

## Merlin Properties

Comprar

## Descuenta un escenario excesivamente conservador

## Datos Básicos

Precio Objetivo (€): 9,71

Precio Mercado (€): 7,8

Potencial: 23,7%

Capitalización (M €): 3.685

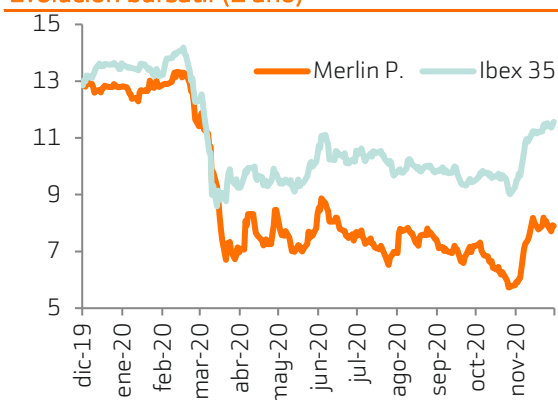
Var. Año: -38,7%

Volumen Diario (M€): 15,1

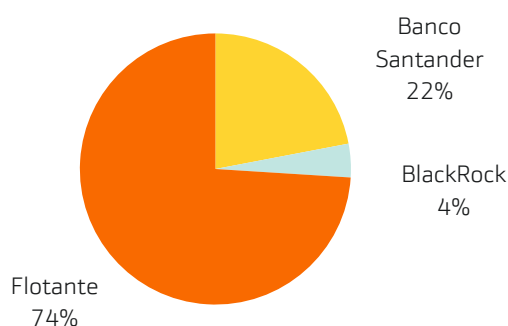
Cód. Reuters / Bloomberg: MRL SM/MRL.MC

Pples datos	2019r	2020e	2021e
B. Neto ajustado	230	111	235
% inc.	1,9	-52,1	112,5
EBITDA	376	330	367
% inc.	5,9	-12,4	11,3
FFO/acción (€)	0,69	0,48	0,56
% inc.	15,4	-29,4	15,0
DPA	0,35	0,35	0,41
% inc.	-30,5	1,7	16,0
Ppales ratios	2019r	2020e	2021e
ROCE	3,1%	2,7%	2,9%
ROE	3,4%	1,6%	3,4%
Rentab. dividendo	4,4%	4,5%	5,2%
P/V (x)	0,5	0,5	0,5

## Evolución bursatil (1 año)



## Accionariado



A pesar de la incertidumbre todavía elevada sobre oficinas y centros comerciales y la más que probable rebaja de valoraciones de activos, la cotización de Merlin Properties descuenta un escenario excesivamente conservador. 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 por encima del 5% post COVID-19. Además, goza de una sólida posición financiera y de liquidez, con calificación crediticia 2 escalones por encima del umbral de IG. **Reiteramos recomendación de Comprar** aunque rebajamos el **precio objetivo -11% hasta 9,71€/acc** (potencial de revalorización del +23,7%).

## Introduce nuevos incentivos a los centros comerciales.

Merlin Properties ha puesto en marcha un plan para **ajustar las tasas de esfuerzo de los inquilinos a la nueva situación**. La compañía estima que tendrá un impacto de 12,9M€ en 1S20 (1M€ oficinas y 11,9M€ centros comerciales). Nosotros consideramos que el auge del comercio electrónico y el teletrabajo son cambios estructurales, por lo que asumimos que **estos incentivos adicionales se perpetuarán en el tiempo**, y supondrán un impacto adicional de -26M€ o -5,6% sobre las rentas netas de Merlin Properties.

## Rebajamos nuestras estimaciones y precio objetivo.

Estimamos una **caída de las rentas netas del -10% en 2021e vs. 2019** (comparable): i) Oficinas: -6%, centros comerciales -30%, y logístico y *net leases* sin cambios. De esta forma, la **generación de caja (FFO)** se estabilizará en niveles un **-18,6% por debajo de los niveles previos al virus** (-8% vs. estimación anterior). **Rebajamos el precio objetivo -11% hasta 9,71€/acc.**

## Sólida posición financiera.

Merlin Properties tiene un **LTV del 41%**, **liquidez de 1.180M€** y **ningún vencimiento de deuda hasta 2022**. El principal riesgo es que las agencias de rating rebajen su calificación. Si bien, esta se encuentra actualmente en BBB por S&P y Baa2 por Moody's, ambas con perspectiva estable, y aunque bajara un escalón seguiría en grado de inversión.

