

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Real Estate

Fecha del informe: 14 nov 2022

Hora distribución: 8:30

Inicio de cobertura

Precio de Cierre: EUR 7,25 (11 nov 2022)

Compañía Española de Viviendas en Alquiler, Cevasa (CEV), es una compañía especializada en la promoción de edificios para su explotación a largo plazo en régimen de alquiler, principalmente dentro del segmento residencial en Cataluña, mayoritariamente en la ciudad de Barcelona y su región metropolitana (donde es el principal propietario inmobiliario privado).

David López Sánchez – david.lopez@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

Una inmobiliaria "sin" riesgo...

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	168,6	174,1
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	337,4	348,5
Número de Acciones (Mn)	23,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	7,82 / 6,93 / 6,35	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽²⁾	0,5	
Factset / Bloomberg	CEV-ES / CEV SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Familia Vaqué-Boix	61,7
Banco Santander	24,1
Manuel Valiente	6,9
Otros	2,3
Free Float	4,9

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2021	2022e	2023e	2024e
Nº Acc. ajustado (Mn)	23,2	23,3	23,3	23,3
Total Ingresos	19,4	20,4	21,3	21,7
EBITDA Rec.	13,3	13,1	14,3	14,6
% Var.	-1,4	-1,4	9,6	1,8
% EBITDA Rec./Ing.	68,3	64,1	67,2	67,2
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	11,0	17,2	4,8	7,0
Beneficio neto	24,5	28,1	9,1	9,4
BPA (EUR)	1,06	1,21	0,39	0,40
% Var.	164,5	14,1	-67,5	2,7
BPA ord. (EUR)	0,40	0,34	0,39	0,40
% Var.	-6,5	-14,9	14,5	2,7
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	3,0	7,0	-2,5	-7,2
Pay-out (%)	18,9	16,5	50,8	49,5
DPA (EUR)	0,20	0,20	0,20	0,20
Deuda financiera neta	69,5	63,0	75,4	96,0
DN / EBITDA Rec.(x)	5,2	4,8	5,3	6,6
ROE (%)	7,1	7,6	2,4	2,4
ROCE (%) ⁽⁴⁾	5,3	4,9	2,0	2,0

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

PER	6,9	6,0	18,5	18,0
PER Ordinario	18,0	21,2	18,5	18,0
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4
Dividend Yield (%)	2,8	2,7	2,7	2,7
EV/Ventas	17,37	16,53	15,82	15,53
EV/EBITDA Rec.	25,4	25,8	23,5	23,1
EV/EBIT	10,5	10,2	23,7	23,3
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	1,8	4,1	n.a.	n.a.

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(2) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(3) Sector: Stoxx Europe 600 Real State.

(4) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(5) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

LA DEMANDA DE VIVIENDA EN ALQUILER SIGUE CRECIENDO (DESDE 2008). Y EN ESPAÑA AÚN SE ENCUENTRA LEJOS DE LA MEDIA EUROPEA. Pese a que desde el impacto de la crisis inmobiliaria de 2008 la demanda de vivienda en alquiler ha ganado protagonismo frente a la compra, aún c. 75% del parque de viviendas español corresponde a vivienda en propiedad frente a niveles medios de la Unión Europea del 70% (que se reducen hasta el 64% en Francia o el 51% en Alemania).

CEVASA CUENTA CON UNA EXPOSICIÓN DIFERENCIAL AL ALQUILER RESIDENCIAL...

Con un GAV de EUR 530Mn (+6,6% TACC 2016-2021) compuesto por: i) viviendas en alquiler (78%; con la particularidad de haber invertido un porcentaje elevado en viviendas protegidas), ii) oficinas (7%), iii) superficies comerciales (5%) y iv) cartera de suelo (10%). Es decir, CEV cuenta con una exposición diferencial al residencial español, a diferencia de las grandes inmobiliarias españolas cotizadas con mayor exposición a segmentos como oficinas y centros comerciales (más sensibles al ciclo).

...CON UNA CARTERA CONCENTRADA EN CATALUÑA, esencialmente en Barcelona y su región metropolitana, donde es el principal propietario inmobiliario privado. Una especialización que resulta esencial en un segmento como el residencial (con dinámicas de oferta y demanda muy diferentes entre unas ciudades y otras).

HASTA 2024E LA VISIBILIDAD ES ENORME. Dado el perfil defensivo de los activos en alquiler, la visibilidad en ingresos y márgenes para el período 21-24e es enorme. Lo que nos lleva a estimar una continuidad del comportamiento visto -5y (crecimiento orgánico de un dígito bajo) hasta alcanzar en 24e niveles de ingresos de EUR 21,7Mn y EBITDA Rec. de EUR 14,6Mn (+3,8% y +3,2% TACC 21-24e, respectivamente). Manteniendo un apalancamiento en niveles muy conservadores (LTV < 20%).

LO DIFERENCIAL DE CEV: UNA INMOBILIARIA DE MUY BAJO RIESGO. Todo lo anterior (exposición al residencial, % elevado invertido en vivienda protegida, cartera de activos concentrada geográficamente...) son factores que convierten a CEV en una opción (singular) de inversión en residencial español que ofrece gran visibilidad (en ventas y márgenes). Y, por tanto, bajo riesgo de negocio y de revisión de estimaciones a la baja en 2023e. Algo especialmente interesante en el actual contexto de mercado (y muy difícil de encontrar en el sector inmobiliario español).

