



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 20/05/2021

Fecha de revisión: 03/05/2023

## Contactos

### Associate Director

Luis Mesa García

luis.mesa@ethifinance.com

### Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

guillermo.cruz@ethifinance.com

## Rating Action y justificación

- EthiFinance Ratings rebaja la calificación de Renta Corporación Real Estate, pasando de “BB-” a “B+”, cambiando la tendencia de Positiva a 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 y un riesgo de construcción limitado, en comparación con las promotoras cotizadas en España. Asimismo, destaca positivamente su sólida estructura patrimonial, que desemboca en una elevada autonomía financiera (Patrimonio neto/Deuda financiera total: 125,1% en 2022). Pese a ello, el rating de la compañía se encuentra constreñido por un débil perfil financiero, penalizado por un nulo grado de cobertura de intereses vía EBITDA recurrente (0,6x en 2022; EBITDA/Intereses: 2,7x, si se incluye en el EBITDA la variación de valor de las inversiones inmobiliarias), así como por un elevado ratio de apalancamiento, con un DFN/EBITDA recurrente de 19,9x, a cierre de 2022. Si no se incluye en la deuda financiera neta, además de la deuda asociada al préstamo participativo, la deuda por arrendamientos bajo la norma NIIF-16 y la deuda concursal no corriente, el ratio DFN ajustada/EBITDA se situó en 4,5x en 2022, superando el límite fijado en los términos y condiciones de los bonos (3,5x), emitidos en 2018 por importe de €16,5M. De seguir superando este umbral de manera continuada por un periodo superior a seis meses, podría suponer la declaración de vencimiento anticipado de los bonos y la obligación de reembolsar su principal con carácter previo a su vencimiento, en octubre de 2023. En este sentido, cabe mencionar que la compañía tendría la posibilidad de hacer frente a dicho vencimiento vía venta eventual de activos. Adicionalmente, el contexto acaecido recientemente, marcado por los efectos del conflicto bélico surgido en Ucrania, una inflación generalizada y unos tipos de interés crecientes, ha penalizado la generación de negocio y los ratios financieros de la compañía en el último ejercicio. Este contexto se espera que continúe en el corto plazo lo que explica, en gran medida, la rebaja en el rating y tendencia otorgados.
- En línea con nuestra nueva 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.

## 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 SOCIMI e ingresos de las inversiones inmobiliarias). 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 €54,0M (-33,9% YoY) y un margen de las operaciones de €17,7M (€19,7M en 2021), lo que supuso un margen sobre ingresos del 32,7% (24,1% en 2021). A cierre de 2022, el EBITDA recurrente (no incluye la variación de valor de las inversiones inmobiliarias) se situó en €2,3M (€9,8M en 2021) y el ratio DFN/EBITDA recurrente ascendió a 19,9x (4,4x en 2021). Si se incluyen las variaciones de valor de las inversiones inmobiliarias, el grupo registró un EBITDA de €9,7M y un ratio DFN ajustada/EBITDA (DFN ajustada: No incluye deuda por arrendamientos bajo la norma NIIF-16, la deuda concursal no corriente, ni el capital e intereses del préstamo participativo) de 4,5x (3,5x en 2021). Renta Corporación cotiza en el mercado continuo de la Bolsa española desde 2006, con una capitalización bursátil que ascendió a €44M, aproximadamente, a 28/04/2023.

## Fundamentos

### Perfil de negocio

#### Análisis sectorial

- **Sector pro-cíclico, condicionado por un entorno actual marcado por unas elevadas tasas de inflación y tipos de interés crecientes.** El grupo desarrolla su actividad en un sector atomizado, caracterizado por su elevado grado de competitividad, limitadas barreras de entrada y positivas rentabilidades operativas en una industria volátil ante situaciones de mayor estrés. Asimismo, cabe destacar una tendencia a la concentración y al desarrollo de políticas ESG, principalmente por parte de las compañías de referencia. Actualmente, la industria se encuentra penalizada por el impacto derivado del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, la elevada inflación y subidas de tipos de interés, desembocando en una ralentización del mercado, cuya visibilidad en cuanto a una normalización en el corto-medio plazo se considera reducida.
- **En línea con nuestra nueva metodología, 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

- **Modelo de negocio diferenciado, dentro del sector inmobiliario.** 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), lo que constituye un elemento diferenciador respecto al negocio promocional tradicional y que limita el riesgo 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. Asimismo, dentro del negocio patrimonial, destaca la creación de Cabe en 2022 dedicada al alquiler de trasteros.
- **Cartera estratégica concentrada en torno al segmento residencial.** Pese al aumento registrado en el último ejercicio (€85,3M vs €62,7M en 2021), la cartera estratégica se mantiene en valores muy inferiores a ejercicios anteriores (129,8M en 2020 y €211,3M en 2019), en línea con una política de contención en términos de balance, tras la irrupción de la pandemia en 2020 y posterior entorno inflacionario y de tipos crecientes. En este sentido y dado el escenario actual, se espera que dicha estrategia se mantenga en el corto plazo. Atendiendo a la diversificación de la cartera, se concentra en el segmento residencial (64%), de acuerdo al *core* de negocio del grupo. Si bien la estrategia de potenciación del negocio patrimonial se ha visto reflejada en las inversiones inmobiliarias y en la cartera, con la incorporación de nuevas tipologías de activos en 2022 (trasteros y residencias), consideramos que dicha estrategia se encuentra en estado incipiente, dado su peso en la actividad de la compañía actualmente (31% de las inversiones inmobiliarias y 10% de la cartera).

#### 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 de soporte financiero ante potenciales necesidades de liquidez.

Política financiera tradicionalmente marcada por un apalancamiento en umbrales controlados, no obstante, condicionada en el último ejercicio por la coyuntura desfavorable del mercado.

## Perfil financiero

### Cash flow y endeudamiento

- **Caída de la actividad, unido a una notable reducción del EBITDA recurrente en el último ejercicio.** Descenso en los ingresos totales en 2022 (-33,9% YoY), motivado por el impacto de la coyuntura reciente sobre la principal línea de negocio del grupo (transaccional), caída que se trasladó en mayor medida al EBITDA recurrente (-76,3% YoY) a raíz del aumento de la estructura de gastos derivado de la incorporación de nuevas divisiones operativas, principalmente. Así, el margen EBITDA recurrente se situó en 4,3%, a cierre de 2022 (12,0% en 2021), valores que consideramos reducidos dentro del sector. Teniendo en cuenta las perspectivas de permanencia de dicha coyuntura, se espera que el ritmo de materialización de operaciones y rentabilidades operativas continúen condicionados en el corto plazo.
- **Empeoramiento de los ratios de apalancamiento.** Notable deterioro del ratio DFN/EBITDA recurrente a pesar del mantenimiento de la deuda financiera neta en niveles relativamente estables, asociado a la continuidad de la contención en términos de balance. A cierre de 2022, este indicador ascendió a 19,9x (DFN ajustada/EBITDA: 4,5x), valores considerados como elevados. Del mismo modo, la compañía presentó una nula capacidad de cobertura de intereses vía generación de EBITDA recurrente en el último ejercicio, situándose el ratio EBITDA recurrente/Intereses en 0,6x, a diciembre de 2022 (EBITDA/Intereses: 2,7x). Ambas cuestiones penalizan el perfil financiero de Renta Corporación.
- **Capacidad de generación de caja altamente dependiente de financiación ajena.** Modelo de negocio que desemboca en una limitada capacidad de generación de flujo operativo que se ha visto favorecida, de manera coyuntural, por una estrategia conservadora en lo relativo a inversión en activos asociados a la operativa del grupo (existencias estratégicas). Adicionalmente, el reducido periodo de maduración de dichos activos (en torno a los 12 meses), determina una alta exposición a recursos externos al objeto de mantener los niveles de liquidez.

### Solvencia

- **Elevada autonomía financiera.** Sólida estructura de fondos propios (45,3% s/Total balance), superando el patrimonio neto en 1,3 veces la deuda financiera total (no incluye el préstamo participativo). El aumento del patrimonio neto, gracias a la capitalización del resultado recogido y el mantenimiento de la deuda financiera total en umbrales relativamente estables (+3,0% YoY), ha permitido mantener este indicador en valores elevados en el último ejercicio.

## Modificadores

### Factores ESG

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

### Liquidez

- **Adecuada liquidez.** Si bien la compañía parte (cierre 2022) de una situación de liquidez altamente penalizada por un exigente calendario de vencimientos, concentrado en el corto plazo (2023), los compromisos de refinanciación de una parte de los vencimientos y de cancelación de otra, vía venta de activos, favorecen nuestra visión en este sentido. Ello deriva en una calificación de la liquidez como adecuada, no obstante, condicionada por un deteriorado perfil financiero.

