

SECTOR : InmobiliarioRECOMENDACIÓN : **Comprar**PRECIO OBJETIVO : **12,4€**

SÍNTESIS DE NUESTRA OPINIÓN: Compañía preparada para aprovechar la mejora del ciclo inmobiliario por su cartera de activos de alta calidad y diversificada en oficinas, retail, centros comerciales y logística. Favorecida por la tendencia de compresión de *cap rates* en áreas *premium* de Madrid y Barcelona y la progresiva rebaja de costes de financiación por ser una compañía con rating *BBB*.

A continuación se ofrecen los comentarios más relevantes y notas publicadas por el Equipo de Análisis de Bankinter sobre *Merlin Properties*.

En este documento encontrará la perspectiva más actualizada, en base a la información más reciente y públicamente disponible, incluyendo los comentarios publicados en nuestro *Informe Diario*. El primer comentario es el más reciente en términos cronológicos y es el que contiene la información más actualizada, por lo tanto recoge la información que más debe ser tenida en cuenta, ya sea en relación a la recomendación sobre el valor, su precio objetivo o cualquier otro aspecto relevante afectado.

NOTAS RECIENTES PUBLICADAS SOBRE MERLIN PROPERTIES

22/09/2016

MERLIN PROPERTIES (Comprar; Pr. Objetivo: 12,4€; Cierre: 10,32€; Var. Día: +2,08%): Presenta resultados levemente superiores a las expectativas en 2T16. Aumento en la valoración de los activos y en las tasas de ocupación.- Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Reuters): Los ingresos por rentas (1S16) ascienden a 154,6 M€ (+136%) frente a 153,1 M€, aunque la comparativa está condicionada por la incorporación de los activos de Testa en el segundo semestre de 2015. Los ingresos por rentas del 2T16 considerado individualmente ascienden a 77,8M € frente a 76,8 M€ en 1T16. El Ebitda recurrente 1S16 asciende a 135,5 M€ (+130,2%) y el Ebitda recurrente en 2T16 aumenta hasta 68,5 M€ (+2,2% con respecto a 1T16). El flujo de caja operativo se sitúa en 98,7 M€ y el beneficio neto en 80,6 M€. El valor neto de los activos es 3.423 M€ (+7,6%) con respecto a Dic 15, debido a la revalorización de los activos según el informe elaborado por Savills (325 M.€) y a las adquisiciones realizadas durante el periodo (149,4 M€).

El *yield* medio de la cartera se ha reducido hasta 5,0% frente a 5,3% al cierre de 1T16 como consecuencia fundamentalmente de la compresión de *cap rates* en centros comerciales (5,3% frente a 5,8% en 1T16). La ocupación media de la cartera de inmuebles aumenta hasta 95,5% frente a 94,5% en 1T16 con un avance significativo en el área logística (98,2% frente a 93,5% en 1T16). La deuda financiera neta se sitúa en 3.124 M€ lo que permite que el apalancamiento (medido como LTV) se sitúe en 47,9% frente a 49,8% en Dic15. Estas cifras corresponden al cierre del 2T16 y no incluyen la adquisición de los activos de Metrovacesa, que fue aprobada por los accionistas el 15 de septiembre.

OPINIÓN: Los resultados del 2T16 confirman la evolución positiva de los ingresos y la capacidad de la compañía para aumentar sus márgenes operativos por la mejora de rentas y tasas de ocupación, con una contratación de 311k m2 en 2T16 (sobre un total de 1,9 millones de m2). La

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada

Ramón Carrasco

Rafael Alonso

Jesús Amador

Belén San José

Eva del Barrio

Ana de Castro

Esther G. de la Torre

Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.bankinter.com/><http://www.bankinter.com/>

Paseo de la Castellana, 29

Todos los informes disponibles en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

28046 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www/2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.

tendencia de revalorización de activos en el segmento comercial permitirá que los *yields* continúen reduciéndose en próximos períodos. Asimismo, un LTV del 47,8% junto con el cómodo perfil de vencimientos y el bajo coste financiero (2,4% en promedio, con un 86,9% a tipo fijo) contribuye a mantener limitado el riesgo de la compañía. La compañía presentó estos resultados tras la apertura del mercado ayer y la cotización repuntó hasta 10,32€, lo que implica un descuento de -0,8% con respecto al NAV previsto tras adquisición de Metrovacesa y un potencial de +20,1% con respecto a nuestro precio objetivo de 12,4€ por acción, por lo que mantenemos nuestra recomendación de "Comprar".

