

## Lar España

Neutral

### Elevada incertidumbre sobre centros comerciales

#### Datos Básicos

Precio Objetivo (€): **5,18**

Precio Mercado (€): 4,13

Potencial: 25,5%

Capitalización (M €): 361

Nº Acciones (M.): 87,6

Volumen Diario (M€): 0,7

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

#### Pples datos

	2019r	2020e	2021e
B. Neto ajustado	40	19	36
% inc.	24,7	-51,1	86,1
EBITDA	58	43	60
% inc.	124,7	-26,5	40,6
FFO/acción (€)	0,49	0,28	0,46
% inc.	35,4	-43,3	65,4
DPA	0,63	0,22	0,37
% inc.	-23,7	-64,3	65,4

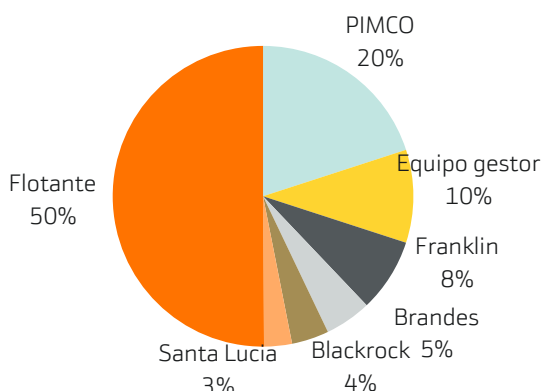
#### Ppales ratios

	2019r	2020e	2021e
ROCE	3,8%	2,7%	3,8%
ROE	4,0%	2,1%	3,8%
Rentab. dividendo	15,2%	5,4%	9,0%
P/V (x)	0,4	0,4	0,4

#### Evolución bursatil (1 año)



#### Accionariado



Seguimos pensando que hay valor oculto en Lar España. Tiene un potencial de revalorización del 25% con respecto a nuestro precio objetivo (5,18€/acción) y una rentabilidad por dividendo atractiva, del 9,0% post-COVID. Si bien, el flujo de noticias negativo del sector seguirá lastrando su cotización. COVID-19 empeora el entorno de centros comerciales a nivel global. Aunque Lar España cotiza con un descuento del -65% sobre su valoración de activos (NAV 11,72€/acción), es similar al de las principales compañías del sector en Europa. Mantenemos recomendación Neutral.

#### Estimamos rentas -30% en 2020 por COVID-19.

Los resultados 1T20 ofrecen escasa visibilidad sobre el impacto final de COVID-19. Rentas +24% hasta 24,1M€, EBITDA +39% hasta 17,4M€ y BNA +66% hasta 12,8M€. Se vieron beneficiados por la apertura de un nuevo centro comercial en Sevilla (Lagoh). La compañía no da previsiones para 2020. **Nuestra estimación preliminar para 2020 es -30% en ingresos comparables y -51% en beneficio neto ajustado.**

#### La "nueva normalidad" se alcanzará en 2021.

Tras la reapertura de los centros comerciales esta misma semana, su actividad se irá recuperando progresivamente. **Estimamos la vuelta a la normalidad en 2021 con ingresos -15% inferiores a los de 2019** (excluyendo la entrada en explotación de Lagoh), como resultado de una menor ocupación y rebaja de rentas. Además del impacto que COVID-19 podría tener sobre la economía y el empleo a medio plazo, existe la posibilidad de que se haya acelerado el crecimiento del comercio electrónico.

#### Atractiva rentabilidad por dividendo post-COVID (9,0%).

Lar España presenta una **sólida posición financiera** con LTV del 35% y liquidez de 200M€, suficiente para cubrir vencimientos de deuda y costes operativos y financieros hasta 2022. La compañía ha pagado ya el dividendo con cargo a resultados de 2019 (0,63€/acc.) y mantiene su programa de recompra de acciones. El **dividendo** de 2020 podría rebajarse hasta 0,22€ (ó 5,4% de rentabilidad por dividendo) y **debería estabilizarse en 0,37€ (ó 9,0% de rentabilidad)** a partir de 2021.

#### El flujo de noticias sectorial seguirá lastrando la cotización.

COVID-19 no hace más que empeorar el entorno de centros comerciales a nivel global, por lo que el flujo de noticias seguirá siendo negativo. Veremos más cierres de centros comerciales, ventas de activos con descuento sobre sus valoraciones, e incluso la quiebra de algunas compañías del sector, sobre todo en EE.UU. y Reino Unido. Aunque Lar España cotiza con un **descuento del -65% sobre su valoración de activos** (NAV 11,72€/acción), es **similar al de las principales compañías del sector en Europa**, Unibail-Rodamco-Westfield (-77%) o Klepierre (-58%).

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	65	83	83	82	82	82	0,1%
EBITDA	58	43	60	65	63	63	62	1,1%
Beneficio neto	81	19	36	41	40	40	39	-11,6%
<b>Beneficio neto ajustado</b>	<b>40</b>	<b>19</b>	<b>36</b>	<b>41</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>-0,5%</b>

Balance de Situación	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
Activo Fijo neto	1.449	1.490	1.496	1.502	1.509	1.515	1.521	0,8%
Inmovilizado financiero	18	18	19	19	20	20	21	2,4%
Necesidades operativas de fondos	-22	-28	-33	-33	-33	-33	-33	n.a.
Otros Activos/(pasivos) neto	68	84	84	84	84	84	84	3,7%
<b>Capital Empleado</b>	<b>1.513</b>	<b>1.565</b>	<b>1.567</b>	<b>1.573</b>	<b>1.580</b>	<b>1.587</b>	<b>1.594</b>	<b>0,9%</b>
Recursos propios	983	947	964	972	979	988	995	0,2%
Minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Deuda financiera neta	530	618	603	601	601	599	599	2,0%

Flujo de caja	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
EBITDA (caja)	63	48	65	65	63	63	62	-0,4%
R. Financiero	-20	-23	-25	-24	-24	-24	-24	3,1%
<b>Flujo de caja operativo (FFO)</b>	<b>43</b>	<b>25</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>38</b>	<b>-2,2%</b>
Capex	-6	-5	-6	-6	-6	-6	-6	0,1%
<b>Flujo de caja libre (AFFO)</b>	<b>37</b>	<b>20</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>32</b>	<b>-2,6%</b>
Dividendo	-75	-55	-20	-33	-33	-31	-31	-13,6%
Otros	-114	-52	0	0	0	0	0	n.a.
<b>Var. Deuda Financiera neta</b>	<b>-152</b>	<b>-87</b>	<b>15</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>n.a.</b>

Valoración (NAV)	M€	Metodología	Rentabilidad Bruta		
			2019e	2020e	2021e
GAV (Centros Comerciales)	1.053	DCF	6,2%	7,9%	7,9%
Deuda Neta 2020e	-618				
<b>NAV</b>	<b>435</b>				
Impuestos	0				
<b>NNAV</b>	<b>435</b>				
Número de acciones (Mn Acc. 2020e)	87,9				
Autocartera (Mn Acc.)	-4,4				
Performance fee 2020e-2021e (Mn Acc.)	0,6				
<b>NNAV/acción</b>	<b>5,18</b>				

### 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)	6,85	6,25	5,69	5,18	4,70	4,26	3,85
Rentabilidad por dividendo 2021e	3,3%	3,6%	3,9%	4,3%	4,8%	5,3%	5,8%