

RENTA CORPORACIÓN (REN)

Reinicio Cobertura

Sector: Inmobiliarias y Otros (Servicios Financieros e Inmobiliarios)

COMPRAR
 RIESGO: ALTO

Accionistas

 Luis Hernández: 26%
 Briar Wood: 6,5%
 Baldomero Falcones: 5%
 Blas Herrero: 4%
 Venesa Herrero: 4%
 Fundación Renta Corporación: 3%
 Autocartera: 2%

Analista: Juan J. Fdez-Figares

 Tel: 34 - 91 - 573 3027
 Fax: 34 - 91 - 504 4046

Mesa de contratación

 Enrique Zamácola / Javier de Pedro
 Tel: 34 - 91 - 573 3027
 Fax: 34 - 91 - 504 4046

 Precio acción (19/02/18): EUR 3,57
Precio objetivo (12 meses): EUR 4,96
 # de acciones (mill): 32,89
 Capitalización bursátil (mill): EUR 117,41
 Máx/Mín 2018: EUR 3,57 / 2,93
 Máx/Mín (12 meses): EUR 3,57 / 1,90
 % Máx/Mín (12 meses): 0 / 88

 PER 16: 15,1
 PER 17E: 10,2
 PER 18E: 6,7
 PER 19E: 5,4

Principales Ratios

	EV/Ebitda	Ebitda (*)	B° Neto (*)	Cash-flow (*)	BPA	CF acción	Dividendo acción	Pay-out (**) (%)
2016	19,9	4,10	4,00	4,20	0,12	0,13	0,00	0
2017E	13,5	10,66	11,47	10,16	0,35	0,31	0,00	0
2018E	6,9	19,09	17,58	18,31	0,53	0,56	0,00	0
2019E	4,7	24,60	21,73	23,48	0,66	0,71	0,00	0

(*) EUR millones

(**) Las ampliaciones liberadas de capital no están incluidas

Factores Claves de la Inversión

- **RENTA CORPORACION (REN; la Compañía o el Grupo) presenta un modelo de negocio original y eficiente, consistente en la compra de inmuebles para su posterior transformación**, con objeto de adaptarlos a las necesidades de la demanda, **y su venta a terceros**.
- **El mencionado modelo de negocio aprovecha las ineficiencias que se dan en el sector inmobiliario** como consecuencia de las dificultades de la oferta y de la demanda de tener acceso a información de calidad, y a los desajustes en las características de la oferta y la demanda en temas tan concretos como la situación física de los activos, su uso, su nivel de utilización o agregación, su estructura de arrendamiento y/o sus parámetros urbanísticos.
- **Los principales pilares del modelo son:** i) **el solapamiento de procesos**; ii) **el oportunismo y la flexibilidad** inversora, iii) **la experiencia de los cuadros** de la Compañía, v) **la reducción del riesgo inversor** a través de una elevada rotación de activos, y iv) **el limitar la operativa a mercados de elevada liquidez**.
- **Una de las principales ventajas competitivas del Grupo es el uso de opciones de compra que le permiten retirar el activo del mercado rápidamente** para analizarlo con mayor profundidad, **con objeto de minimizar los riesgos de la adquisición y maximizar la potencial rentabilidad** del inmueble cuando sea vendido.
- **En 2016 REN firmó un acuerdo con el fondo de pensiones neerlandés APG para crear una Sociedad Anónima Cotizada de Inversión Inmobiliaria**, socimi, que prevé invertir EUR 1.000 millones, cifra que podría ser ampliada hasta los EUR 1.500 millones, en un plazo de 5 años en activos inmobiliarios residenciales en España. Destacar que APG, uno de los principales fondos de pensiones del mundo, gestiona más de EUR 400.000 millones, principalmente en Europa.
- **La gestión de la socimi permitirá a REN dotar de mayor recurrencia a sus ingresos, algo de lo que adolecía en anteriores etapas**. Valoramos, por ello, muy positivamente esta decisión estratégica, así como el socio con el que la Compañía va a desarrollar el proyecto. Únicamente vemos un riesgo al mismo: la falta de producto (inmuebles residenciales en renta), aunque en principio los gestores de REN se muestran optimistas al respecto.
- **La recuperación económica por la que atraviesa España**, cuyas tasas de crecimiento del PIB son de las más elevadas de la Zona Euro, algo que esperamos se mantenga en los próximos años, **está permitiendo la reducción acelerada de la tasa de desempleo, algo que siempre favorece el desarrollo del sector residencial**, sector en el que REN concentra la mayor parte de su actividad.
- En el entorno favorable descrito en el punto precedente esperamos que REN sea capaz de incrementar sus resultados a un ritmo elevado en los próximos cinco años (periodo 2017-2021). Así, esperamos que **el margen de las operaciones del Grupo aumente en el periodo a una tasa anual de crecimiento compuesto (tacc) del 23%** (en 2017 esperamos que este margen prácticamente se duplique en relación a 2016).

Renta Corporación (REN), Febrero 2018

- Por su parte, **tanto el cash-flow de explotación o EBITDA como el beneficio neto de explotación o EBIT crecerán en el periodo proyectado a una tasa anual cercana al 30%**. Ello será consecuencia de la capacidad de la Compañía para apalancar su estructura. Por último, **el beneficio neto aumentará a una tasa del 22% en el periodo proyectado**. Este menor crecimiento anual en relación al alcanzado a nivel explotación es consecuencia de que a partir de 2019 esperamos que la Compañía comience a pagar impuestos dado su nivel de beneficios.
- Hemos valorado REN aplicando un modelo de descuento de flujo de caja ajustados a impuestos, obteniendo un **precio objetivo** para las acciones de la Compañía de **EUR 4,96**, lo que otorga a las mismas un potencial de revalorización cercano al **40%**.
- A nuestra positiva opinión sobre el modelo de negocio de REN y a nuestra confianza en la capacidad de la Compañía para incrementar sosteniblemente sus resultados en los próximos años, hay que unir, por tanto, el elevado potencial de mejora que presenta el valor en Bolsa. Por todo ello, **pensamos que REN es una atractiva opción para aquellos inversores que quieran mantener posiciones en el sector inmobiliario de la bolsa española**, así como para cualquier otro que busque compañías con sólidas expectativas de crecimiento de sus resultados en los próximos años, independientemente del sector en el que operen.

RECOMENDACIÓN: COMPRAR
RIESGO: ALTO

RENTA CORPORACION HA DESARROLLADO UN MODELO DE NEGOCIO ORIGINAL Y EFICIENTE, QUE LA CONVIERTE EN UNA INMOBILIARIA ATÍPICA ENTRE LAS COTIZADAS EN EL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL, Y...

Las características operativas, que condicionan su estructura económico-financiera, hacen de REN una compañía atípica dentro del sector inmobiliario en España. La Compañía ha desarrollado en los últimos años un modelo de negocio original y eficiente, consistente en la compra de inmuebles para su posterior transformación, con objeto de adaptarlos a las necesidades de la demanda, y venta a terceros. Las principales características del modelo de negocio son la elevada rotación de los activos, con un objetivo establecido de menos de 12 meses de permanencia en balance –se contabilizan como existencias-, y el hecho de que cada operación tenga un objetivo de rentabilidad mínima definido. El modelo, por tanto, difiere totalmente de los clásicos modelos patrimonialista o promotor, característicos de las inmobiliarias cotizadas en la bolsa española. REN es en esencia un “*trade*” del sector inmobiliario.

Tras superar favorablemente en septiembre de 2014 el concurso de acreedores en el que había entrado en marzo de 2013 tras cobrar plena firmeza la sentencia de aprobación del convenio de acreedores, la Compañía ha hecho un esfuerzo para identificar los motivos que la llevaron a esta situación, ajenos en gran medida al modelo de negocio como ahora analizaremos. Además, y tras seis años en los que el patrimonio de la sociedad se ha mantenido por debajo del capital social, al cierre de 2016, y tras la aplicación de los beneficios del ejercicio, REN ha logrado reequilibrar su situación patrimonial.