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada

Ramón Carrasco

Rafael Alonso

Jesús Amador

Belén San José

Eva del Barrio

Ana de Castro

Esther G. de la Torre

Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Paseo de la Castellana, 29

Todos los informes disponibles en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

28046 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativas/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.

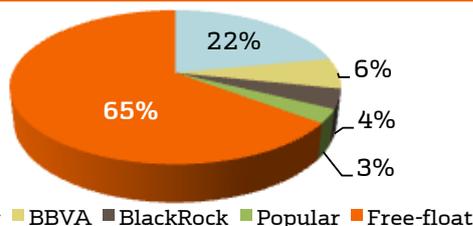
Sector: Inmobiliario

¿La cuadratura del círculo? Mayor dimensión y negocio "core" sin dilución ni mayor deuda

Datos Básicos

Capitalización (M €): 3.172 M€
 Último: 9,82 €/acc.
 N° Acciones (pre-ampl; Mill): 323 M acc.
 Min / Max (52 sem): 8,62 / 12,08 €/acc.
 Cód. Bloomberg: MRL.SM

Accionariado



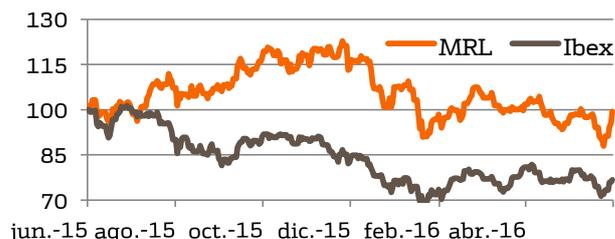
| Principales cifras | MRL Dic15 | MRL post MVC |
|----------------------------------|-----------|--------------|
| GAV (M€) | 6.053 | 9.166 |
| NAV (M€) | 3.181 | 4.890 |
| NAV por acción (€) | 9,85 | 10,41 |
| Incremento NAV | | 5,7% |
| Ingresos brutos (GRI) | 310 | 450 |
| Alquileres netos (NRI) | 292 | 407 |
| Cash-flow / acción (€) | 0,55 | 0,57 |
| Incremento CF¹ | | 3,4% |

| Evolución deuda | MRL Mar16 | MRL post MVC |
|-----------------------|-----------|--------------|
| Deuda bruta | 3.271 | 4.730 |
| Deuda neta | 3.138 | 4.565 |
| Tipo de interés medio | 2,3% | 2,2% |
| LTV | 50,6% | 49,0% |
| Vcto. Medio | 7,0 años | 6,2 años |
| % deuda con tipo fijo | 87,0% | 82,0% |

Indicadores clave en activos adquiridos

| Segmento | Ocupación | | WAULT ² | |
|----------------|-----------|------|--------------------|------|
| | Pre | Post | Pre | Post |
| Oficinas | 90% | 84% | 4,3 | 3,3 |
| C. Comerciales | 93% | 81% | 2,8 | 2,9 |
| Hoteles | 100% | 100% | 4,1 | 3,8 |

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

¹ Incremento de flujo de caja por acción estimado por MRL asumiendo convergencia de las tasas de ocupación en los activos adquiridos a MVC hasta los niveles de los activos de la cartera de Merlin antes de la operación. ² WAULT: Periodo medio de arrendamiento ponderado.

Merlin Properties

Precio Objetivo: 12,4 €

Recomendación: Comprar

Mantenemos nuestra recomendación en Comprar y revisamos al alza nuestro precio objetivo desde 11,8€ hasta 12,4€ (potencial de +26,4%). La integración de los activos patrimoniales terciarios de Metrovacesa permite a Merlin ganar dimensión sin aumentar su deuda e incrementar su presencia en los negocios de oficinas y centros comerciales reduciendo su exposición al residencial. La ampliación de capital no tiene un efecto dilutivo ya que la operación permite un incremento del NAV/acción de +5,7%.

