

## ANÁLISIS Y MERCADOS

## Merlin Properties

Comprar

## Buena relación rentabilidad / riesgo

## Principales magnitudes (06/08/2019; 18:00h)

Precio (€)	11.71	Nº acciones (Mn)	469.7	
P. Objetivo (€)	13.4	Capitalización	5,500.2	
Potencial (%)	14.7	Volumen día (Mn€)	11.8	
Ticker Bloomberg	MRL SM	Free-float (%)	26.4	
(Mn€)	2018	2019e	2020e	2021e
Bº neto atribuible	854.9	394.1	342.4	370.7
% inc.	-22.3	-53.9	-13.1	8.3
EBITDA	355.2	373.2	463.0	494.1
% inc.	3.3	5.1	24.1	6.7
BPA (€)	1.82	0.84	0.73	0.79
% inc.	-22.3	-53.9	-13.1	8.3
DPA (€)	0.50	0.52	0.54	0.59
% inc.	8.2	4.0	5.0	8.3
PER (x)	5.9	14.0	16.1	14.8
VE/EBITDA	27.5	27.8	22.7	21.5
Rentab. divdo.	4.6	4.4	4.6	5.0
P/V (x)	0.8	0.8	0.8	0.8

## Evolución bursátil (€)



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-6.5	-3.5	-5.6
Relativo	-0.2	2.3	4.9

Fuente: Bloomberg y Bankinter Securities Research

## Cartera de activos diversificada y equilibrada.

La cartera de activos de Merlin Properties está muy diversificada tanto por tamaño (valor superior a los 12.000M€), como por tipología de activos (46% oficinas, 18% centros comerciales, 19% locales comerciales, 14% logístico y 3% otros). Además, la cartera está bien equilibrada para generar **rentabilidades atractivas con un perfil de riesgo moderado**. La mayor rentabilidad de centros comerciales, activos logísticos y oficinas no prime (55% del valor de los activos), se compensa con el bajo perfil de riesgo de los activos de oficinas prime y los contratos a muy largo plazo de los locales comerciales (45% restante).

## Cómoda situación financiera.

La DFN de Merlin Properties debería situarse en 5,220M€ en 2019e, lo que implicaría un **LTV** de en torno al **40%**. El plazo medio de vencimiento de la deuda es de 6 años, y el coste medio se sitúa en el 2,04%, siendo su práctica totalidad a tipo fijo. El objetivo principal de la compañía es mantener el LTV en los niveles actuales e incluso inferiores, y para ello financiará los 700M€ de inversiones previstas hasta 2022 con desinversiones por valor de 450M€ y con la generación de caja de la compañía después de dividendos. Dicha posición financiera está avalada por un **rating BBB con perspectiva positiva por S&P y Baa2 (estable) por Moody's**.

## La rentabilidad por dividendo debería incrementarse hasta el 5,0% en 2021e.

Esperamos que el BPA recurrente de Merlin Properties crezca un +10% anual entre 2018 y 2021e, impulsado sobre todo por: 1) la entrada en explotación de activos actualmente en construcción o reforma, 2) mejora de la ocupación media de la cartera en 200p.b. hasta el 95%; y 3) rentas creciendo en línea con la inflación esperada (+1,9% anual). De esta forma, esperamos un **DPA creciente hasta 0,59€/acción en 2021e (5,0% de rentabilidad) desde 0,52€/acción 2019e (4,4% de rentabilidad)**. Además, la compañía cotiza con un descuento del 22% sobre NAV (15,1€/acc) y con un potencial del 15% con respecto a nuestra **valoración (13,43€/acc.)**. Recomendamos **Comprar**.

Juan Moreno

## Valoración

Cuadro 1. Valoración de Merlin Properties

	M€	Metodología	% peso GAV	Rentabilidad bruta			Rentabilidad neta		
				2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
Oficinas	5.668,0	DCF	46,5%	4,3%	4,6%	4,7%	3,8%	4,1%	4,3%
Locales comerciales	2.268,5	DCF	18,6%	4,3%	4,4%	4,5%	4,2%	4,3%	4,4%
Centros comerciales	2.205,5	DCF	18,1%	5,5%	5,8%	5,7%	4,8%	5,0%	4,9%
Logístico	1.475,0	DCF	12,1%	3,7%	5,0%	6,8%	3,4%	4,5%	6,3%
Otros	241,6	DCF	2,0%	5,8%	5,8%	5,8%	5,2%	5,2%	5,2%
Puesta en equivalencia	201,0	GAV	1,6%						
Suelo no estratégico	132,0	GAV	1,1%						
<b>Valor bruto de los activos (GAV)</b>	<b>12.191,5</b>								
DFN 2019e	-5.220,2								
Capex comprometido (2020-2022)	-626,9								
Incentivo equipo gestor en efectivo 17-19e (M€)	-37,5								
<b>Valor neto de los activos (NAV)</b>	<b>6.306,9</b>								
Número de acciones	469,7								
Incentivo equipo gestor en acciones 17-19e (M acc.)	6,0								
Autocartera (M acc.)	-6,2								
<b>Precio objetivo (€/acción)</b>	<b>13,43</b>								

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

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

Tasa libre de riesgo	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%	1,0%
<b>WACC y exit yield por tipología de activo</b>					
Oficinas	6,3%	5,8%	5,3%	4,8%	4,3%
Locales comerciales	6,3%	5,8%	5,3%	4,8%	4,3%
Centros comerciales	7,5%	7,0%	6,5%	6,0%	5,5%
Logístico	8,8%	8,3%	7,8%	7,3%	6,8%
Otros	6,3%	5,8%	5,3%	4,8%	4,3%
<b>NAV/acción</b>	<b>9,28</b>	<b>11,18</b>	<b>13,43</b>	<b>16,14</b>	<b>19,46</b>

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

### Método de Valoración

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

### Principales asunciones

La valoración bruta de los activos es calculada través de un DCF. Tomamos distintas asunciones para cada tipología de activo: *WACC* y *exit yield* en 2030 que van desde el 5,3% para los activos de menor riesgos hasta 7,8% para los de mayor riesgo.

## Cuadro 3. Cuenta de resultados

(Mn€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Cuenta de resultados</b>						
Ventas	351.4	469.4	499.7	529.8	572.3	608.2
<i>% inc.</i>	<i>63.8</i>	<i>33.6</i>	<i>6.5</i>	<i>6.0</i>	<i>8.0</i>	<i>6.3</i>
Coste de las mercancías vendidas	-28.0	-48.3	-56.2	-55.6	-52.8	-54.6
Margen bruto	323.4	421.1	443.5	474.2	519.4	553.7
Costes de explotación	-63.1	-77.3	-88.3	-101.0	-56.4	-59.6
EBITDA	260.3	343.8	355.2	373.2	463.0	494.1
<i>% inc.</i>	<i>61.4</i>	<i>32.1</i>	<i>3.3</i>	<i>5.1</i>	<i>24.1</i>	<i>6.7</i>
Amortización del inmovilizado	-4.7	-10.4	-1.6	-1.7	-2.0	-2.2
<b>EBIT</b>	<b>255.6</b>	<b>333.5</b>	<b>353.7</b>	<b>371.5</b>	<b>460.9</b>	<b>491.9</b>
<i>% inc.</i>	<i>58.6</i>	<i>30.5</i>	<i>6.1</i>	<i>5.1</i>	<i>24.1</i>	<i>6.7</i>
Resultado financiero	-89.9	-119.5	-195.7	-113.4	-120.5	-123.4
Puesta en equivalencia	1.8	16.2	46.6	8.0	12.0	12.2
Otros resultados	425.1	883.3	708.5	138.0	0.0	0.0
Beneficio antes de impuestos	592.6	1,113.5	913.0	404.1	352.4	380.7
Impuesto de sociedades	-9.8	-12.9	-58.1	-10.0	-10.0	-10.0
Operaciones discontinuadas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minoritarios	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>582.7</b>	<b>1,100.4</b>	<b>854.9</b>	<b>394.1</b>	<b>342.4</b>	<b>370.7</b>
<i>% inc.</i>	<i>n.a.</i>	<i>88.8</i>	<i>-22.3</i>	<i>-53.9</i>	<i>-13.1</i>	<i>8.3</i>
BPA (€)	1.80	2.34	1.82	0.84	0.73	0.79
<i>% inc.</i>	<i>730.7</i>	<i>29.9</i>	<i>-22.3</i>	<i>-53.9</i>	<i>-13.1</i>	<i>8.3</i>
DPA (€)	0.40	0.46	0.50	0.52	0.54	0.59
<i>% inc.</i>	<i>110.5</i>	<i>15.0</i>	<i>8.2</i>	<i>4.0</i>	<i>5.0</i>	<i>8.3</i>
<b>Estado de flujo de caja</b>						
Cash flow neto	587.4	1,110.8	856.5	395.8	344.4	372.9
<i>% inc.</i>	<i>n.a.</i>	<i>89.1</i>	<i>-22.9</i>	<i>-53.8</i>	<i>-13.0</i>	<i>8.3</i>
Variaciones de NOF	-697.7	354.7	-70.1	0.0	0.0	0.0
Capex	-13.3	-18.3	-19.7	-21.7	-23.7	-25.3
<b>Cash flow libre</b>	<b>-123.6</b>	<b>1,447.3</b>	<b>766.7</b>	<b>374.1</b>	<b>320.8</b>	<b>347.6</b>
Remuneración al accionista	-89.1	-187.9	-216.1	-233.7	-243.0	-255.0
Otras variaciones	-2,138.2	-1,250.8	-710.3	-195.8	-216.5	-216.4
<b>Variación de caja</b>	<b>-2,350.9</b>	<b>8.6</b>	<b>-159.7</b>	<b>-55.4</b>	<b>-138.8</b>	<b>-123.9</b>

