

Lar España

Comprar

Rentabilidad atractiva y sostenible

Datos Básicos

Precio Objetivo (€): **9,39**

Precio Mercado (€): 7,24

Potencial: 29,7%

Capitalización (M €): 634

Nº Acciones (M.): 87,6

Volumen Diario (M€): 1,3

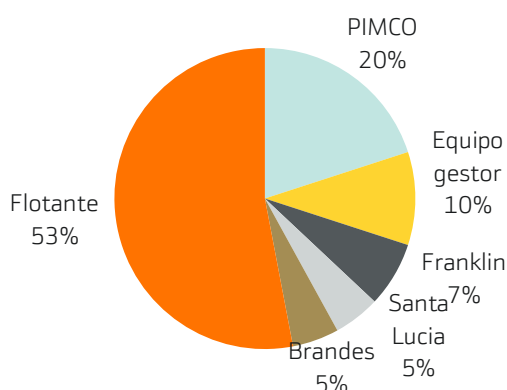
Cód. Reuters / Bloomberg: LRE SM/LRES.MC

Pples datos	2019r	2020e	2021e
B. Neto ajustado	40	47	52
% inc.	24,7	17,4	11,2
EBITDA	58	69	76
% inc.	124,7	19,0	9,4
FFO/acción (€)	0,49	0,58	0,64
% inc.	35,4	18,1	9,8
DPA	0,63	0,63	0,63
% inc.	-23,7	0,0	0,0
Ppales ratios	2019r	2020e	2021e
ROCE	3,8%	4,4%	4,8%
ROE	4,0%	4,8%	5,3%
Rentab. dividendo	8,7%	8,7%	8,7%
PVC (x)	0,6	0,7	0,7

Evolución bursatil (1 año)



Accionariado



A pesar de la amenaza que supone el comercio electrónico para los centros comerciales, la estrategia de Lar España está resultando más defensiva, con presencia en zonas de baja densidad comercial. Prueba de ello, es que sus activos se han comportado sistemáticamente mejor que la media en España. Ofrece una rentabilidad por dividendo sostenible del 8,7% y tiene capacidad para continuar comprando activos o autocartera. Mantenemos recomendación de **Comprar** con un precio objetivo de **9,39€/acc.**

Cartera de activos más defensiva frente al comercio electrónico.

Los centros comerciales de Lar España son dominantes en áreas con baja o media densidad de superficie comercial (menos de 400m² por cada 1.000 habitantes). Esta estrategia está resultando más defensiva frente al auge del comercio electrónico. Prueba de ello, es que **los centros comerciales de Lar España se han comportado mejor que la media del mercado español** desde su salida a bolsa en 2014. Las ventas de sus centros comerciales se han incrementado un +5,4% anual entre 2014 y 2018, frente al +2,0% de ventas en grandes superficies en España. En 2019 las ventas se han comportado en línea con la media española (+2,1% en 2019).

Rentabilidad por dividendo sostenible del 8,7%.

La generación de caja de Lar España crecerá un +6,3% anual entre 2019 y 2025, gracias sobre todo a la entrada en explotación del centro comercial Lagoh (Sevilla) en 4T19. Estimamos rentas creciendo en línea con la inflación española (+1,7% anual) y ocupación próxima al 95%, en línea con la actual (excluyendo activos bajo reforma integral). Dichas previsiones deberían resultar en un flujo de caja operativo (FFO) creciente hasta 0,71€/acc. en 2025 (desde 0,49€/acción) en 2019). De esta forma, consideramos **sostenible a futuro un dividendo de en torno a 0,63€/acc.**, que implica una rentabilidad por dividendo del 8,7%.

Capacidad para comprar activos o recomprar acciones.

Lar España tiene un LTV del 34% a diciembre de 2019. Estimamos en unos **100M€** su capacidad para comprar nuevos activos, sin sobrepasar un LTV del 40%. Si bien, la compañía sigue optando por la compra de autocartera, dada su mayor rentabilidad. Lar España **comprará otro 5% del capital en 2020** (por hasta 45M€) para amortizar posteriormente las acciones.

