

ISSUER RATING
Long termOUTLOOK
StableInitiation date 20/05/2021
Rating date 29/04/2024

Contacts

Lead analyst

Luis Mesa García
luis.mesa@ethifinance.com

Committee chair

Guillermo Cruz Martínez
guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Renta Corporación Real Estate en “B+”, manteniendo la tendencia Estable.
- La calificación de la compañía se ve favorecida por el desarrollo de un modelo de negocio diferenciado, dentro del sector inmobiliario, que se ve beneficiado por un periodo de maduración menor, en comparación con las otras promotoras cotizadas en España, dado que parten de la adquisición de un activo ya desarrollado, que luego es reformado para su posterior venta, asumiendo un riesgo de construcción limitado. Asimismo, destaca positivamente su sólida estructura patrimonial, que desemboca en una elevada autonomía financiera (Patrimonio neto/Deuda financiera total ajustada: 161,9% en 2023) y el notable desapalancamiento llevado a cabo en el último ejercicio (reducción de la deuda financiera neta ajustada en un 34% entre 2022 y 2023).
- No obstante, el rating de la compañía se encuentra constreñido por un débil perfil financiero que se caracteriza por altos niveles de apalancamiento y penalizado, adicionalmente, por un desfavorable desempeño en 2023 en términos de resultados, desembocando en un deterioro de las principales ratios financieras.
- La tendencia Estable otorgada viene determinada por una recuperación de la actividad esperada en el corto-medio plazo, así como de los márgenes operativos, sobre la base de una normalización progresiva estimada de la coyuntura actual, principalmente en lo referente a tipos de interés, que derive en un mayor dinamismo por parte de los inversores. Ello unido, no obstante, a una continuidad por parte de la compañía de su política de contención en términos de balance.
- En línea con nuestra metodología, el sector en el que desarrolla la compañía su actividad (Real Estate) presenta un riesgo medio en términos de ESG (sector heatmap entre 3 y 3,5) dado su impacto en el medio ambiente. Considerando este nivel de riesgo, la calificación del sector no se ve afectada. La calificación ESG de Renta Corporación, según metodología EthiFinance, se sitúa entre los valores 3,5 y 4,0, lo que supone un impacto a la baja en la puntuación de su perfil financiero, aunque no siendo el impacto suficientemente sustancial como para suponer una bajada de escalón en la calificación de dicho perfil.

Descripción de la Compañía

Renta Corporación Real Estate (en adelante ‘Renta Corporación’, ‘la compañía’ o ‘el grupo’), con sede en Barcelona (España), desarrolla su actividad en el sector inmobiliario a través de sus dos principales segmentos de negocio: transaccional (venta de edificios y gestión de proyectos inmobiliarios) y patrimonial (gestión de vehículos inmobiliarios con terceros, algunos de ellos vía Socimi, e ingresos de las inversiones inmobiliarias del grupo). El ámbito de operaciones del grupo se enfoca en España, destacando Madrid y Barcelona como principales mercados. En el último ejercicio, la compañía registró unos ingresos totales (no incluyen variaciones de valor de las inversiones inmobiliarias) de €41,9m (-22,3% YoY) y un margen de las operaciones de -€5,0m (€17,7m en 2022). A cierre de 2023, el EBITDA ajustado (véase cálculo en tabla de principales magnitudes financieras) se situó en -€6,6m (€2,3m en 2022) y el EBITDA reportado (véase cálculo en tabla de principales magnitudes financieras) en -€13,6m (€9,7m en 2022). La DFN ajustada (véase cálculo en tabla de principales magnitudes financieras) ascendió a €30,7m, a diciembre de 2023 (€46,4m en 2022) y la DFN reportada (véase cálculo en tabla de principales magnitudes financieras) se situó en €27,9m (€44,0m en 2022). Renta Corporación cotiza en el mercado continuo de la Bolsa española desde 2006, con una capitalización bursátil que ascendió a €27,5m, aproximadamente, a 24/04/2024 (Patrimonio neto contable, a cierre de 2023: €58,5m).

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Sector pro-cíclico y atomizado, condicionado por un entorno inflacionario y elevados tipos de interés actuales, factores sobre los que, no obstante, se atisba una paulatina normalización en el corto plazo.**

El grupo desarrolla su actividad en un sector atomizado, caracterizado por su elevado grado de competitividad, relativamente limitadas barreras de entrada y positivas rentabilidades operativas en una industria volátil ante situaciones macroeconómicas de mayor estrés. Asimismo, cabe destacar una tendencia a la concentración y al desarrollo de políticas ESG, especialmente en lo concerniente a la venta de edificios energéticamente más eficientes por parte de las compañías de referencia, principalmente. Actualmente, la industria continúa encontrándose penalizada por el impacto derivado de los actuales conflictos bélicos que, entre otros aspectos, derivaron en un contexto inflacionario y elevados tipos de interés, desembocando en una ralentización del mercado inmobiliario. Si bien se estima una paulatina normalización en el corto-medio plazo a este respecto, existen factores, como la extensión de los conflictos bélicos ya mencionados, que limitan la visibilidad respecto a la previsible evolución del sector.

