

## Exposición todavía elevada a oficinas y centros comerciales.

# MERLIN PROP.

Recomendación: **Neutral**

P. Objetivo (€): 8,7

Potencial: 5,9%

Analista: Juan Moreno

### Datos Básicos

Precio 07/06/2023; 17:35h: 8,2

Capitalización (M €): 3.866

Var. Año: -6,7%

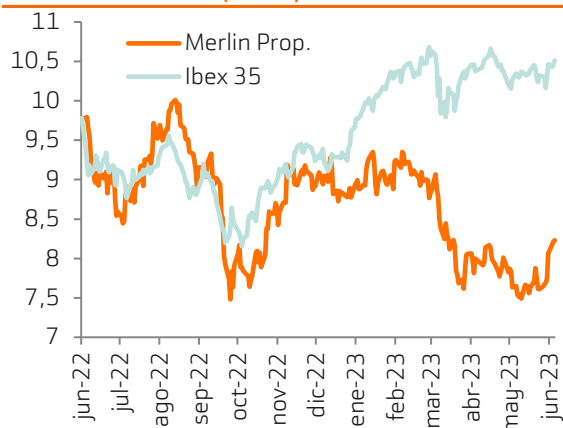
Volumen Diario (M€): 4,8

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

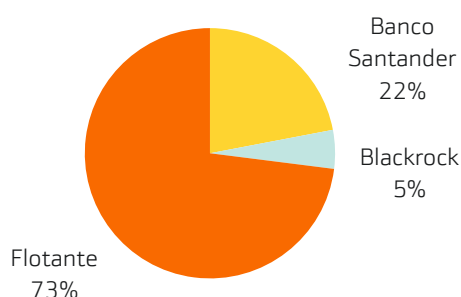
Pples datos	2022r	2023e	2024e
B. Neto ajustado	249	262	275
% inc.	21,3	5,3	4,6
EBITDA	328	345	375
% inc.	-9,6	5,1	8,7
FFO/acción (€)	0,60	0,58	0,61
% inc.	8,5	-2,4	4,6
DPA	0,42	0,42	0,42
% inc.	69,2	-1,8	0,3

Ppales ratios	2022r	2023e	2024e
ROCE	3,0%	3,1%	3,3%
ROE	3,6%	3,8%	3,9%
Rentab. dividendo	5,1%	5,0%	5,1%
P/V(x)	0,6	0,6	0,6

### Evolución bursatil (1 año)



### Accionariado



Aunque cotiza con un descuento del 48% sobre su valoración de activos (NAV de 15,67€/acción) y su perfil de deuda es mejor que la media del sector, con un LTV del 32%, no podemos olvidar que oficinas y centros comerciales representan todavía más del 80% 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, ofrece escaso potencial de revalorización con respecto a nuestro precio objetivo (8,7€/acción). **Mantenemos recomendación Neutral.**

### Elevada incertidumbre sobre oficinas y centros comerciales...

Al auge del teletrabajo y el comercio electrónico, se une ahora una fuerte desaceleración económica. Por ello, prevemos deterioro de **demanda** en activos de oficinas y centros comerciales y, por tanto, escasa capacidad de repercutir la inflación a las **rentas**. El incremento de tipos de interés también juega en contra, presionando las **valoraciones** de activos a la baja y reduciendo la demanda inversora.

### ...que representan c.80% del GAV de Merlin Properties.

Tras la venta de sucursales de BBVA, Merlin Properties tiene una exposición elevada a **oficinas y centros comerciales**, que representa cerca del **80% del GAV**. El restante 20% corresponde en gran medida a activos **logísticos**, que presentan sólidos fundamentales. El otro gran activo de la compañía serán los **centros de datos**, donde tiene previstas fuertes inversiones. Si bien, hoy en día el plan está todavía en fase inicial.

### Apalancamiento significativamente inferior al resto del sector.

La gran ventaja de Merlin Properties sobre el resto del sector es su apalancamiento, significativamente más moderado. Tiene actualmente un **LTV del 32%** vs c.40% de media del sector. Además, tiene un vencimiento medio de deuda superior a **5 años con el 98% de la deuda a tipo fijo (2,2%)**. Por ello, el impacto de la subida de tipos será más moderado en el corto/medio plazo.

