

Inmobiliaria Colonial

10 de julio de 2018

COMPRAR

Precio Objetivo 11,1 EUR
 Precio cotización 9,6 EUR
 Potencial 15%

Inicio de cobertura. Activos generadores de caja y crecimiento en NAV.

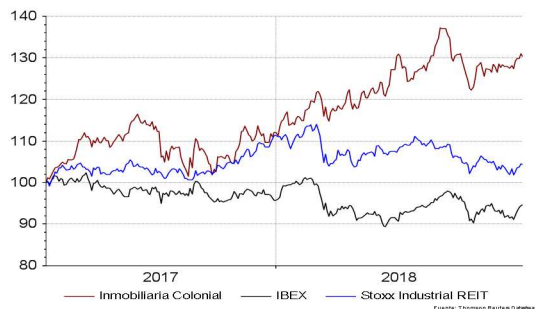
Analista financiero

Pablo Fernández de Mosteyrín

Datos bursátiles

Market Cap. (mln euros)	4.177
Nº acciones (mln)	454,6
Free Float	64,4%
Beta	0,70
Rango 52 semanas (EUR/acc)	10,27 - 7,32
Vol. Medio Diario 6 meses	0,90 mln acc
Rating (perspectiva) [Moody's/S&P]	BBB (E)/Baa2 (N)

Evolución	COL	COL vs IBEX
1 Día	-0,6%	-0,8%
1 Mes	3,7%	1,9%
2018	16,2%	17,4%
1 año	30,3%	35,7%



	Comprar	Mantener	Vender
Consenso Analistas	41%	29%	29%

Fuente: Thomson Reuters Datastream.

Accionistas: Grupo Finaccess (18,4%), Qatar Investment Authority (9,6%), Aguila LTD (6,6%).

Inicio de cobertura, recomendación de COMPRAR.

Iniciamos la cobertura de Inmobiliaria Colonial con la recomendación de COMPRAR, valorando la compañía a través del cálculo del NAV'19e, alcanzando un precio objetivo de 11,1 eur/acc., lo que supone un potencial de revalorización del 15%. Consideramos a Colonial un valor con sólidos fundamentales y capacidad de aprovechar la recuperación en el sector inmobiliario español tras el estallido de la burbuja inmobiliaria en 2008, con una valoración exigente y un gran comportamiento en el último año pero aún con potencial de revalorización gracias al crecimiento esperando del NAV, empujado por la fortaleza de la economía española y al potencial de la cartera.

Tras el estallido de la burbuja inmobiliaria en 2008...

La compañía sufrió grandes caídas de ingresos y en la valoración de sus activos, lo que llevó a la banca acreedora a tomar el control de la sociedad por su excesivo endeudamiento.

...Colonial se recapitaliza...

A través de la venta de activos no estratégicos, ampliaciones de capital y reestructuración de su deuda, Colonial se recapitaliza.

...y recupera su estrategia de crecimiento.

Tras recuperar la calificación crediticia *investment grade* y con una sólida estructura de capital, se re-enfoca en el negocio patrimonialista, convirtiéndose en socimi, y reafirma su posición de liderazgo en oficinas *prime* en Madrid, Barcelona y París.

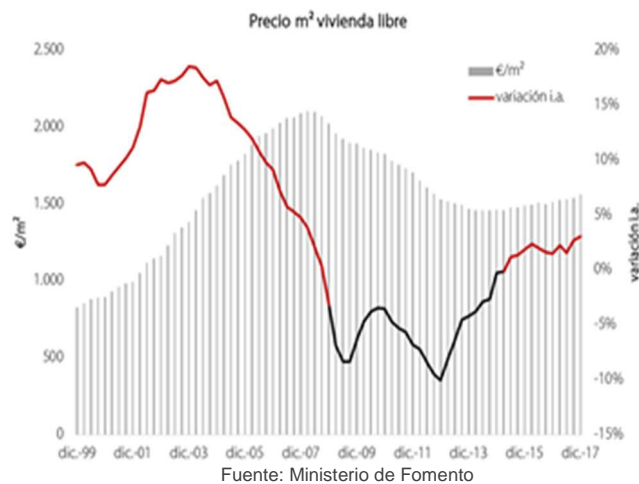
Actualmente apreciamos una sólida capacidad de generación de caja y creación de valor gracias a 1) fortaleza del ciclo económico y consiguiente recuperación del mercado inmobiliario en España; 2) calidad de activos inmobiliarios en zonas *prime* con alta ocupación/demanda; 3) capacidad de capturar el crecimiento potencial de rentas en mercados al alza; y 4) objetivos alcanzables a medio plazo por su atractiva cartera de proyectos, la incorporación de activos de Axiare y su capacidad demostrada de rehabilitación y reposicionamiento de nuevos activos.

(mln de euros)	2017	2018e	2019e	2020e	Ratios	2017	2018e	2019e	2020e
Ventas	283	368	394	414	PER	5,3x	5,8x	7,8x	8,2x
EBITDA	217	281	312	329	P / VC	0,6x	0,7x	0,7x	0,7x
Mg EBITDA	76,7%	76,4%	79,1%	79,6%	VE / EBITDA	30,7x	31,5x	31,1x	28,4x
Bº Neto	682	757	650	619	VE / Ventas	23,6x	24,1x	24,6x	22,6x
VE	6.668	8.871	9.684	9.345	DN / EBITDA	14,1x	16,0x	14,8x	13,0x
Deuda Neta	3.064	4.497	4.627	4.288	NAV (mln eur)	3.781	4.487	4.927	5.797
FCF	-153	119	158	189					
Rentabilidad	2017	2018e	2019e	2020e	(EUR/acc)	2017	2018e	2019e	2020e
RPD	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	BPA	1,57	1,66	1,43	1,36
FCF Yield	-4,2%	2,7%	3,1%	3,7%	DPA	0,17	0,18	0,21	0,21
ROE	12,0%	11,7%	9,6%	8,7%	Pay-Out	11%	11%	15%	15%
ROCE	19,2%	17,1%	14,2%	13,1%					

Fuente: Estimaciones propias.