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	3,6	1,4	3,0	5,9	6,6	100,0
vs Ibex 35	-5,9	4,9	15,6	14,0	23,6	149,2
vs Ibex Small Cap Index	-4,8	8,9	21,1	21,3	-1,1	70,6
vs Eurostoxx 50	-10,6	-1,5	16,0	17,7	1,9	85,8
vs Índice del sector ⁽³⁾	-14,9	20,7	57,6	63,4	53,5	170,9

(*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

Conclusiones

Una opción (singular) de inversión en residencial español que ofrece gran visibilidad (en ventas y márgenes). Y, por tanto, bajo riesgo

Cevasa (CEV) es una compañía especializada en la promoción de edificios para su explotación a largo plazo en régimen de alquiler. Es uno de los principales actores en el mercado de la vivienda en España (y referente en el alquiler de vivienda asequible). Complementa su negocio patrimonial (donde cuenta con una larga trayectoria) con 1) la promoción para la venta (en 2022 escritura una promoción de 48 viviendas en Sabadell y ha iniciado la construcción de 76 viviendas en L'Hospitalet) y 2) con el negocio de gestión de activos y carteras para terceros (aunque aún sin impacto material en P&L).

CEV cotiza en bolsa desde 1970 y es la única plataforma de PRS (private rented sector) en el mercado continuo español. A diferencia de las Socimis, con un régimen fiscal propio (tipo 0% siempre que se cumplan ciertos requisitos frente al tipo corporativo del 25%), CEV se acoge al régimen fiscal especial de arrendamiento de viviendas (con una bonificación del 40% en el Impuesto de Sociedades desde 2022; frente a la bonificación del 85% vigente hasta 2021).

A) La demanda de viviendas en alquiler sigue creciendo (desde 2008). Y en España aún se encuentra lejos de los niveles medios europeos

La vivienda en alquiler está ganando protagonismo frente a la compra

A diferencia de otros mercados europeos, el mercado español se caracteriza por mantener un nivel históricamente elevado de vivienda en propiedad frente al alquiler. Y, pese a que desde el impacto de la crisis inmobiliaria de 2008 la demanda de vivienda en alquiler ha ganado protagonismo frente a la compra, aún c. 75% del parque de viviendas español corresponde a vivienda en propiedad (frente a niveles medios de la Unión Europea del 70%, que se reducen hasta el 64% en Francia o el 51% en Alemania).

Aunque en la actualidad son muchos los factores que estarían impulsando la demanda de vivienda en alquiler, entre los que destacamos:

Aunque España aún se encuentra lejos de los niveles medios europeos

- **El alza en las tasas de esfuerzo para adquirir una vivienda**, esencialmente en ciudades como Madrid y Barcelona, donde ya alcanzan el 41,3% y el 49,7% de los ingresos familiares (niveles muy superiores a los vistos -1y; 32,5% y 35,4%, respectivamente).
- **Menores facilidades hipotecarias**, el porcentaje de un crédito hipotecario medio (respecto al valor de la vivienda) se sitúa en el 80% frente a niveles superiores al 100% en 2006 (lo que empujó en aquel momento la propiedad frente al alquiler).
- **Eliminación de ventajas fiscales** a la compra de vivienda (lo que resta atractivo).
- **Cambios socio-económicos**, como el incremento de la movilidad geográfica de la población.

Una "reorientación" (hacia un mercado de alquiler más maduro) que representa una oportunidad

Una oportunidad para compañías con fuerte presencia local y know how en residencial en alquiler. Creemos que la "reorientación" hacia el alquiler aún cuenta con un amplio recorrido hasta alcanzar los niveles medios vistos en Europa, con mercados de alquiler residencial mucho más maduros y profesionalizados (frente a un mercado en España esencialmente en manos de particulares). Por ponerlo en contexto, hoy sólo el 3% del parque de vivienda en alquiler español está en manos de inversores institucionales frente a niveles de c. 18% en Alemania.

La inversión en residencial en alquiler bate récords en Europa (y España)

Lo que empuja el interés por activos residenciales: la inversión en residencial en alquiler bate récords en Europa (y España). Todo lo anterior apunta a un cambio estructural en el mercado residencial español hacia la vivienda en alquiler. De hecho, en 2020 la inversión en residencial de alquiler en España duplicó su peso hasta el 24% de la inversión inmobiliaria total (vs 12% en 2019 y 5% en 2018). Por ciudades, Madrid y Barcelona (donde existe un mayor problema de acceso a la vivienda), y sus áreas metropolitanas, son las que despiertan mayor apetito inversor; a lo que habría que sumar el renovado interés de las administraciones públicas por impulsar la vivienda asequible.

B) A corto plazo el contexto macro actual y la evolución de los tipos de interés “frena” al sector inmobiliario. ¿Algo ya cotizado por el mercado?

El deterioro de la macro en España impactará sobre la evolución del inmobiliario

La macro sigue siendo la variable más importante en el mercado inmobiliario (y hoy el riesgo es claramente a la baja). Habitualmente el inversor mira el sector inmobiliario de un país como un “proxy” de su economía, de forma que si la macro va bien, el sector inmobiliario lo hace también bien en bolsa. El entorno actual (inflación disparada, entorno de tipos, contracción del crédito, menor liquidez...) impacta de lleno sobre el crecimiento y su efecto ya se está viendo reflejado en una revisión a la baja de las estimaciones. Obviamente, el deterioro de la macro en España, junto a la evolución de los tipos de interés (que debería suponer mayores tasas de descuento), impactarán sobre la evolución del sector inmobiliario.

Aunque todo lo negativo que la macro pueda traer ya debiera estar cotizado

¿Algo ya cotizado por el mercado? los precios de las principales inmobiliarias cotizadas ya recogen (al menos en parte) el riesgo de un recorte significativo en el valor de sus activos. Pese al rebote de noviembre (Stoxx Europe 600 Real Estate +6,3% vs -35,7% YTD), las principales Socimis españolas cotizan con descuentos frente a su NAV (principal referencia de valoración de una Socimi/inmobiliaria) cercanos al 50%. No hace falta ser un analista financiero para saber que la actual debilidad de todo el sector inmobiliario no va a desaparecer hasta que la incertidumbre macro empiece a despejarse. Por lo que mientras el entorno actual persista, será complicado ver al sector recuperando las posiciones perdidas en el último año. Aunque todo lo negativo que la macro pueda traer, por conocido (e incluso obvio), ya debiera estar cotizado.