### Nuestro precio objetivo, 8,7€/acción, asume un escenario conservador de tipos de interés.

Mantenemos el **precio objetivo** sin cambios significativos en **8,7€/acción**. Incluye un **escenario conservador de tipos de interés**. Asumimos un bono soberano español 10A en 3,9% dic-2023 (vs 3,4% actual) y coste de deuda a largo plazo en el mismo nivel (vs 2,2% actual).

### Mantenemos recomendación Neutral.

Aunque Merlin Properties cotiza con un descuento del 48% sobre NAV (15,67€/acción), el riesgo de rebaja en valoración de activos es elevado. Cotiza muy en línea con nuestro precio objetivo. Por ello, mantenemos recomendación **Neutral**.

## Nota Compañía

8 de junio de 2023; 11:42h (1)

Cifras en millones de euros

Cta de Pérdidas y Ganancias	2022r	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TAMI '22-'27
Rentas Brutas	453	473	511	531	555	583	5,2%
EBITDA	328	345	375	388	405	424	5,2%
Beneficio neto	263	262	275	271	277	296	2,4%
<b>Beneficio neto ajustado</b>	<b>249</b>	<b>262</b>	<b>275</b>	<b>271</b>	<b>277</b>	<b>296</b>	<b>3,5%</b>

Balance de Situación	2022r	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TAMI '22-'27
Activo Fijo neto	10.722	11.021	11.228	11.382	11.499	11.558	1,5%
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>11.071</b>	<b>11.278</b>	<b>11.432</b>	<b>11.549</b>	<b>11.608</b>	<b>1,5%</b>
Recursos propios	6.849	6.917	7.000	7.080	7.165	7.270	1,2%
Deuda financiera neta	3.923	4.154	4.278	4.351	4.384	4.338	2,0%

Flujo de caja	2022r	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TAMI '22-'27
EBITDA (caja)	332	349	379	392	409	428	5,2%
R. Financiero	-106	-100	-118	-135	-146	-146	6,6%
<b>Flujo de caja operativo (FFO)</b>	<b>227</b>	<b>249</b>	<b>261</b>	<b>258</b>	<b>263</b>	<b>282</b>	<b>4,5%</b>
Capex	-23	-24	-26	-27	-28	-29	5,2%
<b>Flujo de caja libre (AFFO)</b>	<b>204</b>	<b>226</b>	<b>236</b>	<b>231</b>	<b>236</b>	<b>253</b>	<b>4,4%</b>
Dividendo	-554	-199	-195	-196	-197	-196	-18,8%
Otros	1.855	-258	-165	-109	-72	-12	n.a.
<b>Var. Deuda Financiera neta</b>	<b>1.504</b>	<b>-231</b>	<b>-124</b>	<b>-74</b>	<b>-33</b>	<b>46</b>	<b>n.a.</b>

Valoración (SOTP)	M€	Metodología	% peso GAV	Rentabilidad Bruta		
				2022r	2023e	2024e
Oficinas	4.314	DCF	49,7%	5,6%	5,8%	6,2%
Centros de datos	596	C. Invertido	6,9%	n.a.	n.a.	n.a.
Centros comerciales	1.510	DCF	17,4%	8,2%	8,2%	8,2%
Logístico	1.502	DCF	17,3%	4,9%	5,3%	5,5%
Otros	129	DCF	1,5%	9,9%	7,8%	7,8%
Puesta en equivalencia	500	GAV	5,8%			
Suelo no estratégico	132	GAV	1,5%			
<b>Valor bruto de los activos (GAV)</b>	<b>8.683</b>					
DFN 2023e	-4.154					
Capex comprometido (>2024)	-437					
<b>Valor neto de los activos (NAV)</b>	<b>4.092</b>					
Número de acciones	469,7					
<b>Precio objetivo (€/acción)</b>	<b>8,71</b>					

### Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

Tasa libre de riesgo	3,30%	3,50%	3,70%	3,90%	4,10%	4,30%	4,50%
Precio objetivo (€/acción)	9,06	8,94	8,83	8,71	8,60	8,49	8,38
Rentabilidad por dividendo 2023e	4,6%	4,6%	4,7%	4,8%	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.)
08/06/2023	Neutral	8,7
26/04/2023	Neutral	8,7
30/11/2022	Neutral	9,4

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
11/10/2022	Neutral	9,8
18/05/2022	Neutral	10,7

## 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-Trajiella - 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