

Lar España 4T20: la dominancia y gestión activa amortiguan el impacto por COVID-19.

Viernes, 26 de febrero de 2021

Javier Díaz – Senior equity analyst

Pablo Fernández de Mosteyrin – Equity research analyst

Lar España ha publicado sus resultados correspondientes a 4T20 y ejercicio 2020 con **cifras operativas recurrentes muy en línea** con nuestras estimaciones. **Trimestre** ya sin “efecto Lagoh” e impactado negativamente por nuevas restricciones a causa de la segunda y tercera ola de la pandemia de Covid-19. En este sentido, actualmente el 15% de la superficie bruta alquilable (SBA) se encuentra con restricciones severas, mientras que el resto se mantiene con restricciones moderadas o leves. La compañía realiza durante **2020 bonificaciones y descuentos** por valor total de aprox. **22 mln eur**, registrando una **buena tasa de cobro** de rentas (90% del total facturado en el año). Lar España **logra mantener un elevado nivel de ocupación** (95,5% a cierre de 2020; -1,0 p.p. vs.2019), toda vez que **incrementa las rentas like for like en un +1,8%** vs. 2019 y el NOI un +0,8%. Por su parte consideramos que **la revisión del valor de los activos de la compañía mejora lo esperado por el mercado** (el valor bruto de los activos -GAV- cae un -5,0% vs. 2019 hasta los 1.475 mln eur en 2020, mientras que el EPRA NAV/acción se sitúa en 10,42 eur; -9,2% vs 2019). Lar España **cotiza con un 55% de descuento vs. EPRA NAV**.

Con todo ello, esperamos que los **resultados sean recogidos de forma neutra** en cotización, pues las **positivas métricas operativas y la moderada revisión a la baja del valor de los activos, podrían verse negativamente compensadas por el recorte del dividendo** (en línea con nuestra última estimación, pero mayor del esperado por consenso). No obstante, consideramos que **el valor continúa ofreciendo atractivo evidente** en base a: **1) impacto en caja por Covid-19 descontado ya en 2020, contando con activos retail resilientes y que mantienen elevados niveles de ocupación; 2) un balance sólido** (LTV por debajo del 40% tras la desinversión de los 22 supermercados y con un coste financiero estable en el 2,2%), y; **3) la rentabilidad por dividendo del +6,5%** (con cargo al ejercicio 2020), que debería **elevarse hasta niveles cercanos al 8,0%** asumiendo un pago de **dividendo extraordinario** derivado de la mencionada desinversión. **Reiteramos Sobreponderar y P.O. de 7,30eur/acc.**

						Sobreponderar				
(mn de euros)	4T19	4T20	Var %	Var % R4e	Var % consens	2019	2020	Var %	Var % R4e	Var % consenso *
Ingresos totales	23	22	-6,1%	1,5%	7,5%	81	93	15,0%	0,3%	1,7%
EBITDA recurrente	21	16	-25,0%	-7,3%	-10,4%	59	70	17,6%	-1,8%	-2,5%
Margen EBITDA	92,0%	73,5%	-0,2 pp	-6,9%	-14,7%	73,0%	74,7%	0,0 pp	-1,6%	0,0 pp
Beneficio neto	16	8	-50,7%	-34,4%	n.a.	41	54	32,0%	5,6%	n.a.
Margen neto	70,3%	36,9%	-0,3 pp	-20,2%	n.a.	50,2%	57,5%	0,1 pp	2,9%	n.a.
DPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,63	0,31	-50,8%	-0,6%	-29,5%

* Consenso Factset a 12/02/2021

Destacamos:

- **4T20 operativamente más complicado:** trimestre afectado por nuevas restricciones para controlar la pandemia de Covid-19 que ha supuesto un

Primeras impresiones

impacto negativo sobre rentas brutas de aprox. -1,8 mln eur de acuerdo con nuestras estimaciones.

- ▶ Las **rentas like for like** (*I-f-I*) de la compañía aumentan un **+1,8% vs 2019** (+1,6% a 9M20), mientras que el NOI *I-f-I* avanza un +0,8% (+2,5% a 9M20).
- ▶ La compañía registra una ligera **caída de -1,0p.p. vs. 2019 en ocupación** (hasta el 95,5% a cierre de 2020) y una **tasa de cobro del 90% del total facturado**.
- ▶ **Negociaciones e impacto COVID-19:** La compañía realiza durante 2020 **bonificaciones y descuentos por valor total de aprox. 22 mln eur** (vs. 20 mln eur estimados). Dichos descuentos serán contabilizados en la cuenta de pérdidas y ganancia linealizando su impacto en los ingresos durante la duración de cada uno de los contratos de arrendamiento en un plazo medio de entre 6 y 7 años (impacto de 1,3 mln eur en 2020). Recordemos que más del 64% contratos tienen vencimiento superior a 2024e (*WAULT* 3,2 años).
- ▶ **Solidez financiera:** la **DFN se sitúa en 757 mln eur** a cierre de 2020, con un **coste medio del 2,2%** (en línea con 9M20 y +0,1p.p. vs cierre 2019) y una ratio **LTV neto del 41,9%** (en línea con nuestra previsión de mantenimiento por debajo del 45%) pero aumentado desde el 34% a cierre de 2019 tras el incremento de DFN (disposición de líneas de liquidez ante la incertidumbre generada por la pandemia) y la caída del valor de los activos. La ratio **LTV tras la desinversión** de los 22 supermercados Eroski se sitúa en el **39,4%**. Por su parte, el **periodo medio** de vencimiento de la deuda es de **3 años**.
- ▶ **Dividendos:** se confirma un recorte del dividendo del -50% hasta un **DPA de un 0,31 eur/acción** con cargo a los resultados 2020 (en línea con nuestra última estimación ajustada en el previo de resultados y vs. 0,39 eur/acción anterior) consecuencia del menor flujo de caja tras el impacto de las bonificaciones. Este dividendo supone una rentabilidad sobre precios actuales de aprox. el 6,5%. En este punto, **debemos destacar la rentabilidad y visibilidad** en cuanto a **dividendos de la compañía** en el corto plazo, pues teniendo en cuenta la reciente desinversión de la cartera de supermercados Eroski y asumiendo un dividendo extraordinario de 0,07 eur/acción (R4e), la rentabilidad por dividendo se sitúa en el entorno del 8,0% a precios actuales.
- ▶ **Valoración de activos:** el valor bruto de los activos (GAV) registra una caída del -5,0% vs. 2019 hasta los 1.475 mln eur en 2020. Por su parte, el **EPRA NAV/acción se sitúa en 10,42 eur**, un -9,2% vs 2019. De este modo, la revisión del valor de los activos se sitúa en línea con nuestras estimaciones (revisión en el rango ente el -5% y -10%). Igualmente, **debemos destacar que la revisión del valor de los activos de la compañía refleja un mejor comportamiento relativo de Lar España vs el sector** (-5% caída del GAV de Lar España vs. -8% aprox. sector) fruto de la dominancia de sus centros y el buen desempeño operativo.

Primeras impresiones

DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Renta 4 Banco es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

D. Javier Díaz Izquierdo; D. Pablo Fernández de Mosteyrín

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: online@renta4.es

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 59% Sobreponderar, 31% Mantener y 10% Infraponderar.