La foto del segmento residencial en España es, en términos relativos, la mejor posible

En este entorno creemos que el residencial ofrece, en términos relativos, la mejor foto dentro del sector. El sector inmobiliario es un sector muy heterogéneo, con dinámicas nada equivalentes entre subsectores (oficinas, retail, residencial...) y hoy todo parece indicar que la foto del segmento residencial para el alquiler en España (menor exposición al ciclo, mayor tendencia de la población hacia el alquiler vs propiedad, escasez de oferta...) es, en términos relativos, la mejor posible dentro del sector.

C) CEV cuenta con un modelo de negocio patrimonialista que aporta gran visibilidad (en ventas y márgenes) y capacidad para crecer a L/P (más allá de 2025e)

CEV reúne una serie de factores (a nuestro juicio singulares) que la convierten en una “rara avis” dentro del sector inmobiliario español. ¿Por qué?

Un modelo de negocio patrimonialista que aporta gran visibilidad

- **Única inmobiliaria de alquiler residencial**, referente en vivienda asequible, que cotiza en el mercado continuo español. Con un GAV de EUR 530Mn (+6,6% TACC 2016-2021) compuesto por: i) viviendas en alquiler (78%), ii) oficinas (6,5%), iii) superficies comerciales (4,9%) y iv) una cartera de suelo (10,4%). Es decir, CEV cuenta con una exposición diferencial al residencial español, a diferencia de las grandes inmobiliarias españolas cotizadas con mayor exposición a segmentos como oficinas y centros comerciales (más sensibles al ciclo).

Con carácter muy local (con una cartera de activos concentrada en Cataluña)

- **Exposición a Cataluña, esencialmente Barcelona y su área metropolitana**, donde concentra el 100% de sus activos y es el principal propietario inmobiliario privado. Una especialización que, en nuestra opinión, resulta esencial en un segmento como el residencial (con dinámicas de oferta y demanda que no tienen nada que ver entre unas ciudades y otras).

Y un equipo de gestión propio con elevada experiencia en el sector

- **Gestión no externalizada (un factor diferencial frente a otras inmobiliarias/Socimis)...** Con un equipo de gestión propio con elevada experiencia en el sector, que permite tener ratios de ocupación y eficiencia superiores a la media en España y en línea con los grandes jugadores europeos del sector. Mg. EBITDA c. 70%, Gross yield del 4,1% (vs c. 2,9% de las Socimis del segmento residencial en España) y un 3,3% EPRA Net initial yield (vs c. 2,6% de Vonovia, líder europeo en alquiler residencial).

Manteniendo los niveles de deuda siempre en límites conservadores (LTV < 20%)

- **Upside adicional por la actualización a precios de mercado de las viviendas de renta antigua (c. 21% s/GAV).** La singular exposición a viviendas de renta antigua (c. 21% s/GAV) con rentas que se sitúan muy por debajo de mercado ofrece un upside de crecimiento/rentabilidad adicional a partir de 2025 (año en que podrá corregirse paulatinamente su situación a medida que cambie su régimen legal). La actualización a precios de mercado de las viviendas de renta antigua permitiría una mejora de c. 5p.p. del Mg. EBITDA hasta c. 75% (vs c. 70% actual).

- **Bajo apalancamiento (el más bajo del sector) en todas las fases del ciclo.** Con un LTV del 15,2% frente a una media de c. 40% de las Socimis cotizadas en la bolsa española.

D) ¿Qué puede esperarse de los números de CEV para los próximos dos años?

Llegados a este punto, ahora toca preguntarse qué puede esperarse de una compañía como CEV en un contexto como el actual. Nuestras proyecciones 2022e-2024e pueden resumirse en:

Hasta 2024e la visibilidad es enorme, tanto en ventas (+4,3% TACC 21-24e)...

... como en márgenes (Mg. EBITDA > 65%). EBITDA (+3,2% TACC 21-24e)

Por primera vez el negocio promotor impulsará los resultados (2022e)

Ante el inicio de una etapa que requerirá de un incremento significativo de las necesidades de inversión

Aunque en términos relativos se mantendrá un bajo apalancamiento (LTV < 20%)

Exposición al alquiler residencial, con una cartera de activos concentrada

- **Hasta 2024e la visibilidad es enorme tanto en ventas (Ingresos: +3,8% TACC 21e-24e)...** dado el perfil defensivo de los activos en alquiler de la compañía, la visibilidad en ingresos para el período 21-24e es enorme. Lo que nos lleva a estimar que el comportamiento en ingresos visto durante los últimos años (crecimiento orgánico de un dígito bajo) tendrá continuidad hasta alcanzar unos ingresos de EUR 21,7Mn en 2024e (+3,8% 21e-24e).
- **... como en márgenes (Mg. EBITDA > 65%).** CEV cuenta con una estructura operativa realmente “engrasada” que le permite mantener unos niveles elevados de eficiencia. Aunque en 2022e creemos que el incremento de los costes de explotación no podrá ser compensado en su totalidad (por la limitación al incremento de rentas), lo que nos lleva a estimar un Mg. EBITDA 2022e de c. 65% que, a partir de 2023e, esperamos recupere niveles más cercanos a su media histórica, apuntando a niveles de EBITDA 2024e de EUR 14,6Mn (+3,2% TACC 21-24e)
- **El negocio promotor impulsará, por primera vez, los resultados (2022e). Aunque para volver a ver su reflejo en P&L habrá que esperar, al menos, hasta 2025e.** Al escriturar una promoción de 48 viviendas en Sabadell, que aportarán al resultado 2022e unos ingresos de EUR 13,9Mn con un margen elevado (c. 30%) que se traducirá en un beneficio bruto de EUR 4,2Mn (que impulsará de forma extraordinaria el EBITDA 22e hasta EUR 17,2Mn). Adicionalmente, en 2022e inicia la construcción sobre suelo en balance de una promoción para la venta en L’Hospitalet (Barcelona) de 76 viviendas que estimamos que aporte un margen de c. EUR 4Mn (aunque sus resultados no serán visibles, al menos, hasta 2025e).
- **Aunque el desarrollo de nuevas promociones y las aportaciones de capital en el proyecto HMB elevarán el consumo de caja.** Asumimos un incremento significativo de las necesidades de caja para: i) el desarrollo de nuevas promociones (con el objetivo de incrementar el nivel de entregas a c. 50-100 viviendas/año a partir de 2025e) que estimamos que requerirá de c. EUR 30Mn acumulados durante el período 2022e-2024e y ii) las aportaciones de capital en HMB en el que CEV participa con un 25% (operador público-privado que promoverá c. 4.500 viviendas de alquiler asequible) y que requerirá de una inversión relevante (además de los c. EUR 6Mn ya aportados, deberá invertir, al menos, c. EUR 24Mn adicionales durante los próximos 4 años).
- **Y pese al repute (temporal) de los niveles de inversión, se mantendrá un bajo apalancamiento en términos relativos (LTV < 20% y EBITDA > 6x los intereses).** Estimamos que las inversiones para el desarrollo de nuevas promociones y las aportaciones de capital en el proyecto HMB incrementen la Deuda Neta hasta niveles de c. EUR 95Mn en 2024e (vs EUR 69,5Mn en 2021). Aunque en términos relativos se mantendrá un bajo apalancamiento, con un LTV siempre inferior al 20% y una generación de EBITDA que superará en más de 6x a los intereses de la deuda.

E) Lo que permite ver a CEV como una opción realmente singular de inversión en el residencial español. Gran visibilidad (ventas, márgenes). Y, por tanto, bajo riesgo

La foto que nos deja CEV es la de una compañía inmobiliaria de pequeño tamaño, bien gestionada, con una estructura operativa realmente eficiente (con una solidez en márgenes ya demostrada) y un bajo apalancamiento (LTV < 20%). A lo que habría que añadir dos ingredientes adicionales (también diferenciales): 1) una exposición única en la bolsa española al residencial en alquiler (menos expuesto al ciclo frente a otros segmentos del inmobiliario), y 2) una cartera de activos concentrada en Cataluña (esencialmente Barcelona y su región metropolitana).

“El nicho de los nichos”. Todo lo anterior son factores (a nuestro juicio singulares) que convierten a CEV en “el nicho de los nichos”. Dentro del inmobiliario, exposición al alquiler residencial; en España (donde la demanda de viviendas en alquiler aún se encuentra lejos de los niveles medios europeos); y con una cartera de activos 100% concentrada en Cataluña (región que presenta un crecimiento de la demanda superior al esperado para la media del mercado nacional). Lo que apunta a una enorme visibilidad (tanto en ventas como en márgenes hasta 2024e).

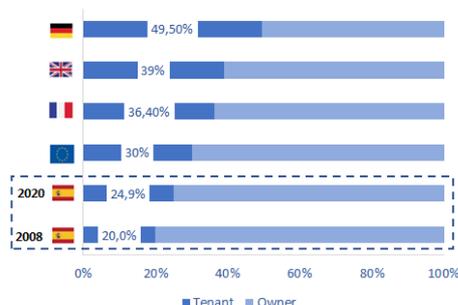
Una opción realmente singular
de inversión en el residencial
español

Es decir, CEV presenta razones más que suficientes para hacernos pensar que una compañía descorrelacionada del ciclo inmobiliario en España es realmente posible (y no un caso de “laboratorio”). A la espera de que las inversiones realizadas en nuevas promociones (con capacidad para entregar entre 50-100 viviendas/año a partir de 2025e) y su participación en HMB (con c. 4.500 viviendas en alquiler) den sus frutos.

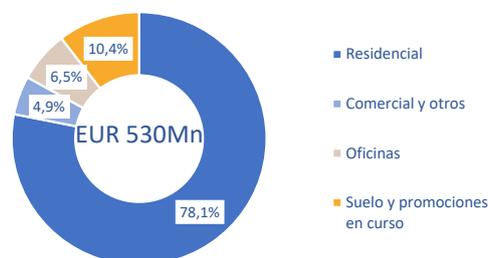
Aunque quizás lo más interesante sea la enorme visibilidad del negocio para los próximos ejercicios (con bajos niveles de riesgo operativo y financiero): una circunstancia que interesa especialmente a en el actual contexto de mercado (al reducir mucho el riesgo de revisión de estimaciones a la baja).

La compañía en 8 gráficos

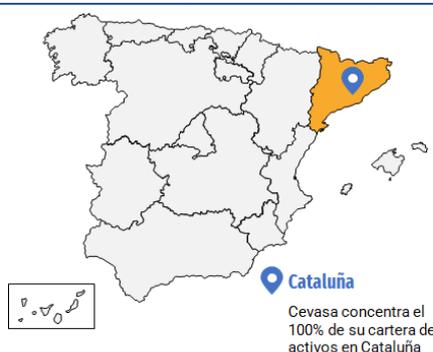
La demanda de vivienda en alquiler sigue creciendo (desde 2008). Y en España aún se encuentra lejos de la media europea



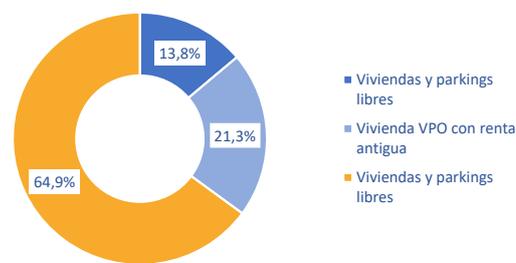
Cevasa (CEV) cuenta con una exposición diferencial al alquiler residencial (78,1% s/GAV)...



