

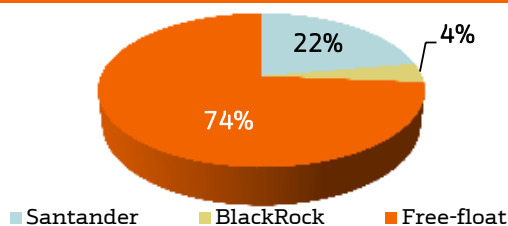
Sector: Inmobiliario

El menor crecimiento de rentas en 2T18 es transitorio. El final de año será favorable.

Datos Básicos

Capitalización (M €): 5.844 M€
 Último: 12,44 €/acc.
 N° Acciones (Mill): 470 M acc.
 Min / Max (52 sem): 10,38 / 12,84 €/acc.
 Cód. Bloomberg: MRL.SM

Accionariado

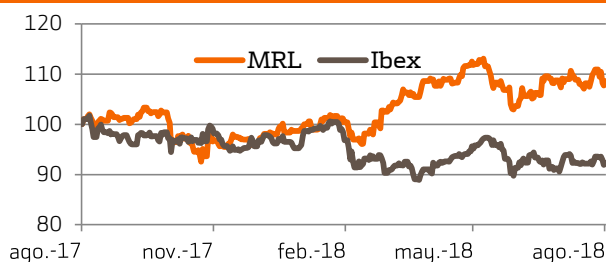


Resultados	2017r	2018e	2019e	TAMI (%)
Ingresos brutos (GRI)	484	518	548	6%
Ebitda	344	405	438	13%
FFO	284	320	299	3%
BNA	1.100	732	541	-29,9%
Dividendo / acc.	0,41	0,50	0,54	16%
Dividend yield	3,6%	4,0%	4,4%	n.a.

Cartera de activos	dic-17	jun-18
Valor bruto activos (GAV)	11.255	11.754
Valor neto activos (NAV)	6.255	6.604
Endeudamiento	dic-17	jun-18
Deuda neta	4.904	5.092
Tipo de interés medio	2,23%	2,21%
Loan-to value	43,6%	43,4%
% deuda con tipo fijo	99,60%	99,30%

Compañías comparables	Market cap	Cotiz.	NAV/ acción	Prima / (dto.)
Colonial	4.162	9,2	9,1	0,4%
Unibail Rodamco	43.725	188,6	218,0	-13,5%
Klepierre	10.191	32,4	38,0	-14,7%
Swiss Prime	6.497	90,9	86,2	5,5%
British Land	6.371	650,2	967,0	-32,8%
Merlin Properties	5.820	12,4	14,1	-11,8%
Promedio sector				-11,0%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Merlin Properties

Precio Objetivo: 14,1 €

Recomendación: Comprar

:: Mantenemos nuestra recomendación de Comprar con una leve revisión al alza del precio objetivo desde 13,8 hasta 14,1€ (potencial de +13,3%).

:: Los efectos menos favorables del 2T18 (desaceleración en el crecimiento de rentas comprobables y leve descenso de la ocupación) mejorarán en la segunda parte del año.

:: La compañía mantiene una elevada visibilidad de ingresos y una atractiva rentabilidad por dividendo (4,0%).

Resultados 1S18: En línea con expectativas, sin sorpresas positivas.

Las principales cifras operativas 1S18 cumplieron las expectativas del mercado en líneas generales: Ingresos totales 247,3 M€ (+3,5%) frente a 249,5 M€ estimado; Ingresos por rentas 243,2 M€ (+3,5%); Ebitda 194,8 M€ (-1,9%); BNA 457,6 M€ (+8,6%). La caída de Ebitda se debe al aumento de participación en Testa Residencial, mientras que el Beneficio Neto se ve impulsado por el **incremento de las rentas** y la **revalorización de 313 M€ en las inversiones inmobiliarias** a lo largo de 1S18. La valoración de la cartera de activos (GAV) asciende a 11.755 M€ (+4,5% con respecto a Dic17). La Deuda Neta se sitúa en 5.092 M€ (equivalente a un LTV de 43,3% frente a 43,6% en Dic17), con un tipo medio de 2,21%.