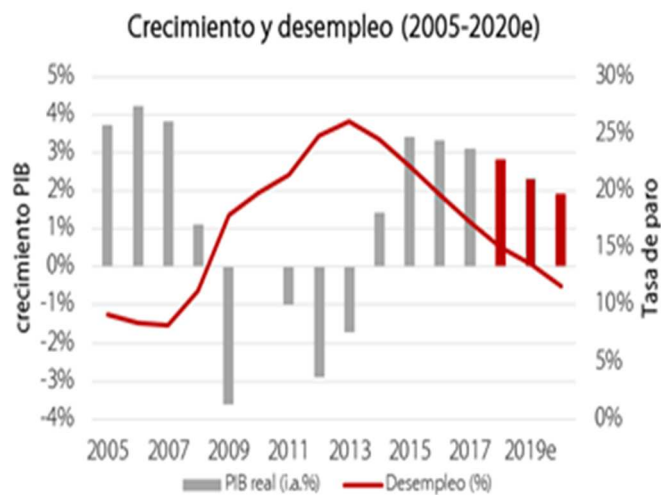
Perspectiva cíclica y recuperación del mercado inmobiliario

Tras crecer a tasas de doble dígito durante más de seis años, los precios inmobiliarios se multiplicaron por más de 2,5 entre los años 2000 y 2007, provocando la mayor burbuja inmobiliaria de la historia de España, con una inversión en vivienda que llegó a suponer un 12% del PIB y en torno a 1,5 millones de empleos en 2006. El estallido de la misma, agravado por la crisis *subprime* en EE.UU., y la posterior inestabilidad en la arquitectura de la Eurozona, ahondó la profundidad de la recesión en España retrasando la recuperación del sector hasta el 2015, cuando volvimos a ver aumentos de los precios de la vivienda.

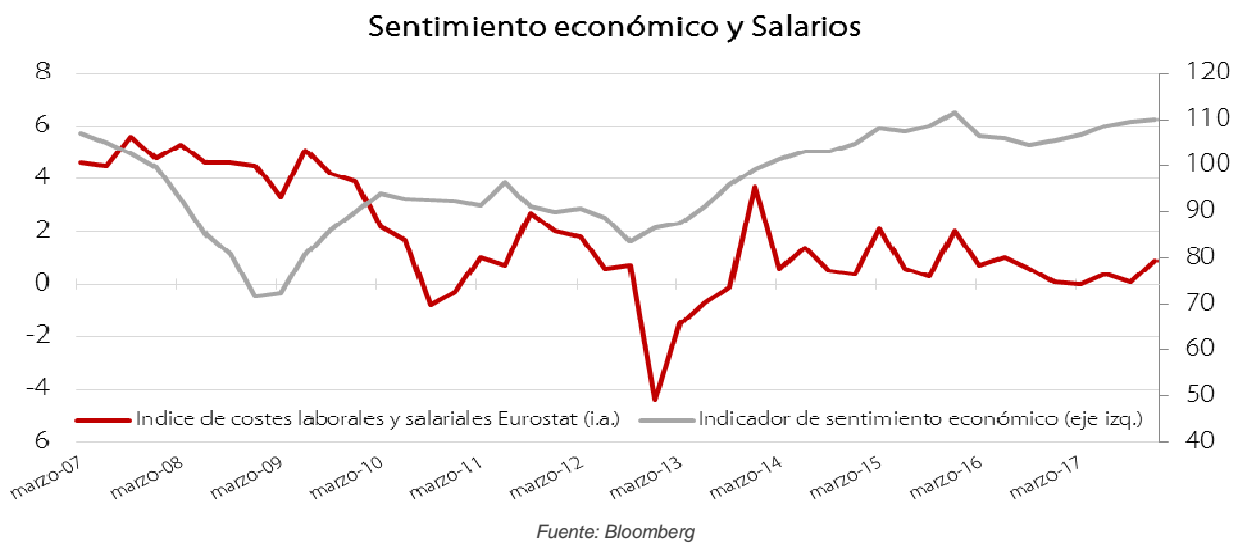


La recuperación sostenida del sector, pasa por una estabilización del ciclo económico, ya asentado tras varios años con tasas de crecimiento económico superiores al 3%, y por la continuación en la reducción del desempleo. Un crecimiento económico sustentado por la demanda interna, la inversión en equipo y construcción y un sector exterior pujante gracias a la coordinación del ciclo económico global.

En este sentido, de acuerdo a las estimaciones de AFI, la recuperación económica en España continuará, principalmente por el lado del consumo y la inversión privada. Se estima que la economía crecerá +2,8% y +2,3% en 2018e y 2019e respectivamente, por encima de la media de la Zona Euro y de las economías más desarrolladas.



Así mismo, el crecimiento económico vendrá acompañado por un descenso en la tasa de desempleo hasta 15,1% en 2018e y 13,6% en 2019e, una evolución que se espera que redunde en un aumento de la confianza de los consumidores y sus expectativas, lo que junto a cierto avance en los salarios debería traducirse en un incremento de la demanda efectiva.



Del mismo modo, el incremento en la confianza empresarial, en la creación de empresas y en el crecimiento de los márgenes de las mismas incidirá positivamente en la demanda de oficinas, especialmente en las principales ciudades españolas y sus zonas *prime*. En este sentido, Madrid y Cataluña concentran más de un 30% de las empresas del país y registran incrementos de creación neta de empresas superiores a la media nacional, lo que redundará en una mayor demanda de espacios y, dada la escasez de oferta, mayores precios. Por ello, de cara al periodo 2018-2022 esperamos que el mercado inmobiliario prolongue su recuperación, especialmente en las zonas *prime* de las grandes ciudades como Madrid y Barcelona, principales mercados de *Colonial* en España, donde esperamos crecimientos en los precios de los alquileres de dígito simple alto, desacelerándose ligeramente desde los máximos vistos en 2016.

