

Entorno todavía de elevada incertidumbre.

MERLIN PROP.

Recomendación: **Neutral**

P. Objetivo (€): 10,0

Potencial: -1,6%

Analista: Juan Moreno

Datos Básicos

Precio Mercado (€): 10,2

Capitalización (M €): 4.773

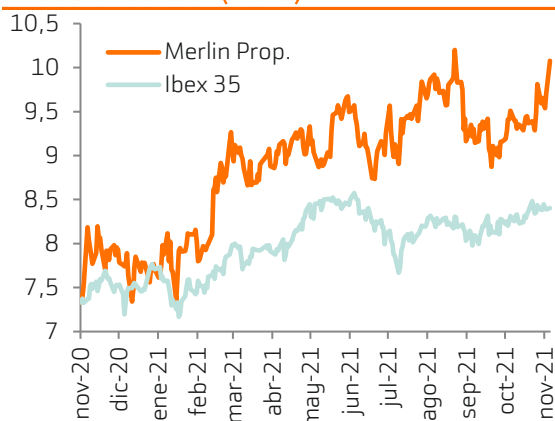
Var. Año: 30,6%

Volumen Diario (M€): 5,7

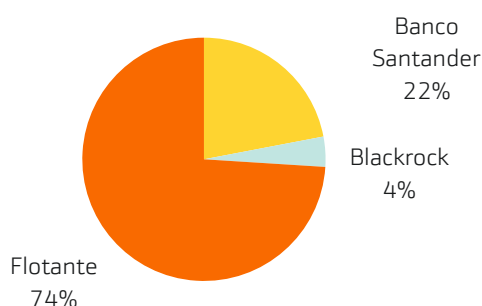
Cód. Reuters / Bloomberg: MRL SM/MRL.MC

Pples datos	2020r	2021e	2022e
B. Neto ajustado	141	246	273
% inc.	-38,9	74,9	10,9
EBITDA	341	360	396
% inc.	-9,4	5,6	10,1
FFO/acción (€)	0,53	0,55	0,62
% inc.	-23,0	3,7	13,2
DPA	0,25	0,40	0,45
% inc.	-28,7	60,1	14,2
Ppales ratios	2020r	2021e	2022e
ROCE	2,8%	2,9%	3,1%
ROE	2,1%	3,6%	3,9%
Rentab. dividendo	2,4%	3,9%	4,4%
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 15,69€/acción), la incertidumbre es todavía muy elevada sobre oficinas y centros comerciales, que representan cerca del 70% de sus activos. Preveamos rebajas de valoraciones activos, en un entorno rentabilidad de los bonos soberanos al alza y rentas a la baja. Tras revalorizarse un 31% en lo que va de año, cotiza en línea con respecto a nuestro precio objetivo, que revisamos ligeramente al alza hasta 10,0€/acción vs 9,9€/acción anterior. **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.

Revisamos ligeramente al alza estimaciones y precio objetivo.

Aunque mantenemos nuestra previsión de caída de rentas tanto en oficinas como en centros comerciales (-5% y -20% 2022e vs 2019), mejoramos las previsiones sobre los activos denominados **net leases** (mayoritariamente sucursales bancarias y supermercados con contratos a muy largo plazo y fuertes penalizaciones en caso de incumplimiento), cuyas rentas sí deberían beneficiarse de un entorno de inflación más elevado. Por ello, revisamos ligeramente al alza nuestras estimaciones de **flujo de caja (FFO) hasta 0,62€/acción 2022e vs 0,61€/acción anterior** y **precio objetivo +1% hasta 10,0€/acción desde 9,9€/acción anterior.**

La rentabilidad por dividendo se estabilizará por encima del 4%.

Preveamos que la compañía distribuya un dividendo de 0,40€/acción con cargo a resultados de 2021 (3,9% de rentabilidad) y que se establezca en torno a **0,45€/acción (4,4% de rentabilidad) a partir de 2022.**

Mantenemos recomendación Neutral.

Tras apreciarse un +30% en lo que va de año, Merlin Properties **cotiza en línea con nuestro precio objetivo (10,0€/acción)**. Aunque cotiza con un descuento del -35% frente a su valoración de activos (NAV 15,69€/acción), existe riesgo de rebaja de valoraciones de activos, en un entorno de rentabilidades de los bonos soberanos al alza y rentas a la baja. **Mantenemos recomendación Neutral.**

Nota Compañía

16 de noviembre de 2021; 16:17h

Cifras en millones de euros

Cta de Pérdidas y Ganancias	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'20-'26
Rentas Brutas	503	495	515	544	574	582	590	2,7%
EBITDA	341	360	396	418	445	451	458	5,0%
Beneficio neto	56	317	273	292	318	326	310	32,8%
Beneficio neto ajustado	141	246	273	292	318	326	310	14,0%

Balance de Situación	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'20-'26
Activo Fijo neto	12.147	12.288	12.562	12.782	12.804	12.827	12.849	0,9%
Inmovilizado financiero	827	879	884	889	893	897	901	1,4%
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	12.465	12.744	12.970	12.996	13.022	13.049	1,0%
Recursos propios	6.696	6.820	6.926	7.025	7.135	7.234	7.310	1,5%
Deuda financiera neta	5.576	5.645	5.818	5.945	5.861	5.789	5.739	0,5%

Flujo de caja	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'20-'26
EBITDA (caja)	359	378	415	437	463	470	476	4,8%
R. Financiero	-111	-126	-128	-132	-132	-130	-154	5,6%
Flujo de caja operativo (FFO)	248	253	286	305	332	339	322	4,5%
Capex	-21	-20	-21	-23	-24	-24	-25	2,9%
Flujo de caja libre (AFFO)	227	232	265	283	308	315	298	4,6%
Dividendo	-69	-211	-186	-212	-226	-246	-252	24,2%
Otros	-220	-89	-253	-197	3	3	4	n.a.
Var. Deuda Financiera neta	-62	-69	-173	-127	84	72	49	n.a.

Valoración (SOTP)	M€	Metodología	% peso GAV	Rentabilidad Bruta		
				2020r	2021e	2022e
Oficinas	4.835	DCF	45,1%	4,8%	4,7%	4,9%
Locales comerciales	1.805	DCF	16,9%	4,8%	4,7%	5,0%
Centros comerciales	1.422	DCF	13,3%	8,0%	7,5%	7,5%
Logístico	1.807	DCF	16,9%	3,3%	3,6%	3,9%
Otros	51	DCF	0,5%	20,5%	17,8%	15,5%
Puesta en equivalencia	659	GAV	6,2%			
Suelo no estratégico	132	GAV	1,2%			
Valor bruto de los activos (GAV)	10.711					
DFN 2022e	-5.816					
Capex comprometido (2023)	-200					
Valor neto de los activos (NAV)	4.695					
Número de acciones	469,7					
Precio objetivo (€/acción)	10,00					

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)	13,64	12,30	11,09	10,00	9,00	8,09	7,25
Rentabilidad por dividendo 2022e	3,3%	3,7%	4,1%	4,5%	5,0%	5,6%	6,2%

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
16/11/2021	Neutral	10,0
06/08/2021	Neutral	9,9

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
08/04/2021	Neutral	9,5
03/12/2020	Comprar	9,7

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://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes

- Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

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

Mariana Queirós Ferro - Telecoms

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trajiella - Consumo/Lujo & Telecoms

Eduardo Cabero - Seguros

Filipe Aires - Químicas & Papel

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