

### MERLIN 2020: creciendo con prudencia.

Lunes, 01 de marzo 2021


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

**Javier Díaz Izquierdo – Senior equity analyst**

MERLIN Properties vuelve a superar la guía en FFO, alcanzando 0,56 eur/acc vs 0,53 estimado por el consenso pese a registrar una caída en **rentas de -4% i.a.**, y del **-14% i.a. en EBITDA recurrente**, penalizado por su programa de incentivos y bonificaciones que asciende a 46,7 mln eur. A nivel de activos, las **rentas muestran solidez** en términos comparables: oficinas +2,2% i.a.l-f-l, logística +1,8% i.a. l-f-l y centros comerciales -1,2% i.a. l-f-l, y **la ocupación cae ligeramente** -57 pbs vs 2019 hasta el **94,2%**, con oficinas -168 pbs en el 91,1%, logística -14 pbs hasta 97,5% y, sorprendentemente, centros comerciales +47 pbs al 93,7%. Por su parte, **el nivel de cobros se mantiene elevado**, con el 99,5% en oficinas, 100% net leases, 99,8% logística y 77,8% en centros comerciales, donde el 19,8% se han acogido a la política comercial de la Compañía y el 2,4% restante son impagados.

En este contexto de sólidos fundamentals, la **valoración de la cartera se mantiene constante** con un **NAV de 15,68 eur/acc, +0,5% i.a.**, mejorando nuestras estimaciones y las del consenso. Igualmente, a nivel de balance, el **endeudamiento se mantiene constante con un LTV 40,6%** y una **posición de liquidez por encima de los 1.250 mln eur**, asegurando las necesidades de financiación y cubriendo los vencimientos de deuda hasta 2023.

Durante la conference call, los principales mensajes del equipo gestor estuvieron relacionados con: **i)** guía 2021 conservadora, repitiendo los 0,56 eur/acc., con un impacto estimado de las bonificaciones 1H21 de 20 mln eur; **ii)** propuesta al consejo de un dividendo con cargo a 2020 de 0,25 eur/acc (rentabilidad del 3,0% a precios actuales), sustancialmente por debajo de las estimaciones del consenso, bajo un criterio de conservación de caja en el actual contexto económico; **iii)** importante avance en sus programas de creación de valor (Landmark I, Flagship, y Best II & III), con prealquileres del 100% en dos de sus proyectos de oficinas y logísticos, y la expectativa de finalizar sus inversiones en centros comerciales durante este año, todo ellos con obteniendo atractivas yields on cost; **iv)** estiman un impacto en ocupación de oficinas 1,5%-2% durante 2021, donde solo un 15% de los contratos vencen durante el año y la entrega de proyectos añadirá unos 8 mln eur de cash flow en 2021 y otros 4 adicionales a partir de 2022; **v)** esperan ver cierto aumento de desocupación en logística durante 1H21 de forma circunstancial por renegociación de contratos, mientras continuarán siendo líderes en el mercado logístico ibérico, un liderazgo que se verá reforzado por la entrega de varios proyectos desarrollados (San Fernando, Azuqueca, Cabanillas, Sevilla Zal, ...) que aportarán unos flujos de caja de 6 mln eur este año y otros 4 en 2022. Reiteramos **Sobreponderar** y **P.O. 9,90 eur/acc.**

						Sobreponderar				
(mln de euros)	4T19	4T20	Var % 4T20/4T19	Var % vs R4e	Var % vs consenso	2019	2020	Var % 20/19	Var % vs R4e	Var % vs consenso
<b>Rentas Brutas</b>	131,0	122,6	-6%	-2%	3%	525,9	503,4	-4%	0%	1%
Oficinas	60,5	57,3	-5%	-3%	3%	243,4	233,2	-4%	-1%	1%
Net Leases	21,7	21,5	-1%	0%	5%	87,0	86,5	-1%	0%	1%
Centros comerciales	31,5	26,2	-17%	-5%	0%	127,3	114,4	-10%	-1%	0%
Logística	14,2	15,2	7%	3%	2%	53,8	58,9	9%	1%	1%
Otros	3,2	2,4	-25%	9%	25%	14,4	10,5	-27%	2%	5%
<b>EBITDA</b>	90,6	84,2	-7%	-8%	-12%	376,3	340,9	-9%	-2%	-3%
Margen EBITDA	69%	69%	-0,4pp	-4,1pp	-11,0pp	72%	68%	-3,8pp	-1,0pp	-2,6pp
<b>Beneficio neto rec.</b>	52,2	64,7	24%	-4%	-8%	282,9	218,9	-23%	4%	20%
Margen Neto	40%	53%	13,0pp	-1,3pp	-6,5pp	54%	43%	-10,3pp	-1,9pp	7,0pp
<b>EPRA NAV/acc</b>						15,60	15,68	0%	2%	7%
<b>AFFO/acc.</b>						0,65	0,53	-18%	3%	8%
<b>Deuda Neta</b>						5.182,0	5.268,0	2%	2%	-4%
<b>LTV</b>						41%	40%	-0,7pp	-0,4pp	-0,9pp

## 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 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 publicados 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.

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.

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

Pablo Fernández de Mosteyrín

Javier Díaz Izquierdo

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: 59% Sobreponderar, 31% Mantener y 10% Infraponderar.