- El sector 'Real Estate' presenta un riesgo medio en términos de ESG (sector heatmap entre 3 y 3,5).

El riesgo potencial de los factores ESG en las empresas del sector a medio plazo implica que se requiere una transición hacia nuevas prácticas. No llevar a cabo ninguna acción podría generar un impacto material en la estabilidad general o los niveles de rentabilidad del sector en el corto y medio plazo. Considerando este nivel de riesgo, la calificación del sector no se ve afectada.

Posicionamiento Competitivo

- Posición competitiva penalizada por su reducido tamaño.

Si bien la operativa de Renta Corporación se enmarca en el sector inmobiliario, esta se caracteriza por unos periodos de maduración más reducidos en lo relativo a los activos correspondientes a su core de negocio (transaccional). Esto constituye un elemento diferenciador y le dota de ventajas competitivas respecto al negocio promocional tradicional, limitando el riesgo de construcción asociado al desarrollo del activo. Adicionalmente, el negocio transaccional se ve complementado por el segmento patrimonial, que dota de recurrencia a la generación de ingresos del grupo y favorece los márgenes operativos. En este sentido, la compañía cuenta con importantes partners que le han permitido impulsar una línea de negocio que se sitúa como uno de los ejes estratégicos de su crecimiento futuro y cuya alianza ha desembocado en la creación de las Socimis Vivenio, en 2018, y Wellder, en 2022, esta última especializada en residencias para mayores. Asimismo, dentro del negocio patrimonial, destaca la creación de Cabe en 2022 dedicada al alquiler de trasteros urbanos.

- Actividad que presenta una total exposición al mercado español y cartera estratégica concentrada en torno al segmento residencial.

Operativa enfocada exclusivamente en España, lo que limita la capacidad de mitigar el impacto de escenarios desfavorables en dicho mercado. Adicionalmente y en lo referente a la cartera de negocio transaccional, se concentra en el segmento residencial, de acuerdo con el core de negocio del grupo, representando el 65% del total, a cierre de 2023. En este sentido, en términos de negocio, la generación de ingresos de la compañía procede mayoritariamente de la venta de inmuebles (90% en 2023), dentro del segmento transaccional (92%). Sin embargo, se espera que el negocio patrimonial adquiera progresivamente una mayor presencia, en la medida en que la potenciación de esta línea de negocio se sitúa como uno de los principales ejes estratégicos del grupo.

Estructura accionarial y gobernanza

- Estructura accionarial diversificada, en la que destaca la presencia mayoritaria de su socio fundador.

Estructura de propiedad caracterizada por un elevado grado de diversificación, destacando la figura de su socio fundador, Luis Hernández de Cabanyes, con el 12,7% del capital. La presencia de accionistas históricos se complementa con la de inversores institucionales, lo que dota a la compañía de un potencial apoyo financiero. En lo relativo al equipo directivo, cabe mencionar el reciente cambio, en marzo de 2024, en la dirección general corporativa, que estimamos puede suponer un impacto positivo en el ámbito de la gestión y gobierno.

Política financiera tradicionalmente marcada por un apalancamiento en umbrales controlados, no obstante, condicionada en ejercicios recientes por la coyuntura desfavorable del mercado en cuanto a tipos de interés. En este aspecto, destaca la prudencia en la toma de decisiones, prevaleciendo la contención en términos de balance en los últimos años y que se espera se mantenga en el corto plazo.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- Caída de la actividad en el último ejercicio, bajo un entorno de resultados negativos, debido a la coyuntura de mercado.

Tendencia desfavorable en cuanto a facturación, que ascendió a €41,8m en 2023, condicionada por factores como los conflictos bélicos actuales, un contexto inflacionario y unos elevados tipos de interés, lo que provocó una caída de la inversión en el sector. A ello se le añadió la incertidumbre en términos políticos en un año 2023 en el que se celebraron elecciones municipales, autonómicas y generales. Dichos factores provocaron la caída, así como el retraso en la materialización de un número significativo de operaciones por parte de la compañía, lo que, adicionalmente, desembocó en resultados operativos negativos. Adicionalmente, el resultado antes de impuestos en 2023 (-€17,8m vs €5,6m en 2022) se vio penalizado por las variaciones de valor en las inversiones inmobiliarias (-€5,3m vs €7,3m en 2022), así como por el impacto del escenario de tipos sobre los gastos financieros registrados (-€4,0m vs -€3,6m en 2022). Desde la compañía se espera un repunte de la actividad en el año 2024, sobre la base de la materialización de las operaciones, así como la comercialización de las últimas inversiones llevadas a cabo a finales de 2023; cuestiones que se espera que favorezcan los resultados del grupo, previéndose que retornen a valores positivos.

Endeudamiento y Cobertura

- **Mantenimiento de la estrategia de contención en términos de balance, que ha derivado en una reducción de la deuda financiera neta en 2023. Empeoramiento de los ratios de apalancamiento.**

Sustancial reducción en el apalancamiento financiero en el último ejercicio, apoyada en el mantenimiento de la prudencia en términos de inversión, dado el escenario acaecido, unido a desinversiones llevadas a cabo (importe total: €22,6m). Desde la compañía se espera una continuidad en el desapalancamiento, en línea con el mantenimiento de la política de contención del balance, lo que favorecerá el ratio DFN/EBITDA, en la medida en que se estima que el EBITDA retorne a valores positivos. Se espera que ello también incida positivamente en el ratio de cobertura de intereses, no obstante, situándose en umbrales reducidos.

Destacar que el pasado 17 de abril se recibió auto de conclusión del Concurso de Acreedores, por lo que éste queda formalmente finalizado. Este hecho permitirá a Renta Corporación acceder a financiación ajena en condiciones más ventajosas, aspecto que se considera importante, dada la dependencia de recursos ajenos asociada al modelo de negocio del grupo.

Análisis de Flujo

- **Capacidad de generación de caja altamente dependiente de financiación ajena.**

Modelo de negocio que desemboca en una limitada capacidad de generación de flujo operativo, cuestión que se ha visto compensada en ejercicios recientes, de manera coyuntural, por una estrategia conservadora en lo relativo a inversión en activos asociados a la operativa del grupo (existencias estratégicas), así como por desinversiones puntuales, que han favorecido el flujo de caja libre, especialmente en el último ejercicio (€16,9m vs €2,8m en 2022). Adicionalmente, la actividad de la compañía determina una alta exposición a recursos externos al objeto de mantener los niveles de liquidez. En cualquier caso, en 2023 la posición caja se ha visto drenada en -€9,8m, situándose en €5,2m, estimándose una recuperación en el corto plazo, sobre la base de una recuperación de la actividad y la entrada de socios estratégicos en diferentes vehículos destinados a potenciar el negocio.

Capitalización

- **Elevada autonomía financiera.**

Sólida estructura de fondos propios (56% s/Total balance), superando el patrimonio neto en 1,6 veces la deuda financiera total. Pese al debilitamiento de la estructura de fondos propios en el último ejercicio, como consecuencia de las pérdidas recogidas (resultado consolidado: -€15,9m), la notable reducción del endeudamiento financiero registrada ha desembocado en una mejora de este indicador, el cual se espera que se mantenga en niveles elevados en el corto plazo.

Liquidez

- **Liquidez condicionada por los compromisos financieros en el corto plazo y cuya mejora pasa por la venta de activos no estratégicos y activación de palancas adicionales de liquidez.**

A cierre de 2023, la compañía parte de una situación de liquidez altamente penalizada por un exigente calendario de vencimientos, concentrado en el corto plazo (2024), destacando los vencimientos de las emisiones de pagarés MARF llevadas a cabo en 2023 (€12,2m) y de la deuda contratada con una entidad de financiación privada (€10m). Ante dicho escenario, desde la compañía se han puesto en marcha acciones para mejorar la situación de liquidez del grupo, entre las que destaca la venta de activos no estratégicos y de baja rentabilidad que, tras quedar liberados de cargas con el cierre del Convenio de Acreedores, se irán materializando entre 2024 y 2025. Dado el grado de avance de dichas acciones, sobre todo en lo relativo al proceso de venta de activos no estratégicos y teniendo en cuenta, adicionalmente, la tipología de los mismos (residencial, fundamentalmente), consideramos que ello refuerza la capacidad de la compañía para afrontar sus compromisos financieros y, por tanto, su situación de liquidez.