Sin embargo, los resultados presentan 2 aspectos más débiles: (i) El crecimiento de las **rentas comparables** o **like-for-like** crece +2,0%, lo que implica una **desaceleración** con respecto a la tasa de +2,7% del 1T18. (ii) La **ocupación desciende** -27 p.b. hasta **92,1%**, como consecuencia de 2 efectos transitorios como la salida de Huawei y Renault en el mercado de oficinas de Madrid y la insolvencia de un cliente en el segmento logístico. No obstante, la compañía ha cerrado 1S18 con un flujo de caja operativo de 0,30€ por acción, lo que permitirá cumplir el objetivo de 0,60€ por acción en el conjunto de 2018.

Factores de mejora en el segundo semestre.

En nuestra opinión, la cotización se verá respaldada por la mejora de las principales métricas operativas de la compañía en la segunda mitad del año, entre las que destacamos:

Incremento de rentas en oficinas y logístico. Estos segmentos de negocio presentan un potencial de reversión de rentas en renovaciones de contratos de +4,7% y +11,5%, sostenido por la evolución del mercado inmobiliario, el ciclo expansivo en España y Portugal y la demanda de superficies logísticas por el auge del comercio electrónico.

Mejora de los ratios de ocupación. Este ratio mejorará en los próximos trimestres en todos los segmentos, favorecido por el buen ritmo de precontratación en nuevos activos de oficinas como Torre Glòries y Torre Chamartín, el final de las inversiones en el centro comercial Larios y el re-alquiler del área logística de Souto.

Posible venta de activos. La compañía ha confirmado que mantiene su plan de desinversiones por importe de 550 M€ a lo largo de 2018 (participación en Testa Residencial, activos comerciales y de oficinas no estratégicos), lo que puede suponer un catalizador adicional considerando los mayores precios de mercado actuales.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Rafael Alonso Ramón Carrasco Esther Gutiérrez de la Torre Pilar Aranda Aránzazu Cortina
 Ana de Castro Aránzazu Bueno Elena Fernández-Traipiella Joao Pisco Susana André (Mkt&Support)

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

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

Avda. Bruselas 14
 28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

La evolución del negocio y la rentabilidad por dividendo compensa el riesgo del mercado de bonos.

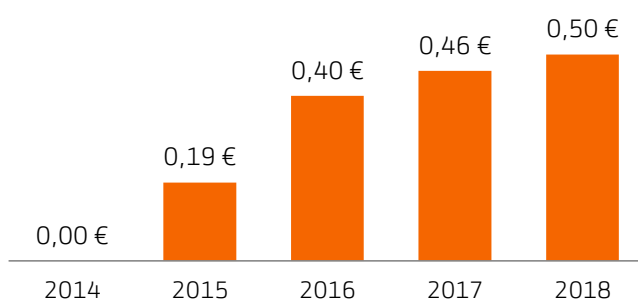
En definitiva, el atractivo de inversión se mantiene y mantenemos la recomendación de Comprar con un precio objetivo ligeramente revisado al alza desde 13,8€ hasta 14,1€. El principal obstáculo para cotización en el corto plazo es un incremento progresivo en la rentabilidad de los bonos soberanos, que puede frenar la compresión de yields y frenar el atractivo de la inversión en este tipo de compañías generadoras de dividendos, con ingresos y márgenes previsible. Sin embargo, consideramos que la notable **rentabilidad por dividendo (4,0%)**, el potencial incremento de los ingresos por rentas, la **visibilidad de márgenes y flujos de caja** generados por la compañía siguen representando una buena oportunidad de inversión en una compañía con un endeudamiento controlado y que todavía cotiza con un **descuento superior al 10% sobre el valor neto (NAV) de sus activos**.

Indicadores clave de la compañía y el sector

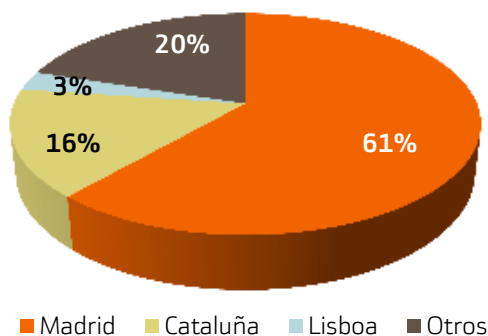
Ratios de ocupación y yield por tipo de actividad



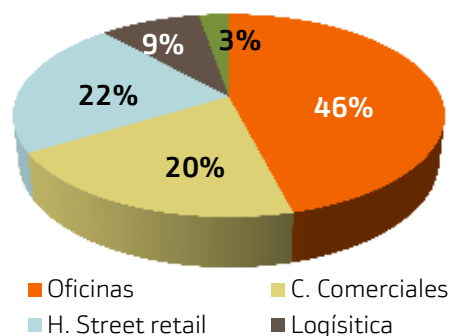
Dividendo por acción



Desglose geográfico de la cartera¹ (% sobre GAV)

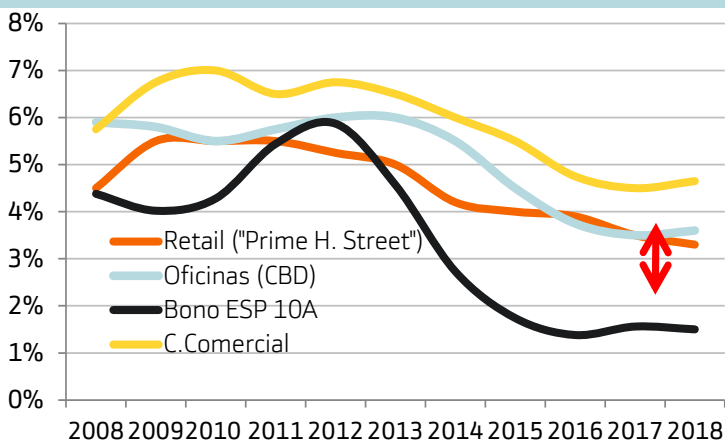


Desglose de Rentas por tipo de activo



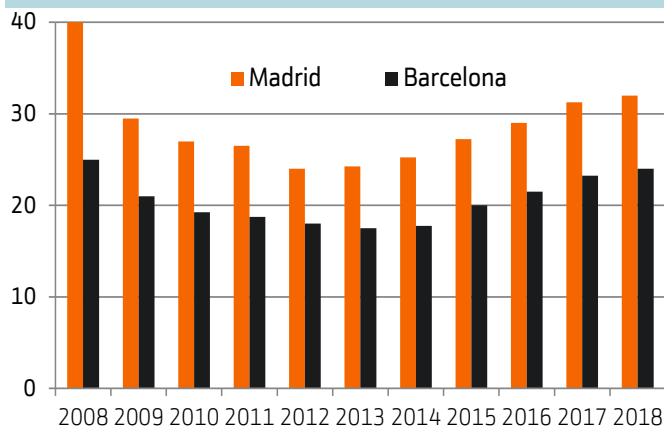
¹ Activos de oficinas, C. Comerc. y Logísticos. Fuente: Merlin Properties

Evolución de yields por tipo de activo¹ en el mercado



Fuentes: Aguirre Newman, Jones Lang Lassalle

Rentas medias en oficinas (CBD)



Nota: La Compañía ha sido informada de esta recomendación.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ramón Forcada, Aránzazu Cortina, Rafael Alonso, Ramón Carrasco, Esther Gutiérrez de la Torre, Ana de Castro, Aránzazu Bueno, Elena Fernández-Trapiella, Pilar Aranda, Joao Pisco

Jesús Amador (analista principal del informe)

Susana André (Marketing & Support)

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

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

Avda. Bruselas 14
28108 Alcobendas, Madrid

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"

PYG Resumida (M€)	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI ¹ 2017/22
Total ingresos	355	484	518	548	575	588	596	10,6%
Total Gastos de explotación	-95	-141	-114	-110	-152	-120	-123	
EBITDA	260	344	405	438	422	469	473	12,5%
<i>Mg Ebitda</i>	73,2%	71,0%	78,1%	80,0%	73,5%	79,7%	79,4%	
Amtz. Depr. y deterioro activos	-5	-10	-12	-12	-13	-13	-13	
Revaloriz. Invers. Inmob.	453	897	312	242	169	101	61	
Rtdo. Vta activos y otros	-108	-16	-4	-5	-5	-6	-6	
EBIT	600	1.215	700	662	573	551	514	-1,7%
Rtdo. Financiero Neto	-90	-122	-124	-124	-129	-138	-140	
Puesta en equivalencia y otros	82	20	4	5	5	6	6	
BAI	592	1.113	739	549	455	426	387	
BNA	582	1.100	732	541	446	417	378	-6,5%
BPA ^c	1,24	2,34	1,56	1,15	0,95	0,88	0,79	
FFO = (Ebitda - Intereses netos)	170	222	284	320	299	337	340	14,7%

¹El descenso del BNA se debe a un menor ritmo de revalorización de activos. ²Estimamos un aumento de los costes de personal de 37,5 M€ en 2020 y una dilución del BPA en 2021 por incremento de 6 millones de accs. derivado del cumplimiento del Plan de Incentivos.

Balance Resumido (M€)	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Inversiones inmobiliarias	9.027	10.352	10.854	11.296	11.615	11.796	11.927
Otro activo inmovilizado	1.052	1.038	1.064	1.165	1.197	1.209	1.241
Total activo inmovilizado	10.079	11.390	11.918	12.461	12.812	13.005	13.168
Tesorería y A.F. Equivalentes	247	454	477	472	467	463	458
Otro circulante	644	437	414	419	424	428	433
Total activo circulante	891	891	891	891	891	891	891
TOTAL ACTIVO	10.970	12.281	12.809	13.352	13.703	13.896	14.059
Patrimonio neto	4.841	5.724	6.219	6.504	6.673	6.787	6.838
Pasivo Impto. Diferido	557	592	610	586	586	586	586
Otros pasivos	228	426	256	489	497	506	514
Deuda financiera	5.345	5.539	5.724	5.773	5.947	6.018	6.121
TOTAL PASIVO Y PAT. NETO	10.970	12.281	12.809	13.352	13.703	13.896	14.059

Datos de la cartera y valoración basada en el NAV estimado

Área de negocio / Clase de activo	Rentas 2017r	% Var. 2017 L-f- l	GAV Jun18 ¹	Yield actual	Renta anualiz. Jun18	Var. (%) Rentas ² 19e	Rentas 2019e	Yield 2019e ³	GAV Dic 2019e
Oficinas	218	2,9%	5.400	4,1%	223	13,2%	252	4,2%	5.936
L. Comerc. (inc. BBVA)	104	0,9%	2.412	4,5%	108	0,9%	109	4,5%	2.393
CC. comerciales	93	3,6%	1.797	5,3%	91	9,2%	100	5,5%	1.811
Logisítica	41	8,4%	771	6,6%	48	23,4%	59	6,5%	904
Activos desarrollo ⁵	n.a.	n.a.	458		n.a.				105
Otros	13	7,2%	413	4,2%	14	n.a.	14	3,5%	414
Participaciones	n.a.	n.a.	503	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	503
Total	469	2,7%	11.754	4,9%	484	10,4%	534	4,5%	12.066

1. Datos de la propia compañía basados en la valoración de Savills al cierre de Jun18. 2 Variación de rentas frente a renta anualizada a junio de 2018 incluyendo las inversiones en nuevos activos comercializados y entregados en los próximos 12 meses. 4 Rentabilidad estimada de activos basada en la tendencia de compresión de *yields*. 5 La reducción del valor de los activos en desarrollo se debe a los activos que se entregan próximamente y pasan a generar rentas en Oficinas (Torre Glories, etc.) o Logística (Madrid Meco II, Gavilanes, etc.)

GAV 2019	12.066	NAV / acción estimado	14,8
-Deuda financ. Neta	-5.098	Múltiplo sectorial precio /NAV	0,95x
=NAV 19e	6.968	Precio Objetivo	14,1
Nº acciones	470		

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe) <http://broker.bankinter.com/>
 Ramón Forcada Rafael Alonso Ramón Carrasco Esther Gutiérrez de la Torre Pilar Aranda Aránzazu Cortina <http://www.bankinter.com/>
 Ana de Castro Aránzazu Bueno Elena Fernández-Traipiella Joao Pisco Susana André (Mkt&Support) Avda. Bruselas 14

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal 28108 Alcobendas, Madrid