

## ANÁLISIS Y MERCADOS

## Inm. Colonial

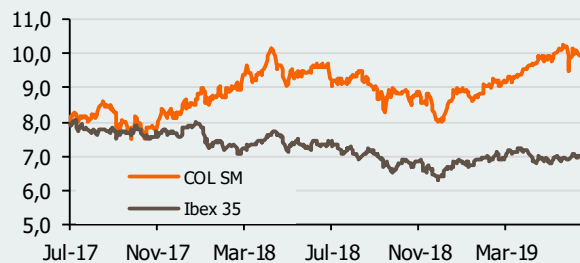
Neutral

## Seguirá beneficiándose de un entorno de tipos bajos

## Principales magnitudes (30/07/2019; 18:00h)

Precio (€)	10.05	Nº acciones (Mn)	508.1	
P. Objetivo (€)	9.42	Capitalización	5,106.6	
Potencial (%)	-6.3	Volumen día (Mn€)	7.2	
Ticker Bloomberg	COL SM	Free-float (%)	58.0	
(Mn€)	2018	2019e	2020e	2021e
Bº neto atribuible	526.0	405.8	147.6	174.8
% inc.	-23.1	-22.9	-63.6	18.4
EBITDA	280.0	285.4	308.0	339.9
% inc.	21.7	1.9	7.9	10.4
BPA (€)	1.12	0.80	0.29	0.34
% inc.	-35.4	-28.4	-63.6	18.4
DPA (€)	0.20	0.25	0.28	0.32
% inc.	11.1	23.0	13.6	16.1
PER (x)	7.3	12.6	34.6	29.2
VE/EBITDA	36.1	39.6	37.2	34.1
Rentab. divdo.	2.5	2.4	2.8	3.2
P/V (x)	0.9	1.0	1.0	1.0

## Evolución bursátil (€)



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	1.8	4.7	8.4
Relativo	4.8	10.8	17.2

Fuente: Bloomberg y Bankinter Securities Research

## Resultados mejores de lo esperado. NAV +4,8% hasta 10,52€/acción.

Resultados ligeramente mejores de lo esperado, sobre todo a nivel de generación de caja (FFO +42,9% hasta 35Mn€ en 2T19 vs. 32Mn€ esperado), gracias sobre todo a los menores gastos financieros. Además, el NAV/acción se incrementó +4,8%, hasta 10,52€/acción, impulsado por las últimas operaciones corporativas y la mayor valoración de activos. [Link a la presentación de resultados.](#)

## El FFO debería crecer a una TACC del 20% entre 2018 y 2021.

Esperamos que los proyectos actualmente en construcción o reforma impulsen los resultados en los próximos años. Las **rentas brutas y el EBITDA** deberían crecer a un **+6% y un +7% TACC 2018-2021e**, respectivamente. Por otra parte, esperamos que los **gastos financieros** se mantengan **estables**, con un coste medio de deuda del 2,2%. En consecuencia, la generación de caja (**FFO**) debería incrementarse a tasas próximas al **+20% anual entre 2018 y 2021e**. Estimamos un DPA creciente en hasta 0,325€/acción en 2021e, que implica una rentabilidad por dividendo del 3,2%.

## El entorno de tipos bajos soportará la cotización de Colonial.

Colonial tiene una exposición única a activos de oficinas *prime*. El 96% de sus activos están en las mejores ubicaciones de París, Madrid y Barcelona. Esto se traduce en una gran estabilidad de rentas y flujo de caja que, unido a su cómoda situación financiera, sitúa a Colonial como la compañía con menor perfil de riesgo del sector. Por otra parte, ofrece una **rentabilidad por dividendo (3,2% 2021e) significativamente superior a otras alternativas de bajo riesgo, como el bono español a 10 años (c. 0,4%)**, lo que esperamos que sostenga la cotización en niveles próximos a los actuales al menos hasta mediados de 2020. Sin embargo, **en un escenario de tipos normalizados, obtenemos una valoración de Colonial de 9,42€/acción**. Por ello, nuestra recomendación es **Neutral**.

Juan Moreno

## Valoración

Cuadro 1. Valoración de Colonial

	Mn€	Método	Peso sobre GAV	Rentabilidad bruta			Rentabilidad neta		
				2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
<b>Oficinas</b>	<b>10.746</b>	<b>DCF</b>	95,7%	<b>3,1%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,6%</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,3%</b>
París	6.868	DCF	61,1%	2,9%	2,9%	3,1%	2,7%	2,8%	3,0%
Barcelona	1.106	DCF	9,8%	4,2%	4,3%	4,8%	4,0%	4,1%	4,6%
Madrid	2.771	DCF	24,7%	3,2%	3,5%	4,1%	2,8%	3,1%	3,6%
<b>Logístico y otros</b>	<b>488</b>	<b>GAV a Jun. 19</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,7%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,6%</b>	<b>4,2%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,2%</b>
<b>Valor bruto de los activos (GAV)</b>	<b>11.234</b>								
DFN 2019e	-4.804								
Capex comprometido	-287								
Minoritarios	-1.358								
<b>Valor neto de los activos (NAV)</b>	<b>4.785</b>								
Nº de acciones	508								
<b>NAV/acción</b>	<b>9,42</b>								

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 2. Análisis de sensibilidad a tasa libre de riesgo y WACC

Tasa libre de riesgo	5,0%	4,0%	<b>3,0%</b>	2,0%	1,0%
WACC	6,1%	5,6%	<b>5,1%</b>	4,6%	4,1%
<b>NAV/acción</b>	<b>7,72</b>	<b>8,54</b>	<b>9,42</b>	<b>10,34</b>	<b>11,33</b>

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

### Método de Valoración

Valoramos Colonial por metodología NAV. Nuestro precio objetivo es para Diciembre de 2019.