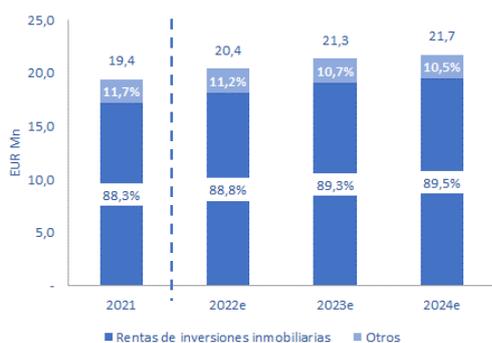
... con una cartera concentrada en Cataluña (esencialmente Barcelona y su región metropolitana)



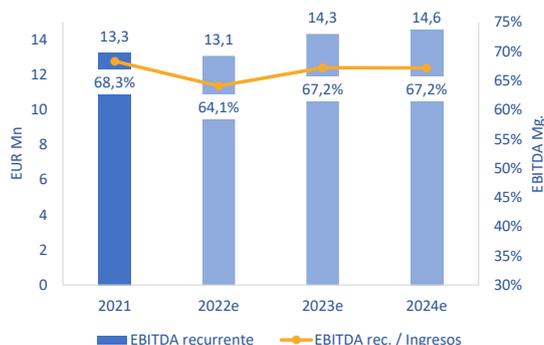
Y la particularidad de haber invertido un porcentaje elevado en viviendas protegidas



Hasta 24e la visibilidad es enorme, en ingresos (+3,8% TACC 21-24e)



Y en márgenes (EBITDA Rec: +3,2% TACC 21-24e)



Pese al repunte de los niveles de inversión, mantendrá un apalancamiento en niveles muy conservadores (LTV < 20%)



Cotizando con un descuento de c. 60% frente al EPRA NRV y c. 55% vs EPRA NDV

EUR Mn	2020	2021	20-21
GAV	501,0	530,2	5,8%
EPRA NRV	431,4	457,9	6,2%
EPRA NTA	354,3	385,3	8,8%
EPRA NDV	353,4	378,2	7,0%
Number of shares	23,2	23,2	0,0%
EPRA NRV per share	18,63	19,78	6,2%
EPRA NTA per share	15,30	16,64	8,8%
EPRA NDV per share	15,26	16,33	7,0%

Descripción del negocio

La única compañía dedicada al alquiler de viviendas que cotiza en el mercado español

Gráfico 1. Mix geográfico de la cartera de activos



Cevasa (CEV) es una compañía especializada en la promoción y adquisición de edificios para su explotación en régimen de alquiler a largo plazo, principalmente dentro del segmento residencial y enfocada en vivienda asequible con exposición a Cataluña, mayoritariamente la ciudad de Barcelona y su región metropolitana (en la que concentra el 100% de sus activos y donde es el principal propietario inmobiliario). Complementa su negocio patrimonial con la promoción para la venta sobre suelos de menor interés para el alquiler (actualmente se encuentra escriturando una promoción de 48 viviendas en Sabadell y ha iniciado la construcción de 76 viviendas en L'Hospitalet) y con el negocio de gestión de activos y carteras para terceros (aunque aún sin impacto material en P&L).

CEV cotiza en bolsa desde 1970 y es la única compañía dedicada al alquiler residencial en el mercado continuo español, si bien encontramos Socimis cotizadas en BME Growth especializadas en el segmento residencial como Testa Residencial (controlada por Blackstone), Vivienio, Albirana, Fidere o Tempore (aunque todas ellas con un free float < 5%). A diferencia de las Socimis, con un régimen fiscal propio (tipo del 0% frente al tipo corporativo del 25%), CEV se acoge al régimen fiscal especial de arrendamiento de viviendas (con una bonificación del 40% en el Impuesto de Sociedades desde 2022; frente a la bonificación del 85% vigente hasta 2021).

Gráfico 2. GAV 2021 desglosado por tipo de activos



Con un GAV de EUR 530Mn (+6,6% TACC 2016-2021), que ofrece una yield del 3,3%...

Con más de 5.600 activos bajo gestión, de los que 2.228 corresponden a viviendas, a cierre de 2021 la cartera de activos de CEV tenía un valor total de EUR 530Mn (+5,8% vs 2020) de los que el 78% del mismo serían viviendas en alquiler, un 6,5% oficinas y un 4,9% de superficies comerciales. Además, CEV cuenta con una promoción en curso y una cartera de suelo que aportan aprox. EUR 55Mn al GAV (c. 10,4% sobre el valor total; Gráfico 2). Un valor de la cartera de activos que, a cierre del 1S22 ascendió a EUR 534Mn (+0,9% vs 2021; +3,3% si excluimos el impacto del inmueble vendido en el 1S22, lo que refleja mejor la variación de las plusvalías inmobiliarias). Con un 4,1% Gross yield (rentas anualizadas con base diciembre 2021) y un 3,3% EPRA Net initial yield (vs c. 2,6% de Vonovia, líder europeo en alquiler residencial).

Gráfico 3. Evolución del GAV y NAV (2016-2021)



Nota: EPRA NRV en 2020 y 2021.

El NAV 2021 (principal referencia de valoración de una Socimi/inmobiliaria) ascendió a EUR 457,9Mn (Gráfico 3). La excelente evolución del NAV por acción durante el período 2016-2021 (+6,4% TACC) apunta a que la gestión internalizada de CEV (un factor diferencial frente a otras inmobiliarias/Socimis gestionadas por un gestor externo) y el no uso de ampliaciones de capital para crecer ha funcionado, permitiendo capturar el crecimiento del sector inmobiliario durante los últimos años. Lo que ha tenido su reflejo en una clara creación de valor para el accionista: en términos de EPRA NRV por acción, CEV cerró 2021 con un NRV de 19,8 €/acción (+6,2% vs 2020, un crecimiento completamente en línea con la revaloración del GAV y NAV; Tabla 1). ¿Cómo ha sido la relación histórica entre el NRV y el precio por acción? CEV ha cotizado siempre con descuento (Gráfico 4). Aunque, a precios actuales, el EPRA NRV implicaría un descuento de c. 60% (cerca del descuento máximo del 70% alcanzado en 2017). En términos de EPRA NDV (equivalente al valor de liquidación) el descuento hoy ascendería al 55%.

Tabla 1. GAV, EPRA NAV y EPRA NAV por acción (2020-2021)

EUR Mn	2020	2021	20-21
GAV	501,0	530,2	5,8%
EPRA NRV	431,4	457,9	6,2%
EPRA NTA	354,3	385,3	8,8%
EPRA NDV	353,4	378,2	7,0%
Number of shares	23,2	23,2	0,0%
EPRA NRV per share	18,63	19,78	6,2%
EPRA NTA per share	15,30	16,64	8,8%
EPRA NDV per share	15,26	16,33	7,0%

Gráfico 4. Precio por acción y descuento sobre EPRA NRV y EPRA NDV



Gráfico 5. Ingresos de alquiler por segmento (2016-2021)



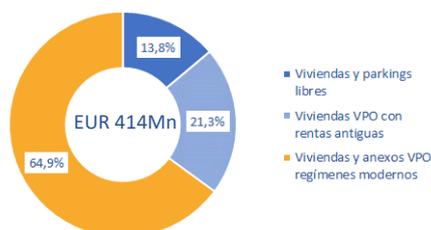
... y una exposición diferencial al sector residencial (82% s/Ingresos por alquiler), concentrada esencialmente en Barcelona, donde es el mayor propietario

La cartera de activos de CEV está muy concentrada geográficamente, con una exposición “única” a Cataluña y mayoritariamente a Barcelona y su región metropolitana (100% s/GAV), donde es el mayor propietario inmobiliario privado (lo que implica que su cartera de activos sea difícil de replicar). Además de en Barcelona, CEV tiene activos en su región metropolitana con presencia en Sabadell, Igualada, Vic, Cornellà de Llobregat, Santa Coloma de Gramanet y Hospitalet de Llobregat. En 2021 CEV generó unos ingresos por alquiler de EUR 17,2Mn, de los que el 82% de procedieron de la cartera de activos residenciales (utilizados como vivienda habitual), mientras que los activos de oficinas y espacios comerciales aportaron un 10% y un 8%, respectivamente.

Si analizamos la evolución de las rentas percibidas, durante el período 2016-2021 vemos un crecimiento orgánico del 5% TACC (Gráfico 5). Un crecimiento que se acelera durante el 1S22 (+6,4% vs 1S21) como resultado de 1) la incorporación de una nueva promoción en Cornellà (desarrollada íntegramente por CEV y en explotación desde septiembre 2021), 2) el incremento de precios y 3) un mayor nivel de ocupación. Aunque, pese a la resiliencia mostrada por el segmento residencial (+12,7% vs 1S19), los ingresos de alquiler de oficinas y locales comerciales siguen sin recuperar niveles pre Covid-19 (-8,4% y -2,6% vs 1S19, respectivamente); lo que aún ofrece capacidad de crecimiento adicional.

CEV aplica políticas orientadas a mantener la plena ocupación de sus edificios y, en la medida de lo posible, a limitar las rotaciones de inquilinos. Con una ocupación actual de c. 95% (casi plena en sus edificios residenciales; lo que refleja la elevada calidad de los activos a precios de alquiler asequibles, pues mantiene ocupaciones muy altas incluso en zonas secundarias), el aumento de los ingresos dependerá principalmente del aumento de los precios del alquiler.

Gráfico 6. Mix de la cartera residencial desglosada por tipo de rentas (% sobre GAV)



Si ponemos el foco en la cartera de activos residenciales, CEV tiene la particularidad de haber invertido en viviendas protegidas (siendo pionera en España en la promoción privada de viviendas de protección oficial para su arrendamiento). En concreto, c. 65% del valor de los activos residenciales (Gráfico 6) corresponde a viviendas protegidas en regímenes modernos, en los que la administración local fija un límite máximo al precio de alquiler durante un periodo de tiempo determinado, y c. 21% son de renta antigua, con rentas que se sitúan muy por debajo de las de mercado y sin posibilidad de actualización en los próximos años (lo que estaría limitando el crecimiento de ingresos). Esta situación podrá corregirse paulatinamente a partir del año 2025, año en que cambia su régimen legal. Sólo el 14% del GAV corresponde a viviendas libres, con un ingreso por m2/mes superior (el ingreso medio m2/mes en viviendas libres es de c. 10,97€ vs 6,53€ en viviendas VPO). En términos de certificación energética, la mayor parte de los complejos inmobiliarios tienen calificaciones de categorías A, B y C.

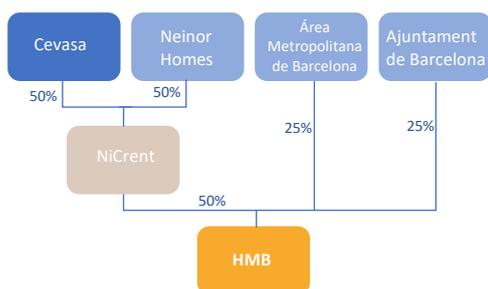
Adicionalmente, al negocio de explotación en alquiler a largo plazo, se suma el negocio de promoción y los servicios de gestión de patrimonio inmobiliario

Complementariamente a su actividad principal (explotación en alquiler a largo plazo; 90% s/Ingresos), CEV suma dos negocios complementarios: 1) la promoción inmobiliaria y de suelo y 2) los servicios de gestión de patrimonio inmobiliario de terceros que, aunque aún tiene un peso residual en ingresos (< 1%) se posiciona como una de las principales vías de crecimiento de la compañía (apoyándose sobre el know how acumulado en la gestión de edificios en alquiler).

Durante el 1S22 CEV escritura las ventas de la mayor parte de las unidades (47 de un total de 48; lo que implicará un importante crecimiento frente a 2021) de la promoción en Sabadell (terminada a finales de 2021) por un importe de EUR 13,0Mn (beneficio bruto de aprox. EUR 4Mn; margen 30%). Lo que implicará en 2022e un importante “salto” en los resultados (ya que durante el período 2016-2021 el P&L no refleja ningún ingreso por este concepto)

Además, CEV cuenta con una cartera de suelo con un aprovechamiento total de c. 125.000 m2 de techo, en su mayor parte residencial (con un valor de tasación de c. EUR 33Mn), de los que c. 10.700 m2 están en construcción (lo que da visibilidad al negocio de promoción). En 2022, inicia la construcción sobre suelo en balance de una promoción para la venta en L’Hospitalet (Barcelona) de 76 viviendas, cuyos resultados se espera que sean visibles en 2025e (margen bruto estimado de cerca EUR 3,9Mn), siendo esta la única promoción en curso en la actualidad.