En este periodo de tiempo la Compañía ha reflexionado sobre cuáles fueron los motivos que la llevaron a tener que solicitar la protección judicial frente a sus acreedores, motivos que, como hemos señalado no son consustanciales al modelo de negocio y que podríamos resumir en los siguientes cinco:

- La Compañía afrontó la crisis con una **inversión en suelo** muy por encima de lo deseable (unos EUR 150 millones) y que, en principio, no era acorde al modelo empresarial que había definido; durante la crisis el suelo se convirtió en un activo invendible.
- El giro dramático que experimentó el sector inmobiliario español a partir de 2007 cogió a REN **muy apalancada**, tras la firma poco antes de un crédito sindicado por importe de EUR 500 millones.
- REN llegó a tener **oficinas en París, Londres, Berlín y Nueva York**, mercados todos ellos que a raíz de la crisis de las hipotecas *subprime* entraron en fase recesiva, convirtiéndose la presencia de la Compañía en los mismos como una pesada carga para la misma;
- REN presentaba a comienzos de la crisis **una estructura muy pesada**, la cual ha ido reduciendo paulatinamente. Así, en 2007 los gastos de personal rondaban los EUR 20 millones frente a los menos de EUR 5 millones con los que se cerró 2016.
- La **falta de recurrencia de los ingresos**, consecuencia de la no tenencia de un negocio patrimonialista estable.

La actual dirección de la Compañía nos ha transmitido, en este sentido, su intención de mantenerse fiel a su modelo de negocio, así como la de incorporar al mismo una actividad que ofrezca cierta estabilidad a la cuenta de resultados, algo que valoramos muy positivamente. Así, y como explicaremos en este informe con mayor detalle, REN ha desarrollado una nueva línea de negocio dedicada a la gestión patrimonial de activos, con objeto de alcanzar la recurrencia en resultados de la que antes carecía por las características propias de su actividad.

En este sentido, destacar que las líneas de negocio tradicionales de REN son:

a) Unidad de negocio de Ventas

Este es el negocio de mayor tradición para REN y cuenta con presencia permanente en los mercados de Barcelona y Madrid. Esta unidad tiene por objeto la adquisición de edificios residenciales o de uso mixto (combinación de residencial y oficinas / comercial), para rehabilitarlos y posteriormente venderlos, bien de manera fraccionada, esto es, por unidades, bien el inmueble entero. Por otro lado, también se incluye en esta unidad la adquisición de edificios urbanos, normalmente de oficinas, hoteles y superficies comerciales, para su transformación y posterior venta.

b) Unidad de negocio de Prestaciones de Servicios

En este caso REN actúa como facilitador de servicios a terceros propietarios de portafolios de inmuebles (bancos, fondos inversores inmobiliarios, paquetes particulares de inmuebles...) para que pueda realizar sobre estos activos buena parte del modelo de negocio de la Compañía: transformación, aportación de valor añadido y posterior venta de activos.

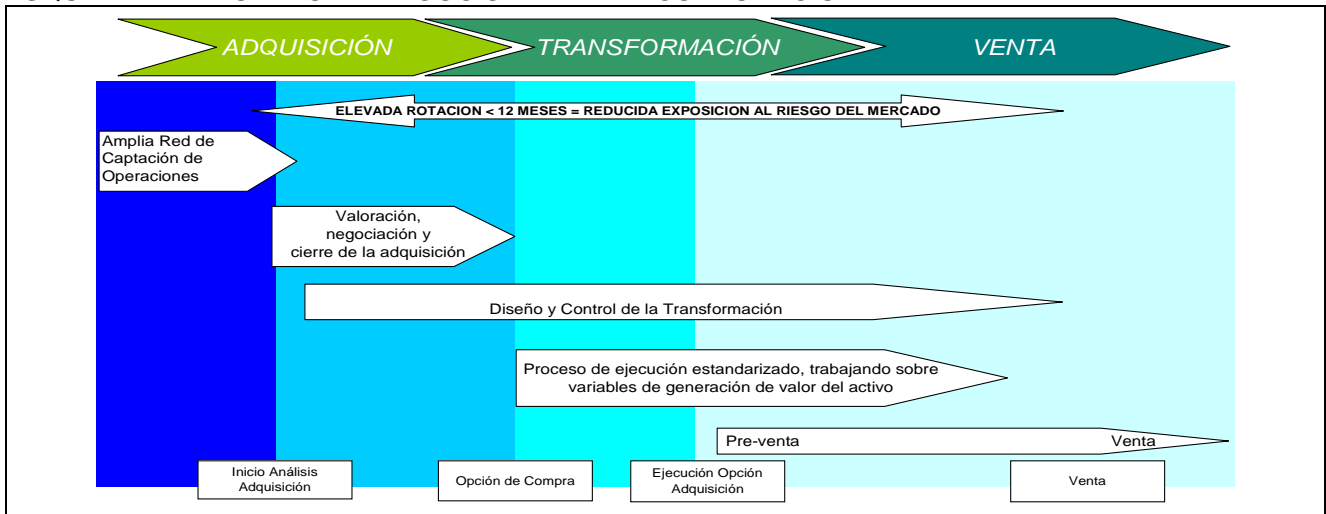
...QUE PRETENDE APROVECHAR LAS INEFICIENCIAS DEL SECTOR INMOBILIARIO ESPAÑOL GRACIAS A SUS CONOCIMIENTOS DEL MERCADO Y A LOS PROCESOS DE ANÁLISIS Y TOMA DE DECISIONES DISEÑADOS POR LA COMPAÑÍA

- El modelo de negocio de REN pretende aprovechar las ineficiencias que se dan en el sector inmobiliario como consecuencia de: i) la dificultad tanto de la oferta como de la demanda de tener acceso a información de calidad, y, por tanto, para el conocimiento del mercado (necesidades de oferta y demanda), y de ii) los desajustes en las características de la oferta y la demanda en temas tan concretos como la situación física de los activos, su uso, su nivel de utilización o agregación, su estructura de arrendamiento y/o sus parámetros urbanísticos. REN intenta solventar estas deficiencias gracias a su conocimiento del mercado (experiencia) y a los procesos de análisis y toma de decisión que tiene diseñados (“*know how*”), transformando el activo hasta adecuarlo a las necesidades de la demanda.
- La Compañía entiende, idea que compartimos, que para que este modelo funcione de forma exitosa se tiene que limitar el número de operaciones realizadas en un ejercicio, siendo el objetivo marcado por REN, en una primera fase, de unas 30/40. Un número excesivo de transacciones dificultaría tanto el proceso eficiente de compra como el de venta, al incrementar la necesidad de recursos empleados en el análisis y ejecución de los mismos. Por contra, un número pequeño de operaciones, se entiende que de gran tamaño para compensar en la facturación la disminución de transacciones, incrementaría el riesgo asumido por REN al concentrar el mismo en pocos inmuebles.
- Como se muestra en el Gráfico n.1 adjunto, el proceso del modelo de negocio de REN tiene tres fases, fases que en muchos momentos se superponen, potenciando de esta forma la agilidad y eficiencia del modelo.
 - i) **Compra del inmueble:** es el periodo de tiempo que transcurre desde el momento en el que se identifica la existencia de un inmueble en venta hasta la firma con el propietario del mismo de un compromiso de venta u opción de compra a favor de REN. En la adquisición del inmueble se distinguen dos subfases claves: el conocimiento de la oferta y la valoración, negociación y cierre de la compra.

Esta fase es clave en el proceso de negocio ya que determina la cartera de operaciones del Grupo, lo que condicionará su capacidad de crecimiento y establecerá su perfil de riesgo. Es por ello que REN presta gran atención a esta fase, centralizando la misma en el Departamento de Adquisiciones. Además, en esta fase se involucran algunos de los principales ejecutivos de la Compañía, debido a su gran relevancia.

En este sentido, REN se plantea tres objetivos para hacer lo más exitosa posible esta fase:

- anticiparse a la competencia** conociendo en todo momento el estado de la oferta de inmuebles en las plazas en las que opera,
- adquirir los inmuebles que cumplan con los criterios de rentabilidad** (aproximadamente entre un 20 y un 23% en términos de margen bruto sobre coste de ventas) **y rotación preestablecidos** (permanencia en balance inferior al año),
- adquirir los inmuebles con agilidad y rapidez** evitando de esta forma procesos de compra competitivos como las subastas.

Gráfico n. 1
ESQUEMA DEL MODELO DE NEGOCIO DE RENTA CORPORACION


Fuente: Renta Corporación. Elaboración propia.

Igualmente, es importante destacar **los canales comerciales** que utiliza REN en la fase de compra, canales que le permiten captar las oportunidades que ofrece el mercado y frente a los cuales la Compañía realiza un acercamiento distinto en función de su naturaleza. Estos pueden ser *Intermediarios Profesionales* (firmas de servicios inmobiliarios e intermediarios o agentes individuales); *Propietarios Directos de inmuebles* (personas físicas o familias propietarias y corporaciones e instituciones), e *Intermediarios Ocasional* (administradores de fincas y otros grupos cercanos al propietario). La mayor utilización de uno u otro canal varía en función del tipo de producto que se desee adquirir. Así, para la adquisición de inmuebles destinados al Residencial se viene utilizando en mayor medida el canal de Intermediarios Profesionales; para Oficinas destaca el uso del canal corporaciones e instituciones, integrado en el canal que hemos llamado Propietarios Directos, y el de firmas de intermediación inmobiliarias, dentro del canal de Intermediarios Profesionales; mientras que para Suelo

Renta Corporación (REN), Febrero 2018

los canales más utilizados son el de personas físicas, integrado en el canal que hemos llamado Propietarios Directos, y el de Intermediarios Profesionales.

Señalar, además, que uno de los factores claves de éxito de la fase de adquisición y de la aplicación del modelo de negocio de la Compañía, así como una de las principales ventajas competitivas de REN, es **la utilización de opciones** de compra en la negociación y cierre de las adquisiciones de inmuebles. Las opciones permiten a la Compañía retirar el activo del mercado rápidamente para analizarlo con mayor profundidad con objeto de minimizar los riesgos de la adquisición y maximizar la potencial rentabilidad del inmueble cuando sea vendido. Es más, y dentro de lo que hemos definido como solapamiento de fases, otro de los factores claves de éxito de este modelo, la utilización de opciones permite a REN iniciar parte del trabajo de transformación del activo con anterioridad a que se materialice la compra, minimizando a su vez el periodo que transcurre entre la compra efectiva del inmueble y su venta.

Este procedimiento persigue igualmente reducir las necesidades de capital empleado y la exposición de la Compañía al riesgo de mercado. El importe de la prima de estas opciones (aproximadamente supone entre un 3 y un 5% del importe del precio de adquisición del inmueble) se financia con fondos propios o por medio de pólizas de crédito. El plazo de ejercicio de las opciones suele ser de 3 y 6 meses, aunque en algunos casos, si la operación conlleva transformaciones más complejas, el plazo establecido se alarga (hasta 1 año). Además, las opciones no ejercidas por la Compañía tienen un impacto marginal en las cuentas de la misma.

Por último, señalar que en la actualidad REN financia sus adquisiciones principalmente con deuda hipotecaria, algo que ha cambiado en relación a su forma de proceder antes de la crisis, cuando suscribió un gran crédito sindicado por importe de EUR 500 millones. El resto de la inversión se financia con recursos propios.

- ii) **Transformación del inmueble:** esta fase comprende el periodo de tiempo desde la firma del compromiso de venta u opción de compra hasta la finalización de la actividad de transformación sobre el inmueble adquirido por REN. El objetivo de esta fase es el de gestionar las distintas actuaciones de transformación llevadas a cabo para maximizar el valor del inmueble, adaptándolo a las necesidades de la demanda.

Esta fase es desarrollada dentro de la Compañía por los Departamentos de Transformación y Venta, apoyados por los Departamentos Jurídico y Técnico del Grupo.

La transformación del inmueble puede consistir en una o varias actuaciones simultáneas. A continuación, pasamos a enumerar las más frecuentes:

- a) **Transformación física** que incluye la rehabilitación parcial o total del inmueble hasta su demolición, urbanización y construcción de obra nueva.
- b) **Cambio de usos** que generalmente se producen entre las siguientes categorías: residencial, oficinas, comercial, hotelero, industrial y dotacional.
- c) **Fraccionamiento o agregación de inmuebles** bien mediante su división horizontal, lo que permite su venta en unidades, o mediante la agregación de inmuebles, que permite la gestión de una mayor unidad inmobiliaria.
- d) **Modificación de la estructura de arrendamientos** mejorando las cláusulas de duración, las garantías, los precios, etc. de los contratos. En algunos casos el objetivo es la rescisión anticipada de los contratos de arrendamiento para facilitar la transformación física del inmueble, su cambio de uso, la obtención de una renta superior, etc.

- e) **Cancelación y/o levantamiento de cargas** legales que gravan los inmuebles tales como el levantamiento de censos, la consolidación de pleno dominio, la resolución de regímenes de propiedad indivisa, delimitaciones de lindes, etc.
- f) **Mejoras en parámetros de aprovechamiento urbanístico** que afectan al inmueble.

Por lo general, REN no lleva a cabo estas operaciones de transformación por sí misma, sino que las subcontrata a terceros.

- iii) **Venta de los activos:** esta fase se inicia una vez el inmueble ha sido adquirido, solapándose con la fase de transformación. La fase concluye una vez se produce la venta efectiva del activo. Las claves de éxito de esta fase son la agilidad y rapidez de venta del inmueble, una vez llevada a cabo la transformación –REN llega a acuerdos puntuales con algunos compradores para terminar la transformación del activo una vez vendido-, y la obtención de las rentabilidades determinadas a priori para cada inmueble.

Los departamentos involucrados en esta fase son el de Transformación y el de Ventas, departamentos que son los que seleccionan el canal más adecuado para cada operación, y que reciben el apoyo del de Marketing, que es el que gestiona todo el apoyo publicitario para la comercialización del activo, y del Jurídico, que es el que formaliza las operaciones de venta. Es factible que en alguna ocasión REN utilice intermediarios profesionales, manteniendo en dichos casos un estricto control del proceso de comercialización del inmueble. No obstante, la Compañía tiene por costumbre no conceder exclusivas en la venta de sus activos a ningún intermediario.

Las tres fases del proceso de negocio según está definido en el modelo de REN son un flujo constante de información para la Compañía, es decir, el proceso se **retroalimenta**, lo que permite a ésta disponer en cada momento de un producto adecuado a las necesidades reales de la demanda.

La tipología de clientes de REN es amplia, incluyendo desde personas físicas a corporaciones o instituciones, que en ambos casos adquieren el inmueble para su uso y disfrute, hasta los inversores patrimonialistas y promotores. Cabe destacar que debido a la existencia todos los años de determinadas operaciones significativas por su importe y tamaño, y al reducido número de operaciones anuales que lleva a cabo la Compañía (entre 30 y 40, como ya hemos señalado), el grado de concentración de ventas por clientes es elevado. Aun así, no consideramos los niveles de concentración como de alto riesgo.

Por último, señalar que REN ofrece a los compradores de sus inmuebles la posibilidad de subrogarse en la deuda hipotecaria ligada al mismo.

RENTA CORPORACIÓN PERSIGUE SEGUIR INCREMENTANDO SUS RESULTADOS A UN RITMO ELEVADO LOS PRÓXIMOS AÑOS, ACCEDIENDO A OPERACIONES CADA VEZ DE MAYOR TAMAÑO CON OBJETO DE PODER APALANCAR SU ESTRUCTURA, ASÍ COMO...

El principal objetivo estratégico de la Compañía es la implementación de la forma más eficaz y rentable del modelo de negocio diseñado *ad hoc* por sus gestores para alcanzar unas elevadas rentabilidades sobre fondos propios.

Este modelo de negocio tiene como principales pilares, tal y como ya hemos visto, i) el solapamiento de procesos; ii) el oportunismo y la flexibilidad inversora, iii) la experiencia de los cuadros de la Compañía, que

Renta Corporación (REN), Febrero 2018

permite un conocimiento muy ajustado de la demanda y de la oferta en los mercados en los que actúa, v) la reducción del riesgo inversor a través de una elevada rotación de activos, y iv) el limitar la operativa a mercados de elevada liquidez.

Teniendo en cuenta las características del modelo, e intentando ajustarse lo más posible a las mismas, la Compañía ha establecido una serie de objetivos estratégicos que pasamos a enumerar a continuación:

- i) **Potenciar el conocimiento del mercado:** el éxito del modelo de negocio se basa en gran medida en la fase de adquisición de los inmuebles, dado que un error en la misma podría convertir la operación en fallida en términos de rentabilidad. Igualmente, y tan importante como conocer bien a los potenciales vendedores, es fundamental poder determinar las necesidades del mercado, es decir, tener una aproximación lo más exacta posible de lo que la demanda quiere en cada momento. REN ha dedicado y sigue dedicando muchos esfuerzos a potenciar este conocimiento de los mercados en los que opera ya que es este conocimiento el que le va a permitir aprovechar las oportunidades que surjan en ellos, muchas veces producto de las ineficiencias existentes en los mismos.

Es por ello que para poder conocer y valorar las oportunidades REN ha desarrollado su propia metodología, así como un sistema interno de información de soporte, el denominado TMS (*Transaction Management System*). Este sistema permite la valoración de las diversas oportunidades en base a una serie de variables (estado físico del inmueble, situación legal y de mercado del mismo, costes de adquisición, situación arrendaticia y urbanística, etc.). El TMS es actualizado constantemente con información de mercado procedente de los inmuebles analizados. Este sistema permite, además, identificar un gran número de operaciones anualmente (unas 900), convirtiéndose en una clara ventaja competitiva para la Compañía.

- ii) **Centrar la actividad en el segmento de mercado residencial y terciario:** si bien REN no descarta operar en otros segmentos de mercado como el suelo finalista, en principio, en esta nueva etapa, la Compañía pretende centrar sus esfuerzos en el segmento residencial y terciario en el centro de Madrid y Barcelona, que son los que mejor conoce y en los que de forma más eficiente puede aplicar su modelo de negocio. No obstante, REN mantiene una estructura de negocio flexible con el objetivo de adaptarse de forma "oportunistamente" a las características coyunturales de los mercados en los que opera.
- iii) **Concentrar su actividad en los mercados geográficos que mejor conoce:** con objeto de diversificar el origen de sus ingresos y resultados, la Compañía decidió en 2002 iniciar su expansión exterior con la apertura de una filial en París. Posteriormente REN abrió sendas filiales en Londres, Berlín y Nueva York. No obstante, en esta nueva etapa la Compañía ha optado por concentrar su actividad en los mercados españoles más líquidos, Madrid y Barcelona, que son los que mejor conoce. No obstante, no descarta realizar operaciones puntuales en el exterior, pero siempre tras petición expresa de algún cliente. Actualmente, REN genera cerca del 65% de su negocio en Madrid, que es el mercado de mayor tamaño, y el resto en Barcelona.
- iv) **Crece incrementando el volumen de las operaciones:** REN tiene como objetivo estratégico mantener elevadas tasas de crecimiento de sus resultados. Para ello es fundamental incrementar su facturación sin que ello suponga incrementar en exceso el número de operaciones a realizar, ya que ello podría conllevar bien la necesidad de aumentar la estructura de la organización por encima de lo que sería deseable, o bien, reducir el control que sobre el proceso de cada operación tiene en la actualidad. Así, REN no persigue como objetivo el aumentar el número de operaciones anuales, que pretende que se mantenga en un rango cercano a las 40, si no incrementar su volumen medio, lo que le permitirá apalancar su estructura.

... AUMENTAR SU RECURRENCIA ENTRANDO EN EL NEGOCIO DE LA GESTIÓN DE PATRIMONIO INMOBILIARIO DE LA MANO DEL FONDO DE PENSIONES NEERLANDÉS APG, Y CREANDO UNA SOCIMI ESPECIALIZADA EN EL SEGMENTO RESIDENCIAL

- En 2016 REN firmó un acuerdo con el fondo de pensiones neerlandés APG para crear una Sociedad Anónima Cotizada de Inversión Inmobiliaria, socimi, que prevé invertir EUR 1.000 millones, cifra que podría ser ampliada hasta los EUR 1.500 millones, en un plazo de 5 años y en activos inmobiliarios residenciales en España. Destacar que APG, uno de los principales fondos de pensiones del mundo, gestiona más de EUR 400.000 millones, principalmente en Europa.

APG, como inversor financiero, controlará la mayor parte del capital de la socimi, mientras que REN, que mantendrá una participación testimonial en la misma (actualmente es del 3%) será el gestor en exclusiva de la misma.

Esta socimi estará especializada en la inversión en viviendas, principalmente en Barcelona, Madrid, sus áreas metropolitanas y las principales capitales de provincia españolas, con el objetivo de destinarlas a alquiler con una rentabilidad objetivo que podrá variar entre el 3% y el 6%. El objetivo es comprar promociones de entre 30 y 40 viviendas por finca, "no portafolios atomizados".

La socimi tiene ahora un plazo de dos años para empezar a cotizar, siendo factible que en una segunda fase se incorporen nuevos socios a la misma.

El objetivo de esta nueva línea de negocio, que presenta importantes sinergias con la actividad principal de la Compañía, es la de aportar ingresos recurrentes a REN, ingresos que se generarán por tres diferentes vías:

- a) REN será la encargada de identificar los activos y llevar a cabo la transacción por lo que cobrará una comisión fija;
 - b) REN se encargará de la gestión de la cartera de activos, actividad por la que también cobrará una comisión fija anual; todos los gastos de gestión correrán a cargo de la Compañía;
 - c) REN recibirá un incentivo anual en función de objetivos. Para ello la cartera de la socimi debe superar un cierto nivel de TIR.
- En una primera fase la socimi se ha dotado de un capital de EUR 130 millones, llevándose a cabo inversiones por importe de EUR 200 millones. A estas se les exige en una primera etapa un *yield* de entre el 4% y el 4,5%. Es posible que a medida que avance el ciclo residencial en España sea complicado localizar activos que ofrezcan estas rentabilidades, algo que hemos tenido en cuenta a la hora de proyectar los resultados de la socimi. El objetivo de los gestores es mantener un ratio *loan to value* no superior al 45%.

En una segunda fase, fase que está a punto de cerrarse, se ampliará capital por importe de EUR 250 millones, ampliación que será suscrita por APG. El objetivo es alcanzar en estas dos fases una inversión aproximada de EUR 600 millones.

Posteriormente, y como se muestra en el cuadro adjunto, se irá dotando de nuevo capital a la socimi hasta alcanzar un importe aproximado de EUR 850 millones que, con un apalancamiento del 45%, permitirá al fondo llevar a cabo inversiones por un importe aproximado de EUR 1.500 millones.

PLAN DE INVERSIÓN SOCIMI (2017-2020)

EUR millones	2017E	2018E	2019E	2020E	TOTAL
Capital	130	250	250	220	850
Deuda	70	200	205	175	650
<i>loan to value</i>	35%	44%	45%	44%	43%
capital acumulado	130	380	630	850	
Inversión	200	450	455	395	1.500
acumulada	200	650	1.105	1.500	

Fuente: Renta Corporación; Elaboración propia.

En la última fase el objetivo es que la socimi cotice en la bolsa española, siendo factible que lo haga a través de una Oferta Pública de Venta (OPV).

- Pasamos ahora a explicar brevemente lo que es una socimi. Así, señalar que son sociedades españolas semejantes a los “*real estate investment trusts*” (REITs) europeos, es decir, son entidades dedicadas a la adquisición, rehabilitación y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento durante, al menos, tres años, a las que también se les permite la tenencia de participaciones en otras entidades de inversión inmobiliaria (como otras socimi, Fondos de Inversión Inmobiliaria (FIIs), Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SIIs), fondos inmobiliarios extranjeros, etc.), y que están obligadas a distribuir en forma de dividendo la mayoría de las rentas generadas.

El objetivo de la normativa de socimi es crear un instrumento de inversión destinado al mercado inmobiliario del arrendamiento, no solo de viviendas sino de cualquier inmueble urbano con el fin de, por un lado, dinamizar el mercado de arrendamiento de inmuebles urbanos atrayendo a los inversores a un subsector del mercado más estable y, por otro, abrir la posibilidad a los propietarios de los inmuebles en explotación de obtener liquidez a su patrimonio inmobiliario. El régimen jurídico de las socimi se encuentra recogido en la Ley 11/2009, de 26 de octubre, en la redacción dada por la Ley 16/2012, de 27 de diciembre (Ley de Socimi). Por su relevancia, resumimos a continuación los aspectos más relevantes de la regulación de las socimi:

- Elementos societarios.** Las socimi deben tener: i) forma de sociedad anónima, ii) un capital social mínimo de EUR 5 millones y iii) una sola clase de acciones de carácter nominativo.
- Actividad obligatoria.** Las socimi deben dedicarse como actividad principal a la adquisición, promoción o rehabilitación de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, ya sea directamente o mediante la participación en otras socimi, REITs, Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliarias (IICIs) y otras entidades de inversión inmobiliaria bajo ciertas condiciones.

