

# MERLIN 9M21: la mejora operativa apoya un nuevo dividendo.

Viernes, 12 de noviembre de 2021

**Pablo Fernández de Mosteyrín – Equity research analyst**

**Javier Díaz Izquierdo – Equity research analyst**

MERLIN Properties ha presentado unos resultados correspondientes al 9M21 **totalmente en línea con nuestras estimaciones** y ligeramente mejor que las del consenso **tanto en ingresos por rentas**, que caen un -1% i.a. mejorando el -2% i.a. en 1S21, **como en EBITDA recurrente**, que crece un +0,6% i.a. mientras el **beneficio operativo (FFO) continúa su tendencia ascendente** hasta los 202 mln eur, +2,3% i.a. y en línea con nuestra estimación, equivalente a 0,42 eur/acc., **en camino para superar la guía para final de año** de 0,56 eur/acc. (vs 0,55 R4e). Las bonificaciones ascienden a 23,7 mln eur en 9M21 y solo 4 mln eur en 3T21, mientras el nivel de cobros se mantiene en niveles muy elevados, pese a la reducción de los incentivos.

Por tipología de activos, las **rentas caen un 2% LfL en oficinas**, con la **ocupación mejorando +29 pbs vs 6M21 hasta 89,4%** y la Compañía guiando hacia un 90% a final de año. En **logístico seguimos viendo fortaleza**, aunque el crecimiento LfL es modesto, +0,6%, debido a una quiebra y a la caída en ocupación coyuntural registrada en 1T21 que aún se mantiene 100 pbs por debajo de 9M20, 96,5% vs 97,5%, aunque mejorando +32 pbs vs 6M21. En **centros comerciales** la caída en rentas es del -0,6% LfL, pese a la importante reducción de incentivos frente al trimestre anterior, con la **ocupación mostrando cierta mejoría**, +48 pbs vs 1S21, hasta 93,8% vs 93,7% 9T20 y 92,9% 9M19.

A nivel de balance, la deuda financiera neta crece ligeramente, +1% vs 9M20, aunque el **LTV se reduce hasta 40,1%**. **Esta sólida posición financiera, unida a la mejora operativa permite a la Compañía anunciar la distribución de un dividendo de 0,15 eur/acc.** a cuenta del resultado de 2021 (DY 1,6%, ~4,5% incluyendo los 0,3 eur/acc pagados en mayo).

**Aunque los resultados quedan totalmente en línea con nuestras estimaciones y las del consenso, esperaríamos impacto positivo en cotización** por la mejora operativa en todos los activos y las buenas expectativas para final de año, ratificadas con la distribución de un nuevo dividendo.

La Compañía celebra conference call con analistas e inversores a las 15:00h CET. Reiteramos recomendación de **Sobreponderar y P.O. de 10,20 eur/acción.**

		MERLIN PROPERTIES					Sobreponderar			
		9M20	9M21	Var % 9M21/9M20	Var % vs R4e	Var % vs consenso	2020	2021 R4e	Var % 21/20 R4e	2021e consenso
<i>(mln de euros)</i>										
<b>Rentas Brutas</b>	380,9	375,4	-1%	0%	1%	503,4	490,7	-3%	496,6	
Oficinas	175,9	169,4	-4%	1%	1%	233,2	220,7	-5%	226,8	
Net Leases	65,0	64,4	-1%	0%	0%	86,5	88,2	2%	87,0	
Centros comerciales	88,2	85,3	-3%	-1%	-1%	114,4	98,9	-13%	110,8	
Logística	43,7	48,8	12%	0%	0%	58,9	69,1	17%	64,3	
Otros	8,1	7,6	-7%	10%	12%	10,5	13,7	30%	7,7	
<b>EBITDA</b>	256,7	267,5	4%	0%	2%	340,9	350,7	3%	376,0	
Margen EBITDA	67%	71%	3,8pp	0,0pp	1,1pp	68%	71%	3,8pp	76%	
<b>Beneficio neto</b>	111,8	254,4	128%	1%	1%	56,4	231,6	311%	223,7	
Margen Neto	29%	68%	38,4pp	0,5pp	0,4pp	11%	47%	36,0pp	45%	
<b>NTA/acc.</b>						15,68	15,30	-2%	14,83	
FFO	197,3	201,9	2%	0%		262,0	259,0	-1,0	0,5	
<b>Deuda Neta</b>	5.253,0	5.324,0	1%	-1%		4.871,0	5.361,0	10%	5.537,6	
<b>LTV</b>	40,9%	40,1%	-0,8pp	-1,5pp		38,0%	42,0%	4,0pp	43,4%	

## Primeras impresiones

### Principales cifras:

- ▶ Resultados que cumplen nuestras estimaciones y las del consenso, registrando una **caída en rentas del -1% i.a., mientras el EBITDA mejora un 4% i.a., +0,6%** en términos recurrentes, pese a la caída en bonificaciones que ascienden a 4 mln eur en 3T21, mientras el nivel de cobros se mantiene en niveles muy elevados. De este modo, el beneficio operativo (FFO) continúa su tendencia ascendente hasta los 202 mln eur, +2,3% i.a. y en línea con nuestra estimación, equivalente a 0,42 eur/acc., en camino para superar la guía para final de año de 0,56 eur/acc. (vs 0,55 R4e).
- ▶ **En oficinas, las rentas caen un -2% LfL**, con la **ocupación mejorando +29 pbs vs 6M21** hasta 89,4% y la Compañía guiando hacia un 90% a final de año, creciendo en Madrid (87,3%) aunque cae ligeramente en Barcelona (91,3%) y Lisboa (98,7%), mientras los **release spreads crecen +4,8%**, con Barcelona +9,6%, Lisboa +24% y Madrid +3%.
- ▶ **En logística** seguimos viendo fortaleza, impulsada por las entregas de Best II y III aunque el **crecimiento LfL es modesto, +0,6%**, debido a una quiebra y a la caída en **ocupación** coyuntural registrada en 1T21 que aún se mantiene 100 pbs por debajo de 9M20, 96,5% vs 97,5%, aunque **mejorando +32 pbs vs 6M21**.
- ▶ **En centros comerciales la caída en rentas es del -0,6% LfL**, pese a la importante reducción de incentivos frente al trimestre anterior, y con la afluencia y las ventas continuando su recuperación, cayendo en torno a un 26% vs 9M19 y manteniendo la tasa de esfuerzo de los *retailers* en niveles saludables (+12,4%). La **ocupación muestra cierta mejoría, +48 pbs vs 1S21**, hasta 93,8% vs 93,7% 9T20 y 92,9% 9M19.
- ▶ A nivel de balance, la **deuda financiera neta crece ligeramente, +1% vs 9M20, aunque el LTV se reduce hasta 40,1%**, con un vencimiento medio de la deuda de 5,6 años, siendo el 100% a un tipo fijo del 2,06%. **Esta sólida posición financiera, unida a la mejora operativa y a la normalización del negocio, permite a la Compañía anunciar la distribución de un dividendo de 0,15 eur/acc.** a cuenta del resultado de 2021 (DY 1,6%) que se complementará tras la decisión de reparto definitivo que adopte la JGA con el objetivo de alcanzar una retribución total al accionista en el ejercicio de 0,40 eur/acc. (DY >4%).
- ▶ Aunque no se publica valoración independiente, la estimación de la Compañía del **valor neto de los activos alcanza los 7.370 mln eur, equivalentes a 15,69 eur/acc., +0,8% vs 6M21, lo que supone un descuento frente a la cotización actual del 39%**
- ▶ De cara a la **conferencia de resultados**, prestaremos especial atención a **1)** final estimado del programa de bonificaciones; **2)** expectativas de ocupación y rentas para 4T21 y 2022; **3)** 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) y la situación de Madrid Nuevo Norte (calendario, % participación); y **4)** impacto de la inflación sobre el negocio y crecimiento potencial en rentas.

## Primeras impresiones

### 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 Inmobiliaria Colonial, Clínica Baviera, Proeduca, Castellana Properties (asesor registrado), Rovi, Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Almagro (asesor registrado) y Elecnor; asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Almagro y Renta Corporación Real Estate SA, 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: 62% Sobreponderar, 27% Mantener y 11% Infraponderar.