Gráfico 7. Estructura accionarial HMB



Adicionalmente, CEV junto con Neinor Homes (Homes-MCE) resultaron adjudicatarios en 2021 para participar como socios privados en el proyecto “Habitatge Metròpolis Barcelona” (HMB), impulsado por el Área Metropolitana de Barcelona y el Ayuntamiento de Barcelona. HMB, de capital mixto (50% público y 50% privado) promoverá y pondrá en explotación más de 4.500 viviendas en alquiler asequible en los próximos 6 años en Barcelona y su área metropolitana (que, una vez en explotación, impulsará el negocio de gestión de activos de la compañía). Para su participación en HBM, CEV y Neinor participan al 50% cada una en NiCrent Residencial (propietaria del 50% de HBM; Gráfico 7).

El proyecto HMB es una inversión estratégica para CEV, en el que deberá invertir c. EUR 30Mn a lo largo de los próximos cuatro años. Lo que consolidará su posición de referencia en España en vivienda asequible y como mayor propietario inmobiliario privado de Barcelona y su área metropolitana. A cierre del 1S22, ya había aportado EUR 6Mn.

Una cuenta de resultados realmente rentable, con una gestión no externalizada que permite generar unos márgenes muy elevados (Mg. EBITDA 70%)

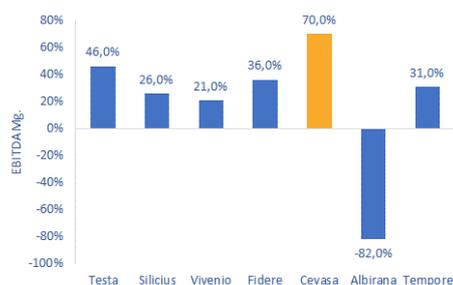
La generación de EBITDA de la compañía depende esencialmente de: (i) la evolución de los precios de alquiler, (ii) los niveles de ocupación y (iii) la gestión de los gastos directos asociados al alquiler e indirectos (administración y estructura). Y dado que una parte relevante del patrimonio en alquiler es de renta antigua y las tasas de ocupación se acercan a la ocupación plena, la gestión de costes de administración y estructura es “clave”.

A diferencia de otros comparables con sistemas de gestión externalizados o “pseudo externalizados” y retribuciones vinculadas a NAV que alientan explícitamente el crecimiento *per se* (lo que no tiene por qué implicar creación de valor para el accionista), CEV no tiene sociedad gestora y todos los empleados y costes son propios de la compañía. Lo que, a nuestro juicio, elimina posibles conflictos de interés. Adicionalmente, la cartera de activos se compone de edificios completos (con la propiedad de c. 100% de las viviendas), facilitando un mayor control sobre las comunidades de propietarios y una mayor eficiencia en la gestión.

Gráfico 8. Evolución del EBITDA y Mg. EBITDA (2016-2021)



Gráfico 9. Margen EBITDA (2021) vs principales comparables en España (alquiler residencial)



Lo anterior se traduce en una estructura operativa realmente “engrasada” (con poco margen de mejora, pero también con poco riesgo). Y tiene su reflejo en unos márgenes elevados (vs otras empresas del sector). Durante el período 2016-2021, CEV mantiene un Mg. EBITDA medio del 68% (Gráfico 8) y cierra 2021 con un Mg. EBITDA del 70% que, eliminando el impacto de las viviendas de renta antigua y actualizando sus rentas a mercado, ascendería al 75% (Gráfico 10). Un Mg. EBITDA muy superior a la media española de alquiler residencial (< 50%; Gráfico 9) y en línea con los operadores europeos más eficientes como Vonovia (Mg. EBITDA c. 70%).

Gráfico 10. Desde Ingresos hasta EBITDA Ajustado 2021 (en base 100)

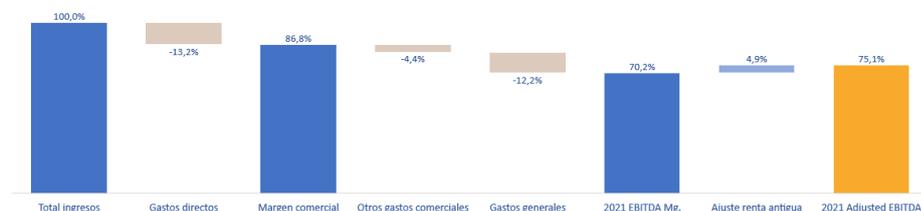
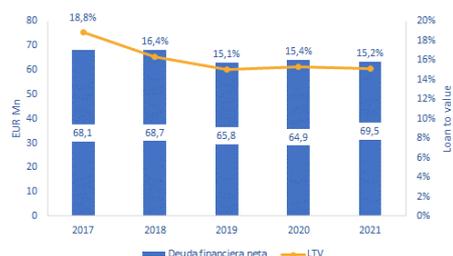


Gráfico 11. Deuda Neta y LTV (2016-2021)



Nota: Loan to Value (LTV) sobre deuda financiera neta ajustada para igualar el valor de los préstamos subsidiados a sus valores de reembolso.

En 2021 la compañía presentaba un apalancamiento del 15,2% s/GAV. Uno de los más bajos del sector (lo que avala su capacidad para invertir y seguir creciendo)

Pese a autofinanciar con fondos propios todo su crecimiento (sin la necesidad de recurrir a ampliaciones de capital, como otras inmobiliarias/Socimis), CEV ha mantenido una estructura de balance hipersaneada en todas las fases del ciclo (incluyendo la gran crisis inmobiliaria de 2008), manteniendo el nivel de apalancamiento siempre dentro de unos límites conservadores.