### Principales asunciones

Nuestra valoración bruta de los activos es calculada través de un DCF, asumiendo una WACC del 5,1% y un Exit yield en 2030 del 3,0% para los activos de oficinas localizados en París, 5,5% los situados en Barcelona y 5,0% los de Madrid. Para los activos logísticos asumimos la valoración publicada por la compañía a Junio de 2019, dado que están en proceso de venta.

## Cuadro 3. Cuenta de resultados

(Mn€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Cuenta de resultados</b>						
Ventas	271.0	283.0	348.0	355.1	378.9	413.8
<i>% inc.</i>	<i>17.3</i>	<i>4.4</i>	<i>23.0</i>	<i>2.0</i>	<i>6.7</i>	<i>9.2</i>
Coste de las mercancías vendidas	-17.0	-18.0	-26.0	-26.9	-27.2	-29.3
Margen bruto	254.0	265.0	322.0	328.2	351.7	384.5
Costes de explotación	-36.0	-35.0	-42.0	-42.8	-43.7	-44.6
EBITDA	218.0	230.0	280.0	285.4	308.0	339.9
<i>% inc.</i>	<i>21.8</i>	<i>5.5</i>	<i>21.7</i>	<i>1.9</i>	<i>7.9</i>	<i>10.4</i>
Amortización del inmovilizado	-10.0	-13.0	-132.0	-60.7	-0.7	-0.7
<b>EBIT</b>	<b>208.0</b>	<b>217.0</b>	<b>148.0</b>	<b>224.6</b>	<b>307.3</b>	<b>339.2</b>
<i>% inc.</i>	<i>20.9</i>	<i>4.3</i>	<i>-31.8</i>	<i>51.8</i>	<i>36.8</i>	<i>10.4</i>
Resultado financiero	-105.0	-79.0	-142.0	-104.6	-106.8	-109.0
Puesta en equivalencia	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Otros resultados	561.0	921.0	699.0	418.0	0.0	0.0
Beneficio antes de impuestos	665.0	1,059.0	705.0	538.0	200.5	230.2
Impuesto de sociedades	-105.0	23.0	-26.0	-32.3	-12.0	-13.8
Operaciones discontinuadas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minoritarios	-286.0	-398.0	-153.0	-100.0	-40.8	-41.6
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>274.0</b>	<b>684.0</b>	<b>526.0</b>	<b>405.8</b>	<b>147.6</b>	<b>174.8</b>
<i>% inc.</i>	<i>-34.1</i>	<i>149.6</i>	<i>-23.1</i>	<i>-22.9</i>	<i>-63.6</i>	<i>18.4</i>
BPA (€)	0.81	1.73	1.12	0.80	0.29	0.34
<i>% inc.</i>	<i>-37.8</i>	<i>112.9</i>	<i>-35.4</i>	<i>-28.4</i>	<i>-63.6</i>	<i>18.4</i>
DPA (€)	0.17	0.18	0.20	0.25	0.28	0.32
<i>% inc.</i>	<i>10.0</i>	<i>9.1</i>	<i>11.1</i>	<i>23.0</i>	<i>13.6</i>	<i>16.1</i>
<b>Estado de flujo de caja</b>						
Cash flow neto	284.0	697.0	658.0	466.5	148.3	175.5
<i>% inc.</i>	<i>-32.9</i>	<i>145.4</i>	<i>-5.6</i>	<i>-29.1</i>	<i>-68.2</i>	<i>18.3</i>
Variaciones de NOF	-59.1	133.2	-74.9	0.0	0.0	0.0
Capex	-517.0	-194.6	-835.5	-155.8	-156.6	-157.8
<b>Cash flow libre</b>	<b>-292.0</b>	<b>635.7</b>	<b>-252.4</b>	<b>310.7</b>	<b>-8.2</b>	<b>17.7</b>
Remuneración al accionista	-47.8	-58.9	-78.4	-101.6	-125.0	-142.0
Otras variaciones	-179.0	-81.3	-1,281.0	-308.3	29.1	30.6
<b>Variación de caja</b>	<b>-518.8</b>	<b>495.5</b>	<b>-1,611.7</b>	<b>-99.2</b>	<b>-104.1</b>	<b>-93.7</b>

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

## Cuadro 4. Balance y márgenes

(Mn€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Balance</b>						
Activo fijo neto	7,809.2	8,834.8	11,192.4	11,728.0	11,907.6	12,089.5
Inmovilizado financiero	151.1	444.8	32.9	0.6	-11.4	-25.3
Necesidades operativas de fondos (NOF)	73.8	-59.5	15.4	15.4	15.4	15.4
Otros activos/(pasivos) neto	-437.7	-447.3	-434.2	-434.2	-434.2	-434.2
<b>Capital empleado</b>	<b>7,596.5</b>	<b>8,772.8</b>	<b>10,806.6</b>	<b>11,309.9</b>	<b>11,477.4</b>	<b>11,645.5</b>
Recursos propios	2,301.7	3,591.8	4,811.3	5,115.4	5,138.1	5,170.8
Minoritarios	1,706.2	2,087.9	1,290.5	1,390.5	1,431.3	1,472.9
Deuda financiera neta	3,588.5	3,093.1	4,704.8	4,803.9	4,908.0	5,001.8
<b>Márgenes (%)</b>						
Margen bruto/Ventas	93.7	93.6	92.5	92.4	92.8	92.9
EBITDA/Ventas	80.4	81.3	80.5	80.4	81.3	82.2
EBIT/Ventas	76.8	76.7	42.5	63.3	81.1	82.0
Ventas/Capital empleado	3.6	3.2	3.2	3.1	3.3	3.6
EBITDA/Capital empleado	2.9	2.6	2.6	2.5	2.7	2.9
ROCE	2.7	2.5	1.4	2.0	2.7	2.9
ROE	11.9	19.0	10.9	7.9	2.9	3.4
<b>Endeudamiento (x)</b>						
Deuda financiera neta/Capital empleado	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Deuda financiera neta/EBITDA	16.5	13.4	16.8	16.8	15.9	14.7
EBIT/Resultado financiero	2.0	2.7	1.0	2.1	2.9	3.1

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

## Cuadro 5. Accionistas principales

Finaccess	16.0%
Qatar investment Authority:	20.0%
Grupo Santo Domingo:	6.0%
Autocartera	0.0%

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

## Cuadro 6. Información de la compañía

Dirección:	Avda. Diagonal, 532 08006 Barcelona España
Página Web:	www.inmocolonial.com
Consejero delegado:	Pere Viñolas
Director General:	Carmina Ganget

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

## Cuadro 7. Ratios de mercado

(€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
BPA (€)	0.81	1.73	1.12	0.80	0.29	0.34
% inc.	-37.8	112.9	-35.4	-28.4	-63.6	18.4
CFPA (€)	0.84	1.76	1.39	0.92	0.29	0.35
% inc.	-36.6	109.3	-20.7	-34.2	-68.2	18.3
DPA (€)	0.17	0.18	0.20	0.25	0.28	0.32
% inc.	10.0	9.1	11.1	23.0	13.6	16.1
VC/acción (€)	6.45	8.25	9.47	10.07	10.11	10.18
% inc.	12.0	27.9	14.8	6.3	0.4	0.6
ROE (%)	11.9	19.0	10.9	7.9	2.9	3.4
<b>Precio (€)</b>						
Máximo	7.20	8.60	10.14	n.a.	-	-
Mínimo	5.30	6.46	8.01	n.a.	-	-
Último	6.58	8.28	8.14	10.05	10.05	10.05
<b>PER (x)</b>						
Máximo	8.9	5.0	9.1	-	-	-
Mínimo	6.5	3.7	7.2	-	-	-
Último	8.1	4.8	7.3	12.6	34.6	29.2
Relativo	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1
<b>P/CF (x)</b>						
Máximo	8.6	4.9	7.3	-	-	-
Mínimo	6.3	3.7	5.7	-	-	-
Último	7.8	4.7	5.8	10.9	34.4	29.1
Relativo	0.1	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2
<b>Rent. Dividendo (%)</b>						
Máxima	3.1	2.8	2.5	-	-	-
Mínima	2.3	2.1	2.0	-	-	-
Última	2.5	2.2	2.5	2.4	2.8	3.2
Relativo	7.9	6.9	7.8	7.7	8.8	10.2
<b>P/VC (x)</b>						
Máximo	1.1	1.0	1.1	-	-	-
Mínimo	0.8	0.8	0.8	-	-	-
Último	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
Relativo	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

## INFORMACIÓN IMPORTANTE

Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis> de valoración más frecuentemente aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico,

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

## NOTAS DE COMPAÑÍAS PUBLICADAS EN LOS ÚLTIMOS 30 DÍAS:

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: [Link a informes de compañías,](#)

## EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada – Director	Rafael Alonso – Bancos	Marisa Mazo – Bancos	Pedro Echeguren – Farma & Salud
Javier Hombria – <i>Telecos</i>	Ana de Castro – Seguros	Aránzazu Bueno – Eléctricas	Juan Tuesta – Construcción & Tecnología
Pilar Aranda – Petróleo	Aránzazu Cortina – Industriales	Esther Gutiérrez de la Torre – Autos	Elena Fernández – Trapiella – Consumo
Juan Moreno – Inmobiliarias	Luis Piñas – Consumo		

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el equipo:

Macroeconomía

Estrategia de Inversión

Bonos

Divisas

Fondos de Inversión

ETFs

Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable.