

SECTOR : InmobiliarioRECOMENDACIÓN : **Comprar**PRECIO OBJETIVO : **12,6€**

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

22/09/2017

MERLIN PROPERTIES (Comprar; Pr. Objetivo: 12,6€; Cierre: 11,72€; Var. Día: +0,17%): Resultados 2T17 positivos en términos de crecimiento de rentas, ocupación e incremento del dividendo.- Cifras principales comparadas con el consenso de mercado: Ingresos 242,6 M€ (+53,5%) frente a 235,6 M€ estimado. Los ingresos por rentas ascienden a 235,1 M€ y el Ebitda a 198,6 M€ (+46,6%). El margen Ebitda se sitúa en 81,9% frente a 85,8% en 6M17. La aceleración de los ingresos y la caída de márgenes se debe a la integración de los activos de Metrovacesa desde octubre de 2016, que incrementan las rentas totales pero presentan menores índices de ocupación y mayores costes que la cartera inicial de Merlin Properties. El BNA asciende a 421,4 M€ (+99,6%) como consecuencia de la integración de los activos de Metrovacesa y la revalorización neta de la cartera por importe de 332, M€ durante 1S17. Las rentas *like-for-like* o comparables crecen +2,6% y la ocupación aumenta hasta 93,1% vs. 92,3% en 1T17 y 91,1% en Dic16. La rentabilidad o yield media de la cartera se sitúa en 4,9%, lo que supone una compresión de 11 p.b. durante 1S17. El valor bruto de los activos (GAV) según la valoración realizada por CBRE y Savills asciende a 10.459 M€ (+6,4% con respecto a Dic16). La deuda financiera neta se sitúa en 4.765 M€, con un ratio de apalancamiento *loan-to value* de 45,6%, sin cambios con respecto a 1T17. Por último, Merlin aumenta su estimación de dividendo por acción con cargo a 2016 desde 0,44€ a 0,46€, lo que supone una rentabilidad por dividendo de 3,9%. **OPINIÓN:** Esperamos un impacto positivo en la cotización durante la jornada de hoy, debido a que los ingresos batan las expectativas del mercado, las rentas *like-for-like* mantienen su crecimiento, los ratios de ocupación mejoran y prosigue la compresión de *yields* en la cartera de activos. Por último, el aumento del dividendo por acción será otro factor de respaldo para la compañía, que está incluida en nuestra cartera modelo española de 5 acciones. [Link a los resultados.](#)

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada

Ramón Carrasco

Rafael Alonso

Jesús Amador

Belén San José

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

Eva del Barrio

Ana de Castro

Esther G. de la Torre

Ana Achau (Asesoramiento)

<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.

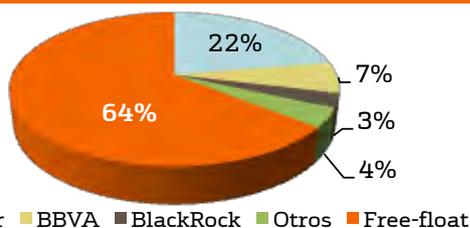
Sector: Inmobiliario

Exposición al ciclo inmobiliario y rentabilidad por dividendo atractiva.

Datos Básicos

Capitalización (M €): 5.412 M€
 Último: 11,52 €/acc.
 Nº Acciones (Mill): 470 M acc.
 Min / Max (52 sem): 8,16 / 11,62 €/acc.
 Cód. Bloomberg: MRL.SM

Accionariado



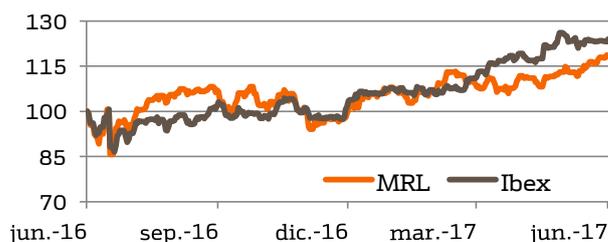
Resultados	2016r	2017e	2018e	TAMI (%)
Ingresos brutos (GRI)	355	482	514	20%
Ebitda	260	365	393	23%
FFO	248	283	304	11%
BNA	582	671	629	3,9%
Dividendo / acc.	0,42	0,48	0,52	11%
Dividend yield	3,7%	4,2%	4,5%	0

Indicadores balance	dic-16	jun-17
Valor bruto activos (GA)	9.823	10.052
Valor neto activos (NAV)	5.276	5.337
NAV / acc.	11,23	11,36
Deuda neta	4.471	4.570
Tipo de interés medio	2,3%	2,2%
Loan-to value	45,5%	45,6%
Vcto. Medio	6,2 años	6,6 años
% deuda con tipo fijo	88,7%	99,2%

magnitudes clave de la cartera de activos

Segmento	Ocupación		WAULT (años) ¹	Yield
	dic-16	jun-17		
Oficinas	87,9%	88,6%	3,2	4,8%
L. Comerc.	100%	100%	19,8	4,7%
C. Comerc.	88,6%	90,1%	3,6	5,7%
Logística	95%	97%	4,0	7,3%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

¹ WAULT: Período medio de arrendamiento ponderado.

Merlin Properties Precio Objetivo: 12,6 € Recomendación: Comprar

:: Mantenemos nuestra recomendación de Comprar y revisamos al alza el precio objetivo desde 12,4€ hasta 12,6€ (potencial de +9,3%).

:: Evolución positiva de las rentas y tasas de desocupación en todos los segmentos.

:: Notable visibilidad en generación de caja y dividendos (dividend yield 2017e = 4,2%).

:: Un endeudamiento razonable y la limitada exposición al segmento comercial acotan los riesgos.

Sólido comienzo de año en términos operativos.

Los resultados del 1T17 cumplieron las expectativas del mercado, con un incremento de +50,1% en las rentas brutas y +47,5% en Ebitda. El aumento de los resultados y el descenso del margen desde 87,1% hasta 79,2% es consecuencia de la integración de los activos de Metrovacesa desde Sep-2017, que aportan más volumen con mayores tasas de desocupación. Valoramos de forma positiva la evolución creciente de las principales magnitudes operativas: (i) El NAV por acción repunta +14,1% hasta 11,36€ y el flujo de caja operativo sube +4,6%. (ii) Las rentas comparables o *like-for-like* (que miden la evolución de activos en explotación en 1T16) suben +2,6%. (iii) El crecimiento de renta en renovaciones de contratos de alquiler aumenta +3,6%. (iv) La tasa de ocupación se sitúa en 92,3%, con un incremento de +102 p.b. con respecto a Dic16. Por último, la deuda neta se mantuvo prácticamente estable en 4.570 M€, lo que implica un apalancamiento *loan-to-value* de 45,6%.

Perspectivas favorables a medio plazo.

Consideramos que la tendencia positiva de los resultados se mantendrá en la segunda parte del año, respaldada por: (i) Incremento sostenible en las rentas en oficinas debido a las renovaciones al alza de contratos existentes y una creciente absorción en Madrid, que permitirá seguir mejorando los ratios de desocupación hasta el 90% en próximos trimestres. (ii) Estimamos un fuerte crecimiento de los ingresos en Logística por el incremento de rentas de +8,0% en renovaciones y la contribución de nuevos activos adquiridos recientemente o desarrollados en 2017 que ya están pre-alquilados al 100%. (iii) La emisión de 600 M€ en bonos a 8 años con un cupón de 1,75% permitirá reducir el coste medio de la deuda a un nivel inferior a 2,2% y una reducción de costes financieros cercana al 5% en 2018.

Dividendo atractivo y ciclo como catalizadores.

Ciclo alcista en sector inmobiliario.- A pesar de que las rentas en los Central Business District (CBD) de Madrid y Barcelona acumulan más de 3 años consecutivos de subida y se han situado en 29,5€ /m²/mes y 22€ / m² / mes respectivamente, estos niveles son inferiores en un 20% a los máximos alcanzados antes de 2008. Por otra parte, la elevada demanda de activos que generen yield en un entorno de tipos de interés cercanos a 0% seguirá impulsando una compresión de *cap rates* y un aumento de precios en oficinas y logística.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal de este informe)
 Ramón Forcada Eva del Barrio Rafael Alonso Ramón Carrasco Esther Gutiérrez de la Torre
 Belén San José Ana de Castro Aránzazu Bueno Joao Pisco Ana Achau (asesoramiento)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

Susana André (Mkt&Support)

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>
 Avda. Bruselas 12
 28108 Alcobendas, Madrid

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

Rentabilidad por dividendo.- El incremento de los ingresos y la eficiencia en costes (gastos generales limitados a un 5,75% de las rentas brutas en 2018-19) otorga una notable visibilidad a la generación de caja de la compañía y su capacidad para pagar dividendos. Por ello, estimamos una rentabilidad por dividendo de 4,2% en 2018 frente a 3,7% actual. Por otra parte, MRL se puede favorecer de la incertidumbre que rodea a sus comparables británicos debido al Brexit (British Land cotiza con un descuento del 30% sobre NAV) y de una progresiva rotación sectorial en el mercado tras unos primeros meses de 2017 con fuertes repuntes en compañías más ligadas al ciclo.

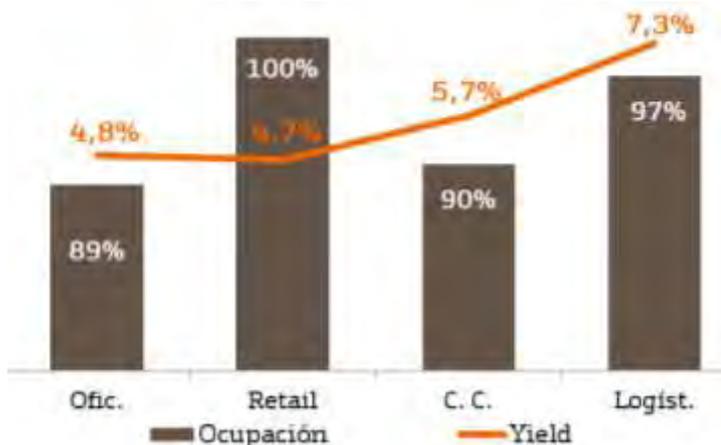
Los riesgos están acotados.

(i) La exposición al segmento comercial es limitada. En nuestra opinión, uno de los principales factores de riesgo que afrontan las inmobiliarias es el descenso de ingresos por el efecto disruptivo del comercio electrónico. Esta tendencia ya se refleja en EE.UU. donde la posición dominante de Amazon amenaza a los REITS comerciales por el descenso en rentas y tráfico de visitantes. Aunque nuestras estimaciones son conservadoras y no prevemos crecimiento de rentas comerciales a partir de 2019, consideramos que este riesgo es limitado para Merlin debido a la calidad de los activos y el elevado peso de otros segmentos (oficinas y logística generan el 54% de los ingresos y la cartera de BBVA con rentas ligadas a la inflación aporta un 23% de los ingresos).

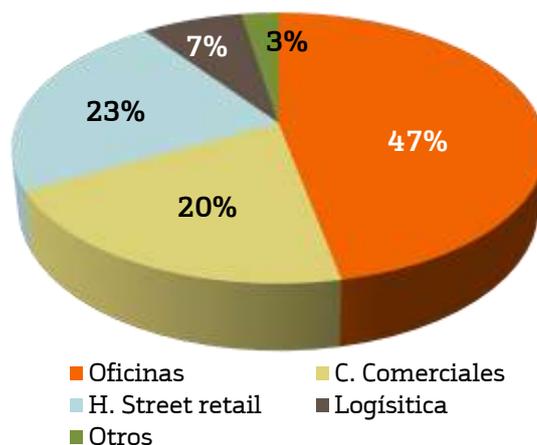
Incentivos vinculados a la rentabilidad para el accionista. El nuevo plan de incentivos para la dirección presenta 2 aspectos positivos: (i) Vincula los incentivos en un 33% a la rentabilidad total para el accionista por revalorización de acciones y dividendos, magnitudes más reales y transparentes que el incremento del GAV utilizado como única referencia por otras compañías. (ii) El cálculo de dicha rentabilidad se fija en el período 2016-19 y el cobro en acciones se demora hasta 2020. Esta visión de medio y largo plazo refuerza la vocación de permanencia del equipo directivo, una de las fortalezas de la compañía.

Desglose de la cartera de activos.

Yield y Ocupación por segmentos

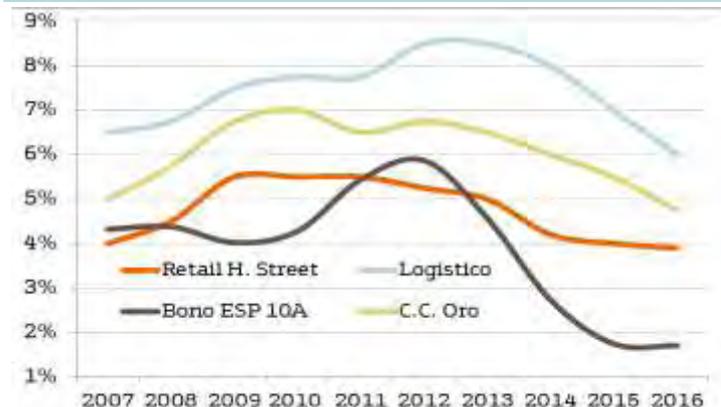


Desglose de Rentas por tipo de activo



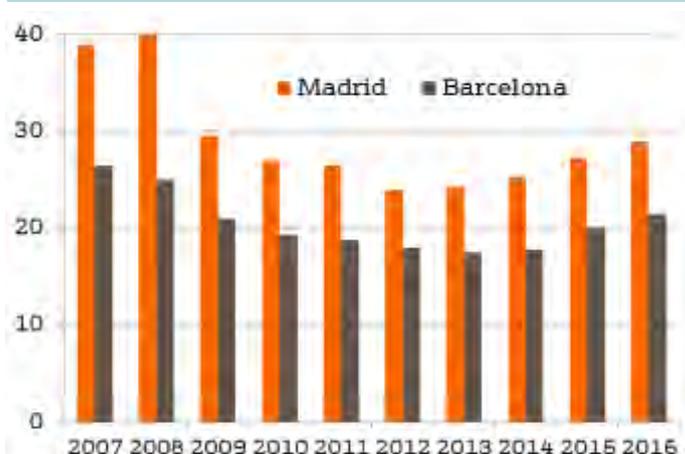
Fuente: Merlin Properties

Evolución de yields por tipo de activo



Fuentes: Aguirre Newman, Jones Lang Lassalle

Rentas medias en oficinas (CBD)



Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe)

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

Ramón Forcada

Eva del Barrio

Rafael Alonso

Ramón Carrasco

Esther Gutiérrez de la Torre

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

Belén San José

Ana de Castro

Aránzazu Bueno

Joao Pisco

Ana Achau (asesoramiento)

Avda. Bruselas 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

Susana André (Mkt&Support)

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"

PYG Resumida (M€)	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI 2016/21
Total ingresos	217	355	482	514	537	551	557	9,4%
Total Gastos de explotación	-55	-95	-116	-121	-125	-165	-131	
EBITDA	161	260	365	393	412	385	426	10,4%
<i>Mg Ebitda</i>	74,5%	73,2%	75,9%	76,4%	76,8%	70,0%	76,5%	
Amtz. Depr. y deterioro activos	0	-5	-10	-11	-11	-11	-11	
Revaloriz. Invers. Inmob.	315	453	423	355	245	120	75	
Rtdo. Vta activos y otros	-298	-108	4	4	5	5	6	
EBIT	178	600	782	742	651	499	495	-3,8%
Rtdo. Financiero Neto	-54	-90	-117	-110	-108	-113	-118	
Puesta en equivalencia y otros	-67	82	13	4	5	5	6	
BAI	57	592	677	636	547	391	383	
BNA	49	582	671	629	539	382	374	-8,5%
BPA	0,15	1,24	1,43	1,34	1,15	0,81	0,79	
FFO = (Ebitda - Intereses netos)	108	170	248	283	304	272	308	12,6%

Notas: Estimamos un aumento de los costes de personal de 37,5 M€ en 2020 y una dilución del BPA en 2021 por un incremento de 6 millones de accs. Ambos efectos se derivan del cumplimiento del Plan de Incentivos a LP.

Balance Resumido (M€)	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Inversiones inmobiliarias	5.397	9.027	9.402	9.702	9.927	10.082	10.172
Otro activo inmovilizado	628	1.052	1.083	1.116	1.542	1.561	1.581
Total activo inmovilizado	6.025	10.079	10.485	10.818	11.469	11.643	11.753
Tesorería y A.F. Equivalentes	561	247	300	315	312	309	306
Otro circulante	330	644	591	576	579	582	585
Total activo circulante	891	891	891	891	891	891	891
TOTAL ACTIVO	6.916	10.970	11.376	11.709	12.360	12.534	12.644
Patrimonio neto	2.926	4.841	5.305	5.697	5.980	6.085	6.157
Pasivo Impto. Diferido	223	557	573	591	567	567	567
Otros pasivos	534	228	453	468	702	710	820
Deuda financiera	3.233	5.345	5.045	4.954	5.111	5.171	5.100
TOTAL PASIVO Y PAT. NETO	6.916	10.970	11.376	11.709	12.360	12.534	12.644

Datos de la cartera y valoración basada en el NAV estimado

Área de negocio / Clase de activo	GAV Dic16	GAV Jun17 ¹	Rentas 2016r	Renta pasante Jun17	Rentas 2017e	Var. (%) Rentas ²	Var. (%) L-f-l ³	Yield actual	Yield 2017e ⁴	GAV 2017e
Oficinas	4.541	4.572	138	217	222	60,5%	2,1%	4,8%	4,6%	4.829
BBVA)	2.204	2.203	100	104	102	2,5%	-1,6%	4,7%	4,6%	2.226
CC. comerciales	1.613	1.614	53	92	94	78,0%	2,0%	5,7%	5,6%	1.684
Logística	472	529	24	39	40	68,0%	2,8%	7,3%	7,1%	562
Activos desarrollo	376	334	n.a.							351
Otros	284	466	37	12	12	n.a.	n.a.	4,3%	4,2%	471
Participaciones	334	334	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	367
Total	9.823	10.052	351	465	470	33,7%	1,1%	5,6%	4,87%	10.490

1. Datos de la propia compañía basados en la valoración de Savills y las adquisiciones e inversiones realizadas. 2. Variación de rentas vs. 2016 incluyendo el efecto de la integración de MVC e inversiones. 3 Incremento de rentas like - for -like o comparables. Estimamos descenso de yields o cap rates basado en la tendencia ascendente en los precios de los activos del sector inmobiliario (oficinas - comercial y logístico) tanto en Madrid como Barcelona.

GAV 2017e	10.490	Nº acciones	470
-Deuda financ. Neta	-4.570	NAV / acción objetivo	12,60
=NAV	5.920	Precio Objetivo	12,6

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe) <http://broker.bankinter.com/>

Ramón Forcada Eva del Barrio Rafael Alonso Ramón Carrasco Esther Gutiérrez de la Torre <http://www.bankinter.com/>

Belén San José Ana de Castro Aránzazu Bueno Joao Pisco Ana Achau (asesoramiento) Avda. Bruselas 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en: Susana André (Mkt&Support) 28108 Alcobendas, Madrid

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