1. La integración de MVC. ¿Qué activos se compran y cómo?

Merlin absorbe el negocio patrimonial (oficinas, centros comerciales y hoteles) de Metrovacesa y desconsolida su negocio residencial (entrega sus activos residenciales a una nueva sociedad, en la que Merlin tendrá sólo un 32,2%). La operación reduce la participación de los actuales accionistas pero genera un aumento de +5,7% en el NAV por acción (hasta 10,41€, MRL). La operación contempla la extinción de Metrovacesa como sociedad y la escisión de su patrimonio en 3 partes:

(i) **Activos patrimoniales comerciales**, con un valor bruto (GAV) de 3.190M€, un valor neto (NAV) de 1.673M€ y unos ingresos brutos por alquileres (GRI) de 152 M€. Se transfieren los empleados, activos y pasivos asociados al patrimonio terciario excepto 250 M€ de deuda. Estos activos patrimoniales serán adquiridos por Merlin Properties mediante una **ampliación de capital** por importe de 1.672M€ que consistirá en la emisión de 146,7 millones de acciones a un precio de **11,40€ por acción**, que implica una prima de **+15,8% sobre el NAV** por acción de Merlin Properties al cierre de Dic15, **+20,9% sobre el cierre de ayer** y **+16,9%** sobre la cotización media de los últimos 3 meses ajustada por el volumen de negociación. Pero, sobre todo y **lo más importante para nosotros, es que esos 11,4€ de valoración aceptada por las partes para realizar la operación es una valoración muy próxima los 11,8€ en que habíamos fijado nuestro Precio Objetivo** anteriormente, lo que implica que el mismo reflejaba de forma razonable la valoración de Merlin hasta esta operación de fusión. Tras esta ampliación de capital, los **accionistas de Merlin tendrán una participación del 68,76%** y los de Metrovacesa del **31,24%** (Santander 21,9%, BBVA 6,4%, Popular 2,9%) en la compañía resultante.

(ii) Una **cartera de viviendas en alquiler** por un valor bruto de activos de 692 M€, un valor neto de 442 M€ y unos ingresos brutos por alquileres de 22 M€. Simultáneamente, se combinará la cartera de viviendas en alquiler escindida de Metrovacesa con la cartera de Testa Residencial mediante la emisión de acciones de Testa Residencial, en la que los accionistas de Metrovacesa tendrán una participación del 65,76% y Merlin Properties un 32,24%.

(iii) **Activos en desarrollo** y suelo que mantendrán los accionistas de Metrovacesa y quedan fuera del perímetro de esta operación para Merlin Properties.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal de este informe) Ramón Forcada Eva del Barrio Rafael Alonso
 Pilar Aranda Belén San José Ana de Castro Ramón Carrasco Esther Gutiérrez Ana Achua (Asesoramiento)

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

Avda. Bruselas 12

28108 Alcobendas, Madrid

La fusión con Metrovacesa dará origen a la compañía líder en el mercado inmobiliario español con un GAV de 9.317 M€, un NAV de 4.927 M€ y unas rentas medias anuales (GRI) de 450 M€. Además, Merlin retendrá el 32,2% de una sociedad de activos residenciales con más de 4.700 viviendas en alquiler, un GAV de 979 M€ y unas rentas brutas anuales de 35M€. La operación está sujeta a la aprobación por parte de las Juntas Generales de Accionistas de Merlin Properties y Metrovacesa en el mes de septiembre y el visto bueno de las autoridades de competencia, por lo que está previsto que la operación se complete a lo largo del 4T16. Rodrigo Echenique, actual presidente de Metrovacesa, será presidente no ejecutivo de la nueva entidad e Ismael Clemente, presidente de Merlin, será vicepresidente ejecutivo y consejero delegado.

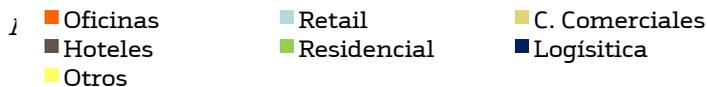
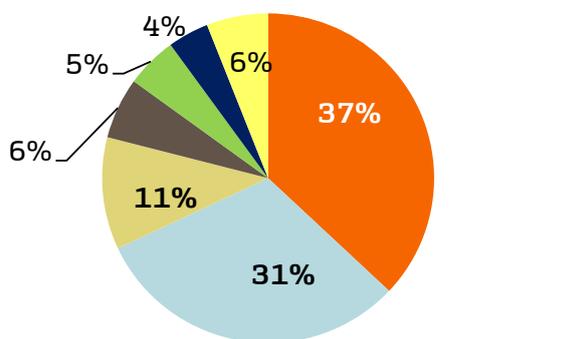
La adquisición de los activos patrimoniales de Metrovacesa (58% oficinas, 31% centros comerciales y 11% hoteles y resto) **modifica la composición de la cartera de activos de Merlin**, que pasará a estar compuesta tras la integración por: **44% oficinas vs 37% anterior**, **21% high street retail vs 31% anterior** (ya que pierde peso la denominada Cartera Tree, las sucursales del BBVA), **18% centros comerciales vs 11% anterior**, **7% hoteles vs 6%**, **3% logística (naves) vs 4% anterior** y **7% en otros activos**.

