

# MERLIN 2020: reflejando las ventajas de la diversificación y guía prudente para 2021.

Viernes, 26 de febrero de 2021


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

**Javier Díaz Izquierdo – Senior equity analyst**

Resultados en línea con nuestras **estimaciones y las del consenso**, reflejando el impacto de la pandemia en unos ingresos por rentas que caen un **-4% i.a.**, aunque no es hasta el **EBITDA recurrente** donde se refleja verdaderamente el impacto por Covid-19, con una **caída del -14% i.a.**, provocada por unos incentivos y bonificaciones de ascienden a 46,7 mln eur. Así mismo, la generación de caja contabiliza un impacto similar, **FFO -16% i.a.** hasta los **0,56 eur/acc**, superando la guía de la Compañía y la estimación del consenso de 0,53 eur/acc. La revalorización de los activos mejora las cifras a 9M20, mientras que los gastos financieros aumentan ligeramente, lo que resulta en un BPA de 0,12 eur/acc, **-90% i.a.**, que en términos recurrentes alcanza los 0,47 eur/acc, **-28% i.a.** 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**. Por su parte, **la ocupación de la cartera cae ligeramente -57 pbs**, vs2019 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%. Así mismo, los **release spreads** siguen mostrando fortaleza, **+3%** en oficinas, **+6%** en logística y **+4%** en centros comerciales. Por último, **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 fundamentales, tal y como venimos advirtiendo, **la valoración de la cartera se mantiene prácticamente constante**, GAV **-0,6% i.a.l-f-l**, 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.

**Esperamos respuesta neutra en cotización**, ya que pese a comprobar la resiliencia de las rentas y la baja tasa de impago, el impacto de las **nuevas bonificaciones para 1H21** (20 mln eur) y el **importante recorte en el dividendo propuesto a la Junta** (0,25 eur/acc) sugiere un 2021 complicado. La Compañía celebra conferencia call con analistas e inversores a las 15.30h. Reiteramos **Sobreponderar, 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>	<b>90,6</b>	<b>84,2</b>	<b>-7%</b>	<b>-8%</b>	<b>-12%</b>	<b>376,3</b>	<b>340,9</b>	<b>-9%</b>	<b>-2%</b>	<b>-3%</b>
Margen EBITDA	69%	69%	-0,4pp	-4,1pp	-11,0pp	72%	68%	-3,8pp	-1,0pp	-2,6pp
<b>Beneficio neto rec.</b>	<b>52,2</b>	<b>64,7</b>	<b>24%</b>	<b>-4%</b>	<b>-8%</b>	<b>282,9</b>	<b>218,9</b>	<b>-23%</b>	<b>4%</b>	<b>20%</b>
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

## Primeras impresiones

### Principales cifras:

- ▶ Resultados que cumplen sobradamente con las estimaciones del consenso, registrando una **caída en rentas del -4% i.a. y del -14% i.a. en EBITDA recurrente**, reflejando el impacto de las bonificaciones por importe de 46,7 mln eur, que reducen la generación de **FFO -16% i.a. hasta los 0,56 eur/acc.**, mejorando la guía de la propia Compañía (0,53 eur/acc).
- ▶ **En oficinas las rentas aumentan un +2,2% i.a.** con un *release spread* del +3% y una ligera caída de ocupación, 91,1% vs 92,8% 2019, debido a la salida de negocios muy afectados por la pandemia. En cuanto a mercados, la ocupación cae -150 pbs en Madrid hasta en 89,5%, -341 pbs en Barcelona al 92,6% y se mantiene constante en Lisboa a plena ocupación.
- ▶ En la cartera de **centros comerciales**, la política comercial de bonificaciones continúa rindiendo frutos, con las rentas cayendo solo un -1,2% i.a. *I-f-I*, con un *release spread* del +4% y una ocupación que mejora +47 pbs hasta 93,7%, si bien la tasa de esfuerzo ha empeorado a final de año por los nuevos cierres, con ventas y afluencia cayendo vs 2019 un -36% y -37% respectivamente.
- ▶ En cuanto a los **activos logísticos**, continúan dando sólidos resultados, con las rentas +3% i.a. *I-f-I*, un *release spread* del +6% y una ocupación del 97,5%, prácticamente constante vs 2019, aunque se ve un deterioro relevante en Barcelona -327 pbs hasta 93,3%.
- ▶ En materia de **impagos**, el **nivel de cobros continúa en niveles muy elevados** por cuarto trimestre consecutivo tras el brote de Covid-19, 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.
- ▶ **De cara a 2021**, la Compañía aprobó en octubre la Fase III de su política comercial para 1H21, con el objetivo de continuar bonificando a sus inquilinos mediante una política de incentivos acorde con el ritmo de ventas para mantener las tasas de esfuerzo en niveles sostenibles y mantener los niveles de ocupación. Cifran el **impacto esperado en 19,6 mln eur** (18,6 mln eur corresponden a centros comerciales y 1 mln eur al componente *retail* de oficinas). **La guía de FFO para 2021 se cifra en 0,56 eur/acc. y propondrán un reparto de dividendos con cargo al ejercicio de 0,25 eur/acc.**, por debajo de las estimaciones del consenso en ambos casos.
- ▶ **MERLIN ofrecerá *confence call* con analistas e inversores** (viernes 13, 15:00h), donde prestaremos especial atención a **1) perspectivas para 2021**, donde tras el recorte del dividendo el *management* busca preservar caja en un contexto complicado; **2) evolución en tasas de ocupación y *release spreads***; **3) confirmación y detalles de la guía para 2021**.

## 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 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.