

Merlin Properties

Comprar

Revisamos al alza nuestra valoración hasta 14,10€/acc

Datos Básicos

Precio Objetivo (€): **14,10**

Precio Mercado (€): 12,9

Potencial: 9,6%

Capitalización (M €): 6.046

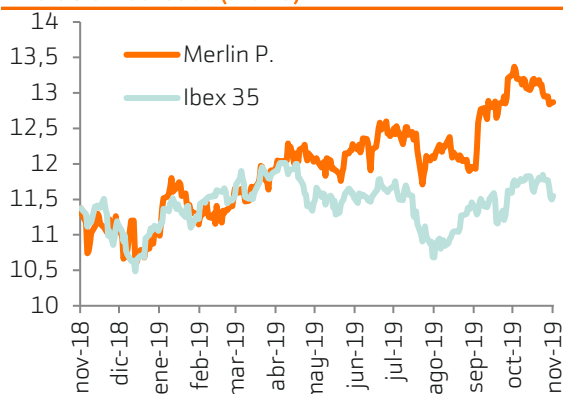
Nº Acciones (M.): 469,8

Volumen Diario (M€): 13,3

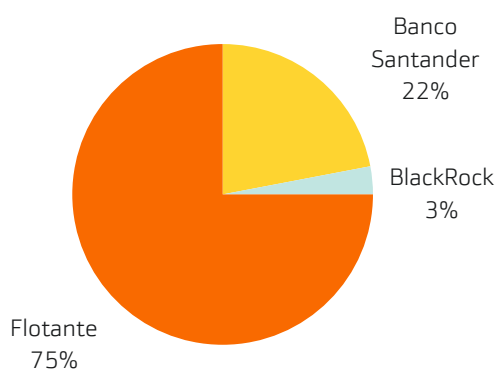
Cód. Reuters / Bloomberg: MRL SM/MRL.MC

Pples datos	2018r	2019e	2020e
B. Neto ajustado	226	252	279
% inc.	4,4	11,3	10,8
EBITDA	355	377	413
% inc.	3,3	6,0	9,8
FFO/acción (€)	0,59	0,64	0,71
% inc.	-3,1	7,2	10,9
DPA	0,50	0,52	0,55
% inc.	8,2	4,5	6,0
Ppales ratios	2018r	2019e	2020e
ROCE	3,1%	3,1%	3,4%
ROE	3,5%	3,8%	4,2%
Rentab. dividendo	3,9%	4,0%	4,3%
P/V (x)	0,9	0,9	0,9

Evolución bursatil (1 año)



Accionariado



Mantenemos nuestras estimaciones para los próximos años, que implican un incremento de la rentabilidad por dividendo hasta el 4,5% en 2021e desde el 4,0% en 2019e. Revisamos al alza nuestro precio objetivo +5,0% hasta 14,10€/acc, como consecuencia de llevarla a diciembre de 2020 (frente a 2019). Merlin Properties cotiza con un 10% de potencial con respecto a nuestra valoración y un descuento del 15% sobre NAV (15,27€/acc). Además, la posible venta de activos no estratégicos actuará como catalizador del valor. Reiteramos recomendación de Comprar.

Mantenemos nuestras estimaciones tras resultados del 3T19.

Resultados del 3T19 sin sorpresas, que nos llevan a mantener nuestras estimaciones sin cambios. 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 (4,5% de rentabilidad)** desde 0,52€/acción 2019e (4,0% de rentabilidad).

Revisamos al alza nuestra valoración +5% hasta 14,10€/acción.

Llevamos nuestra valoración hasta diciembre de 2020 desde 2019 anterior. Como consecuencia, incrementamos el precio objetivo de Merlin Properties **+5,0% hasta 14,10€/acc (desde 13,43€/acción anterior)**. Dicha valoración ofrece un potencial de revalorización del 10% frente a su cotización.

La venta de activos no estratégicos actuará como catalizador.

Merlin Properties esperar cerrar en las próximas semanas un acuerdo para la **venta de parte de las oficinas no estratégicas**. En concreto, unos 130.000 metros cuadrados de activos en ubicaciones no *prime*, que representan el 10% de la cartera total. Aunque todavía no conocemos el precio de venta, la operación permitirá a Merlin Properties mantener su apalancamiento en niveles próximos al **40% de LTV y mejorará la calidad y la ocupación media de su cartera**.