- c) **Activos permitidos.** Las socimi deberán tener invertido al menos el 80% de su activo en:
- i) **Inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento** (en España o en un país con el que España tenga firmado un acuerdo de efectivo intercambio de información tributaria) o terrenos para la promoción de dichos inmuebles siempre que la promoción se inicie dentro de los tres años siguientes a su adquisición; o
 - ii) **Participaciones en el capital o en el patrimonio de otra socimi** o REIT no residentes, socimi no cotizadas, entidades no residentes no cotizadas íntegramente participadas por socimi o por REITs, IICIs u otras entidades, residentes o no en España, que tengan como objeto social principal la adquisición de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento y que estén sometidas al mismo régimen establecido para las socimi en cuanto a la política obligatoria, legal o estatutaria, de distribución de beneficios y de requisitos de inversión.

Solamente el 20% de su activo puede estar constituido por elementos patrimoniales que no cumplan estos requisitos.
 - iii) **Origen de ingresos.** En consonancia con el anterior requisito, el 80% de las rentas de las socimi del período impositivo correspondientes a cada ejercicio, excluidas las derivadas de la transmisión de Activos Aptos una vez transcurrido el período de tenencia a que se refiere el apartado iv) siguiente, deben provenir necesariamente de los arrendamientos de Inmuebles Aptos y/o de dividendos o participaciones en beneficios derivados de las Participaciones Aptas.
 - iv) **Periodo de tenencia de activos.** Los Inmuebles Aptos adquiridos o promovidos por las Socimi deben permanecer arrendados durante al menos tres años. A efectos del cómputo, se sumará el tiempo que los inmuebles hayan estado ofrecidos en arrendamiento, con un máximo de un año. Este periodo de tenencia de tres años se extiende a las Participaciones Aptas.
 - v) **Política de distribución.** En cada ejercicio, las socimi habrán de repartir obligatoriamente a sus accionistas (i) el 100% del beneficio obtenido de dividendos o participaciones en beneficios derivados de Participaciones Aptas; (ii) al menos el 50% del beneficio procedente de la transmisión de Activos Aptos realizadas una vez transcurrido el período de tenencia descrito en el apartado anterior, (debiendo en este caso reinvertirse el resto del beneficio dentro de los siguientes tres años en otros Activos Aptos o, en su defecto, distribuirse una vez transcurrido el referido periodo de reinversión); y (iii) al menos el 80 % del resto del beneficio obtenido.
 - vi) **Admisión a negociación.** Las acciones de las socimi deben cotizar en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación español o de un país de la UE o del Espacio Económico Europeo (EEE), o en un mercado regulado de cualquier otro país con el que exista un efectivo intercambio de información tributaria con España.

- vii) **Régimen fiscal.** Las socimi tributan a un tipo del 0% en el Impuesto sobre Sociedades. No obstante, en caso de que los beneficios distribuidos a un accionista que sea titular de, al menos, el 5% del capital queden exentos o sometidos a una tributación inferior al 10% en sede de dicho accionista, la socimi quedará sometida a un gravamen especial del 19% sobre el importe íntegro de los dividendos o participaciones en beneficios distribuidos a dicho accionista.

EL FUERTE CRECIMIENTO QUE LLEVA EXPERIMENTANDO LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN LOS ÚLTIMOS EJERCICIOS DEBE FAVORECER LA RECUPERACIÓN DEL SECTOR RESIDENCIAL, SECTOR QUE CREEMOS PRESENTA MUY BUENAS PERSPECTIVAS

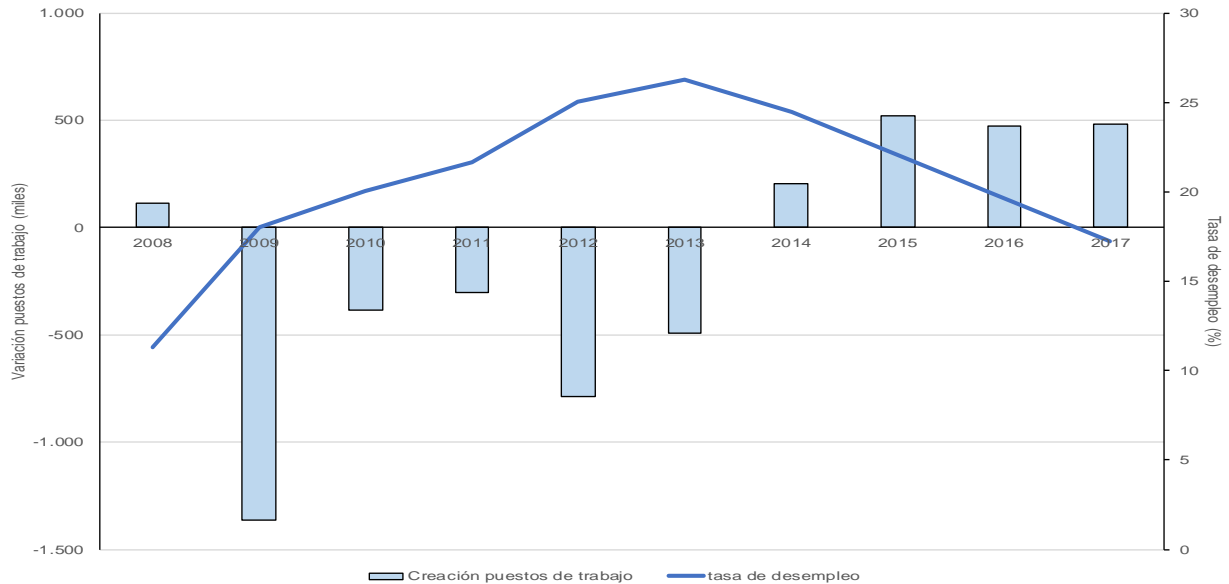
- El Producto Interior Bruto (PIB) de España creció en 2015 el 3,4%, el 3,3% en 2016 y en 2017 (dato estimado) un 3,1%, muy por encima de lo que lo hizo la Zona Euro en su conjunto (2,2% estimado para 2017), siendo una de las economías de la región que más se expandió en el pasado ejercicio.

En principio, y siempre que la “crisis institucional” por la que atraviesa Cataluña no lo impida, escenario que a estas alturas del conflicto (muy judicializado) vemos poco probable, la economía española está previsto que crezca alrededor del 2,5% en 2018, también por encima del 1,8% que se espera lo haga la de la Zona Euro, y alrededor del 2,3% en 2019, cuando está previsto que el PIB de la Zona Euro se expanda el 1,9%.

- La recuperación económica en ciernes ha permitido que en los últimos ejercicios se haya alcanzado en España un elevado ritmo de creación de empleo, con el consiguiente drástico descenso de la tasa de desempleo, tal y como se muestra en el gráfico a continuación. Este factor, el empleo, es clave para la evolución del consumo privado.

La creación de empleo, especialmente entre los jóvenes, también favorece su emancipación y la creación de nuevos hogares, principalmente de alquiler. En este sentido, señalar que España sigue siendo uno de los países de la Zona Euro con mayor porcentaje de vivienda en propiedad (78% vs 69% en la Zona Euro), aunque el segmento de población de entre 26 y 45 años ocupa el 95% del conjunto de las viviendas en alquiler, lo que supone un cambio de tendencia en el medio plazo. Así, se está produciendo un cambio de mentalidad entre la gente más joven, que opta al alquiler de la vivienda frente a la adquisición de la misma, cambio forzado en alguna medida por las actuales condiciones del mercado laboral, las mayores dificultades de acceso a la financiación y la mayor movilidad laboral, lo que está provocando un incremento sensible de las rentas, especialmente en ciudades como Madrid y Barcelona (en esta última plaza descendieron ligeramente en 2017, aunque los alquileres medios siguen siendo los más altos del país), plazas en las que opera REN y su socimi.

En el conjunto de España, y según cifras del Servicio de Estudios de *Idealista.com*, el precio de la vivienda en alquiler alcanzó en 2017 un incremento medio del 18,4%, hasta los EUR 9,7 el m². Este precio es de EUR 17,5 por m² en Barcelona y de EUR 15,5 m² en Madrid. Esperamos que esta tendencia siga al alza en los próximos años dado el crecimiento que proyectamos para la demanda y la falta de oferta real.

CREACIÓN/DESTRUCCIÓN DE EMPLEO Y TASA DE DESEMPLEO (2008–2017)


Fuente: INE; FactSet.

- En cuanto a la actividad en el sector, señalar que según datos recientes publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE), en España se registraron 464.423 compraventas de viviendas en el año 2017, lo que supone un aumento interanual del 14,6%, encadenando de esta forma cuatro años al alza. El aumento de las compraventas se debió fundamentalmente al de las viviendas de segunda mano (+15,4%), que supusieron un 82,1% del mercado, mientras que las operaciones sobre vivienda nueva aumentaron un 10,8%, y supusieron el 17,9% restante. En el mes de diciembre estanco la compraventa de viviendas subió un 9,2% respecto al mismo mes de 2016, hasta 32.211 operaciones, un 17,8% de las cuales fueron nuevas y un 82,2% usadas.

Estas cifras reflejan el repunte del sector inmobiliario tras años en los que se ha mantenido bajo mínimos. En este sentido, señalar que además es de esperar un repunte superior de la venta de vivienda nueva, que ha sufrido la escasez de oferta en los últimos años, hasta alcanzar un peso en el mercado de alrededor del 30%, más acorde con la media que venía manteniendo antes de la crisis.

Entorno, por tanto, muy favorable para la actividad de REN, centrada principalmente en las transacciones en el sector residencial, y para la expansión de su socimi, por las buenas expectativas actuales sobre la evolución de las rentas. El único problema que detectamos, y que puede condicionar la expansión de la socimi, es la falta de producto en el mercado. En principio, los gestores de REN se muestran confiados en poder cumplir con su plan de negocio, al tener localizados activos suficientes para su adquisición.

ESPERAMOS QUE EN LOS PRÓXIMOS AÑOS RENTA CORPORACIÓN SEA CAPAZ DE INCREMENTAR SUSTANCIALMENTE Y DE FORMA SOSTENIBLE SUS RESULTADOS

- En el entorno favorable descrito en el punto precedente esperamos que REN sea capaz de incrementar sus resultados a un ritmo elevado en los próximos cinco años (periodo 2017-2021). Así, y como pasamos a mostrar en estas estimaciones que publicamos a continuación, las tasas de crecimiento tanto de los ingresos, concretamente el margen de operaciones de la Compañía, como de los resultados de explotación y del beneficio neto van a ser muy elevadas en los próximos cinco años.
- Las principales hipótesis que hemos introducido en nuestro modelo son las siguientes:
 - a) El número de transacciones que llevará a cabo REN anualmente en el periodo proyectado irá incrementándose desde las aproximadamente 33 actuales hasta finalizar 2021 con cerca de 45; en este sentido recordar que REN identifica anualmente unas 900 operaciones de las cuales analiza en detalle unas 400;
 - b) El volumen de las operaciones irá incrementándose también paulatinamente, ya que la estrategia de REN pasa por aumentar el tamaño de las operaciones y no tanto por el número de las mismas;
 - c) Además, esperamos que los márgenes de cada operación se mantengan estables, en el entorno del 20%; consideramos que la capacidad de apalancamiento operativo de la que dispone la Compañía y el hecho de centrarse en proyectos de mayor volumen, hará que este margen aumente ligeramente en los últimos años proyectados;
 - d) La capacidad de generar caja libre que alcanzará la Compañía en estos próximos años le permitirá disponer de tesorería neta a partir de 2019, siempre según nuestras estimaciones;
 - e) Los ingresos que REN obtendrá de la gestión de la socimi aumentarán sensiblemente a medida que se incrementa la cartera de activos y la rentabilidad de esta compañía. A partir de 2021, en principio, REN no obtendrá más ingresos por comisiones generados por las operaciones de compra de activos para la socimi ya que entendemos que para entonces la cartera de la misma habrá alcanzado el objetivo de inversión de EUR 1.500 millones;
 - f) No hemos contemplado el pago de dividendos por parte de REN en todo el periodo proyectado, aunque es algo que no descartaríamos dado que a partir de 2020 la Compañía presentará un exceso de fondos propios que penalizará su rentabilidad en términos de ROE;
- A continuación, pasamos a mostrar brevemente nuestras estimaciones de resultados de REN en el periodo 2017-2021:

Tal y cómo se muestra en el cuadro adjunto, esperamos un fuerte y continuado incremento de los resultados de REN en los próximos ejercicios. Cabe destacar que consideramos nuestras hipótesis como conservadoras, siempre y cuando se mantenga el actual buen momento por el que atraviesa la economía española y se cumplan nuestras expectativas sobre la evolución del sector residencial. En los anexos n. 2 y n. 3 de este informe aparecen con mayor detalle nuestras estimaciones.

Cuadro n. 2

ESTIMACIONES RESULTADOS RENTA CORPORACIÓN 2017 / 2021

EUR millones	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	tacc 17/21 (%)
Margen de Operaciones	9,00	17,46	28,07	33,81	36,50	32,37	22,8%
EBITDA	4,10	10,66	19,09	24,60	27,29	23,16	29,5%
EBIT	4,09	10,51	18,94	24,45	27,14	23,01	29,8%
Beneficio Neto	4,00	11,47	17,58	21,73	23,82	20,65	21,6%
Cash-flow	4,20	10,16	18,31	23,48	25,57	22,40	30,1%
ROE	12,6%	29,1%	32,6%	29,5%	24,7%	17,4%	
ROCE	4,3%	11,6%	16,1%	16,8%	15,3%	11,1%	

Fuente: Renta Corporación (2016); Elaboración propia.

Así, esperamos que **el margen de las operaciones** del Grupo aumente a una tasa anual de crecimiento compuesto (tacc) del 23% en el periodo 2017-2021 (en 2017 esperamos que este margen prácticamente se duplique), impulsado por incrementos anuales de aproximadamente el 12% tanto del margen de la línea de negocio de ventas como de la de prestaciones de servicios, y por el fuerte aumento de los ingresos generados por la gestión de la socimi (ver cuadro n. 3 a continuación).

Cuadro n. 3

ESTIMACIONES INGRESOS DERIVADOS DE LA GESTIÓN DE LA SOCIMI 2017 / 2021

EUR millones	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Por comisiones operaciones	3,00	6,75	6,82	5,93	0
Por gestión patrimonio (neto)	0,18	0,57	1,18	1,66	1,80
Por superación objetivos TIR capital	0,00	2,92	5,09	7,18	7,78
Total ingresos	3,18	10,24	13,09	14,77	9,58

Fuente: Elaboración propia.

Por su parte, tanto el cash-flow de explotación o **EBITDA** como el beneficio neto de explotación o **EBIT** crecerán en el periodo proyectado a una tasa anual cercana al 30%. Ello será consecuencia del incremento del margen de operaciones y de la capacidad de la Compañía para apalancar su estructura, tal y como hemos expuesto al enumerar la hipótesis que hemos aplicado a nuestro modelo.

Por último, el **beneficio neto** aumentará a una tacc del 22% en el periodo proyectado. Este menor crecimiento anual en relación al alcanzado a nivel explotación es consecuencia de que a partir de 2019 esperamos que la Compañía comience a pagar impuestos dado su nivel de beneficios, y ello a pesar de que seguirá aplicándose el importe correspondiente de las bases imponibles negativas de las que dispone.

Con estos resultados las rentabilidades en términos de fondos propios medios (ROE) y en términos de recursos empleados medios (ROCE) aumentarán sensiblemente hasta 2018 para luego estabilizarse en 2019 y comenzar a disminuir a partir de este ejercicio, penalizadas por la falta de apalancamiento financiero y el exceso de recursos propios que presentará la Compañía a partir de entonces. En nuestras hipótesis no hemos contemplado el pago de dividendos, aunque es algo que no descartamos

Renta Corporación (REN), Febrero 2018

en absoluto, ya que entendemos que REN se replanteará en un par de ejercicios su política de remuneración del accionista.

Señalar, además, que en todos los años proyectados la Compañía será capaz de crear valor para el accionista en términos de *Economic Value Added (EVA)* –el coste de oportunidad del capital invertido, medido en términos de fondos propios y deuda bruta, cifra a la que se aplica el WACC, es inferior al EBIT ajustado a impuestos o NOPLAT logrado por el Grupo en el ejercicio, siempre según nuestras estimaciones.

Gráfico n. 3
EVOLUCIÓN RENTABILIDADES ESTIMADAS vs. COSTE DE CAPITAL


Fuente: Elaboración propia.

