

## Primeras impresiones

### Merlin 1S20: sorprendente fortaleza, sosteniendo rentas y valoración mientras mantiene clientes.

Jueves, 30 de julio de 2020

Resultados que mejoran nuestras estimaciones y las del consenso de Facset, aunque quedan un 2% por debajo del 1S19 en ventas y un 13% EBITDA recurrente por el importante aumento en incentivos tras el impacto del covid-19, 27,8 mln eur, lo que se refleja en un menor margen que cae des 80% al 72%.

El resultado neto registra una contracción del 73%, donde al menor resultado operativo se le suma las pérdidas por enajenaciones de inmovilizado, especialmente en el 1T y las minusvalías por valoración de instrumentos financieros. Así, en cuanto a la generación de caja, vemos una caída del 18% en AFFO hasta 0,27 eur/acc, mejorando nuestras previsiones aunque contrayéndose un 18% i.a.


Además, se ha publicado la revisión de la valoración independiente de los activos de la Compañía, alcanzando un GAV de 12.755 mln eur, prácticamente plano desde la anterior publicación a cierre de 2019, registrando un crecimiento del +2,1% LfL en oficinas, -4,7% en centros comerciales, +2,0% en logística y 0,0% en net leases. Esto supone un NAV de 15,68 eur/acc., +4% i.a. y plano desde diciembre, que bate ampliamente nuestras estimaciones y en menor medida las de consenso, que descontábamos mayor impacto en rentas y un crecimiento en yields mayor que lo estimado por el tasador.

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.

Merlin reporta un impacto menor al esperado, especialmente en cuanto a la valoración de sus activos que, no obstante, creemos que continuarán 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.

Esperamos respuesta positiva en cotización al comprobar la resiliencia tanto de las rentas como de la tasación de los activos en un valor excesivamente castigado, que cotiza con un descuento sobre NAV del 56 que, pese a la esperada revisión de valoración, consideramos excesivo.

Sobreponderar, P.O. 9,90 eur/acc.

|  <span style="float: right;">Sobreponderar</span> |         |         |          |                    |                 |         |         |                 |
|--|---------|---------|----------|--------------------|-----------------|---------|---------|-----------------|
| (mln de euros)   | 1S19    | 1S20    | 1S20 R4e | Var %<br>2T20/2T19 | Var % vs<br>R4e | 2019    | 2020e   | Var %<br>20e/19 |
| <b>Rentas Brutas</b>   | 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%            |
| <b>EBITDA recurrente</b>   | 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         |
| <b>Beneficio neto</b>  | 262,0   | 70,9    | 114,9    | -73%               | -38%            | 282,9   | 188,5   | -33%            |
| <b>EPRA NAV/acc</b>  | 15,11   | 15,68   | 12,37    | 4%                 | 27%             | 15,60   | 11,16   | -28%            |
| <b>AFFO/acc.</b>   | 0,33    | 0,27    | 0,24     | -18%               | 13%             | 0,65    | 0,41    | -37%            |
| <b>Deuda Neta</b>  | 5.076,3 | 5.153,0 | 5.146,0  | 2%                 | 0%              | 5.182,0 | 5.146,0 | -1%             |
| <b>LTV</b>   | 41%     | 40%     | 43%      | -0,6pp             | -2,6pp          | 41%     | 48%     | 7,8pp           |

## Primeras impresiones

### Principales cifras:

- ▶ **Mejores resultados de los esperado**, mostrando un **crecimiento en rentas brutas comparables del +2,7% i.a.**, con crecimiento en todas las categorías de activos en términos comparables, aunque la ocupación cae casi un 1pp en el agregado de la cartera.
- ▶ En el **segmento de oficinas** vemos un sólido **crecimiento de rentas LfL durante el periodo (+4%) y release spread del +7%**, con la ocupación cayendo hasta 90,9% (91,4% 1T20) tras la salida de un inquilino.
- ▶ La cartera de **centros comerciales**, pese al impacto del covid, muestra unas **ventas creciendo +2,8 LfL** y una ocupación estable gracias a la política comercial de la Compañía de bonificar rentas de forma decreciente a cambio de extender los contratos automáticamente hasta 2022.
- ▶ En cuanto a los **activos logísticos**, muestran un sólido comportamiento, con un **crecimiento en rentas del +2,9% y release spread en todos los mercados (+6,7%)**, y con cierta mejora de ocupación que sube hasta 96,8% vs 96,4% 1T20.
- ▶ Durante el periodo, Merlin ha adquirido Plaza de Cataluña 9, ubicado en una de las plazas más emblemáticas de Barcelona. Además registra desinversiones por 198 mln eur incluyendo la contribución de 3 activos comerciales secundarios (Thader, La Fira y Nassica) a Silicius Socimi a GAV y la venta de 18 sucursales de BBVA. **Los tres planes de la compañía, Landmark I, Flagship y Best II & III continúan progresando aunque debido al Covid-19, la compañía ha revisado sus planes de Capex, centrándose en la ejecución de activos cuyas obras ya se han iniciado y/o se encuentran pre-alquilados.**
- ▶ Más de 1.000 inquilinos de centros comerciales han aceptado la Fase II de la política comercial de la compañía, **garantizando la visibilidad del negocio y mejorando el perfil de vencimientos**. Como resultado, el WAULT se ha incrementado en seis meses hasta alcanzar los 2,7 años en 1S20, manteniendo un **elevado nivel de cobros en todos sus activos**.
- ▶ **De cara a la conferencia** (jueves 30, 15:00h), no esperamos grandes novedades más allá de reiterar sus medidas frente al Covid y el impacto esperado, del que vamos ganando visibilidad aunque creemos que continuará deteriorándose en la segunda mitad del año. Además estaremos atentos a **1)** guía para el resto del año e impacto esperado en rentas y NAV, **2)** novedades acerca del dividendo, que recordamos el reparto de la prima quedó en stand by, **3)** perspectivas del proyecto Castellana Nuevo Norte y **4)** posibles ventas de activos no estratégicos.

## 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 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](mailto:online@renta4.es)

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 46% Sobreponderar, 44% Mantener y 10% Infraponderar.