

### Renta Corporación 3T20: escasa actividad con márgenes deprimidos hará pedir wavers a bonistas.

Martes, 27 de octubre de 2020

Renta Corporación ha publicado unos débiles resultados correspondientes al 9M2020, muy por encima de nuestras estimaciones en ventas y prácticamente alineados en EBITDA y beneficio neto, lo que refleja la compresión de márgenes, muy penalizados por el parón de la actividad durante el segundo y tercer trimestres del año.

Pese a batir nuestras estimaciones en ventas ampliamente, se confirma que 2020 será un año de transición con el objetivo de equilibrar las pérdidas de 2,4 mln eur acumuladas hasta septiembre. Durante el 3T20 las operaciones se han llevado a cabo prácticamente sin margen, por lo que los gastos de estructura y personal no se han cubierto, lo que implica un resultado operativo negativo, que manteniendo constantes los gastos financieros vs 2T20 explican el mencionado resultado negativo.

La nula visibilidad sobre la evolución de la actividad hace priorizar el mantenimiento de la posición de liquidez, lo que unido al aumento del ratio DN/EBITDA por encima 3,5x en el futuro inmediato harán saltar los covenants de su emisión de bonos de 2018 podría llevar a la Compañía a contemplar la venta de activos sacrificando margen para mantener la solidez del balance y, como era previsible, revisar su plan de negocio para los próximos ejercicios.

Recomendación y precio objetivo en revisión.

(mln eur)	3T20				9M20				2020		
	3T19	3T20	Var 3T20/3T19	Var vs R4e	9M19	9M20	Var 9M20/9M19	Var vs R4e	2019	2020 R4e	Var 20/19 R4e
<b>Ventas</b>	23,1	8,0	-65%	128%	54,8	33,6	-39%	15%	92,0	50,0	-46%
Negocio transaccional	20,6	6,9	-67%	165%	48,1	29,7	-38%	17%	77,3	41,9	-46%
Negocio patrimonial	2,5	1,1	-56%	22%	6,7	3,9	-42%	5%	14,7	8,1	-45%
<b>EBITDA</b>	4,1	-2,1	nr	15%	10,9	-2,9	nr	10%	21,0	-1,6	nr
Margen EBITDA	18%	-26%	nr	25,9pp	20%	-9%	nr	0,4pp	23%	-3%	nr
<b>Beneficio Neto</b>	3,0	-2,4	nr	-1%	8,1	-3,7	nr	-1%	17,1	-2,8	nr
Deuda neta (ex partic.)					55,7	54,3	-2%	0%	63,9	62,7	-2%
DN/EBITDA					3,9	9,7	148%	-35,1pp	3,9	nr	c

#### Destacamos:

- ▶ Como se esperaba, los resultados de Renta Corporación muestran el **impasse** en el que se encuentra la situación económica, prolongando el estado de atonía en que la covid-19 sumergió la actividad de la Compañía en el mes de marzo y que creemos continuará a corto plazo. Tanto en el negocio transaccional como en el patrimonial vemos caídas en ventas cercanas al 60% i.a. en el 3T20 y del 40% en el 9M20, todo ello en una base comparativa poca exigente, ya que el año pasado se concentró buena parte de la actividad en el 4T.
- ▶ En el **negocio transaccional**, las ventas de inmuebles caen un 26% en el 9M20 mientras los ingresos por prestación de servicios lo hacen un -98% i.a. en el mismo periodo, en ambos casos con una importante contracción de márgenes especialmente acusada en el 3T20 y en línea con el 2T20. Durante el periodo,

## Primeras impresiones

se cerraron principalmente dos operaciones de oficinas y otras dos residenciales en Madrid, y otra residencial en Barcelona.

- ▶ En cuanto al **negocio patrimonial**, la gestión de Vivenio Socimi ve caer sus ingresos un 48% i.a. en el 9M20 como consecuencia, principalmente, de la caída en las comisiones de originación, que probablemente seguirán débiles todo el año, además con unos márgenes que caen a la mitad.
- ▶ Esta debilidad operativa, unido al mantenimiento constante de sus costes de estructura y personal resultan en un **EBITDA que continúa en terreno negativo por segundo trimestre consecutivo**, acumulando una caída de 2,9 mln eur en 9M20.
- ▶ La caída en **gastos de personal**, -22% i.a., se compensa con unos mayores **costes de estructura**, que se multiplica +160% i.a., por los costes incurridos en el desarrollo de los nuevos proyectos de vehículos de inversión inmobiliaria que ascienden a 1 mln eur y que no serán recurrentes una vez entren en funcionamiento.
- ▶ En la parte baja de la cuenta, los **gastos financieros se mantienen**, y se registra un reconocimiento de un activo fiscal de 1,9 mln eur por **bases negativas a compensar**, lo que resulta en un resultado neto de -3,7 mln eur.
- ▶ **La deuda disminuye** hasta los 73,9 mln eur, -9% vs 2019, que se queda en 56,7 mln eur descontada la deuda participativa que se entregará como dación en pago en 2022, y supone un 40% de DN/A, lo que, suponiendo que no haya grandes revisiones de valoración en sus activos, juzgamos como un nivel de endeudamiento aceptable en un entorno de normalidad.
- ▶ **En términos de DN/EBITDA el apalancamiento se dispara y la Compañía tendrá que solicitar un waiver** al superar durante 6 meses un ratio DN/EBITDA 3,5x contemplado en los *covenants* de su emisión de bonos de 2018. Consideramos bastante probable la concesión del *waiver* por parte de los inversores, sin embargo, según nuestras estimaciones el ratio no caería por debajo de 3,5x hasta 2023 por lo que dependiendo del alivio otorgado la Compañía tendrá que continuar comprimiendo márgenes e incluso vender activos. Adicionalmente, la Compañía tiene que hacer frente a **importantes vencimientos de deuda en los próximos meses** que, si bien creemos que se podrán renegociar, con toda probabilidad generarán mayores costes de financiación y ciertas tensiones de liquidez en caso de dificultades en los mercados de crédito.

## 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 publicados 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.

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

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

Pablo Fernández de Mosteyrín

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: [online@renta4.es](mailto:online@renta4.es)

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 55% Sobreponderar, 33% Mantener y 12% Infraponderar.