En cuanto al mercado francés, de donde procede un 58% de los ingresos del grupo, según datos de la Comisión Europea se espera un crecimiento económico superior al 2%, impulsado principalmente por el consumo privado y la inversión.

Además, somos optimistas en relación a la expectativa de la implementación de medidas liberalizadores en diversos sectores que deberían mejorar el potencial de crecimiento. Así mismo, la mejora en el mercado laboral, con una tasa de paro cayendo por debajo del 9,5%, y una moderada subida en los salarios, debería apoyar la confianza del consumidor y empresarial, llevando a aumentos de la demanda y, en mercados con nueva oferta potencial limitada, de los precios.

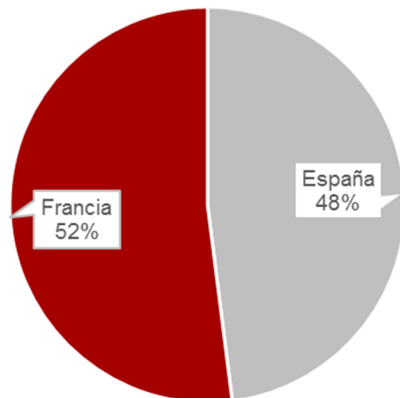
En cuanto a los vientos de cara que pueden frenar el impulso de la economía española y el sector inmobiliario, debemos destacar los siguientes riesgos:

- 1) **Ciclo económico:** Pese a que el ciclo económico está consolidando su crecimiento tras iniciar la fase de recuperación en 2014, debe tenerse en cuenta la posibilidad de un shock que haga descarrilar la economía y con ella el relanzamiento del sector inmobiliario español. En este sentido, los mayores riesgos residen en la posibilidad de una mayor inflación y en el excesivo endeudamiento a nivel global. Por el momento ambas amenazas parecen controladas, con una inflación subyacente por debajo del objetivo de largo plazo del BCE y unas condiciones financieras favorables a la sostenibilidad de los elevados niveles de deuda.
- 2) **Política monetaria:** El principal riesgo derivado de las decisiones de política monetaria del BCE radica en la posibilidad de un endurecimiento mayor y más rápido de lo esperado, hecho que podría estar motivado principalmente por una aceleración de la inflación por encima del objetivo de la autoridad monetaria del 2% anual. Esto provocaría un *tensionamiento* de los mercados de crédito con su correspondiente impacto sobre la concesión de crédito y la consiguiente menor demanda y capacidad de promoción inmobiliaria. Así mismo, podría dificultar la sostenibilidad de individuos y empresas excesivamente endeudadas.
- 3) **Riesgo político/geopolítico:** En este aspecto, encontramos riesgos tanto internos como externos. En el primer caso, principalmente debemos prestar atención a la situación política en Cataluña, no solo a nivel regional sino por sus posibles consecuencias a nivel nacional en lo concerniente a inversión extranjera y costes de financiación. En este sentido, no esperamos una repetición de la situación vivida a finales de 2017, sin descartar repuntes temporales de conflictividad político/social. En segundo lugar, el principal viento de cara está relacionado con la geopolítica internacional y sus repercusiones sobre los precios de las materias primas (petróleo, metales y otros productos industriales), así como el auge del proteccionismo y sus ramificaciones en forma de potenciales guerras comerciales y obstáculos a la inversión extranjera directa.

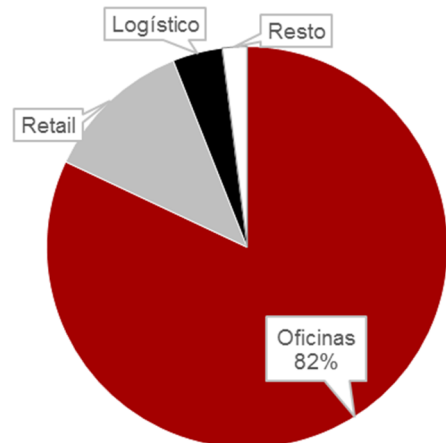
Colonial: Activos de calidad generadores de rentas

Teniendo en cuenta las buenas perspectivas de la economía española, consideramos que la posición de Colonial es inmejorable para beneficiarse de los mayores precios potenciales en el sector inmobiliario, tanto en Francia como en España, gracias tanto a la captación de rentas como a la revalorización de sus activos.

Ingresos por mercados (2017)



Ingresos por usos (2017)