Mantenemos recomendación de Comprar con un precio objetivo de 9,39€/acción.

Mantenemos nuestra valoración de Lar España sin cambios significativos, +0,1% hasta 9,39/acción. Lar España cotiza con un **potencial de revalorización del 29,7%** y con un **descuento del 37% sobre NAV** (11,47/acción). Aunque no esperamos catalizadores en el corto/medio plazo, su atractiva y sostenible rentabilidad por dividendo lo hace atractivo en el largo plazo. Sin olvidar la posibilidad de una OPA con prima. **Mantenemos recomendación de Comprar.**

Juan Moreno

Cifras en millones de euros

Cta de Pérdidas y Ganancias	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
Rentas Brutas	81	93	101	103	105	107	109	5,0%
EBITDA	58	69	76	83	84	86	88	7,0%
Beneficio neto	81	47	52	58	60	61	63	-4,0%
Beneficio neto ajustado	40	47	52	58	60	61	63	8,1%

Balance de Situación	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
Activo Fijo neto	1.449	1.492	1.500	1.507	1.515	1.523	1.531	0,9%
Inmovilizado financiero	18	19	19	20	20	21	22	2,9%
Necesidades operativas de fondos	-22	-28	-33	-33	-33	-33	-33	n.a.
Otros Activos/(pasivos) neto	68	101	101	101	101	101	101	6,8%
Capital Empleado	1.513	1.584	1.587	1.595	1.604	1.612	1.621	1,2%
Recursos propios	983	974	971	974	979	985	992	0,2%
Minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Deuda financiera neta	530	610	616	621	625	628	629	2,9%

Flujo de caja	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
EBITDA (caja)	63	75	81	83	84	86	88	5,5%
R. Financiero	-20	-23	-25	-25	-25	-25	-25	3,7%
Flujo de caja operativo (FFO)	43	51	56	58	59	61	63	6,3%
Capex	-6	-7	-8	-8	-8	-8	-8	5,0%
Flujo de caja libre (AFFO)	37	44	49	50	52	53	54	6,5%
Dividendo	-75	-55	-55	-55	-56	-56	-56	-4,9%
Otros	-114	-69	0	0	0	0	0	n.a.
Var. Deuda Financiera neta	-152	-79	-6	-5	-4	-3	-1	n.a.

Valoración (NAV)	M€	Metodología	Rentabilidad Bruta		
			2019e	2020e	2021e
GAV (Centros Comerciales)	1.399	DCF	5,8%	6,7%	7,2%
Deuda Neta 2020e	-610				
NAV	790				
Impuestos	0				
NNAV	790				
Número de acciones (Mn Acc. 2020e)	87,9				
Autocartera (Mn Acc.)	-4,4				
Performance fee 2020e-2021e (Mn Acc.)	0,6				
NNAV/acción	9,39				

Método de Valoración

Valoramos Lar España por NNAV (Net Net Asset Value). Nuestro precio objetivo es para Diciembre 2020.

Principales asunciones

Valoramos los activos por DCF asumiendo una tasa de descuento (WACC) del 6,75%, igual a la *Exit Yield* utilizada para el cálculo del valor residual en 2030.

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC	6,00%	6,25%	6,50%	6,75%	7,00%	7,25%	7,50%
Precio objetivo (€/acción)	11,64	10,83	10,08	9,39	8,75	8,16	7,60
Rentabilidad por dividendo 2021e	5,4%	5,8%	6,2%	6,7%	7,2%	7,7%	8,3%

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- 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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPANIAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director

Rafael Alonso - Bancos

Pilar Aranda - Petróleo

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Luis Piñas - Alimentación/Distribución

Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Ana de Castro - Seguros

Aránzazu Bueno - Eléctricas

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