Mantenemos recomendación de Comprar.

La compañía cotiza con un **potencial de revalorización del 10%** con respecto a nuestra valoración (14,10€/acción) y con un **descuento del 15% sobre NAV** (15,27€/acción). En caso de modificarse el **régimen fiscal de SOCIMIs**, creemos que lo más probable es que se imponga un impuesto a los beneficios no distribuidos por estas. Esta medida no afectaría a Merlin Properties, que ya reparte más del 100% del Beneficio neto según contabilidad española. La compañía reporta bajo IFRS, por lo que sus resultados no incluyen amortización de los activos inmobiliarios.

Juan Moreno

Cifras en millones de euros

Cta de Pérdidas y Ganancias	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI '18-'24
Rentas Brutas	500	526	569	601	652	686	700	5,8%
EBITDA	355	377	413	445	489	518	530	6,9%
Beneficio neto	855	378	279	307	347	377	390	-12,2%
Beneficio neto ajustado	226	252	279	307	347	377	390	9,5%

Balance de Situación	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI '18-'24
Activo Fijo neto	11.745	12.266	12.494	12.723	12.953	12.976	13.000	1,7%
Inmovilizado financiero	381	270	271	271	271	271	270	-5,6%
Necesidades operativas de fondos	76	76	76	76	76	76	76	n.a.
Otros Activos/(pasivos) neto	-623	-623	-623	-623	-623	-623	-623	0,0%
Capital Empleado	11.579	11.989	12.218	12.447	12.678	12.700	12.723	1,6%
Recursos propios	6.402	6.589	6.667	6.758	6.870	6.980	7.080	1,7%
Minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	#iDIV/O!
Deuda financiera neta	5.178	5.401	5.551	5.689	5.808	5.721	5.643	

Flujo de caja	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI '18-'24
EBITDA (caja)	399	420	456	488	532	561	573	6,2%
R. Financiero	-119	-120	-124	-128	-130	-131	-129	1,3%
Flujo de caja operativo (FFO)	279	299	332	360	401	431	445	8,0%
Capex	-20	-22	-24	-25	-28	-29	-30	7,3%
Flujo de caja libre (AFFO)	260	277	308	335	373	401	415	8,1%
Dividendo	-216	-234	-244	-259	-278	-310	-333	7,5%
Otros	-203	-267	-215	-214	-214	-4	-4	-48,0%
Var. Deuda Financiera neta	-160	-223	-151	-138	-118	87	77	n.a.

Valoración (SOTP)	M€	Metodología	% peso GAV	Rentabilidad Bruta		
				2019e	2020e	2021e
Oficinas	5.873	DCF	46,6%	4,2%	4,4%	4,6%
Locales comerciales	2.130	DCF	16,9%	4,1%	4,2%	4,3%
Centros comerciales	2.332	DCF	18,5%	5,4%	5,7%	5,5%
Logístico	1.533	DCF	12,1%	3,6%	4,7%	6,5%
Otros	245	DCF	1,9%	5,7%	5,8%	5,8%
Puesta en equivalencia	370	GAV	2,9%			
Suelo no estratégico	132	GAV	1,0%			
Valor bruto de los activos (GAV)	12.615					
DFN 2020e	-5.538					
Capex comprometido (2021-2022)	-418					
Incentivo equipo gestor en efectivo 17-19e (-38					
Valor neto de los activos (NAV)	6.621					
Número de acciones	469,7					
Incentivo equipo gestor en acc. 17-19 (M ac	6,0					
Autocartera (M acc.)	-6,2					
Precio objetivo (€/acción)	14,10					

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

Tasa libre de riesgo	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	4,50%
Precio objetivo (€/acción)	18,51	16,89	15,43	14,10	12,89	11,79	10,78
Rentabilidad por dividendo 2020e	3,0%	3,3%	3,6%	3,9%	4,3%	4,7%	5,1%

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes 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 y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPANIAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias
Pilar Aranda - Petróleo	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Consumo	Ana de Castro - Seguros
Elena Fernández-Trapiella - Consumo	Aránzazu Bueno - Eléctricas

Tel.: 912759421

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