

## Riesgos asimétricos

# MERLIN PROP.

### Datos Básicos

Precio 23/01/2024; 17:35h: 9,3

Capitalización (M €): 4.369

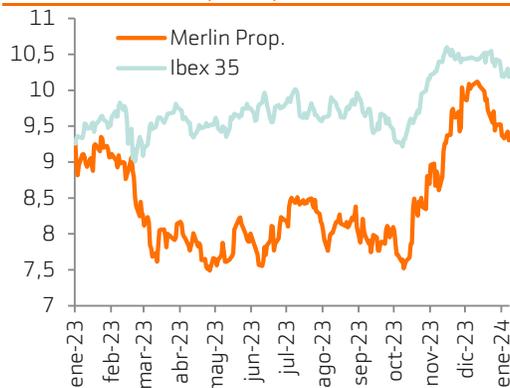
Var. Año: -6,3%

Volumen Diario (M€): 5,7

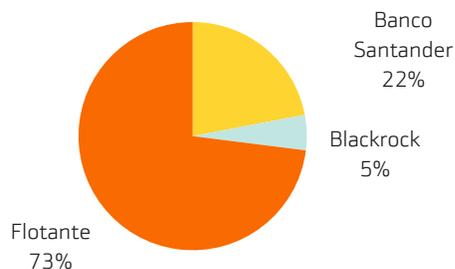
Cód. Reuters / Bloomberg: MRL SM/MRL.MC

Pples datos	2022r	2023e	2024e
B. Neto ajustado	249	274	296
% inc.	21,3	10,0	7,9
EBITDA	328	360	397
% inc.	-9,6	9,6	10,3
BPA (€)	0,53	0,58	0,63
% inc.	21,3	10,0	7,9
DPA	0,44	0,46	0,48
% inc.	76,0	4,6	4,2
Ppales ratios	2022r	2023e	2024e
ROCE	3,0%	3,3%	3,6%
ROE	3,6%	4,1%	4,4%
Rentab. dividendo	4,7%	5,0%	5,2%
P/V(x)	0,6	0,7	0,6

### Evolución bursatil (1 año)



### Accionariado



Merlin properties ofrece un potencial de revalorización de +10% con respecto a nuestro precio objetivo, que revisamos al alza hasta 10,3€/acción. Además, la rentabilidad por dividendo superará el 5% en 2024e. Incrementamos estimaciones ante la mejora de perspectivas, asumiendo ocupaciones estables e incrementos de rentas próximos al 3%. Por otra parte, presenta un endeudamiento inferior a la media del sector, con un LTV del 34%. El principal riesgo son las valoraciones de activos, que seguirán cayendo, aunque está ya más que descontado, al cotizar con -40% de descuento sobre NAV (15,49€/acción). **Mantenemos recomendación de Comprar.**

### Ocupaciones y rentas sorprenden positivamente.

A pesar del auge del teletrabajo y del comercio electrónico, los activos de Merlin Properties mantienen **elevados niveles de ocupación**, del 92% en oficinas y del 97% en centros comerciales, **con incrementos de rentas** en las renovaciones del +2% y +11% respectivamente en 9M 2023. Por otra parte, los activos logísticos se comportan en línea con lo esperado, con niveles de plena ocupación (99%) y rentas +5% a/a.

### Mejoran las perspectivas del sector inmobiliario de cara a 2024.

Estimamos un 2024 favorable para el sector inmobiliario, marcado por: (i) **Crecimiento económico moderado** y con fuerte mercado laboral. Esto debería contribuir a mantener la demanda; (ii) **Inflación todavía elevada (>2%)**, que permitirá incrementar rentas; y (iii) Posibles **rebajas de tipos de interés** tanto en EE.UU. como en Europa, que llevará a una menor presión por el lado de los costes de financiación y mayor atractivo inversor en comparación con activos libres de riesgo.

### Revisamos al alza estimaciones y precio objetivo.

Estimamos niveles de ocupación estables con incrementos de rentas en línea con la inflación, lo que debería dar lugar a un crecimiento comparable de ingresos próximo al +3% tanto en 2024 como en 2025. Si a esto le unimos la entrada en explotación de nuevos activos, sobre todo centros de datos, el BPA ajustado (excluyendo revalorizaciones de activos) debería incrementarse +10% y +8% respectivamente. Revisamos al alza el **precio objetivo +12% hasta 10,3€/acción** (vs 9,2€/acción ant.).

### Apalancamiento significativamente inferior al resto del sector.

La ventaja de Merlin Properties sobre el resto del sector es su apalancamiento, significativamente más moderado. Tiene actualmente un **LTV del 34%** vs c.40% de media del sector. Además, el vencimiento medio de deuda es superior a **5 años con el 94% a tipo fijo** (2,4%). Por ello, el impacto de la subida de tipos será más moderado en el corto/medio plazo.

