

## Lar España

Vender

### Bajamos recomendación a Vender desde Neutral

#### Datos Básicos

Precio Objetivo (€): 5,25

Precio Mercado (€): 5,30

Potencial: -0,9%

Capitalización (M €): 464

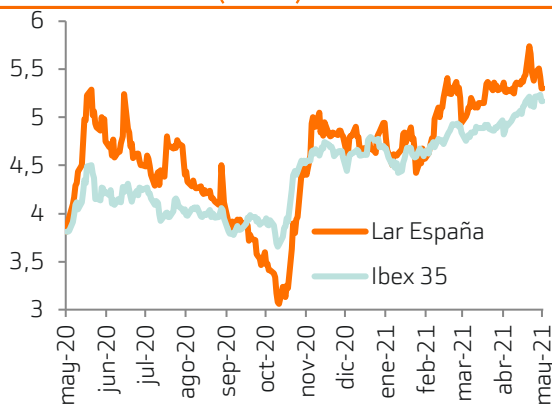
Var. Año (M.): 16%

Volumen Diario (M€): 0,3

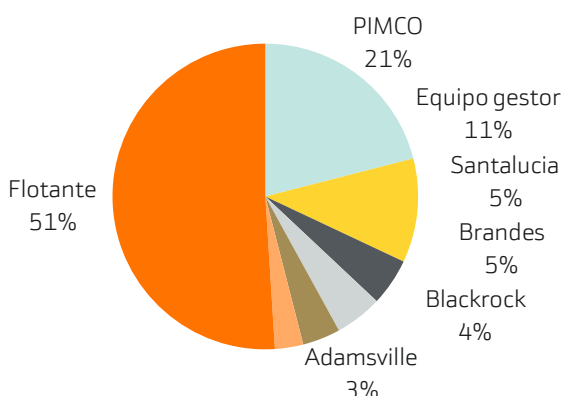
Cód. Reuters / Bloomberg: LRE SM/LRES.MC

Pples datos	2020r	2021e	2022e
B. Neto ajustado	47	41	39
% inc.	18,4	-13,3	-4,3
EBITDA	73	61	58
% inc.	25,1	-16,9	-4,3
FFO/acción (€)	0,32	0,46	0,44
% inc.	-35,7	44,0	-4,7
DPA	0,31	0,35	0,35
% inc.	-50,6	11,4	0,9
Ppales ratios	2020r	2021e	2022e
ROCE	4,9%	4,2%	4,0%
ROE	5,5%	4,7%	4,4%
Rentab. dividendo	5,8%	6,5%	6,6%
P/V(x)	0,5	0,5	0,5

#### Evolución bursatil (1 año)



#### Accionariado



La cotización de Lar España ha superado nuestro precio objetivo (5,25€/acción; +1% vs anterior) tras apreciarse un +17% en lo que va de año. Por otra parte, se mantienen las principales incertidumbres sobre los centros comerciales, a pesar de la recuperación del ciclo económico. El comercio queda en una situación más vulnerable, debido en gran medida a la mayor cuota de mercado del comercio electrónico. Prevedemos un impacto del -14% sobre las rentas de Lar España entre 2021 y 2022, que debería trasladarse a la valoración de sus activos. **Rebajamos recomendación a Vender desde Neutral.**

#### La incertidumbre se mantiene sobre los centros comerciales, a pesar de la recuperación del ciclo económico.

La principal fuente de incertidumbre es la capacidad de aguante del comercio físico una vez finalicen los ERTes y las rebajas temporales de los alquileres, teniendo además en cuenta la mayor cuota de mercado del comercio electrónico tras el paso de la pandemia (18% del comercio global vs. 14% anterior). **El escenario más probable es que se prorroguen de forma indefinida las ayudas a los inquilinos**, para adaptar las rentas a las circunstancias actuales y evitar un deterioro brusco en las tasas de ocupación.

#### Prevedemos impacto del -14% en rentas entre 2021 y 2022.

Prevedemos un impacto del -14% sobre las rentas brutas de Lar España, que se repartirá entre 2021 y 2022. El ajuste para Lar España será inferior a la media del sector (-20%), gracias sobre todo a la ubicación de sus centros comerciales, en gran medida dominantes, y su mayor exposición a sector alimentación y medianas comerciales. En consecuencia, estimamos un **beneficio neto recurrente de 41M€ en 2021 y 39M€ en 2022** y **consideramos sostenible a futuro un dividendo de 0,35€/acción**, que implica una rentabilidad por dividendo del 6,5%.

#### Balance sólido y posibles desinversiones adicionales.

Prevedemos que Lar España cierre 2021 con una deuda neta de 559M€, que implica un **LTV del 39,4%**. La cobertura de intereses es de 3x 2021e. El coste medio de deuda es del 2,2% (100% tipo fijo) y tiene un vencimiento medio de 3 años. En estos momentos, Lar España trabaja en **la refinanciación de su deuda** con el objetivo de extender vencimientos y podría continuar con la **venta de activos no estratégicos**.

#### Bajamos recomendación a Vender desde Neutral.

Revisamos ligeramente al alza nuestro **precio objetivo (+1% hasta 5,25€/acción)**, que ha sido rebasado por la cotización de Lar España, tras apreciarse un +17% en lo que va de año. Aunque todavía cotiza con un descuento del 45% sobre NAV (10,46€/acción), prevedemos que el diferencial tienda a recortarse por rebaja de valoraciones de activos, que se verá afectada por caída de rentas e incremento de rentabilidades exigidas. **Bajamos recomendación a Vender desde Neutral.**

Juan Moreno

Cifras en millones de euros

Cta de Pérdidas y Ganancias	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
Rentas Brutas	81	93	84	78	77	77	77	-0,9%
EBITDA	58	73	61	58	57	57	57	-0,5%
Beneficio neto	81	-54	41	39	39	38	38	-11,8%
<b>Beneficio neto ajustado</b>	<b>40</b>	<b>47</b>	<b>41</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>-0,8%</b>

Balance de Situación	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
Activo Fijo neto	1.449	1.373	1.329	1.335	1.340	1.346	1.352	-1,2%
Inmovilizado financiero	18	15	15	16	16	17	17	-0,7%
Necesidades operativas de fondos	-22	6	6	6	6	6	6	n.a.
Otros Activos/(pasivos) neto	68	83	83	83	83	83	83	3,3%
<b>Capital Empleado</b>	<b>1.513</b>	<b>1.477</b>	<b>1.432</b>	<b>1.439</b>	<b>1.445</b>	<b>1.451</b>	<b>1.458</b>	<b>-0,6%</b>
Recursos propios	983	860	873	882	890	898	905	-1,4%
Minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Deuda financiera neta	530	617	559	557	555	554	553	0,7%

Flujo de caja	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
EBITDA (caja)	63	73	61	58	57	57	57	-1,9%
R. Financiero	-20	-23	-20	-19	-19	-19	-19	-0,7%
<b>Flujo de caja operativo (FFO)</b>	<b>43</b>	<b>50</b>	<b>40</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>37</b>	<b>-2,5%</b>
Capex	-6	-7	-6	-6	-6	-6	-6	-0,9%
<b>Flujo de caja libre (AFFO)</b>	<b>37</b>	<b>43</b>	<b>34</b>	<b>33</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>-2,7%</b>
Dividendo	-75	-54	-27	-30	-31	-30	-30	-14,0%
Otros	-114	-75	51	0	0	0	0	n.a.
<b>Var. Deuda Financiera neta</b>	<b>-152</b>	<b>-86</b>	<b>58</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>n.a.</b>

Valoración (NAV)	M€	Metodología	Rentabilidad Bruta		
			2020r	2021e	2022e
<b>GAV (Centros Comerciales)</b>	<b>1.006</b>	DCF	9,3%	8,3%	7,7%
Deuda Neta 2021e	-559				
<b>NAV</b>	<b>447</b>				
Impuestos	0				
<b>NNAV</b>	<b>447</b>				
Número de acciones (Mn Acc. 2021e)	87,9				
Autocartera (Mn Acc.)	-2,8				
<b>NNAV/acción</b>	<b>5,25</b>				

### Método de Valoración

Valoramos Lar España por NNAV (Net Net Asset Value). Nuestro precio objetivo es para Diciembre 2021.

### 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)	6,84	6,27	5,74	5,25	4,80	4,38	3,99
Rentabilidad por dividendo 2021e	5,0%	5,5%	6,0%	6,6%	7,2%	7,9%	8,7%

### 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](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 & Aerolíneas  
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media  
Luis Piñas - Alimentación/Distribución  
Aránzazu Bueno - Eléctricas  
Susana André - Portugal, Assistant  
Álvaro Lence

Aránzazu Cortina - Industriales  
Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles  
Pedro Echeguren - Farma & Salud  
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología  
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom  
Eduardo Cabero - Seguros  
Jorge Pradilla  
Adrián González

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