

## Merlin Properties

Comprar

### Atractiva relación rentabilidad-riesgo

#### Datos Básicos

Precio Objetivo (€): 10,89

Precio Mercado (€): 7,7

Potencial: 41,2%

Capitalización (M €): 3.622

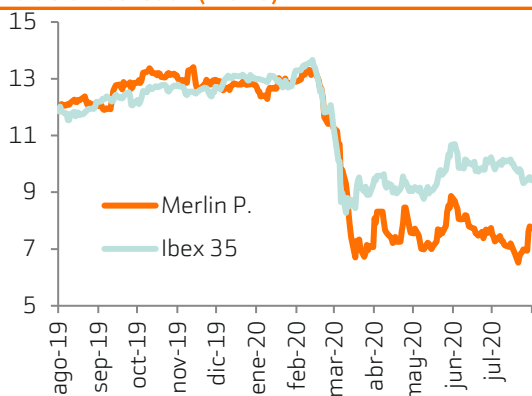
Nº Acciones (M.): 469,8

Volumen Diario (M€): 10,9

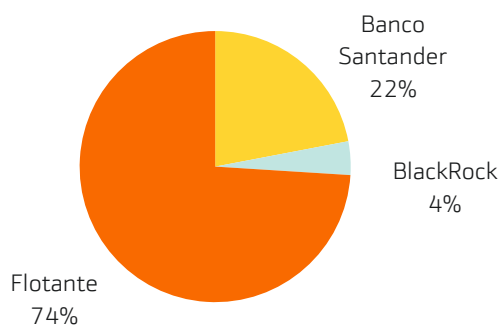
Cód. Reuters / Bloomberg: MRL SM/MRL.MC

Pples datos	2019r	2020e	2021e
B. Neto ajustado	230	181	221
% inc.	1,9	-21,5	22,0
EBITDA	376	325	369
% inc.	5,9	-13,6	13,6
FFO/acción (€)	0,69	0,52	0,60
% inc.	15,4	-24,3	16,3
DPA	0,35	0,38	0,45
% inc.	-30,5	10,6	16,7
Ppales ratios	2019r	2020e	2021e
ROCE	3,1%	2,6%	2,9%
ROE	3,4%	2,7%	3,2%
Rentab. dividendo	4,5%	5,0%	5,8%
PVC (x)	0,5	0,5	0,5

#### Evolución bursatil (1 año)



#### Accionariado



Cotiza con un descuento del -50% sobre su valoración de activos (NAV 15,68€/acción) y ofrece una rentabilidad por dividendo del 4,5% en 2020e, que debería estabilizarse cerca del 6% post COVID-19. Por otra parte, la cartera de activos está bien diversificada y equilibrada para limitar el impacto del virus. Se especula con una posible OPA por parte de Brookfield. Recomendamos Comprar con un P. Objetivo de 10,89€/acc.

#### Resultados 1S20 baten estimaciones. Mantenemos previsiones.

**Rentas brutas** -2,3% hasta 257M€ (vs. 251M€ estimado); **EBITDA** -12,5% hasta 184M€ (vs. 174M€ estimado); **FFO** (flujo de caja) -14,6% hasta 134M€ (117M€ estimado). **NAV** -0,2% hasta 15,68€/acción. La compañía mantiene su **previsión de impacto de COVID-19**: -10% sobre rentas 2020, en línea con nuestras estimaciones, e implica -14% en EBITDA y -24% en generación de caja (FFO) en 2020. Los resultados deberían normalizarse en 2021 en un nivel de generación de caja un -12% inferior al de 2019.

#### Cartera de activos diversificada, que permite reducir riesgos.

Los activos con mayor riesgo de verse afectado por COVID-19 representan un 30% de la cartera (20% centros comerciales, 5% oficinas en periferia y 5% otros), mientras que **el 70% de los activos presenta perfil de riesgo bajo** (45% oficinas prime, 15% portfolio sucursales BBVA y 10% logístico). La ocupación media de sus activos es del 94%, el 70% de sus oficinas son sedes sociales de grandes compañías y el 73% de sus centros comerciales están ocupados por grandes corporaciones.

#### Sólida posición financiera.

Merlin Properties tiene un **LTV del 40%**, **liquidez de 1.300M€** y **ningún vencimiento de deuda hasta 2022**. Las agencias de rating han confirmado su calificación: **BBB por S&P** y **Baa2 por Moody's**. Ambas en Grado de Inversión y perspectiva estable.