HEMOS VALORADO RENTA CORPORACIÓN APLICANDO UN MODELO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA AJUSTADOS A IMPUESTOS, OBTENIENDO UN PRECIO OBJETIVO PARA LAS ACCIONES DE LA COMPAÑÍA DE EUR 4,96

Hemos procedido a valorar la Compañía utilizando para ello un modelo de descuento de flujos de caja generados por el Grupo ajustado a impuestos (ver parámetros utilizados en el modelo de valoración en el anexo n. 4 de este informe). Cabe señalar que las hipótesis de resultados utilizadas han sido ya presentadas en este informe y se recogen en los anexos n. 2 y n. 3 del mismo.

La valoración obtenida para REN aplicando este método es de EUR 233,11 millones, lo que supone un precio por acción de EUR 7,09. A este resultado hemos decidido aplicarle un descuento del 30% por tres razones: i) la no pertenencia de la Compañía al Ibex-35, lo que reduce el número de casas de análisis que cubren el valor, e impide a algunas instituciones tomar posiciones en el mismo; ii) su porcentaje de capital que fluctúa libremente en el mercado o "free-float", de poco más del 50% (excluida la autocartera del 2%), que sitúa su equivalente económico por debajo de los EUR 60 millones, y iii) la liquidez bursátil del valor, que es baja en términos

Renta Corporación (REN), Febrero 2018

relativos a los principales valores de la bolsa española. Por tanto, y tras aplicar el mencionado descuento al resultado obtenido mediante este método, alcanzamos un valor por acción de EUR 4,96, lo que supone que a precios actuales de los títulos de REN éstos poseen un potencial de revalorización cercano al 40%.

No consideramos factible la utilización del *Net Asset Value (NAV)* para la valoración de la Compañía, usado tradicionalmente como referente para determinar el valor de las compañías del sector inmobiliario, especialmente de las dedicadas a la actividad patrimonial, como consecuencia de las características del modelo de negocio de REN en el que los inmuebles adquiridos son considerados existencias puesto que se prevé que salgan del balance antes de 12 meses, tras ser transformados y vendidos.

Igualmente, hemos descartado llevar a cabo una valoración por múltiplos bursátiles relativos, ya que consideramos que la Compañía no tiene empresas que puedan servir de referentes ni en el mercado bursátil español ni en los principales mercados bursátiles occidentales. Además, creemos que la utilización de este tipo de valoraciones en el caso concreto de REN no hace más que confundir a los inversores, que no terminan así de distinguir su modelo del del resto de inmobiliarias cotizadas.

CREEMOS QUE, A PRECIOS ACTUALES DE LA ACCIÓN, RENTA CORPORACIÓN ES UNA DE LAS MÁS ATRACTIVAS INVERSIONES QUE OFRECE LA BOLSA ESPAÑOLA ENTRE LAS COMPAÑÍAS DE PEQUEÑA CAPITALIZACIÓN EN ELLA COTIZADAS

REN es una compañía atípica dentro del sector inmobiliario en España, que ha desarrollado un modelo de negocio original y eficiente, consistente en la **compra** de inmuebles, edificios y/o suelo, para su posterior **transformación** con objeto de adaptarlos a las necesidades de la demanda, y su **venta** a terceros. Las principales características del modelo de negocio son la elevada rotación de los activos, con un objetivo establecido de menos de 12 meses de permanencia en balance –se contabilizan como existencias–; el oportunismo y flexibilidad del mismo, que permite a la Compañía adaptarlo a la marcha del mercado en todo momento, variando fácilmente tanto de segmento de mercado como de plaza; el escaso consumo de capital gracias a la utilización de derechos de inversión (opciones de compra); y los elevados retornos obtenidos en la mayoría de las operaciones. El modelo, por tanto, difiere sustancialmente del típico patrimonialista, el más extendido entre las principales inmobiliarias y socimis cotizadas. Cabe señalar, además, que REN ha delimitado la aplicación de su modelo a las plazas más líquidas del mercado español, Madrid y Barcelona, aunque no descarta que, a medida que avance el ciclo inmobiliario en España, estudie la entrada en nuevas plazas. La aplicación de este modelo de negocio ha permitido a REN convertirse en un *trader* aventajado en el sector inmobiliario español.

Dicho esto, creemos importante destacar que, como muchas compañías del sector, REN sufrió los estragos de la crisis inmobiliaria que ha atravesado España, lo que llevó a la Compañía a entrar en concurso de acreedores, concurso del que entendemos ha salido fortalecida. En ese sentido, señalar que los factores que propiciaron la “caída” de REN: i) el elevado volumen de existencias de suelo, ii) el elevado apalancamiento financiero, iii) la expansión internacional en el peor momento, iv) el exceso de estructura y v) la falta de recurrencia en los resultados del Grupo, factores que de alguna forma desvirtuaban el modelo de negocio de la Compañía, han sido identificados y corregidos en esta nueva etapa.

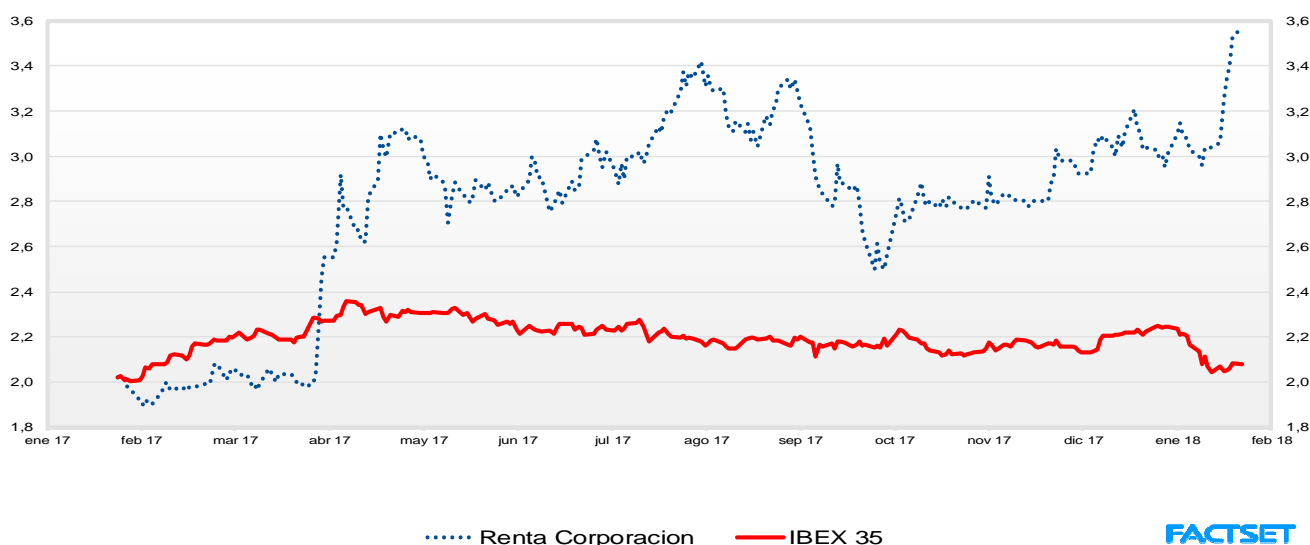
Por otro lado, destacar que el buen momento por el que atraviesa la economía española, que viene creciendo muy por encima del resto de países de la Zona Euro y todo apunta, si la “crisis institucional” por la que atraviesa Cataluña no lo impide, que lo seguirá haciendo en los próximos años, está favoreciendo la recuperación del sector residencial español, sector que ha atravesado por una profunda crisis, que se ha “llevado por delante” a muchos operadores. La recuperación económica está, además, teniendo un impacto directo en la creación de empleo y, por tanto, en el consumo privado y en la demanda de vivienda, principalmente en alquiler.

Renta Corporación (REN), Febrero 2018

Este entorno es muy favorable para la actividad de REN, compañía que ha centrado su actividad principalmente en las transacciones en el sector residencial y terciario, y para la expansión de la socimi que ha creado conjuntamente con el fondo de pensiones neerlandés APG, por las buenas expectativas actuales sobre la evolución de las rentas. El único problema que detectamos, y que puede condicionar la expansión de la socimi, vehículo que dotará a los resultados de REN de la recurrencia de la que carecían anteriormente, es la falta de producto en el mercado. En principio los gestores de REN se muestran confiados en poder cumplir con su plan de negocio, al tener localizados activos suficientes para su adquisición.

Gráfico n. 4

EVOLUCIÓN ACCIONES DE RENTA CORPORACIÓN vs. IBEX-35 – 12 MESES (Base: precio REN; EUR)



FACTSET

Fuente: FactSet; Elaboración propia.