## Rentabilidad por dividendo 4,5% 2020e, normalizada en 5,2%.

La compañía ofrece una rentabilidad por dividendo del 4,5% en 2020, tras dejar en suspenso 1/3 del dividendo. Estimamos que **se normalizará en 0,41€/acción a partir de 2021**, que implica una rentabilidad del **5,2%**.

## Mantenemos recomendación de Comprar.

La cotización de Merlin Properties ya descuenta un escenario muy conservador. Cotiza con un descuento próximo al **-50% sobre valoración de activos** (NAV de 15,68€/acción), potencial de revalorización del 23,7% frente a nuestro precio objetivo (9,71€/acción) y **rentabilidad por dividendo superior al 5% a partir de 2021**. **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	506	530	560	589	611	619	2,8%
EBITDA	376	330	367	391	413	431	437	2,5%
Beneficio neto	564	143	235	258	276	291	301	-9,9%
<b>Beneficio neto ajustado</b>	<b>230</b>	<b>111</b>	<b>235</b>	<b>258</b>	<b>276</b>	<b>291</b>	<b>301</b>	<b>4,5%</b>

Balance de Situación	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
Activo Fijo neto	12.182	12.474	12.749	13.025	13.248	13.471	13.695	2,0%
Inmovilizado financiero	724	643	643	648	653	657	661	-1,5%
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>12.367</b>	<b>12.642</b>	<b>12.924</b>	<b>13.151</b>	<b>13.379</b>	<b>13.607</b>	<b>1,9%</b>
Recursos propios	6.709	6.808	6.902	6.900	6.995	7.093	7.190	1,2%
Minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Deuda financiera neta	5.447	5.559	5.740	6.024	6.156	6.286	6.417	2,8%

Flujo de caja	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
EBITDA (caja)	421	355	392	416	438	456	462	1,6%
R. Financiero	-98	-127	-130	-135	-140	-143	-139	6,0%
<b>Flujo de caja operativo (FFO)</b>	<b>322</b>	<b>228</b>	<b>262</b>	<b>280</b>	<b>298</b>	<b>313</b>	<b>323</b>	<b>0,0%</b>
Capex	-22	-21	-22	-24	-25	-26	-26	3,1%
<b>Flujo de caja libre (AFFO)</b>	<b>300</b>	<b>207</b>	<b>240</b>	<b>257</b>	<b>273</b>	<b>287</b>	<b>296</b>	<b>-0,2%</b>
Dividendo	-234	-69	-165	-286	-205	-218	-229	-0,3%
Otros	-297	-251	-255	-255	-199	-199	-198	-6,5%
<b>Var. Deuda Financiera neta</b>	<b>-230</b>	<b>-113</b>	<b>-181</b>	<b>-284</b>	<b>-132</b>	<b>-130</b>	<b>-132</b>	<b>n.a.</b>

Valoración (SOTP)	M€	Metodología	% peso GAV	Rentabilidad Bruta		
				2020e	2021e	2022e
Oficinas	5.306	DCF	49,2%	4,4%	4,6%	4,9%
Locales comerciales	1.733	DCF	16,1%	5,0%	5,0%	5,0%
Centros comerciales	1.389	DCF	12,9%	8,4%	8,5%	8,4%
Logístico	1.505	DCF	14,0%	3,9%	4,9%	6,0%
Otros	59	DCF	0,5%	17,8%	14,5%	13,1%
Puesta en equivalencia	659	GAV	6,1%			
Suelo no estratégico	132	GAV	1,2%			
<b>Valor bruto de los activos (GAV)</b>	<b>10.783</b>					
DFN 2021e	-5.732					
Capex comprometido (2022-2023)	-455					
Incentivo equipo gestor en efectivo 17-19e (	-38					
<b>Valor neto de los activos (NAV)</b>	<b>4.558</b>					
Número de acciones	469,7					
Incentivo equipo gestor en acc. 17-19	6,0					
Autocartera	-6,2					
<b>Precio objetivo (€/acción)</b>	<b>9,71</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)	13,38	12,03	10,81	9,71	8,70	7,78	6,94
Rentabilidad por dividendo 2021e	3,0%	3,4%	3,8%	4,2%	4,7%	5,2%	5,9%

### 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](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 & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Ana de Castro - Analista
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Eduardo Cabero - Seguros	Susana André - Portugal, Assistant
Rafael Diogo - Portugal	

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

---

Todos nuestros informes en:

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

Avda. de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas, Madrid