#### Rentabilidad por dividendo 4,5% 2020e, normalizada en 5,8%.

La compañía ha decidido dejar 1/3 del dividendo anual en suspenso hasta conocer el impacto final del virus. De esta forma, queda reducido hasta **0,346€/acción** (desde 0,52€/acción anunciado anteriormente), que implica una rentabilidad por dividendo del **4,5% 2020e**. Se normalizará en **0,45€/acción** o **5,8% de rentabilidad a partir de 2021e**.

#### Mantenemos recomendación de Comprar.

Merlin Properties cotiza con un descuento de más del **-50% sobre valoración de activos** (NAV de 15,68€/acción), potencial del 41% frente a nuestro precio objetivo (10,89€/acción a diciembre 2021) y **rentabilidad por dividendo próxima al 6% a partir de 2021**. Todo ello con una cartera de activos diversificada y de riesgo moderado. Además, se especula con una posible OPA por parte de Brookfield. Mantenemos recomendación de **Comprar**.

Juan Moreno

Cifras en millones de euros

Cta de Pérdidas y Ganancias	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
Rentas Brutas	526	474	524	559	586	606	618	2,7%
EBITDA	376	325	369	397	420	437	446	2,9%
Beneficio neto	564	181	221	244	266	284	298	-10,1%
<b>Beneficio neto ajustado</b>	<b>230</b>	<b>181</b>	<b>221</b>	<b>244</b>	<b>266</b>	<b>284</b>	<b>298</b>	<b>4,4%</b>

Balance de Situación	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
Activo Fijo neto	12.182	12.454	12.729	13.005	13.027	13.050	13.073	1,2%
Inmovilizado financiero	724	729	735	740	745	750	755	0,7%
Necesidades operativas de fondos	-123	-123	-123	-123	-123	-123	-123	n.a.
Otros Activos/(pasivos) neto	-627	-627	-627	-627	-627	-627	-627	0,0%
<b>Capital Empleado</b>	<b>12.155</b>	<b>12.433</b>	<b>12.714</b>	<b>12.995</b>	<b>13.022</b>	<b>13.050</b>	<b>13.078</b>	<b>1,2%</b>
Recursos propios	6.709	6.771	6.856	6.935	7.018	7.103	7.188	1,2%
Minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Deuda financiera neta	5.447	5.662	5.857	6.059	6.004	5.947	5.890	1,3%

Flujo de caja	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
EBITDA (caja)	421	369	413	441	464	481	491	2,6%
R. Financiero	-98	-125	-130	-134	-135	-134	-130	4,8%
<b>Flujo de caja operativo (FFO)</b>	<b>322</b>	<b>244</b>	<b>284</b>	<b>308</b>	<b>329</b>	<b>347</b>	<b>360</b>	<b>1,9%</b>
Capex	-22	-19	-22	-23	-24	-25	-26	2,7%
<b>Flujo de caja libre (AFFO)</b>	<b>300</b>	<b>225</b>	<b>262</b>	<b>284</b>	<b>304</b>	<b>322</b>	<b>335</b>	<b>1,8%</b>
Dividendo	-234	-163	-180	-210	-227	-243	-257	1,6%
Otros	-297	-278	-277	-277	-21	-21	-21	-35,9%
<b>Var. Deuda Financiera neta</b>	<b>-230</b>	<b>-215</b>	<b>-195</b>	<b>-202</b>	<b>55</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>n.a.</b>

Valoración (SOTP)	M€	Metodología	% peso GAV	Rentabilidad Bruta		
				2020e	2021e	2022e
Oficinas	5.348	DCF	47,5%	4,5%	4,6%	4,9%
Locales comerciales	2.037	DCF	18,1%	4,4%	4,5%	4,6%
Centros comerciales	1.258	DCF	11,2%	5,6%	7,3%	7,6%
Logístico	1.473	DCF	13,1%	4,2%	5,4%	6,5%
Otros	349	DCF	3,1%	3,8%	3,9%	4,1%
Puesta en equivalencia	659	GAV	5,9%			
Suelo no estratégico	132	GAV	1,2%			
<b>Valor bruto de los activos (GAV)</b>	<b>11.255</b>					
DFN 2021e	-5.849					
Capex comprometido (2022)	-255					
Incentivo equipo gestor en efectivo 17-19e (	-38					
<b>Valor neto de los activos (NAV)</b>	<b>5.113</b>					
Número de acciones	469,7					
Incentivo equipo gestor en acc. 17-19	6,0					
Autocartera	-6,2					
<b>Precio objetivo (€/acción)</b>	<b>10,89</b>					

### 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)	14,73	13,32	12,04	10,89	9,84	8,88	8,00
Rentabilidad por dividendo 2021e	3,0%	3,4%	3,7%	4,1%	4,5%	5,0%	5,6%