Opinión sobre la operación:

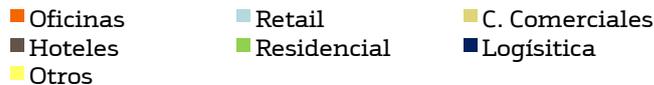
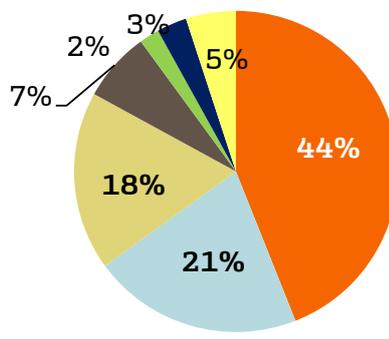
Valoramos positivamente la operación porque la Compañía gana dimensión sin incrementar su apalancamiento (0,5x LTV), aumenta el peso en los activos de oficinas (con especial peso en CBD) al tiempo que reduce significativamente el residencial y pone de manifiesto la valoración de la Compañía al realizarse la operación valorando Merlin en 11,4€, muy cerca de nuestra anterior valoración (previa a esta operación) en 11,8€. Según nuestros cálculos preliminares, aplicando a la Compañía resultante los mismos criterios que aplicábamos a Merlin (en cuanto a prima de revalorización esperada por ciclo económico, revalorización de activos y multiplicadores sectoriales europeos sobre NAV), nuestro nuevo Precio Objetivo pasa a ser 12,4€/acc. Por tanto, creemos que tras el rebote en la sesión de hoy (+3,8%), la cotización mantendrá una tendencia alcista en las próximas jornadas, probablemente hasta niveles superiores a 10,50€, en el caso de que el resultado del referéndum del 23 de junio sea la permanencia del Reino Unido en la UE y bajo la hipótesis de un desenlace electoral en España constructivo en el frente económico el 26 de junio.

Desglose de la cartera de activos.

GAV por segmentos pre-adquisición



GAV por segmentos post-integración MVC



Yield y tasas de ocupación pre-adquisición



Yield y ocupación post-integración MVC



Fuente: Merlin Properties

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe) | Ramón Forcada | Eva del Barrio | Rafael Alons <http://broker.bankinter.com/>
 Esther Gutiérrez de la Torre | Belén San José | Ramón Carrasco | Ana de Castro | Ana Achau (Asesoramiento) | 28108 Alcobendas, Madrid <http://www.bankinter.com/>
 Avda. Bruselas 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser"

De una forma algo más estructurada, destacamos los siguientes aspectos positivos de esta operación:

(i) A pesar de que la entrada de Metrovacesa implica una menor participación de los actuales accionistas de Merlin Properties en la nueva compañía, la ampliación de capital no tiene un efecto dilutivo porque el NAV por acción se incrementa +5,7% hasta 10,41€ y la compañía estima un incremento de flujo de caja por acción de +3,4%. (ii) El precio de 11,4€ supone una prima de +20,9% sobre el cierre de ayer (durante la sesión de ayer no se conocía la operación) y +15,8% sobre NAV, en línea con la prima de +15,7% sobre NAV pagado por Merlin en la adquisición de Testa. Esta prima sobre la cotización que asumen los accionistas de MVC limita la dilución de la participación de los accionistas de Merlin Properties. (iii) La Compañía gana dimensión, convirtiéndose en la firma líder en el negocio patrimonial de oficinas en España, el segundo operador en centros comerciales y una de las compañías inmobiliarias de referencia en Europa. Este mayor tamaño puede contribuir a generar economías de escala y mayor poder de negociación con los arrendatarios. (iv) Incrementa su presencia en los *Central Business District* (CBD) de Madrid y Barcelona, donde se ubican los activos premium de oficinas. (v) La creación de una *joint venture* con Metrovacesa centrada en el alquiler de viviendas permite a Merlin Properties desconsolidar los activos residenciales adquiridos en la compra de Testa, que a partir de ahora ya no forman parte de su negocio core. Valoramos de manera especialmente positiva este cambio de perspectiva, sobre todo desde un punto de vista estratégico. (vi) El apalancamiento (LTV) de la compañía se mantiene en niveles inferiores al 50%, por lo que, en principio, su rating actual en BBB no debería estar en riesgo.

