Elevada exposición a oficinas y centros comerciales.

MERLIN PROP.

Recomendación: **Neutral**
P. Objetivo (€): 9,4
Potencial: 4,8%
Analista: Juan Moreno

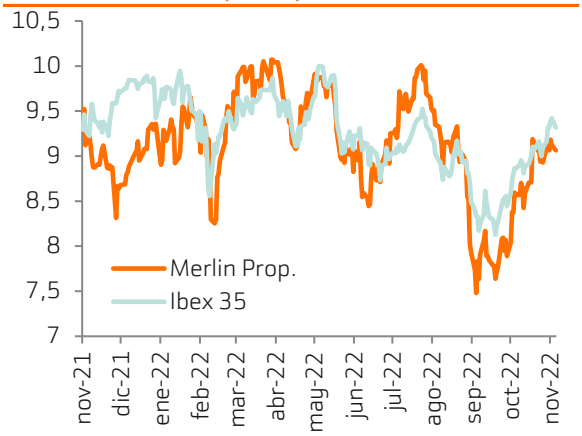
Datos Básicos

Precio Mercado (€):	9,0
Capitalización (M €):	4.233
Var. Año:	1,4%
Volumen Diario (M€):	6,2
Cód. Reuters / Bloomberg:	MRL SM/MRL.MC

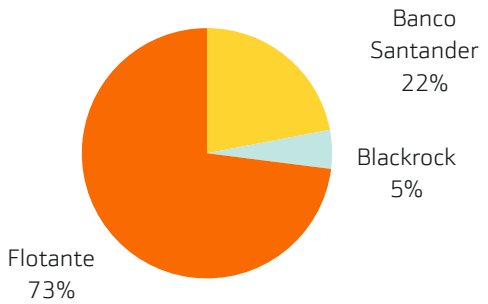
Pples datos	2021r	2022e	2023e
B. Neto ajustado	205	268	292
% inc.	*45,8*	*30,3*	*9,2*
EBITDA	363	324	357
% inc.	*6,5*	*-10,9*	*10,3*
FFO/acción (€)	0,55	0,49	0,59
% inc.	*4,2*	*-10,2*	*19,5*
DPA	0,41	1,13	0,43
% inc.	*64,0*	*175,6*	*-62,0*

Ppales ratios	2021r	2022e	2023e
ROCE	2,9%	2,9%	3,2%
ROE	2,9%	3,8%	4,1%
Rentab. dividendo	4,6%	12,5%	4,8%
P/VC (x)	0,6	0,6	0,6

Evolución bursatil (1 año)



Accionariado



Aunque cotiza con un descuento del -44% sobre su valoración de activos (NAV de 16,52€/acción) y su perfil de deuda es mejor que la media del sector, con un LTV del 31%, no podemos olvidar que oficinas y centros comerciales representa 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, cotiza en línea con nuestro precio objetivo (9,4€/acción; -4% vs anterior). **Mantenemos recomendación Neutral**.

Elevada incertidumbre sobre oficinas y centros comerciales…

Al auge del teletrabajo y el comercio electrónico, se une ahora una más que probable **recesión económica en Europa**. Además, la **confianza del consumidor** se encuentra en mínimos históricos. 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 un 75% 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 más 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. Prevemos un **LTV del 31% 2022e** vs c.40% de media del sector. Además, tiene un vencimiento medio de deuda superior a **5 años con el 100% de la deuda a tipo fijo** (2%). Por ello, el impacto de la subida de tipos será más moderado en el corto/medio plazo.

Nuestro precio objetivo, 9,4€/acción, asume un escenario conservador de tipos de interés.

Mantenemos el **precio objetivo** sin cambios significativos en **9,4€/acción** (-4% vs 9,8€/acción anterior). Incluye un **escenario conservador de tipos de interés**. Asumimos un bono soberano español 10A en 3,5% dic-2023 (vs 3,0% actual) y coste de deuda a largo plazo en el mismo nivel (3,5% vs 2,0% actual).

Mantenemos recomendación Neutral.

Aunque Merlin Properties cotiza con un descuento del 44% sobre NAV (16,52€/acción), el riesgo de rebaja en valoración de activos es elevado. Cotiza muy en línea con nuestro precio objetivo. Por ello, mantenemos recomendación **Neutral**.

Cifras en millones de euros

Cta de Pérdidas y Ganancias	2021r	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '21-'26
Rentas Brutas	505	443	472	513	548	580	2,8%
EBITDA	363	324	357	389	417	443	4,0%
Beneficio neto	512	619	292	322	333	337	-8,0%
Beneficio neto ajustado	**205**	**268**	**292**	**322**	**333**	**337**	**10,4%**

Balance de Situación	2021r	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '21-'26
Activo Fijo neto	12.308	10.796	11.091	11.294	11.444	11.559	-1,2%
Inmobilizado financiero	843	897	922	947	973	998	3,5%
Necesidades operativas de fondos	-86	-86	-86	-86	-86	-86	0,0%
Otros Activos/(pasivos) neto	-608	-608	-608	-608	-608	-608	0,0%
Capital Empleado	**12.456**	**10.998**	**11.318**	**11.547**	**11.723**	**11.862**	**-1,0%**
Recursos propios	7.027	7.097	7.191	7.316	7.431	7.542	1,4%
Deuda financiera neta	5.429	3.901	4.128	4.231	4.291	4.320	-4,5%

Flujo de caja	2021r	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '21-'26
EBITDA (caja)	375	329	362	394	423	448	3,7%
R. Financiero	-116	-102	-90	-93	-110	-133	2,7%
Flujo de caja operativo (FFO)	**259**	**227**	**272**	**301**	**313**	**316**	**4,1%**
Capex	-18	-19	-20	-22	-23	-24	6,3%
Flujo de caja libre (AFFO)	**241**	**208**	**252**	**279**	**289**	**291**	**3,9%**
Dividendo	-211	-554	-204	-202	-224	-232	1,8%
Otros	78	1.874	-274	-181	-126	-89	n.a.
Var. Deuda Financiera neta	**108**	**1.528**	**-226**	**-103**	**-60**	**-29**	**n.a.**

Valoración (SOTP)	M€	Metodología	% peso GAV	Rentabilidad Bruta 2021r	2022e	2023e
Oficinas	4.497	DCF	50,0%	5,1%	5,3%	5,6%
Centros de datos	596	C. Invertido	6,6%	n.a.	n.a.	n.a.
Centros comerciales	1.404	DCF	15,6%	8,2%	8,3%	8,3%
Logístico	1.675	DCF	18,6%	3,9%	4,6%	5,2%
Otros	131	DCF	1,5%	7,9%	7,7%	7,5%
Puesta en equivalencia	565	GAV	6,3%			
Suelo no estratégico	132	GAV	1,5%			
Valor bruto de los activos (GAV)	**8.999**					
DFN 2023e	-4.128					
Capex comprometido (>2024)	-437					
Valor neto de los activos (NAV)	**4.435**					
Número de acciones	469,7					
Precio objetivo (€/acción)	9,44					

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

Tasa libre de riesgo	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	4,50%	5,00%
Precio objetivo (€/acción)	10,35	10,03	9,73	9,44	9,17	8,90	8,65
Rentabilidad por dividendo 2023e	4,1%	4,3%	4,4%	4,5%	4,7%	4,8%	5,0%

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
29/11/2022	Neutral	9,4
13/10/2022	Neutral	9,8
18/05/2022	Neutral	10,7
04/04/2022	Neutral	10,4
16/11/2021	Neutral	10,0

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
- Por favor, consulte importantes advertencias legales en: 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-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecos
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