### Reiteramos recomendación de Comprar.

Ofrece potencial de revalorización del +10% y rentabilidad por dividendo del 5,1% 2024e, que consideramos sostenible en el tiempo.

Cifras en millones de euros

Cta de Pérdidas y Ganancias	2022r	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TAMI '22-'27
Rentas Brutas	453	475	529	570	599	632	6,9%
EBITDA	328	360	397	430	451	475	7,7%
Beneficio neto	263	76	296	312	322	346	5,6%
<b>Beneficio neto ajustado</b>	<b>249</b>	<b>274</b>	<b>296</b>	<b>312</b>	<b>322</b>	<b>346</b>	<b>6,8%</b>

Balance de Situación	2022r	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TAMI '22-'27
Activo Fijo neto	10.722	10.815	11.023	11.178	11.298	11.359	1,2%
Inmovilizado financiero	711	711	711	711	711	711	0,0%
Necesidades operativas de fondos	-114	-114	-114	-114	-114	-114	0,0%
Otros Activos/(pasivos) neto	-548	-548	-548	-548	-548	-548	0,0%
<b>Capital Empleado</b>	<b>10.772</b>	<b>10.865</b>	<b>11.073</b>	<b>11.228</b>	<b>11.348</b>	<b>11.409</b>	<b>1,2%</b>
Recursos propios	6.849	6.713	6.796	6.887	6.976	7.082	0,7%
Deuda financiera neta	3.923	4.153	4.277	4.341	4.372	4.327	2,0%

Flujo de caja	2022r	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TAMI '22-'27
EBITDA (caja)	332	364	401	434	455	479	7,6%
R. Financiero	-106	-109	-118	-134	-145	-145	6,6%
<b>Flujo de caja operativo (FFO)</b>	<b>227</b>	<b>255</b>	<b>283</b>	<b>299</b>	<b>310</b>	<b>333</b>	<b>8,0%</b>
Capex	-23	-24	-26	-28	-30	-32	6,9%
<b>Flujo de caja libre (AFFO)</b>	<b>204</b>	<b>231</b>	<b>257</b>	<b>271</b>	<b>280</b>	<b>302</b>	<b>8,2%</b>
Dividendo	-557	-216	-216	-225	-237	-244	-15,2%
Otros	1.855	-245	-165	-110	-73	-13	n.a.
<b>Var. Deuda Financiera neta</b>	<b>1.502</b>	<b>-230</b>	<b>-125</b>	<b>-64</b>	<b>-30</b>	<b>45</b>	<b>n.a.</b>

Valoración (SOTP)	M€	Metodología	% peso GAV	Rentabilidad Bruta		
				2022r	2023e	2024e
Oficinas	4.490	DCF	48,0%	5,4%	5,7%	6,1%
Centros de datos	596	C. Invertido	6,4%	n.a.	n.a.	n.a.
Centros comerciales	1.526	DCF	16,3%	8,1%	8,3%	8,3%
Logístico	1.692	DCF	18,1%	4,3%	4,7%	5,0%
Otros	366	GAV	3,9%			
Puesta en equivalencia	680	GAV	7,3%			
<b>Valor bruto de los activos (GAV)</b>	<b>9.350</b>					
DFN 2024e	-4.277					
Capex comprometido (>2025)	-253					
<b>Valor neto de los activos (NAV)</b>	<b>4.820</b>					
Número de acciones	469,7					
<b>Precio objetivo (€/acción)</b>	<b>10,26</b>					

### Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

Tasa libre de riesgo	2,40%	2,60%	2,80%	3,00%	3,20%	3,40%	3,60%
Precio objetivo (€/acción)	10,95	10,71	10,48	10,26	10,05	9,84	9,64
Rentabilidad por dividendo 2024e	4,4%	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%	4,9%	5,0%

Todos nuestros informes disponibles en <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>  
<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

Avda. de Bruselas, 14  
 28108 Alcobendas, Madrid

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y de su difusión

### Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
24/01/2024	Comprar	10,3
20/10/2023	Comprar	9,2
11/08/2023	Neutral	9,2

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
08/06/2023	Neutral	8,7
26/04/2023	Neutral	8,7
30/11/2022	Neutral	9,4

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website:

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

- 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

- La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

[https://docs.bankinter.com/file\\_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf](https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf)

- Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://docs.bankinter.com/file\\_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf](https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf)

### NOTAS DE COMPAÑÍAS

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

### EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director

Rafael Alonso - Bancos

Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media

Carlos Pellicer - Distribución & Alimentación

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Jorge Pradilla - Logística

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias, Infra & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom

Eduardo Cabero - Seguros

Pedro Ribeiro - Químicas & Papel

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

Avda. de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas, Madrid

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y de su difusión