

Merlin Properties

Comprar

Atractiva relación rentabilidad-riesgo

Datos Básicos

Precio Objetivo (€): 10,56

Precio Mercado (€): 7,0

Potencial: 51,1%

Capitalización (M €): 3.281

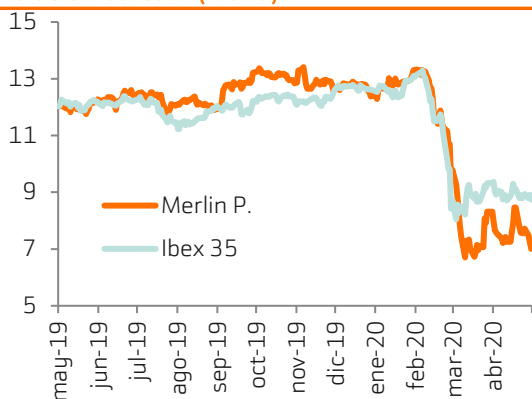
Nº Acciones (M.): 469,8

Volumen Diario (M€): 10,1

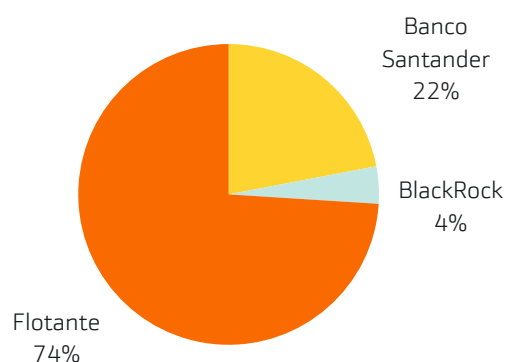
Cód. Reuters / Bloomberg: MRL SM/MRL.MC

Pples datos	2019r	2020e	2021e
B. Neto ajustado	230	188	223
% inc.	1,9	-18,4	18,7
EBITDA	376	332	372
% inc.	5,9	-11,8	11,9
FFO/acción (€)	0,69	0,53	0,61
% inc.	15,4	-22,1	14,0
DPA	0,35	0,39	0,45
% inc.	-30,5	13,9	14,3
Ppales ratios	2019r	2020e	2021e
ROCE	3,1%	2,7%	2,9%
ROE	3,4%	2,8%	3,3%
Rentab. dividendo	5,0%	5,6%	6,5%
P/V (x)	0,5	0,5	0,5

Evolución bursatil (1 año)



Accionariado



Cotiza con un descuento del -55% sobre su valoración de activos (NAV 15,72€/acción) y ofrece una rentabilidad por dividendo del 5% en 2020e, que debería estabilizarse en el 6,5% post COVID-19. Por otra parte, la cartera de activos está bien diversificada y equilibrada para limitar el impacto del virus. Reiteramos recomendación de Comprar con un precio objetivo de 10,56€/acción.

El impacto de COVID-19 podría ser menor del esperado.

Resultados 1T20 todavía sin apenas impacto del virus: Rentas brutas -1,0% hasta 130M€ (vs. 127M€ estimado); EBITDA +1,6% hasta 96M€ (vs. 94M€ estimado); Flujo de caja (FFO) -5,6% hasta 75M€. La compañía mantiene su previsión del -10% sobre rentas brutas en 2020, aunque señala que el impacto podría ser menor si comercio y ocio reabren antes del 31 de julio. **Mantenemos nuestras estimaciones:** -8% en rentas, -2% en EBITDA y -22% en generación de caja (FFO) en 2020. Los resultados deberían normalizarse en 2021 en un nivel de generación de caja un -11% 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 del 5% 2020e, normalizada en 6,5%.

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 **5,0% 2020e**. Se normalizará en **0,45€/acción o 6,5% de rentabilidad a partir de 2021e**.

Mantenemos recomendación de Comprar.

Merlin Properties cotiza con un descuento de más del -55% sobre valoración de activos (NAV de 15,72€/acción) y estimamos una **rentabilidad por dividendo del 6,5% a partir de 2021**. Todo ello con una cartera de activos diversificada y de riesgo moderado. Mantenemos recomendación de **Comprar** con un precio objetivo de 10,56€/acción.

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	482	527	561	589	609	621	2,8%
EBITDA	376	332	372	400	422	440	449	3,0%
Beneficio neto	564	188	223	247	268	287	300	-10,0%
Beneficio neto ajustado	230	188	223	247	268	287	300	4,5%

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	13.074	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%
Capital Empleado	12.155	12.434	12.714	12.995	13.023	13.051	13.079	1,2%
Recursos propios	6.709	6.778	6.861	6.940	7.023	7.109	7.194	1,2%
Minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Deuda financiera neta	5.447	5.655	5.853	6.055	5.999	5.942	5.884	1,3%

Flujo de caja	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
EBITDA (caja)	421	376	416	444	467	484	493	2,7%
R. Financiero	-98	-125	-130	-134	-135	-134	-130	4,8%
Flujo de caja operativo (FFO)	322	251	286	310	331	350	363	2,0%
Capex	-22	-20	-22	-23	-25	-25	-26	2,8%
Flujo de caja libre (AFFO)	300	231	265	287	307	324	337	1,9%
Dividendo	-234	-163	-185	-212	-229	-245	-259	1,7%
Otros	-297	-278	-277	-277	-21	-21	-21	-35,9%
Var. Deuda Financiera neta	-230	-209	-198	-202	56	58	57	n.a.

Valoración (SOTP)	M€	Metodología	% peso GAV	Rentabilidad Bruta		
				2020e	2021e	2022e
Oficinas	5.278	DCF	47,3%	4,6%	4,7%	4,9%
Locales comerciales	2.022	DCF	18,1%	4,4%	4,5%	4,7%
Centros comerciales	1.286	DCF	11,5%	6,0%	7,3%	7,6%
Logístico	1.432	DCF	12,8%	4,3%	5,6%	6,6%
Otros	342	DCF	3,1%	3,8%	4,0%	4,2%
Puesta en equivalencia	659	GAV	5,9%			
Suelo no estratégico	132	GAV	1,2%			
Valor bruto de los activos (GAV)	11.152					
DFN 2020e	-5.648					
Capex comprometido (2021-2022)	-510					
Incentivo equipo gestor en efectivo 17-19e (-38					
Valor neto de los activos (NAV)	4.956					
Número de acciones	469,7					
Incentivo equipo gestor en acc. 17-19	6,0					
Autocartera	-6,2					
Precio objetivo (€/acción)	10,56					

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)	14,39	12,98	11,71	10,56	9,51	8,55	7,67
Rentabilidad por dividendo 2021e	3,1%	3,5%	3,8%	4,3%	4,7%	5,3%	5,9%