Modificadores

Riesgo País

- **No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante al concentrar la compañía su operativa en España.**

Controversias

- **No se han detectado riesgos relevantes respecto a controversias ESG.**

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras. Miles de €				
	2021	2022	2023	23vs22
Cifra de negocio	81.484	53.899	41.825	-22,4%
Ingresos totales ⁽¹⁾	81.651	53.996	41.949	-22,3%
Margen de las operaciones ⁽²⁾	19.666	17.660	-5.024	-128,4%
Margen de las operaciones (%)	24,1%	32,7%	-	-
EBIT ⁽¹⁾	9.554	1.935	-8.940	-562,0%
Margen EBIT (%)	11,7%	3,6%	-	-
EBITDA reportado ⁽²⁾	12.071	9.703	-13.581	-240,0%
EBITDA ajustado ⁽³⁾	9.817	2.344	-6.566	-380,1%
Margen EBITDA reportado (%)	14,8%	18,0%	-	-
Margen EBITDA ajustado (%) ⁽⁴⁾	12,0%	4,3%	-	-
EBT	8.118	5.595	-17.830	-418,7%
Total activo	164.794	170.217	104.484	-38,6%
Patrimonio neto	75.730	77.134	58.535	-24,1%
Patrimonio neto/DFT ajustada ⁽⁵⁾ (%)	126,5%	125,1%	161,9%	36,8pp
Deuda Financiera Total ajustada ⁽⁵⁾	59.873	61.675	36.164	-41,4%
Deuda Financiera Neta ajustada ⁽⁵⁾	43.466	46.366	30.656	-33,9%
Deuda Financiera Neta reportada ⁽⁶⁾	41.870	43.976	27.943	-36,5%
DFN ajustada ⁽⁵⁾ /EBITDA ajustado ⁽³⁾	4,4x	19,8x	n.a. ⁽⁷⁾	-
DFN reportada ⁽⁶⁾ /EBITDA reportado	3,5x	4,5x	n.a. ⁽⁷⁾	-
EBITDA ajustado ⁽³⁾ /Intereses	2,6x	0,7x	n.a. ⁽⁷⁾	-
FFO/DFN ajustada ⁽⁵⁾ (%)	8,4%	n.a. ⁽⁷⁾	n.a. ⁽⁷⁾	-

⁽¹⁾ No incluye las variaciones de valor de las inversiones inmobiliarias. ⁽²⁾ Incluye las variaciones de valor de las inversiones inmobiliarias. ⁽³⁾ Cálculo según metodología EthiFinance: EBIT + Amortización del inmovilizado +/- Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado y las inversiones inmobiliarias. No incluye las variaciones de valor de las inversiones inmobiliarias ni deterioros y variación de provisiones por operaciones comerciales. ⁽⁴⁾ EBITDA ajustado/Cifra de negocio. ⁽⁵⁾ No incluye ni el capital ni los intereses del préstamo participativo hasta 2022. En 2023 incluye los pasivos financieros asociados a activos clasificados como mantenidos para la venta a corto plazo. ⁽⁶⁾ Además del préstamo participativo, no incluye la deuda por arrendamientos bajo la norma NIIF-16, la deuda concursal no corriente ni los intereses del préstamo participativo. ⁽⁷⁾ EBITDA < 0; FFO < 0.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB
Análisis Sectorial	BBB-
Ajuste ESG	No
Posicionamiento Competitivo	B+
Gobernanza	BB+
Perfil Financiero	B
Cash flow y endeudamiento	CCC+
Solvencia	A
ESG Compañía	Yes
Anchor Rating	B+
Modificadores	No
Rating	B+

Análisis Sensibilidad

Factores que pueden (individual o colectivamente) impactar en el rating:

- **Factores positivos (↑)**

Incremento del tamaño del grupo, que permita una mejora del perfil de negocio. Aumento de la presencia del negocio patrimonial en la operativa, apoyado en la potenciación de activos de tipología distinta a la residencial. Constitución de vehículos de inversión con inversores institucionales.

Mejora del perfil financiero, favorecida por un incremento del EBITDA, que derive en un aumento del margen EBITDA (valores de referencia del sector Real Estate: 20%, aproximadamente), lo que, junto con un mantenimiento de la deuda financiera neta en niveles estables, desemboque en una mejora del ratio DFN/EBITDA ajustado (valores de referencia: en torno a 2x). Mejora del ratio EBITDA/Intereses (valor de referencia aproximado: 4,5x).

- **Factores negativos (↓)**

Intensificación de la coyuntura actual, que conlleve una continuidad de los resultados operativos en valores negativos o que los márgenes se sitúen en valores inferiores a los estimados (valores de referencia del margen EBIT del sector Real Estate: 14%, aproximadamente), entre otros. Desviaciones desfavorables en los hitos de liquidez previstos a corto plazo (entrada de socios inversores, venta de activos no estratégicos, refinanciaciones de parte de la deuda corporativa, entre otros), que incidan negativamente en la capacidad del grupo para afrontar sus compromisos de pago en el corto-medio plazo.

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Corporate Rating Methodology - Long Term : https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_190_V3_Corporate%20Methodology_2023-10-06.pdf
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are consider to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential

damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid