

Merlin Properties

Neutral

Mantenemos recomendación Neutral

Datos Básicos

Precio Objetivo (€): 9,93

Precio Mercado (€): 9,7

Potencial: 2,6%

Capitalización (M €): 4.546

Var. Año: 28,6%

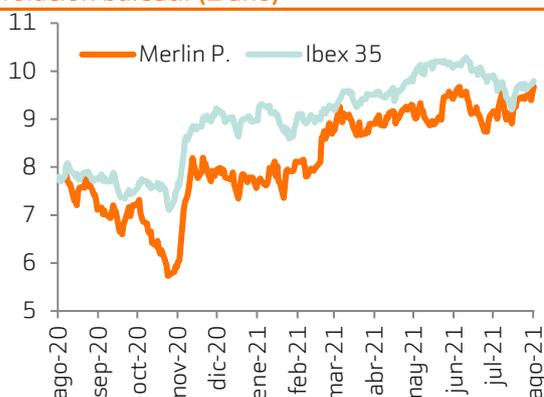
Volumen Diario (M€): 6,6

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

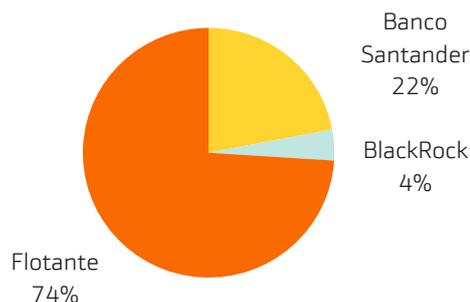
Pples datos	2020r	2021e	2022e
B. Neto ajustado	141	228	271
% inc.	-38,9	61,9	18,8
EBITDA	341	358	399
% inc.	-9,4	4,9	11,6
FFO/acción (€)	0,53	0,53	0,61
% inc.	-23,0	0,4	15,3
DPA	0,25	0,39	0,45
% inc.	-28,7	57,3	16,1

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

Evolución bursatil (1 año)



Accionariado



Merlin Properties se ha revalorizado +29% en lo que va de año, alcanzando niveles próximos a nuestro precio objetivo, que revisamos ligeramente al alza hasta **9,93€/acción** (+5% vs 9,47€ 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. Aunque cotiza con un descuento del -38% frente a su valoración de activos (NAV 15,6€/acción), consideramos altamente probable que se revise a la baja. **Mantenemos recomendación Neutral.**

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.

Mantenemos estimaciones y situamos el precio objetivo en 9,93€/acción a diciembre 2022.

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 249M€ 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. Trasladamos nuestro **precio objetivo** a diciembre de 2022 desde 2021 anterior, lo que supone un incremento del **+5% hasta 9,93€/acción** desde 9,47€/acción anterior.

La rentabilidad por dividendo se estabilizará cerca del 5%.

Preveamos que la compañía distribuya un dividendo de 0,39€/acción con cargo a resultados de 2021 (4,0% de rentabilidad) y que se establezca en **0,45€/acción (4,7% de rentabilidad)** a partir de 2022.

Mantenemos recomendación Neutral.

Tras apreciarse un +29% en lo que va de año, Merlin Properties ofrece escaso potencial de revalorización (+3%) frente a nuestro precio objetivo (9,93€/acción). Aunque cotiza con un descuento del -38% 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). **Mantenemos recomendación Neutral.**

Juan Moreno

Cifras en millones de euros

Cta de Pérdidas y Ganancias	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '20-'26
Rentas Brutas	503	510	537	563	582	589	596	2,9%
EBITDA	341	358	399	419	435	440	445	4,5%
Beneficio neto	56	298	271	288	304	310	292	31,5%
Beneficio neto ajustado	141	228	271	288	304	310	292	12,9%

Balace de Situación	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '20-'26
Activo Fijo neto	12.147	12.452	12.728	12.950	12.972	12.995	13.018	1,2%
Inmovilizado financiero	827	866	871	875	880	884	888	1,2%
Necesidades operativas de fondos	-89	-89	-89	-89	-89	-89	-89	n.a.
Otros Activos/(pasivos) neto	-613	-613	-613	-613	-613	-613	-613	0,0%
Capital Empleado	12.273	12.617	12.897	13.123	13.151	13.178	13.205	1,2%
Recursos propios	6.696	6.896	7.003	7.097	7.195	7.288	7.357	1,6%
Deuda financiera neta	5.576	5.721	5.894	6.026	5.955	5.890	5.848	0,8%

Flujo de caja	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '20-'26
EBITDA (caja)	359	376	417	437	453	458	463	4,3%
R. Financiero	-111	-127	-130	-133	-134	-132	-156	5,9%
Flujo de caja operativo (FFO)	248	249	287	304	320	326	307	3,6%
Capex	-21	-21	-23	-24	-25	-25	-25	3,2%
Flujo de caja libre (AFFO)	227	228	265	280	295	301	282	3,7%
Dividendo	-69	-116	-182	-212	-224	-236	-241	23,3%
Otros	-220	-256	-256	-200	0	0	1	n.a.
Var. Deuda Financiera neta	-62	-144	-174	-132	71	65	42	n.a.

Valoración (SOTP)	M€	Metodología	% peso GAV	Rentabilidad Bruta		
				2020r	2021e	2022e
Oficinas	4.926	DCF	45,8%	4,7%	4,8%	5,0%
Locales comerciales	1.715	DCF	15,9%	5,0%	5,0%	5,0%
Centros comerciales	1.422	DCF	13,2%	8,0%	7,4%	7,4%
Logístico	1.850	DCF	17,2%	3,2%	4,0%	4,9%
Otros	51	DCF	0,5%	20,5%	17,8%	15,5%
Puesta en equivalencia	659	GAV	6,1%			
Suelo no estratégico	132	GAV	1,2%			
Valor bruto de los activos (GAV)	10.755					
DFN 2022e	-5.892					
Capex comprometido (2023)	-200					
Valor neto de los activos (NAV)	4.663					
Número de acciones	469,7					
Precio objetivo (€/acción)	9,93					

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)	13,57	12,23	11,02	9,93	8,93	8,02	7,18
Rentabilidad por dividendo 2022e	3,3%	3,7%	4,1%	4,5%	5,0%	5,6%	6,3%