### Riesgo país

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

## Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €				
	2020	2021	2022	22vs21
Cifra de negocio	44.519	81.484	53.899	-33,9%
Ingresos totales <sup>(1)</sup>	45.634	81.651	53.996	-33,9%
Margen de las operaciones <sup>(2)</sup>	4.203	19.666	17.660	-10,2%
Margen de las operaciones (%)	9,2%	24,1%	32,7%	8,6pp
EBIT <sup>(2)</sup>	-5.732	11.722	9.223	-21,3%
Margen EBIT (%)	-12,6%	14,4%	17,1%	2,7pp
EBITDA	-5.173	12.071	9.703	-19,6%
EBITDA recurrente <sup>(1)</sup>	-5.873	9.827	2.330	-76,3%
Margen EBITDA (%)	-11,3%	14,8%	18,0%	3,2pp
Margen EBITDA rec. (%)	-12,9%	12,0%	4,3%	-7,7pp
EBT	-8.845	8.118	5.595	-31,1%
Total activo	151.800	164.794	170.217	3,3%
Patrimonio neto	66.830	75.730	77.134	1,9%
Patrimonio neto/DFT (%)	115,6%	126,5%	125,1%	-1,4pp
Deuda Financiera Total <sup>(3)</sup>	57.797	59.873	61.675	3,0%
Deuda Financiera Neta <sup>(3)</sup>	49.578	43.466	46.366	6,7%
Deuda Financiera Neta ajustada <sup>(4)</sup>	47.482	41.870	43.976	5,0%
DFN/EBITDA recurrente <sup>(1)</sup>	n.a. <sup>(5)</sup>	4,4x	19,9x	15,5x
DFN ajustada/EBITDA	n.a. <sup>(5)</sup>	3,5x	4,5x	1,1x
EBITDA/Intereses	n.a. <sup>(5)</sup>	3,2x	2,7x	-0,5x
EBITDA rec. <sup>(1)</sup> /Intereses	n.a. <sup>(5)</sup>	2,6x	0,6x	-2,0x
FFO/DFN (%)	n.a. <sup>(5)</sup>	8,4%	n.a. <sup>(5)</sup>	-

<sup>(1)</sup> No incluye las variaciones de valor de las inversiones inmobiliarias. <sup>(2)</sup> Incluye las variaciones de valor de las inversiones inmobiliarias. <sup>(3)</sup> No incluye ni el capital ni los intereses del préstamo participativo. <sup>(4)</sup> 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. <sup>(5)</sup> EBITDA < 0; FFO < 0.

## Análisis de sensibilidad

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

- Factores positivos (↑).** Incremento de la presencia del negocio patrimonial en la operativa del grupo, apoyado en la potenciación de activos de tipología distinta a la residencial. Mejora del perfil financiero, favorecida por un incremento del EBITDA recurrente, que derive en un aumento del margen EBITDA recurrente (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 recurrente.

- **Factores negativos (↓).** Intensificación de la coyuntura actual, que conlleve una continuidad en el deterioro de los resultados operativos y un empeoramiento del margen EBIT (valores de referencia del sector Real Estate: 14%, aproximadamente), entre otros. Mantenimiento de la trayectoria de deterioro de ratios financieros de referencia, como el DFN/EBITDA, desembocando en una continuidad en la debilidad del perfil financiero, unido a un ratio de liquidez inferior a 2x (suma de la posición de tesorería, a cierre del último ejercicio y FFO estimado a corto plazo, dividido por la suma de los vencimientos de deuda y capex de mantenimiento, a corto plazo).

## Información regulatoria

### Fuentes de información

La calificación de crédito emitida en este informe ha sido realizada de manera solicitada por parte del ente calificado, participando éste en el proceso. La misma se basa tanto en información privada como pública. Las principales fuentes utilizadas son:

- Cuentas anuales.
- Página web corporativa.
- Información publicada por los Boletines Oficiales.
- Rating book facilitado por la compañía.

La información ha sido exhaustivamente revisada para asegurar plausibilidad y coherencia, considerándose satisfactoria. No obstante, EthiFinance Ratings no asume ninguna responsabilidad sobre la veracidad de la información y de las conclusiones deducidas sobre la misma.

### Información adicional

- La calificación ha sido realizada de acuerdo al Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia y en concordancia con la Metodología Corporate Rating y Metodología de Perspectivas que puede consultarse en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/methodologies>; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/ratingScale>
- EthiFinance Ratings publica los datos sobre las tasas históricas de incumplimiento de las categorías de calificación, que se alojan en el repositorio central de estadísticas CEREP, del regulador European Securities and Markets Authority (ESMA).
- De acuerdo con lo estipulado en el Artículo 6, apartado 2, en relación con el anexo I, sección B, punto 4, del Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, se informa que en el transcurso de los últimos 12 meses EthiFinance Ratings no ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada ni a terceros vinculados.
- El rating otorgado ha sido notificado a la entidad calificada, no siendo modificado desde entonces.

**Condiciones de uso de este documento y su contenido:**

Para todo tipo de Calificaciones Crediticias que emita ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (la "AGENCIA"), el Usuario no podrá, ni por sí mismo ni a través de terceros, transferir, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o disponer de cualquier otra forma del contenido de este Documento a un tercero, ya sea a título gratuito u oneroso.

A los efectos de las presentes Condiciones de Uso, se considerará Usuario a todo cliente que pueda haber suscrito un producto y/o un servicio que le permita disponer del contenido de este Documento, así como a toda persona privilegiada que pueda acceder al contenido de este Documento a través de <https://www.ethifinance.com/>.

El usuario tampoco podrá alterar, transformar o distorsionar la información proporcionada de ninguna manera. Asimismo, no podrá copiar y/o duplicar la información, ni crear archivos que contengan la información del Documento, ni en su totalidad ni parcialmente.

El Documento y su código fuente, cualquiera que sea su tipología, se considerará elaboración, creación u obra de la AGENCIA y estará sujeto a la protección de la normativa sobre derechos de propiedad intelectual. Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no permitir la supresión del copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la razón social establecida por la AGENCIA, así como el logotipo, las marcas y cualquier otro signo distintivo que sea representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Usuario acepta las condiciones de Uso de este Documento y queda sujeto a estas disposiciones desde la primera vez que se le facilite este Documento, independientemente de la forma en que se le facilite el mismo. El Documento y su contenido no podrán ser utilizados con fines ilícitos o distintos a los autorizados por la AGENCIA. El Usuario informará a la AGENCIA de cualquier uso no autorizado del Documento y/o de su contenido que se ponga de manifiesto. El Usuario responderá frente a la AGENCIA por sí mismo y por sus empleados y/o por cualquier otro tercero al que se le haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido en caso de daños y perjuicios que se deriven del incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declaró haber leído, aceptado y comprendido al recibir el Documento, sin perjuicio de las demás acciones legales que la AGENCIA pueda ejercer en defensa de sus legítimos derechos e intereses.

El Documento se facilita bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario pueda hacer de la información contenida. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones, deben considerarse como opiniones válidas en la fecha de emisión de los informes y no como declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, mantener o vender cualquier valor o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y las perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA se consideran una opinión propia, por lo que se recomienda que el Usuario la tome como base limitada para cualquier propósito para el que pretenda utilizar la información. Los análisis no abordan la idoneidad de ningún valor. La AGENCIA no actúa como fiduciaria ni como asesora de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustituto de los conocimientos, criterios, juicios o experiencia del Usuario, su Dirección, empleados, asesores y/o clientes para la toma de decisiones de inversión. La AGENCIA dedica todos sus esfuerzos a garantizar que la información suministrada sea precisa y fiable. No obstante, dado que la información se elabora en base a datos suministrados por fuentes que pueden estar fuera del control de la AGENCIA, y cuya verificación y comparación no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, y sus directores, accionistas, empleados, analistas y agentes no tendrán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación alguna, pérdida de ingresos y costes de oportunidad, pérdida de negocio o daños a la reputación o cualquier otro coste) por cualquier inexactitud, error, falta de correspondencia, integridad u omisión de datos e información utilizados en la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso de su contenido, incluso en el caso de haber sido advertida de los posibles daños. La AGENCIA no realiza auditorías ni asume la obligación de verificar las fuentes de información independientes sobre las que se elaboran las calificaciones.

Por lo tanto, el Usuario acepta que la información proporcionada por la AGENCIA puede ser un elemento más a tener en cuenta a la hora de tomar decisiones empresariales, pero no se tomarán decisiones basándose únicamente en ella; siendo así, la AGENCIA no se hace responsable de la falta de idoneidad. Asimismo, la utilización de la información ante juzgados y/o tribunales, administraciones públicas, o cualquier otro organismo público o tercero privado por cualquier motivo, será responsabilidad exclusiva del Usuario y la AGENCIA no responderá de ninguna responsabilidad por la inadecuación de los contenidos de la información.

La información sobre las personas físicas que pueda aparecer en este documento es única y exclusivamente relevante para sus negocios o actividades empresariales, sin referencia a la esfera de su vida privada, por lo que puede ser considerada. Los datos personales que puedan aparecer en este documento son tratados de acuerdo con el Reglamento (UE) 679/2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y demás normativa aplicable. Aquellos interesados que deseen ejercer los derechos que les asisten pueden encontrar más información en el enlace: <https://www.ethifinance.com/> en la página de Política de Privacidad o contactar con nuestro Delegado de Protección de Datos en el correo [dpo@ethifinance.com](mailto:dpo@ethifinance.com).

Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. Todos los derechos reservados.

C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid - España.