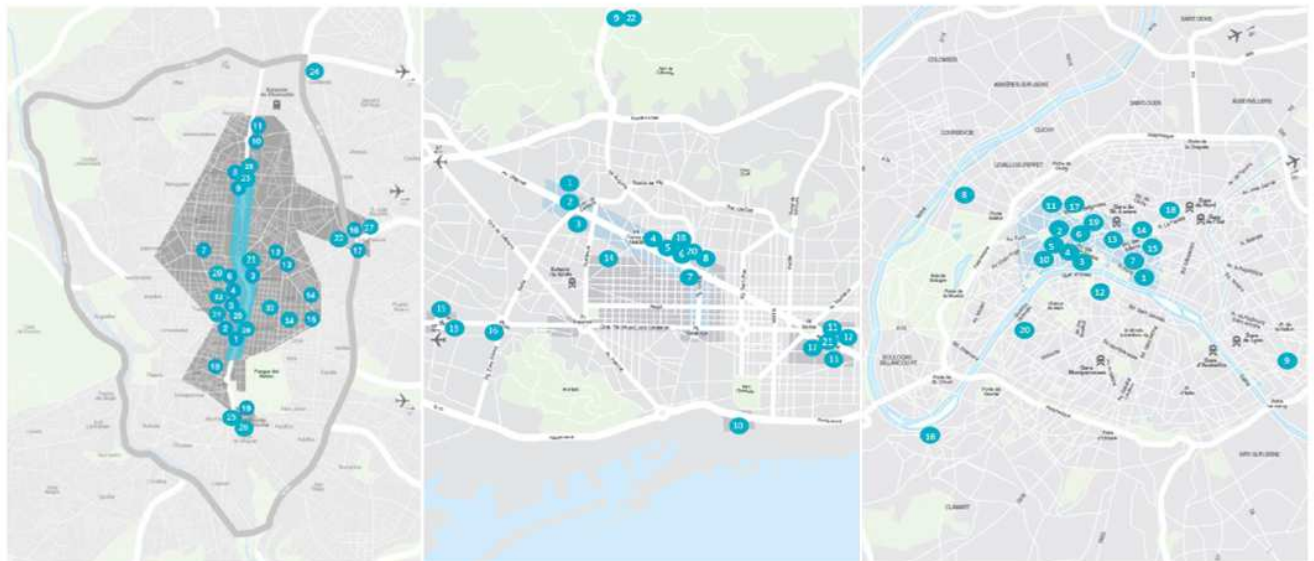
Fuente: Inmobiliaria Colonial

A cierre del ejercicio 2017, Colonial presenta una superficie alquilable superior a 1,8 mln. de metros cuadrados y proyectos por casi otro medio millón, de los cuales el 40% se localiza en Madrid, que supone casi un 20% de las rentas generadas; un 23% en Barcelona, generando más de un 10% de los ingresos por rentas; y un 37% en París, que aporta más del 70% de la rentas por alquileres. De ellos, el 82% los activos se corresponden con oficinas, en la mayoría de los casos (>70%) en zonas *prime* de estas ciudades. La reciente adquisición de Axiare, aporta nuevos activos en el distrito central de negocios (CBD) así como cerca de 400.000 m² de activos logísticos y *retail*, que, si bien se salen del *core business* de la compañía, son importantes fuentes de generación de rentas e incluso pueden ser objeto de ventas estratégicas para financiar nuevas compras y desarrollar nuevos proyectos de rehabilitación y reposicionamiento con mejores *yields*.

Madrid – Centro & CBD

Barcelona

Paris



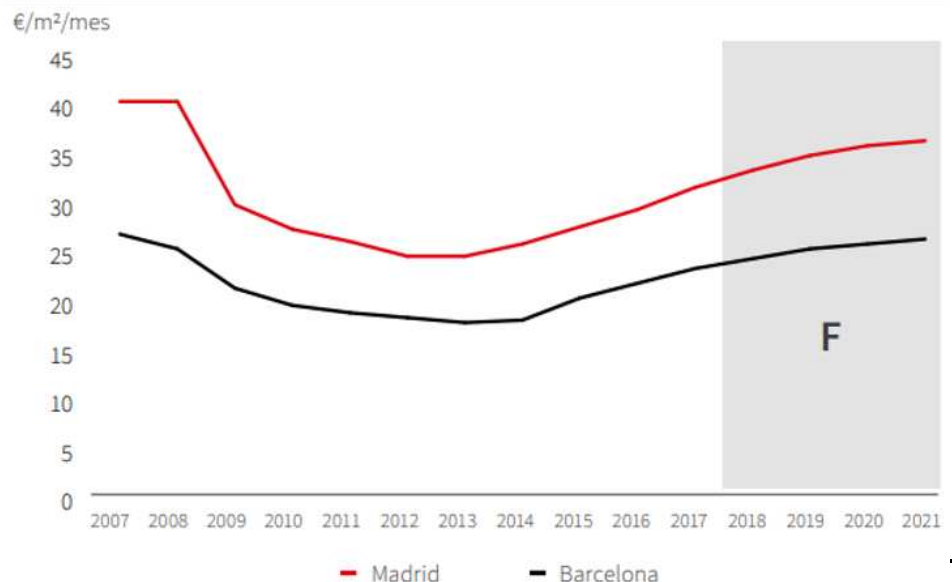
Fuente Inmobiliaria Colonial

La especialización de la compañía en el alquiler de oficinas en las zonas CBD de Madrid, Barcelona y Paris garantiza las mayores rentas así como unas bajas tasas de desocupación. A día de hoy vemos un potencial superior al 60% de crecimiento en la generación de rentas por alquiler en los próximos 5 años, con un crecimiento

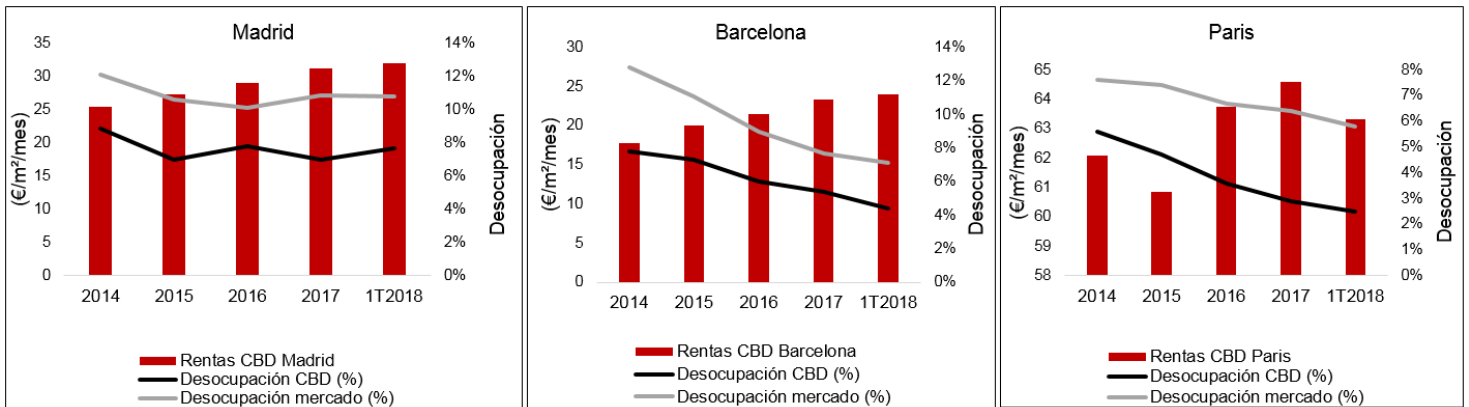
de EBITDA de en torno al 12% TACC y una importante revalorización de sus activos inmobiliarios, todo ello apoyado en:

- 1) la puesta en mercado de los casi 400.000 m² en proyectos en marcha que irán entrando en el mercado progresivamente hasta 2022, algunos ya pre-alquilados, y que podrían generar unos ingresos adicionales de en torno a 70 mln. eur. En Madrid y Barcelona incorporarán al mercado casi 200.000 m², lo que unido a los 45.000 m² de París y los 150.000 de Axiare suponen un aumento de la superficie alquilable del 20%;
- 2) la incorporación de los activos de Axiare ayudará a aumentar el NAV y aporta ingresos superiores a 70 mln. eur al año desde febrero de 2018 y con un potencial de alcanzar los 100 mln. eur anuales gracias a una mayor ocupación potencial, a la finalización de proyectos en marcha y a la capacidad de reposicionamiento demostrada por la empresa;
- 3) la mejora en las tasas de ocupación desde los niveles actuales del 95%, especialmente en Madrid, que presenta una tasa de desocupación del 12% incluyendo los activos recién adquiridos de Axiare, y que se espera que converjan en ocupación con el resto de la cartera hacia un 99 de ocupación en el medio plazo;
- 4) la capacidad de capturar los aumentos de rentas, todavía por debajo de los máximos históricos en los tres mercados (casi -25% en Madrid, -16% en Barcelona y -8% en París), con crecimientos por encima de la inflación, y gracias a un calendario de vencimientos de contratos muy favorable para la renegociación de los mismos. Además, las altas tasas de ocupación en Barcelona y París (~97%) hacen los precios más sensibles a los aumentos de la demanda. En el último año se ha firmado nuevas rentas un +28% por encima de las anteriores, destacando Madrid con un +30% y Barcelona con un +16%, lo que nos hace ser optimistas considerando que en torno al 50% de los contratos en España vencen antes de 2019 y el 30% en Francia. Esto debería permitir capturar a corto y medio plazo la fortaleza del ciclo económico actual.

Evolución de rentas prime



Fuente: JLL "Oficinas. Las claves de un mercado en constante evolución"



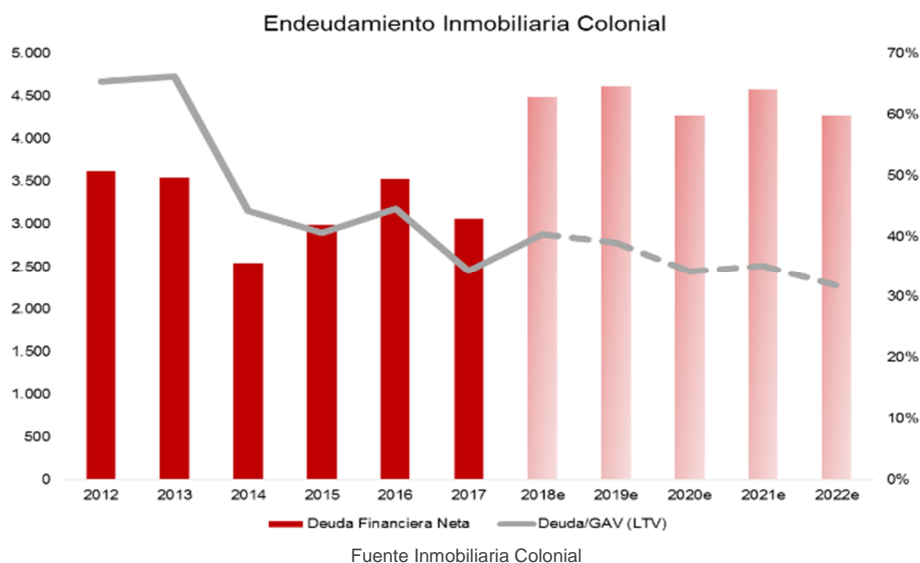
Fuente Inmobiliaria Colonial

Estrategia de crecimiento futuro

De cara al futuro confiamos en que el equipo gestor no desviará su estrategia más allá del negocio patrimonialista de oficinas *prime*, manteniendo el enfoque en productos de calidad con rentabilidades atractivas y primando la creación de valor, siempre vigilando los niveles de endeudamiento y una adecuada diversificación geográfica.

En este sentido, tras la adquisición e integración de Axiare, prevista para final de año, probablemente se procederá lentamente a la venta de su parque de activos logísticos y retail, que suponen más de 400.000 m², están valorados a día de hoy en unos 300 mln. eur y aportan algo menos de la mitad de los ingresos por rentas de Axiare, manteniendo en cartera los activos de oficinas en zonas *prime* de Madrid y Barcelona, considerados estratégicos, y a los que debería añadir nuevos proyectos de rehabilitación y reposicionamiento, continuando con la estrategia de deshacerse de activos no estratégicos y proyectos maduros que ha llevado a cabo en los últimos años, sin desviarse de su vocación y con el objetivo de consolidarse como líder europeo en el segmento de oficinas *prime*.

En cuanto al endeudamiento del grupo, con un *loan-to-value* ~40% no consideramos que la calificación crediticia *investment grade* esté en riesgo pese al aumento de la deuda en términos nominales tras la adquisición de Axiare. En relación al valor de sus activos, prevemos que el endeudamiento del grupo se mantendrá en estos niveles o incluso menores, pues si bien esperamos una importante revalorización de la cartera de inmuebles, también vaticinamos nuevas emisiones de bonos dentro de su programa *Euro Medium Term* aprovechando las favorables condiciones de financiación actuales para refinanciar los importantes vencimientos que enfrentará en 2019, 2021 y 2022. Además, observamos una sobrada capacidad para atender el servicio de la deuda con un ratio de cobertura (ingresos/gastos financieros) superior a 3x y con la perspectiva de llegar a niveles superiores a 4x gracias a un 87% de deuda a tipo fijo, con un coste inferior al 2% y con vencimientos medios superiores a los 5 años.



Valoración impulsada por crecimiento en NAV: P.O. 11,1 eur/acc.

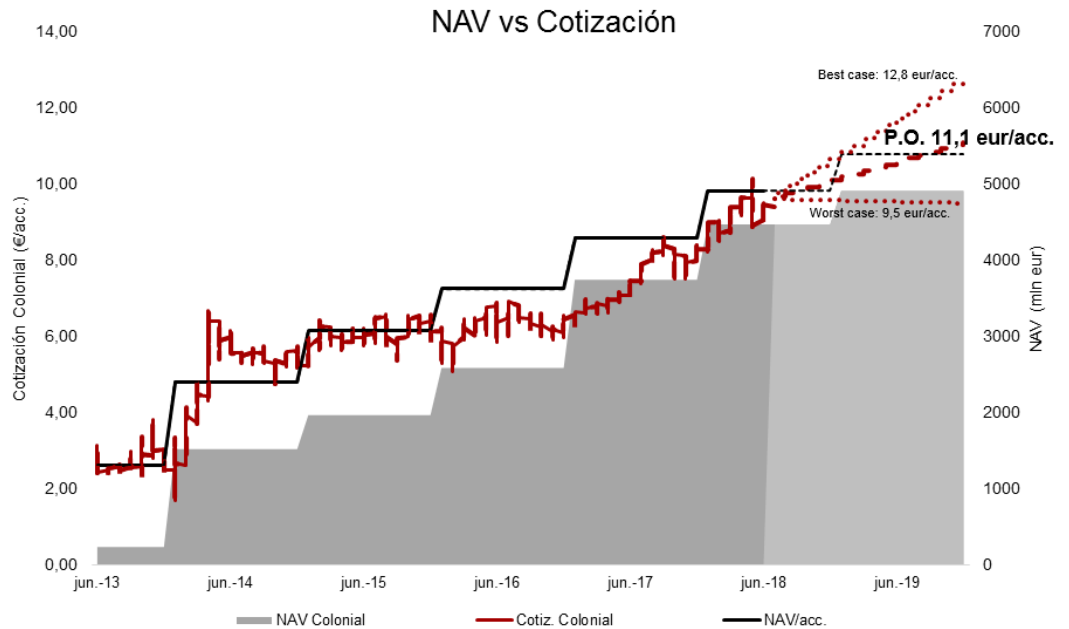
Tenemos confianza en la gestión del equipo directivo y consideremos adecuada su estrategia de crecimiento, si bien preferimos ser conservadores en nuestras estimaciones y la valoración no incorpora totalmente las previsiones de ingresos de la compañía, con unas rentas crecientes, especialmente en Madrid y Barcelona, importantes proyectos en cartera y unas *yields* muy estables, prevemos un sólido crecimiento del NAV en los próximos años que apoyará la creación de valor de la compañía.

En base a esta consideración hemos valorado Inmobiliaria Colonial a través de la estimación del NAV '19, suponiendo una *yield* estable (~3,4%) durante los próximos años y aplicando una prima histórica (media 2013-2017) sobre NAV '19e del 3%, obteniendo una valoración de 11,1 eur/acc. Así mismo, estudiando la relación histórica entre NAVe y cotización hemos establecido un *best case* en el que la cotización alcanzaría una prima del 18% hasta los 12,8 eur/acc. y un *worst case* en el que aplicamos un descuento del 12%, dejando la cotización en 9,5 eur/acc.

mln eur	2016	2017	2018e	2019e
GAV	7.928	8.933	11.230	11.943
- Deuda Financiera Neta	3.529	3.064	4.497	4.627
- Minoritarios	1.706	2.088	2.246	2.389
= NAV	2.693	3.781	4.487	4.927
Acc. circulación	357	435	455	455
NAV/acc	7,5	8,7	9,9	10,8

NAV '19e	10,8 eur/acc.
Base Case (Prima histórica 39)	11,1 eur/acc.
Best Case (Prima 18% s/NAV)	12,8 eur/acc.
Worst Case (Dto. 12% s/NAV)	9,5 eur/acc.

Por tanto, a pesar del buen comportamiento del valor en el último año (+34% vs IBEX) otorgamos un potencial de revalorización del 15%, e iniciamos cobertura de Inmobiliaria Colonial con una recomendación de sobreponderar, con unos riesgos a la baja acotados por el buen momento del sector, apoyado por la fortaleza del ciclo económico, y el potencial de la cartera.



Fuente Bloomberg, Estimaciones Renta 4

Cuenta de pérdidas y ganancias

Cuenta de Pérdidas y Ganancias:

(mlns eur)	2015	%	2016	%	2017	%	2018e	%	2019e	%	2020e	%
Ventas totales	231	9%	271	17%	283	4%	368	30%	394	7%	414	5%
Coste de ventas	(55)	6%	(54)	-2%	(56)	4%	(82)	47%	(79)	-4%	(80)	2%
EBITDA	174	8%	219	26%	217	-1%	281	30%	312	11%	329	6%
<i>Margen EBITDA %</i>	75%	-1%	81%	7%	77%	-5%	76%	0%	79%	4%	80%	1%
Amortización del inmovilizado	(7)	-96%	(10)	43%	(13)	30%	(12)	-6%	(16)	30%	(17)	5%
EBIT	887	170%	770	-13%	1.137	48%	1.151	1%	1.009	-12%	976	-3%
<i>Margen EBIT %</i>	384%	147%	284%	-26%	402%	41%	313%	-22%	256%	-18%	236%	-8%
Resultado financiero	(131)	-42%	(105)	-20%	(80)	-24%	(96)	20%	(95)	-2%	(101)	6%
EBT	756	620%	665	-12%	1.057	59%	1.055	0%	914	-13%	875	-4%
Impuestos sobre beneficios	(176)	403%	(53)	-70%	(105)	98%	23	-122%	(12)	-152%	(12)	0%
Minoritarios	(288)	112%	(286)	-1%	(398)	39%	(287)	-28%	(252)	-12%	(244)	-3%
Bº Neto	415	-16%	274	-34%	682	149%	757	11%	650	-14%	619	-5%
<i>Margen Neto %</i>	180%	-176%	101%	-44%	241%	138%	205%	-15%	165%	-20%	150%	-9%

Fuente: estimaciones Renta 4, datos compañía.

Cifras Clave

Valoración:

	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Precio cotización	6,14	6,44	8,28	9,60	11,10	11,10
Market Cap (mln de euros)	1.958	2.298	3.604	4.364	5.046	5.046
Deuda Neta (mln de euros)	2.992	3.529	3.064	4.497	4.627	4.288
EV (mln de euros)	4.950	5.827	6.668	8.861	9.673	9.334
Nº acciones (mln)	319	357	435	455	455	455
BPA (EUR/acc)	1,30	0,77	1,57	1,66	1,43	1,36
DPA (EUR/acc)	-	0,13	0,17	0,18	0,21	0,21
Pay-Out Ratio	-	17,4%	10,5%	10,8%	14,7%	15,4%
P/E	4,7x	8,4x	5,3x	5,8x	7,8x	8,1x
P/VC	0,6x	0,6x	0,6x	0,7x	0,7x	0,7x
P/FCF	-5,2x	-4,9x	-23,6x	36,6x	32,0x	26,7x
FCF Yield	-19,4%	-20,3%	-4,2%	2,7%	3,1%	3,7%
Dividend Yield	-	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%
EV/Ventas	21,4x	21,5x	23,6x	24,1x	24,5x	22,6x
EV/EBITDA	28,4x	26,6x	30,7x	31,5x	31,0x	28,3x
EV/EBIT	5,6x	7,6x	5,9x	7,7x	9,6x	9,6x

Flujos de Caja:

(mln de euros)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
FCF	-380	-467	-153	119	158	189
Capex	-499	-579	-389	-147	-138	-124
Variación Fondo de Maniobra	-2	-3	-3	-4	-4	-4

P&L:

(mln de euros)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ventas	231	271	283	368	394	414
EBITDA	174	219	217	281	312	329
Amortización	-7	-10	-13	-12	-16	-17
EBIT	887	770	1.137	1.151	1.009	976
Minoritarios	-288	-286	-398	-287	-252	-244
Bº neto	415	274	682	757	650	619

Balance:

(mln de euros)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Activo circulante	340	267	1.228	1.228	1.228	1.228
Activo fijo	6.789	7.961	9.280	10.714	11.394	12.027
Activo total	7.129	8.228	10.508	11.942	12.622	13.255
Pasivo L/P	341	507	236	271	289	305
Pasivo C/P	3.339	3.712	4.592	5.226	5.536	5.824
Total Pasivo	3.680	4.219	4.828	5.498	5.824	6.128
Equity	3.449	4.008	5.679	6.444	6.798	7.126
Total Pasivo + Equity	7.129	8.227	10.507	11.942	12.622	13.255

Performance:

	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
ROE	12,0%	6,8%	12,0%	11,7%	9,6%	8,7%
ROCE	23,4%	17,1%	19,2%	17,1%	14,2%	13,1%
Margen EBITDA	75,3%	80,8%	76,7%	76,4%	79,1%	79,6%
Margen EBIT	383,7%	283,9%	401,7%	312,6%	255,8%	235,9%
Margen Neto	179,6%	101,1%	240,9%	205,4%	164,8%	149,7%
DN/Equity	86,8%	88,0%	54,0%	69,8%	68,1%	60,2%
DN/EBITDA	17,2x	16,1x	14,1x	16,0x	14,8x	13,0x
Cobertura de la deuda	1,8x	2,6x	3,5x	3,8x	4,2x	4,1x
FCF/Ventas	-164,4%	-172,3%	-53,9%	32,4%	40,0%	45,7%
Capex/Ventas	215,8%	213,4%	137,4%	40,0%	35,0%	30,0%

Fuente: estimaciones Renta 4, datos compañía.

PER	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	MEDIA 15-17
INMOBILIARIA COLONIAL	4,9x	34,5x	43,4x	39,6x	30,4x	28,6x	27,6x
Media Comparables	38,0x	20,8x	19,3x	19,3x	18,3x	17,2x	26,0x
MERLIN PROPERTIES REIT	37,5x	27,0x	18,4x	18,6x	18,4x	16,8x	27,6x
PSP SWISS PROPERTY AG	25,0x	23,4x	24,3x	24,0x	23,4x	22,5x	24,2x
ICADE REIT	15,3x	15,4x	17,2x	16,1x	15,1x	14,4x	16,0x
ALSTRIA OFFICE REIT	74,0x	17,5x	17,1x	18,4x	16,2x	15,1x	36,2x

EV/Ventas	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	MEDIA 15-17
INMOBILIARIA COLONIAL	22,6x	21,6x	23,6x	24,6x	23,0x	21,9x	22,6x
Media Comparables	22,0x	17,8x	17,6x	17,7x	17,3x	16,9x	19,1x
MERLIN PROPERTIES REIT	29,5x	26,9x	21,8x	21,6x	20,8x	19,8x	26,1x
PSP SWISS PROPERTY AG	21,8x	22,7x	24,6x	23,6x	23,9x	24,2x	23,0x
ICADE REIT	6,1x	6,4x	7,0x	6,7x	6,3x	6,2x	6,5x
ALSTRIA OFFICE REIT	30,4x	15,1x	17,3x	18,8x	18,1x	17,4x	20,9x

