

Merlin Properties

Neutral

Bajamos recomendación a Neutral desde Comprar

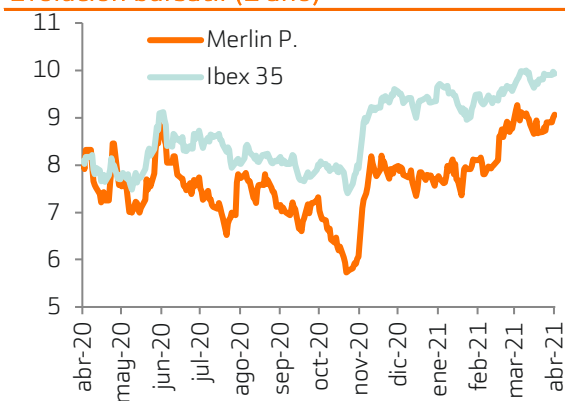
Datos Básicos

Precio Objetivo (€):	9,47
Precio Mercado (€):	9,1
Potencial:	4,5%
Capitalización (M €):	4.259
Var. Año:	16,5%
Volumen Diario (M€):	8,9
Cód. Reuters / Bloomberg:	MRL SM/MRL.MC

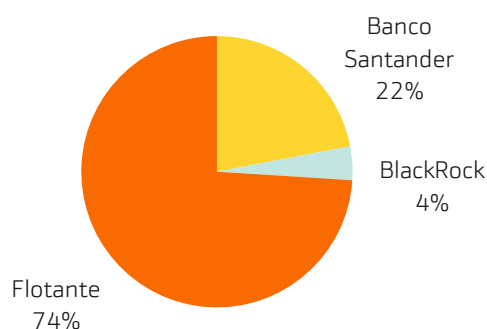
Pples datos	2020r	2021e	2022e
B. Neto ajustado	141	230	273
% inc.	-38,9	62,9	18,7
EBITDA	376	341	358
% inc.	-9,4	4,9	11,6
FFO/acción (€)	0,53	0,53	0,61
% inc.	-23,0	0,4	15,3
DPA	0,25	0,39	0,45
% inc.	-28,7	57,3	16,2

Ppales ratios	2020r	2021e	2022e
ROCE	2,8%	2,8%	3,1%
ROE	2,1%	3,4%	3,9%
Rentab. dividendo	2,7%	4,3%	5,0%
P/V (x)	0,6	0,6	0,6

Evolución bursatil (1 año)



Accionariado



Merlin Properties se ha revalorizado +16% en lo que va de año, alcanzando niveles próximos a nuestro precio objetivo, que revisamos ligeramente a la baja hasta **9,47€/acción** (-2% vs 9,71€ anterior). Por otra parte, la **incertidumbre es todavía elevada** sobre los activos inmobiliarios, sobre todo oficinas y centros comerciales. A pesar de la recuperación del ciclo, CV-19 ha cambiado de forma estructural nuestra forma de trabajar y consumir. Por ello, **bajamos recomendación a Neutral desde Comprar**. Aunque cotiza con un descuento del -40% frente a su valoración de activos (NAV 15,6€/acción), consideramos altamente probable que se revise a la baja.

Incertidumbre todavía elevada en oficinas y centros comerciales.

CV-19 ha cambiado de forma estructural nuestra forma de trabajar y de consumir, lo cual genera una gran incertidumbre para los activos de oficinas y centros comerciales. En **oficinas (50% de los activos)**, el teletrabajo conlleva una menor demanda, que se traducirá en caídas de rentas y ocupaciones entre 2021 y 2022. En **centros comerciales (17% de los activos)**, es previsible una caída de ocupaciones una vez finalicen los ERTes y las rebajas de alquileres. La alternativa para mantener la ocupación sería perpetuar los incentivos.

Rebajamos nuestro precio objetivo -2% hasta 9,47€/acción.

El paso de CV-19 dejará un nivel de **rentas netas un -10% inferior a los niveles previos al virus** (2022e vs. 2019 comparable): Oficinas -8%, centros comerciales -25%, y logístico y *net leases* sin cambios. Estimamos una **generación de caja (FFO)** de 251M€ en 2021 (-22% vs 2019), que debería estabilizarse a partir de 2022 en cerca de 300M€ (-8% vs 2019). El impacto de las menores rentas se ve mitigado por la entrada en explotación de nuevos activos, sobre todo logísticos, actualmente en fase de construcción. **Rebajamos el precio objetivo -2% hasta 9,47€/acción** (vs 9,71€ anterior).

La rentabilidad por dividendo se estabilizará cerca del 5%.

La compañía distribuirá en los próximos meses **0,25€/acción con cargo a resultados de 2020**, que implica una rentabilidad del 2,7%. Preveemos que el de 2021 se incremente hasta 0,39€/acción (4,3% de rentabilidad) y se estabilice en **0,46€/acción (5,1% de rentabilidad)** a partir de 2022.

Bajamos recomendación a Neutral desde Comprar.

Merlin Properties acumula una revalorización del +16% en lo que va de año, alcanzando niveles próximos a nuestro precio objetivo (9,47€/acción). Aunque cotiza con un descuento del -40% frente a su valoración de activos (NAV 15,6€/acción), existe riesgo de rebaja de valoraciones de activos. Además, en ese caso, el LTV se incrementaría (desde el 40% actual) pudiendo afectar al rating de la compañía (actualmente BBB por S&P). **Rebajamos recomendación a Neutral desde Comprar**.

Juan Moreno

Cifras en millones de euros

Cta de Pérdidas y Ganancias	2019	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
Rentas Brutas	526	503	510	537	563	582	589	1,9%
EBITDA	376	341	358	399	419	435	440	2,6%
Beneficio neto	564	56	230	273	289	305	312	-9,4%
Beneficio neto ajustado	230	141	230	273	289	305	312	5,2%

Balance de Situación	2019	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
Activo Fijo neto	12.182	12.147	12.422	12.698	12.919	12.942	12.965	1,0%
Inmovilizado financiero	724	827	827	832	836	841	845	2,6%
Necesidades operativas de fondos	-123	-89	-89	-89	-89	-89	-89	n.a.
Otros Activos/(pasivos) neto	-627	-613	-613	-613	-613	-613	-613	-0,4%
Capital Empleado	12.155	12.273	12.547	12.828	13.054	13.081	13.108	1,3%
Recursos propios	6.709	6.696	6.828	6.936	7.032	7.131	7.225	1,2%
Minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Deuda financiera neta	5.447	5.576	5.719	5.891	6.022	5.950	5.883	1,3%

Flujo de caja	2019	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
EBITDA (caja)	421	359	376	417	437	453	458	1,4%
R. Financiero	-98	-111	-127	-130	-133	-134	-132	5,1%
Flujo de caja operativo (FFO)	322	248	249	287	304	320	326	0,2%
Capex	-22	-21	-21	-23	-24	-25	-25	2,2%
Flujo de caja libre (AFFO)	300	227	228	265	280	295	301	0,0%
Dividendo	-234	-69	-116	-182	-212	-224	-236	0,2%
Otros	-297	-220	-255	-255	-199	1	2	n.a.
Var. Deuda Financiera neta	-230	-62	-143	-172	-131	72	67	n.a.

Valoración (SOTP)	M€	Metodología	% peso GAV	Rentabilidad Bruta		
				2020r	2021e	2022e
Oficinas	4.871	DCF	45,7%	4,8%	4,8%	5,1%
Locales comerciales	1.711	DCF	16,1%	5,0%	5,0%	5,0%
Centros comerciales	1.412	DCF	13,3%	7,4%	7,4%	7,4%
Logístico	1.811	DCF	17,0%	4,1%	4,1%	5,0%
Otros	55	DCF	0,5%	19,2%	16,7%	14,5%
Puesta en equivalencia	659	GAV	6,2%			
Suelo no estratégico	132	GAV	1,2%			
Valor bruto de los activos (GAV)	10.651					
DFN 2021e	-5.717					
Capex comprometido (2022-2023)	-455					
Incentivo equipo gestor en efectivo 17-19e	-38					
Valor neto de los activos (NAV)	4.441					
Número de acciones	469,7					
Incentivo equipo gestor en acc. 17-19	6,0					
Autocartera	-6,7					
Precio objetivo (€/acción)	9,47					

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)	13,11	11,77	10,56	9,47	8,48	7,57	6,73
Rentabilidad por dividendo 2021e	3,0%	3,3%	3,7%	4,1%	4,6%	5,1%	5,8%

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

Rafael Alonso - Bancos

Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media

Luis Piñas - Alimentación/Distribución

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom

Eduardo Cabero - Seguros

Susana André - Portugal, Assistant

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