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

## Cuadro 4. Balance y márgenes

(Mn€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Balance</b>						
Activo fijo neto	9,288.7	10,599.0	11,744.7	12,111.7	12,342.2	12,574.4
Inmovilizado financiero	790.2	791.4	469.8	361.6	369.2	376.6
Necesidades operativas de fondos (NOF)	368.0	13.3	83.3	83.3	83.3	83.3
Otros activos/(pasivos) neto	-592.4	-674.8	-731.2	-731.2	-731.2	-731.2
<b>Capital empleado</b>	<b>9,854.5</b>	<b>10,728.9</b>	<b>11,566.7</b>	<b>11,825.4</b>	<b>12,063.6</b>	<b>12,303.2</b>
Recursos propios	4,819.5	5,717.7	6,401.8	6,605.2	6,704.6	6,820.3
Minoritarios	21.3	6.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Deuda financiera neta	5,013.7	5,005.1	5,164.8	5,220.2	5,359.0	5,482.9
<b>Márgenes (%)</b>						
Margen bruto/Ventas	92.0	89.7	88.8	89.5	90.8	91.0
EBITDA/Ventas	74.1	73.2	71.1	70.4	80.9	81.2
EBIT/Ventas	72.7	71.0	70.8	70.1	80.5	80.9
Ventas/Capital empleado	3.6	4.4	4.3	4.5	4.7	4.9
EBITDA/Capital empleado	2.6	3.2	3.1	3.2	3.8	4.0
ROCE	2.6	3.1	3.1	3.1	3.8	4.0
ROE	12.1	19.2	13.4	6.0	5.1	5.4
<b>Endeudamiento (x)</b>						
Deuda financiera neta/Capital empleado	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Deuda financiera neta/EBITDA	19.3	14.6	14.5	14.0	11.6	11.1
EBIT/Resultado financiero	2.8	2.8	1.8	3.3	3.8	4.0

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

## Cuadro 5. Accionistas principales

Banco Santander	22.3%
Blackrock	4.0%
Invesco	1.0%
Management	0.5%
Autocartera	0.5%

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

## Cuadro 6. Información de la compañía

Dirección:	Paseo de la Castellana, 257 28046 Madrid España
Página Web:	www.merlinproperties.com
CEO:	Ismael Clemente
COO:	Miguel Ollero
CIO:	David Brush
IR:	Fernando Ramírez

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

## Cuadro 7. Ratios de mercado

(€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
BPA (€)	1.80	2.34	1.82	0.84	0.73	0.79
% inc.	730.7	29.9	-22.3	-53.9	-13.1	8.3
CFPA (€)	1.82	2.36	1.82	0.84	0.73	0.79
% inc.	735.7	30.0	-22.9	-53.8	-13.0	8.3
DPA (€)	0.40	0.46	0.50	0.52	0.54	0.59
% inc.	110.5	15.0	8.2	4.0	5.0	8.3
VC/acción (€)	14.92	12.17	13.63	14.06	14.27	14.52
% inc.	64.8	-18.4	12.0	3.2	1.5	1.7
ROE (%)	12.1	19.2	13.4	6.0	5.1	5.4
<b>Precio (€)</b>						
Máximo	11.46	11.83	12.95	n.a.	-	-
Mínimo	8.34	10.01	10.61	n.a.	-	-
Último	10.33	11.30	10.79	11.71	11.71	11.71
<b>PER (x)</b>						
Máximo	6.4	5.0	7.1	-	-	-
Mínimo	4.6	4.3	5.8	-	-	-
Último	5.7	4.8	5.9	14.0	16.1	14.8
Relativo	0.2	0.2	0.2	0.6	0.6	0.6
<b>P/CF (x)</b>						
Máximo	6.3	5.0	7.1	-	-	-
Mínimo	4.6	4.2	5.8	-	-	-
Último	5.7	4.8	5.9	13.9	16.0	14.8
Relativo	0.2	0.2	0.2	0.6	0.6	0.6
<b>Rent. Dividendo (%)</b>						
Máxima	4.8	4.6	4.7	-	-	-
Mínima	3.5	3.9	3.8	-	-	-
Última	3.9	4.1	4.6	4.4	4.6	5.0
Relativo	2.0	2.1	2.3	2.2	2.4	2.5
<b>P/VC (x)</b>						
Máximo	0.8	1.0	1.0	-	-	-
Mínimo	0.6	0.8	0.8	-	-	-
Último	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
Relativo	0.8	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9

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.