EV/EBITDA	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	MEDIA 15-17
INMOBILIARIA COLONIAL	25,2x	26,7x	29,1x	30,6x	27,7x	26,8x	27,0x
Media Comparables	31,1x	23,2x	23,3x	25,4x	24,7x	23,6x	25,9x
MERLIN PROPERTIES REIT	33,9x	31,2x	24,6x	27,2x	26,8x	24,3x	29,9x
PSP SWISS PROPERTY AG	25,8x	26,0x	27,6x	28,9x	28,6x	28,3x	26,5x
ICADE REIT	17,4x	18,2x	20,9x	21,2x	20,3x	19,6x	18,8x
ALSTRIA OFFICE REIT	47,2x	17,5x	20,0x	24,3x	23,1x	22,2x	28,2x

Compañía	Acciones (mln)	Precio por acción**	Capitalización** (mln)	Recomendación Consenso	Precio Objetivo Consenso**	Potencial Revalorización	RPD 18e
INMOBILIARIA COLONIAL*	455	9,63	4.177	Comprar	11,10	15,3%	2,3%
MERLIN PROPERTIES REIT*	470	12,48	5.863	Sobreponderar	13,38	7,2%	4,0%
PSP SWISS PROPERTY AG*	46	92,55	4.245	Vender	94,50	2,1%	3,7%
ICADE REIT*	74	83,50	6.223	Mantener	86,00	3,0%	5,5%
ALSTRIA OFFICE REIT*	177	12,94	2.296	#N/A	13,50	4,3%	4,1%
PROMEDIO							4,3%

Fuente: estimaciones Renta 4, Thomson Reuters. * Estimaciones Renta 4 Banco. ** Moneda Local.

Compañía	PER 18e	PER 19e	Cto. BPA 17-19e	PEG 18e	PEG 19e	ROE 18e	P/VC 18e
INMOBILIARIA COLONIAL*	38,0x	29,1x	22,5%	1,7x	1,3x	2,9%	1,1x
MERLIN PROPERTIES REIT*	18,6x	18,4x	2,4%	7,8x	7,7x	5,2%	1,0x
PSP SWISS PROPERTY AG*	24,0x	23,4x	-0,1%	n.r.	n.r.	4,4%	1,1x
ICADE REIT*	16,0x	15,0x	7,5%	2,1x	2,0x	10,1%	1,6x
ALSTRIA OFFICE REIT*	18,4x	16,2x	-1,3%	n.r.	n.r.	5,4%	1,0x
PROMEDIO	19,3x	18,2x	2,1%	5,0x	4,8x	6,2%	1,2x

Fuente: estimaciones Renta 4, Thomson Reuters. Estimaciones Renta 4 Banco.

Compañía	EV/EBITDA 18e	EV/EBITDA 19e	Cto. EBITDA 17-19e	Margen EBITDA 18e	EVG 18e	EVG 19e	DN/EBITDA 18e
INMOBILIARIA COLONIAL*	31,5x	31,0x	19,8%	76,4%	1,6x	1,6x	16,0x
MERLIN PROPERTIES REIT*	27,2x	26,8x	10,7%	79,6%	2,5x	2,5x	12,6x
PSP SWISS PROPERTY AG*	28,9x	28,6x	-0,3%	81,5%	n.r.	n.r.	10,9x
ICADE REIT*	21,2x	20,3x	4,6%	31,4%	4,6x	4,4x	10,2x
ALSTRIA OFFICE REIT*	24,3x	23,1x	-4,1%	77,2%	n.r.	n.r.	8,5x
PROMEDIO	25,4x	24,7x	2,7%	67,4%	3,6x	3,5x	10,5x

Fuente: estimaciones Renta 4, Thomson Reuters. * Estimaciones Renta 4 Banco

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2018	1 año
INMOBILIARIA COLONIAL	-0,6%	2,2%	3,7%	1,8%	16,2%	30,3%
MERLIN PROPERTIES REIT	0,0%	0,7%	3,1%	0,4%	10,4%	12,6%
PSP SWISS PROPERTY AG	-0,1%	0,9%	1,9%	2,1%	0,2%	3,9%
ICADE REIT	0,3%	3,8%	3,8%	4,5%	1,9%	15,3%
ALSTRIA OFFICE REIT	0,2%	1,8%	2,0%	2,7%	0,6%	11,4%
IBEX 35	0,2%	3,8%	1,8%	1,9%	-1,2%	-5,4%

Fuente: estimaciones Renta 4, Thomson Reuters. * Estimaciones Renta 4 Banco

Evolución cotización últimos 12 meses



GLOSARIO

EBITDA: Beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones

EBIT: Beneficio antes de intereses e impuestos

DN/EBITDA: Deuda Neta sobre EBITDA

ROE: Beneficio Neto entre Fondos Propios

ROCE: Rentabilidad entre Capital Empleado

BPA: Beneficio por acción

Pay-Out: % de beneficios destinado a dividendos

DPA: Dividendo por acción

Market Cap: Capitalización bursátil

Valor Empresa: Deuda Neta más Capitalización bursátil

PER: Precio entre Beneficio por acción

P/CF: Capitalización bursátil entre Flujo de Caja

P/VC: Precio entre Valor contable por acción

RPD: Rentabilidad por dividendo (DPA/Precio)

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.

Renta 4 Banco es la entidad proveedora de liquidez de Inmobiliaria Colonial y tiene firmado con la misma un contrato de autocartera.

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^a. Pablo Fernández de Mosteyrín Guerrero

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: 42% Sobreponderar, 56% Mantener y 2% Infraponderar.