la estructura, cobertura y cierre del edificio en Bilbao ya terminada, la de Madrid ultimándose y la cimentación de Barcelona completada, con entrega prevista entre 2T23 y 3T23. Además, durante el mes de octubre **se concluyó el desarrollo de Cabanillas Park I**, con la entrega de 45.241 m2 y firmó un **nuevo contrato** de 13.899 m2 en Adequa 1, lo que garantiza una ocupación a final de año cercana al 92,5%, lo que supone recuperar la ocupación de oficinas a niveles pre-Covid un año antes de lo previsto.

Por último, se anunció la **distribución de un nuevo dividendo de 0,20 eur/acc.** (2,2% DY) el próximo **2 de diciembre**, con lo que el total distribuido en 2022 alcanzará 1,20 eur/acc.

Aunque a nivel EBITDA y de generación de caja las cifras quedan ligeramente por debajo de nuestras estimaciones, **consideramos que el buen desempeño operativo**, con crecimiento en rentas y ocupación, **y la elevada visibilidad para superar una guía de FFO para 2022 ya revisada al alza** (de 0,58 eur/acc. a 0,60 eur/acc.), **debería tener una buena acogida por el mercado** pese a la fuerte revalorización de ayer. Sin duda, las subidas de tipos ejercerán presión sobre las valoraciones de los activos, pero al fortaleza operativa de MERLIN y la capacidad del

equipo gestor nos lleva a **reiterar nuestra recomendación** de **SOBREPONDERAR** con P.O. 10,30 eur/acción).

Principales cifras:

						Sobreponderar			
(mln de euros)	9M21	9M22	Var % 9M22/9M21	Var % vs R4e	Var % vs consenso	2021	2022 R4e	Var % 22/21 R4e	2022e consenso
Rentas Brutas	311,0	335,0	8%	0%	0%	505,3	497,7	-2%	442,6
Oficinas	169,3	179,8	6%	0%	0%	228,6	249,4	9%	242,0
Centros comerciales	85,3	91,3	7%	1%	1%	114,9	119,2	4%	113,0
Logística	48,8	54,2	11%	1%	1%	65,9	72,9	11%	72,0
Otros	7,6	9,7	28%	-7%	-3%	10,3	10,5	2%	15,6
EBITDA	213,2	249,4	17%	-6%	3%	363,1	373,5	3%	376,0
Margen EBITDA	69%	74%	5,9pp	3,2pp	1,6pp	72%	71%	-0,4pp	85%
Beneficio neto	254,4	567,1	123%	126%	96%	512,2	244,9	-52%	223,7
Margen Neto	82%	169%	87,5pp	102,0pp	82,5pp	101%	47%	-54,2pp	51%
FFO	195,0	214,4	10%	-7%		229,2	235,0	3%	261,5
Deuda Neta	5.323,0	3.694,0	-31%	-2%		5.561,2	4.221,7	-24%	3.940,6
LTV	39,2%	31,0%	-8,2pp	-0,6pp		42,6%	32,4%	-10,2pp	33,2%

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 tiene contratos de liquidez con Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Making Science (asesor registrado) y Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Repsol, Making Science, Inversa Prime Socimi y Enerside, y cobertura de Análisis en Azkoyen e Inmobiliaria del Sur, servicios por los que cobra honorarios, a la vez que presta servicios de inversión y colocación a Grupo Ecoener, S.A. y/o accionistas o consejeros, y a Opdenenergy.

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

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 74% Sobreponderar, 20% Mantener y 6% Infraponderar.