

## Lastrada por elevada exposición a oficinas y centros comerciales.

# MERLIN PROP.

Recomendación: **Neutral**

P. Objetivo (€): 10,7

Potencial: 3,0%

Analista: Juan Moreno

### Datos Básicos

Precio Mercado (€): 10,4

Capitalización (M €): 4.895

Var. Año: 8,9%

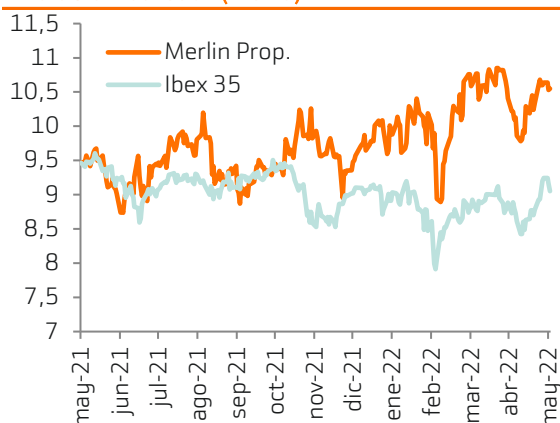
Volumen Diario (M€): 9,3

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

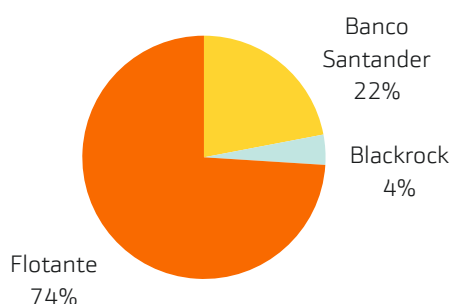
Pples datos	2021r	2022e	2023e
B. Neto ajustado	205	240	238
% inc.	0,0	0,0	0,0
EBITDA	363	356	340
% inc.	6,5	-2,0	-4,5
FFO/acción (€)	0,55	0,54	0,53
% inc.	4,2	-1,7	-1,9
DPA	0,41	1,07	0,40
% inc.	66,1	161,0	-63,0

Ppales ratios	2021r	2022e	2023e
ROCE	2,9%	3,3%	3,0%
ROE	2,9%	3,4%	3,5%
Rentab. dividendo	3,9%	10,3%	3,8%
P/V (x)	0,7	0,7	0,7

### Evolución bursatil (1 año)



### Accionariado



Aunque cotiza con un descuento del -35% sobre su valoración de activos (NAV de 16,11€/acción) y su perfil de deuda mejora significativamente tras la venta de sucursales de BBVA (LTV 31% 2022e vs 39% anterior), no podemos olvidar que oficinas y centros comerciales representa más del 75% de sus activos. Prevemos demanda a la baja y escasa capacidad de subidas de rentas, lo que probablemente implique rebajas de valoraciones de activos, en un entorno de rentabilidades de bonos al alza. Además, cotiza en línea con nuestro precio objetivo (10,7€/acción; +3% vs anterior). **Mantenemos recomendación Neutral.**

### Valoramos positivamente la venta de sucursales de BBVA.

Merlin Properties ha acordado la venta de sucursales de BBVA por 1.987M€. Consideramos que la operación es positiva, ya que:

- Mejora el perfil de deuda. Merlin Properties reducirá el LTV hasta el 31% 2022e vs 40% estimado anteriormente.
- Distribuirá un **dividendo extraordinario de 0,67€/acción**, que unido al ordinario de 0,40€/acción, sitúa la rentabilidad por dividendo en el 10% en 2022e.
- Permitirá incrementar exposición a **activos logísticos** y entrar en **centros de datos**, con el objetivo de que suponga un 30% de la base de activos en el plazo de 5 años.
- Tiene impacto positivo sobre nuestro **precio objetivo: +3% hasta 10,7€/acción**. El precio de venta de las sucursales supera en un 10% nuestra valoración.

### Si bien, empeora el mix de activos en el corto-medio plazo, de cara a combatir la elevada inflación.

Tras la desinversión, Merlin Properties tiene una exposición elevada a **oficinas y centros comerciales**, que representa más del **75% del GAV**. Son los activos inmobiliarios con menor atractivo, por caída de demanda y escasa capacidad de subir rentas, en un entorno de elevada inflación. Esto, unido a una mayor rentabilidad de los bonos soberanos, llevará muy probablemente a **rebajas de valoraciones** en ambas tipologías de activos.

### Mantenemos recomendación Neutral.

Merlin Properties **cotiza en línea con nuestro precio objetivo** (10,7€/acción). Aunque cotiza con un descuento del -35% frente a su valoración de activos (NAV 16,11€/acción), los riesgos son a la baja en los próximos trimestres. Mantenemos recomendación **Neutral**.

## Nota Compañía

2 de junio de 2022; 17:16h

Cifras en millones de euros

Cta de Pérdidas y Ganancias	2021r	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'21-'26
Rentas Brutas	505	475	461	501	537	569	2,4%
EBITDA	363	356	340	372	400	426	3,2%
Beneficio neto	512	530	238	263	289	291	-10,7%
<b>Beneficio neto ajustado</b>	<b>205</b>	<b>240</b>	<b>238</b>	<b>263</b>	<b>289</b>	<b>291</b>	<b>7,2%</b>

Balance de Situación	2021r	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'21-'26
Activo Fijo neto	12.308	10.775	11.069	11.273	11.422	11.536	-1,3%
Inmovilizado financiero	843	847	852	856	861	865	0,5%
Necesidades operativas de fondos	-86	-86	-86	-86	-86	-86	0,0%
Otros Activos/(pasivos) neto	-608	-608	-608	-608	-608	-608	0,0%
<b>Capital Empleado</b>	<b>12.456</b>	<b>10.927</b>	<b>11.227</b>	<b>11.434</b>	<b>11.588</b>	<b>11.706</b>	<b>-1,2%</b>
Recursos propios	7.027	7.066	6.813	6.902	7.005	7.089	0,2%
Deuda financiera neta	5.429	3.861	4.413	4.533	4.584	4.616	-3,2%

Flujo de caja	2021r	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'21-'26
EBITDA (caja)	375	367	351	383	412	437	3,1%
R. Financiero	-116	-118	-108	-115	-117	-140	3,8%
<b>Flujo de caja operativo (FFO)</b>	<b>259</b>	<b>249</b>	<b>244</b>	<b>269</b>	<b>295</b>	<b>297</b>	<b>2,8%</b>
Capex	-18	-18	-19	-21	-23	-24	5,8%
<b>Flujo de caja libre (AFFO)</b>	<b>241</b>	<b>231</b>	<b>224</b>	<b>248</b>	<b>273</b>	<b>273</b>	<b>2,6%</b>
Dividendo	-211	-503	-503	-186	-198	-218	0,6%
Otros	78	1.840	-274	-181	-126	-88	n.a.
<b>Var. Deuda Financiera neta</b>	<b>108</b>	<b>1.568</b>	<b>-552</b>	<b>-119</b>	<b>-51</b>	<b>-33</b>	<b>n.a.</b>

Valoración (SOTP)	M€	Metodología	% peso GAV	Rentabilidad Bruta		
				2021r	2022e	2023e
Oficinas	4.938	DCF	51,3%	4,6%	4,9%	5,1%
Centros de datos	596	C. Invertido	6,2%	n.a.	n.a.	n.a.
Centros comerciales	1.426	DCF	14,8%	8,1%	7,6%	7,4%
Logístico	1.807	DCF	18,8%	3,7%	4,2%	4,8%
Otros	154	DCF	1,6%	6,7%	6,5%	6,4%
Puesta en equivalencia	565	GAV	5,9%			
Suelo no estratégico	132	GAV	1,4%			
<b>Valor bruto de los activos (GAV)</b>	<b>9.618</b>					
DFN 2022e	-3.861					
Capex comprometido (>2023)	-714					
<b>Valor neto de los activos (NAV)</b>	<b>5.043</b>					
Número de acciones	469,7					
<b>Precio objetivo (€/acción)</b>	<b>10,74</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)	13,22	12,30	11,48	10,74	10,06	9,44	8,88
Rentabilidad por dividendo 2023e	3,0%	3,2%	3,5%	3,7%	3,9%	4,2%	4,5%

### Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
18/05/2022	Neutral	10,7
04/04/2022	Neutral	10,4
16/11/2021	Neutral	10,0

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
06/08/2021	Neutral	9,9
08/04/2021	Neutral	9,5

### 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

Luis Piñas - Alimentación/Distribución

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Jorge Pradilla - Logística

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias, Infraestructuras & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trajiella - Consumo/Lujo & Telecom

Eduardo Cabero - Seguros

Mariana Queirós Ferro - Telecoms

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