Un factor que consideramos neutral en esta operación es que la compañía incrementa su exposición a la recuperación de la economía española, ya que la ponderación de los centros comerciales (cuyas rentas están más ligadas a la evolución del consumo) es superior en el total de activos. Por lo tanto, la compañía tiene mayor potencial de crecimiento en ingresos por alquileres, pero riesgo superior en etapas bajistas del ciclo.

Como aspectos menos positivos de la transacción, cabría destacar 2 factores: (i) Aunque el yield medio de la cartera de activos permanece en 5,3%, la ocupación media desciende desde el 94,5% en marzo de 2016 hasta el 89,7% (ocupación *pro-forma* en la nueva compañía) y el período medio de alquiler vigente ponderado (WAULT) retrocede desde 9,3 hasta 7,1, lo que resta levemente visibilidad a los ingresos de la compañía. (ii) Algunos activos de Metrovacesa pueden requerir un reposicionamiento (es decir, invertir en reformarlos), lo que exigirá en años futuros volúmenes superiores de inversión.

Datos de la cartera y valoración basada en el NAV estimado

| Área de negocio / Clase de activo | GAV ¹ | Renta pasante actual | Rentas 2017e | Var. Rentas ² | Yield actual | Yield 2017e ³ | GAV 2017e |
|-----------------------------------|------------------|----------------------|--------------|--------------------------|--------------|--------------------------|--------------|
| Oficinas | 4.033 | 190 | 197 | 4,0% | 4,7% | 4,6% | 4.286 |
| High street Retail | 1.925 | 98 | 99 | 1,0% | 5,1% | 5,0% | 1.991 |
| Centros comerciales | 1.650 | 96 | 102 | 6,5% | 5,8% | 5,7% | 1.788 |
| Hoteles | 642 | 37 | 38 | 2,0% | 5,8% | 5,8% | 654 |
| Residencial | 275 | 12 | 13 | 1,5% | 4,5% | 4,5% | 279 |
| Logística | 183 | 13 | 13 | 6,0% | 6,9% | 6,7% | 200 |
| Otros | 458 | 5 | 5 | n.r. | 1,0% | 1,0% | 458 |
| Total | 9.166 | 450 | 467 | 3,7% | 5,3% | | 9.656 |

| | | | |
|-------------------------------|--------|-------------------------|-------------|
| GAV 2016-17e | 9.656 | NAV / acción | 10,8 |
| -Deuda financ. Neta | -4.565 | Múltiplo Precio / NAV * | 1,1 |
| =NAV | 5.091 | Precio Objetivo | 12,4 |
| n° acciones (post-ampliación) | 470 | | |

1. Datos facilitados por MRL y MVC según valoración de activos en Dic15. 2. Estimamos mayor crecimiento de rentas en los segmentos de oficinas y centros comerciales, por el potencial de renegociación de alquileres y mejora de las tasas de ocupación en activos adquiridos a Metrovacesa. 3. Estimamos descenso de yields o cap rates basado en la tendencia ascendente en los precios de los activos del sector inmobiliario terciario en Madrid y Barcelona. 4 Múltiplo promedio sobre NAV al que cotizan compañías comparables (Colonial, Unibail Rodamco, Klepierre, Gecina y Swiss Prime).

Equipo de Análisis de Bankinter:

| | | | |
|---|----------------|----------------|------------------------------|
| Jesús Amador (analista principal del infor) | Ramón Forcada | Eva del Barrio | Rafael Alonso |
| Belén San José | Ramón Carrasco | Ana de Castro | Esther Gutiérrez de la Torre |
| | | | Avda. Bruselas 12 |
| Por favor, consulte importantes advertencias legales en: | | | 28108 Alcobendas, Madrid |
| https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal | | | |

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser"