

Primeras impresiones

Renta Corporación 9M21: sin margen no hay paraíso.

Viernes, 5 de noviembre de 2021

Pablo Fernández de Mosteyrín – Equity Research Analyst

Javier Díaz Izquierdo – Equity Research Analyst

Renta Corporación ha publicado unos **resultados** correspondientes al **9M21** que quedan en línea con nuestras estimaciones en ventas, pero **decepcionan en resultado operativo y beneficio neto**.

Pese al fuerte **crecimiento interanual en ventas**, +40% vs +42% R4e, impulsadas únicamente por el **negocio transaccional**, unos márgenes reducidos penalizan el resultado operativo que queda un -29% por debajo de nuestras estimaciones pese a crecer un +140% i.a. en el acumulado del año hasta 4,4 mln eur, aunque en el 3T21 registra una pérdida de -0,3 mln eur tras un 1T y 2T positivos en 2,9 mln eur y 1,8 mln eur respectivamente y muy lejos de los 10,9 mln eur de EBITDA alcanzados en 2019. En la parte baja de la cuenta, los **gastos de estructura continúan en línea con la primera mitad del año** y mejoran un -14% i.a. mientras los gastos financieros reflejan la importante reducción de deuda lograda en los últimos meses, con una mejora del -38% i.a. Con todo ello, **Renta Corporación alcanza un beneficio neto en 9M21 de 1,6 mln eur**, mejorando los 3,9 mln eur de pérdidas de 9M20 pero **lejos de los 8 mln eur de beneficios de 9M19** y, sobre todo, **de la guía de la Compañía para este año de 9,5 mln eur** (vs 3,4 mln eur R4e).

A nivel de balance, la deuda financiera neta cae un -45% i.a. hasta los 31,3 mln eur (48,3 mln eur incluyendo deuda participativa) lo que supone una **ratio DN/A del 21,5%** (33,2% incluyendo deuda participativa) **y un LTV del 34,5%** (53,3% incluyendo deuda participativa). Así mismo, **la Compañía mantiene unos niveles de caja de 14,9 mln eur, que le permitirá afrontar los vencimientos de 10 mln eur en 2021 y 2022**, aunque deberá mejorar actividad y márgenes para afrontar el vencimiento del bono (17 mln eur) en 2023. Recordamos que durante el último trimestre de 2020 la Compañía recibió un waiver de sus bonistas, por lo que no necesitará lograr una ratio <3,5x DN/EBITDA hasta 2022 (vs 3,9x 2022 R4e).

El valor de las existencias estratégicas y las opciones de compra sobre activos dan lugar a una cartera de negocio de 201 mln eur (vs 121,7 mln eur 9M21 y 169 mln eur 6M21), compuestas principalmente por opciones sobre activos hoteleros (121,7 mln eur), inmuebles residenciales (46 mln eur) y oficinas (15,9 mln eur).

El Consejo de Administración ha aprobado el **reparto de un dividendo de 1,2 mln eur, equivalentes a 0,03733 eur/acc.** (1,6% DY). Pese a ello, **esperamos impacto negativo en cotización** ya que, si bien la caja generada y la relevante reducción de deuda lograda permiten actualmente retribuir al accionista, creemos que: **1) la baja visibilidad tanto sobre el negocio transaccional como sobre el patrimonial; 2) los reducidos márgenes, y; 3) la incertidumbre provocada por la nueva Ley de vivienda, constituyen vientos de cara relevantes para Renta Corporación.** Además, la **superación de nuestro precio objetivo (2,25 eur/acc.)**, junto con una previsible rebaja de estimaciones por parte del consenso ante el **aumento de posibilidades de nuevo incumplimiento de la guía de beneficio de 2021**, nos lleva a **cambiar nuestra recomendación a INFRANPODERAR** (desde Mantener anterior), **manteniendo nuestras estimaciones futuras y precio objetivo.**



(mIn eur)	9M20	9M21	Var 9M21/9M20	Var vs R4e	2020	2021 R4e	Var 21/20 R4e	Var vs R4e
Ventas	33,6	47,0	40%	-2%	46,1	53,0	15%	0%
Negocio transaccional	29,7	45,6	54%	2%	38,8	42,7	10%	0%
Negocio patrimonial	3,9	1,4	-64%	-57%	7,3	10,3	41%	0%
EBITDA	-2,9	4,4	n.r.	-29%	-5,2	6,2	n.r.	0%
Margen EBITDA	-9%	9%	-2,1pp	-3,6pp	-11%	12%	23,0pp	0,0pp
Beneficio Neto	-3,7	1,6	n.r.	-48%	-8,8	3,4	n.r.	0%
Deuda neta (ex partic.)	56,7	31,3	-45%	-37%	47,5	46,0	-16%	-14%
DN/EBITDA (12 m)	7,9	14,9	7,0	2,1	n.r.	7,4	n.r.	n.r.

Destacamos:

- ▶ **Decepción en los resultados de Renta Corporación, pese a la importante mejora frente a la baja base comparativa de un 2020 lógicamente complicado.** Las ventas crecen un +40% i.a., en línea con nuestras estimaciones, aunque aún se mantienen un 15% por debajo de las de 9M19, con un margen de operaciones que mejora en la misma proporción hasta 9,6 mln eur, lo que resulta en un EBITDA de 4,4 mln eur en 9M21, muy por debajo de nuestras estimaciones de 6,2 mln eur, y una pérdida operativa en el trimestre de 0,3 mln eur.
- ▶ En el **negocio transaccional**, las ventas de inmuebles crecen un +39% i.a., mientras los ingresos por prestación de servicios se multiplican hasta 4,7 mln eur vs 0,2 mln eur 9M20 y 4 mln eur 1T21, con los márgenes en el primer caso creciendo muy levemente frente a la media 2020. Las operaciones que componen los ingresos del negocio consisten en 8 operaciones vs 11 en todo 2020, 2 residenciales, 1 oficinas, 3 hoteleras, 1 logística y la venta de un lote de cinco edificios.
- ▶ En cuanto al **negocio patrimonial**, la gestión de Vivenio Socimi continúa sin mostrar actividad relevante, por debajo incluso de 2020, a la espera de reactivación en el mercado y tras transferir la gestión de la explotación de los activos a la propia Socimi.
- ▶ Los **gastos de estructura** caen un -25% i.a. hasta 5,2 mln eur, de los que 1 mln eur corresponden a gastos no recurrentes relacionados con el desarrollo de nuevos vehículos de inversión inmobiliaria. Mientras que los gastos de personal se moderan en 0,7 mln eur hasta 3,6 mln eur.
- ▶ A nivel de balance, la **deuda financiera neta** cae un -45% i.a. hasta los 31,3 mln eur (48,3 mln eur incluyendo deuda participativa) lo que supone una ratio **DN/A** del 21,5% (33,2% incluyendo deuda participativa) y un **LTV** del 34,5% (53,3% incluyendo deuda participativa). Así mismo, la Compañía mantiene unos niveles de caja de 14,9 mln eur, que le permitirá afrontar los vencimientos de 10 mln eur en 2021 y 2022, aunque deberá mejorar actividad y márgenes para afrontar el

Primeras impresiones

vencimiento del bono (17 mln eur) en 2023. Recordamos que durante el último trimestre de 2020 la Compañía recibió un *waiver* de sus bonistas, por lo que no necesitará lograr una ratio <3,5x DN/EBITDA hasta 2022 (vs 3,9x 2022 R4e).

- ▶ El valor de las existencias estratégicas y las opciones de compra sobre activos dan lugar a una **cartera de negocio de 201 mln eur** (vs 121,7 mln eur 9M21 y 169 mln eur 6M21), compuestas principalmente por opciones sobre activos hoteleros (121,7 mln eur), inmuebles residenciales (46 mln eur) y oficinas (15,9 mln eur).
- ▶ El Consejo de Administración ha aprobado el **reparto de un dividendo de 1,2 mln eur, equivalentes a 0,03733 eur/acc.** (1,6% DY).
- ▶ Resultados decepcionantes que hacen **difícil alcanzar la guía de la Compañía de un beneficio neto al final del ejercicio de 9,5 mln eur** (vs 3,4 mln eur R4e), **por lo que esperamos impacto negativo en cotización.** Creemos que la escasa visibilidad tanto sobre el negocio transaccional como sobre el patrimonial, los reducidos márgenes y la incertidumbre provocada por la nueva Ley de vivienda, constituyen vientos de cara relevantes para Renta Corporación, lo que unido a la superación de nuestro **precio objetivo (2,25 eur/acc.)** nos lleva a cambiar nuestra recomendación a **INFRAPONDERAR, manteniendo nuestras estimaciones futuras y precio objetivo.**
- ▶ **Renta Corporación no celebrará *conference call*.**

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.

Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con Inmobiliaria Colonial, Clínica Baviera, Proeduca, Castellana Properties (asesor registrado), Rovi, Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Almagro (asesor registrado) y Elecnor; asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Almagro y Renta Corporación Real Estate SA, y cobertura de Análisis en Clínica Baviera, Deoleo y Azkoyen, servicios por los que cobra honorarios.

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.

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

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

Departamento de Análisis

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: 64% Sobreponderar, 27% Mantener y 9% Infraponderar.