A precios actuales, y en función de nuestra valoración por fundamentales, las acciones de REN presentan un atractivo **potencial de revalorización**, cercano al 40%. A nuestra positiva opinión sobre el modelo de negocio de REN y a nuestra confianza en la capacidad de la Compañía para incrementar sosteniblemente sus resultados en los próximos años, hay que unir, por tanto, el elevado potencial de mejora que presenta el valor en Bolsa. Por todo ello, pensamos que REN es una atractiva opción para aquellos inversores que quieran mantener posiciones en el sector inmobiliario de la bolsa española, así como para cualquier otro que busque compañías con sólidas expectativas de crecimiento de sus resultados en los próximos años, independientemente del sector en el que operen. Entendemos, no obstante, que la Compañía debe proseguir con el esfuerzo que está realizando para darse a conocer en la comunidad financiera para que, de esta forma, ésta pueda llegar a discriminar entre su modelo de negocio y el del resto de inmobiliarias.

Por todo ello reiniciamos nuestra cobertura de REN con una recomendación de **COMPRA**, advirtiendo, no obstante que el riesgo de la inversión es **ALTO** dada la ciclicidad del sector en el que opera la Compañía y, sobre todo, su reducida capitalización y liquidez bursátil, factores que siempre pueden generar bruscos movimientos en la cotización de sus acciones.

Renta Corporación (REN), Febrero 2018
ANEXO n. 1
Ratios Económico-Financieros
(2016; proyecciones 2017/2021)

RENDIMIENTO INVERSIÓN	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
. ROE	12,6%	29,1%	32,6%	29,5%	24,7%	17,4%
. ROCE	4,3%	11,6%	16,1%	16,8%	15,3%	11,1%
. ROE/ROCE (veces)	2,9	2,5	2,0	1,8	1,6	1,6

RESULTADOS EXPLOTACIÓN

. Margen operaciones	36%	38%	48%	50%	51%	46%
. EBIT/margen operaciones	45%	60%	67%	72%	74%	71%
. BAI/margen operaciones	37%	52%	61%	67%	70%	66%
. BºNeto/margen operaciones	44%	66%	63%	64%	65%	64%

DATOS POR ACCIÓN

. Beneficio neto por acción (EUR)	0,12	0,35	0,53	0,66	0,72	0,63
. Dividendo por acción (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
. Cash-flow por acción (EUR)	0,13	0,31	0,56	0,71	0,78	0,68
. Valor contable por acción (EUR)	1,02	1,37	1,91	2,57	3,29	3,92
. Precio/valor contable (veces) (*)	1,8	2,6	1,9	1,4	1,1	0,9

RATIOS BURSÁTILES

. Precio (EUR) (*)	1,84	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57
. PER	15,1	10,2	6,7	5,4	4,9	5,7
. Precio/cash-flow	14,4	11,6	6,4	5,0	4,6	5,2
. Rentabilidad por dividendo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
. Pay-out	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

(*) El precio 2016 es el de cierre del ejercicio. El de 2017 a 2021 es el actual.

(**) Los datos por acción no se han ajustado a la autocartera ya que esperamos que esta se reduzca a medio plazo.

Fuente: Memoria Renta Corporación. Estimaciones propias.

Renta Corporación (REN), Febrero 2018
ANEXO n. 2
Cuenta de Pérdidas y Ganancias

(2016; proyecciones 2017/2021)

<i>EUR millones</i>	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Ventas	17,50	27,84	30,37	33,41	35,08	36,83
Coste ventas	(13,90)	(23,38)	(25,51)	(27,73)	(29,11)	(30,57)
Margen ventas	3,60	4,45	4,86	5,68	5,96	6,26
Margen prestación servicios	3,60	12,34	13,46	15,59	16,37	17,19
Margen gestión SOCIMI	0,00	1,47	10,24	13,09	14,77	9,58
Alquileres y otros		0,70	0,71	0,72	0,73	0,74
Gastos variable ventas	1,80	(1,50)	(1,20)	(1,28)	(1,34)	(1,41)
Margen de operaciones	9,00	17,46	28,07	33,81	36,50	32,37
Gastos explotación	(4,90)	(6,80)	(8,98)	(9,21)	(9,21)	(9,21)
EBITDA	4,10	10,66	19,09	24,60	27,29	23,16
Amortizaciones	(0,01)	(0,15)	(0,15)	(0,15)	(0,15)	(0,15)
EBIT	4,09	10,51	18,94	24,45	27,14	23,01
Gastos financieros netos	(0,80)	(1,40)	(1,68)	(1,66)	(1,56)	(1,66)
BAI	3,29	9,11	17,26	22,79	25,58	21,35
Impuesto sociedades	0,71	2,36	0,32	(1,06)	(1,76)	(0,70)
Beneficio Neto	4,00	11,47	17,58	21,73	23,82	20,65
Cash-Flow Ejercicio	4,20	10,16	18,31	23,48	25,57	22,40

Fuente: Memoria Renta Corporación. Estimaciones propias.

Renta Corporación (REN), Febrero 2018
ANEXO n. 3
Balance de Situación
(2016; proyecciones 2017/2019)

EUR millones	2016	2017E	2018E	2019E
Activos Financieros l/p	1,07	1,07	1,07	1,07
Otros activos corrientes	35,61	37,61	39,61	41,61
ACTIVO NO CORRIENTE	36,68	38,68	40,68	42,68
Existencias	27,27	43,39	47,33	52,06
Deudores	2,85	8,35	9,11	10,02
Tesorería/Inversiones fin c/p	4,27	8,97	22,58	40,36
ACTIVO CORRIENTE	34,39	60,71	79,02	102,44
TOTAL ACTIVO	71,07	100,46	120,77	146,19

EUR millones	2016	2017E	2018E	2019E
. Capital y reservas	29,61	33,64	45,11	62,69
. Beneficio sociedad dominante	4,03	11,47	17,58	21,73
PATRIMONIO NETO	33,64	45,11	62,69	84,42

PASIVO NO CORRIENTE	28,86	25,63	35,34	36,61
PASIVO CORRIENTE	8,57	29,72	22,73	25,15
TOTAL PASIVO	71,07	100,46	120,77	146,19

Deuda neta 21,36 26,37 14,03 -2,22

Fuente: Memoria Renta Corporación. Estimaciones propias.

Renta Corporación (REN), Febrero 2018
ANEXO n. 4
Cálculo tasa de descuento aplicada al modelo

WACC (Weighted average cost of capital)	recursos empleados	proporción recursos empleados	coste (*) oportunidad	tasa impositiva tipo	coste después tasa imp.	contribución tasa actualización
Fondos Propios 31/12/16	33,64	61%	5,94%	--	5,94%	3,64%
Deuda neta 31/12/16 (EUR millones)	21,36	39%	7,18%	25,00%	5,39%	2,09%
Total	55,00	100%				5,73%

(*) Coste oportunidad: i) FFPP: Tir bono 10 años + prima riesgo; ii) Deuda neta: coste deuda + prima riesgo

Valoración de la Compañía – Principales parámetros aplicados

EUR millones	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Cash-flow libre inversor	(10,19)	10,63	13,84	18,11	14,90
Suma FCF					47,29
Suma FCF actualizada					37,36
Valor residual					219,04
(1)+(2)					256,39
Inversiones no explotación					2,35
(3)+(4)					258,74
Deuda bruta					(25,63)
Valoración					233,11
Valor por acción (EUR)					7,09
Descuento	30%				(2,13)
Valor por acción ajustado (EUR)					4,96

Tir bono 10 años	1,51%
g (crecimiento perpétuo)	1,50%
Prima mercado	6,20%
beta aplicada	0,72
Prima riesgo	4,43%
PER residual	23,7

**Cash-flow de explotación ajustado a impuestos
(proyecciones 2017/2021)**

EUR millones	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Beneficio Explotación	10,51	18,94	24,45	27,14	23,01
Impuestos imputables EBIT	(2,40)	(4,44)	(5,82)	(6,52)	(5,46)
EBIT ajustado a impuestos	8,11	14,50	18,63	20,62	17,55
Amortización	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Cash-flow explotación	8,26	14,65	18,78	20,77	17,70
Inversiones Inmovilizado	0	0	0	0	0
Variación circulante	(18,45)	(4,02)	(4,93)	(2,66)	(2,79)
Cash-flow libre inversor	(10,19)	10,63	13,84	18,11	14,90

Fuente: Memoria Renta Corporación. Estimaciones propias.

