

Conferencia de resultados

Merlin 1S20: cauto optimismo tras buenos resultados. Reiteran guía 2020.

Jueves, 30 de julio 2020

Tras presentar unos resultados mejores de lo esperado tanto en ventas, -2% i.a., como en EBITDA recurrente, -13% i.a., la Compañía celebró conferencia con analistas e inversores para explicar su desempeño y compartir su visión del mercado.


Los principales mensajes del equipo gestor estuvieron relacionados con la estabilidad y predictibilidad de sus ingresos y la solidez de su balance.

En el primer caso, resaltaron el buen comportamiento en términos comparables en todos los segmentos de la cartera, con reléase spreads en niveles saludables y altas tasas de ocupación. Pese a la baja actividad durante el segundo trimestre del año, se continuaron firmando y renovando contratos, especialmente en oficinas (150.000m2) y logística (45.000m2), aunque la importante revisión a la baja en el contrato de Endesa (rentas -16% y prolongación hasta 2030) nos invita a ser cautos de cara al futuro, especialmente en oficinas y centros comerciales, donde las visitas y las ventas muestran una lenta recuperación tras el fin del estado de alarma. Así, la Compañía reitera su guía de cara a final de año, cuando esperan un impacto en rentas de -70 mln eur y -60 mln en FFO hasta el entorno de unos 450 mln eur (vs 459 mln eur R4e) y 250 mln eur (vs 163 mln eur R4) respectivamente, por encima de nuestras estimaciones de generación de caja por la importante penalización de margen que incluimos en nuestros cálculos derivada del aumento en incentivos.

La actualización de la evolución de su política comercial revela una aceptación mayoritaria y bajas tasas de impago durante el trimestre y gracias a esta política la finalización de los contratos en 2021 se reduce al 12% de las rentas, resultando en un incremento de WAULT de 6 meses hasta 2,7 años, y no estimando impacto en las cuentas de 2021. La pregunta que surge es si la solvencia de los tenants apoyará el desempeño futuro de Merlin.

En términos de balance, el ratio LTV continúa reduciéndose hasta el 40,4% (vs 40,6 dic-19) y la Compañía dispone de 1.216 mln eur de caja sin vencimientos relevantes hasta 2022. Una solidez reflejada en su calificación investment grade tanto por S&P como por Fitch.

En cuanto a la valoración de sus activos, Merlin reporta un impacto menor al esperado que, no obstante, creemos que continuará deteriorándose durante el año, la clave será ver en qué medida viene motivado por el deterioro en rentas y cuanto por el crecimiento en yields. Para ello será determinante la evolución de los incentivos, y si los 27,8 mln eur reportados continúan aumentando y se hacen permanentes trasladándose a rentas o continúan siendo extraordinarios. Tras los buenos resultados, pese a que nos mantenemos cautos por el probable estancamiento de la economía en la 2H20, nos abrimos a la posibilidad de que Merlin mejore nuestras estimaciones del año aunque estaremos muy pendientes de la evolución en 2S20. Con un descuento sobre NAV superior al 50%, reiteramos nuestra recomendación de Sobreponderar y P.O. 9,90 eur/acc.

 Sobreponderar								
(mln de euros)	1S19	1S20	1S20 R4e	Var % 2T20/2T19	Var % vs R4e	2019	2020e	Var % 20e/19
Rentas Brutas	262,7	256,6	228,6	-2%	12%	525,9	521,9	-1%
Oficinas	121,8	118,0	116,2	-3%	2%	243,4	223,6	-8%
Net Leases	43,6	43,5	43,9	0%	-1%	87,0	87,8	1%
Centros comerciales	64,4	60,6	35,4	-6%	71%	127,3	79,0	-38%
Logística	26,2	28,8	29,7	10%	-3%	53,8	59,5	11%
Otros	6,9	5,8	3,4	-16%	70%	14,4	9,1	-37%
EBITDA recurrente	210,4	184,1	168,9	-13%	9%	425,5	305,2	-28%
Margen EBITDA	80%	72%	67%	-8,3pp	4,7pp	81%	58%	-22,4pp
Beneficio neto	262,0	70,9	114,9	-73%	-38%	282,9	188,5	-33%
EPRA NAV/acc	15,11	15,68	12,37	4%	27%	15,60	11,16	-28%
AFFO/acc.	0,33	0,27	0,24	-18%	13%	0,65	0,41	-37%
Deuda Neta	5.076,3	5.153,0	5.146,0	2%	0%	5.182,0	5.146,0	-1%
LTV	41%	40%	43%	-0,6pp	-2,6pp	41%	48%	7,8pp

Conferencia de resultados

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. Pablo Fernández de Mosteyrín Guerreo

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: 48% Sobreponderar, 42% Mantener y 10% Infraponderar.