Durante todo el período histórico, el endeudamiento de CEV siempre se ha mantenido por debajo del 20% del GAV (Gráfico 11), con un EBITDA siempre superior a 6x los intereses. En 2021, la Deuda Neta ascendió a EUR 69,5Mn calculado sobre el valor razonable de los préstamos subsidiados (EUR 80,4Mn incluyendo el ajuste para igualar el valor razonable de los préstamos subsidiados a sus valores de reembolso y otros activos financieros a largo plazo), lo que implica un apalancamiento sobre GAV del 15,2% frente a una media de c. 40% del sector.

A cierre de 2021, el vencimiento medio de la cartera de préstamos era de 18,4 años, con un tipo de interés referenciado esencialmente al Euribor 1 año (81% s/total) o al IRPH (18% s/total). CEV tiene contratados dos swaps de cobertura del 49% de la cartera de préstamos referenciados al Euribor (32% de la cartera total de préstamos) para los próximos 5 años. Una subida de 100 pb de los tipos de interés supondría un incremento de c. 20% del gasto financiero acumulado en concepto de intereses y liquidaciones de los swaps en los próximos 30 años.

En definitiva, una estructura de balance muy solvente, con uno de los ratios de apalancamiento más bajos del sector, y liquidez suficiente no sólo para afrontar la coyuntura sectorial actual (presionado por la “dureza” de la política monetaria) donde será clave la disponibilidad de recursos propios, sino que también avala su capacidad para seguir invirtiendo en nuevos desarrollos (como el ambicioso proyecto HMB).

Gráfico 12. Dividendo por acción

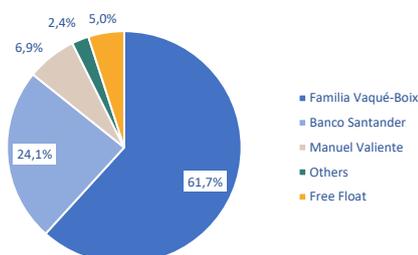


Con una política de dividendos muy estable (pay-out c. 50%, dividend yield 2,9%).

La política de dividendos que viene aplicando la compañía contempla el abono de un único dividendo anual, pagado a mitad del ejercicio contra reservas tras su acuerdo por la junta general (normalmente en julio). Aunque no hay establecido un objetivo de pay-out concreto, históricamente los importes abonados han representado un pay-out del orden del 50% (frente a un mínimo del 80% pagado por las socimis).

Lo anterior no sólo otorga a CEV un mayor “colchón” para sostener su dividendo ante la coyuntura actual, sino que podría permitir a la compañía incrementarlo o destinar el importe restante a recomprar acciones para su posterior amortización. Durante el período 2019-2022, el dividendo por acción ha ascendido a 0,2€/acción (Gráfico 12). Dividend yield 2,9% a precios actuales (vs c. 3% del total de las Socimis cotizadas en España)

Gráfico 13. Estructura accionarial



Un accionariado controlado por la familia fundadora. Free Float 5% (aunque un teórico flowback por parte de Santander podría incrementar el Free Float a c. 30%)

La familia Vaqué-Boix es, de facto, la propiedad, al controlar de forma directa e indirecta c. 60% del capital (Gráfico 13), contando con presencia en el Consejo de Administración.

Otro aspecto a tener en cuenta es la participación de Banco Santander en el accionariado (24,1%; heredada en 2017 tras la adquisición de Banco Popular). También con presencia en el Consejo de Administración. Aunque para Banco Santander el importe de esta participación no es relevante en el tamaño de su balance, no hay que olvidar que tiene una elevada exposición al sector inmobiliario español. Un teórico flowback por parte de Santander podría incrementar el Free Float hasta un máximo del 30%.

En conclusión: ¿Qué es CEVASA? ¿Por qué estamos ante una “rara avis” dentro del sector inmobiliario español?

CEV reúne una serie de factores (a nuestro juicio singulares) que la convierten en una “rara avis” dentro del sector inmobiliario español. ¿Por qué?

- **Única inmobiliaria de alquiler residencial**, especializada en vivienda asequible, que cotiza en la bolsa española. A diferencia de las grandes inmobiliarias españolas cotizadas con mayor exposición a segmentos como oficinas y centros comerciales (más sensibles al ciclo).
- **Exposición a Cataluña, esencialmente Barcelona y su área metropolitana**, donde concentra el 100% de sus activos y es el principal propietario inmobiliario privado (lo que implica que su cartera de activos sea difícil de replicar). Una especialización que, en nuestra opinión, resulta esencial en un segmento como el residencial (con dinámicas de oferta y demanda que no tienen nada que ver en una ciudad y en otra).
- **Gestión no externalizada (un factor diferencial frente a otras inmobiliarias/socimis)...** Con un equipo de gestión propio con elevada experiencia en el sector, que permite tener unos ratios de ocupación y eficiencia superiores a la media en España y en línea con los grandes jugadores europeos del sector.

Gross yield del 4,1% (vs c. 2,9% de las Socimis del segmento residencial en España) y un 3,3% EPRA Net initial yield (vs c. 2,6% de Vonovia, líder europeo en alquiler residencial).

- **... Y sin retribuciones vinculadas al GAV**, que alientan el crecimiento *per se*. Lo que, a nuestro juicio, elimina posibles conflictos de interés.
- **Upside adicional por la actualización a precios de mercado de las viviendas de renta antigua (c. 21% s/GAV)**. La singular exposición a viviendas de renta antigua (c. 21% s/GAV) con rentas que se sitúan muy por debajo de mercado ofrece un upside de crecimiento/rentabilidad adicional a partir de 2025 (año en que podrá corregirse paulatinamente su situación a medida que cambia su régimen legal). La actualización a precios de mercado de las viviendas de renta antigua permitiría una mejora de c. 5p.p. del Mg. EBITDA hasta c. 75% (vs c. 70% actual).
- **Bajo apalancamiento (el más bajo del sector) en todas las fases del ciclo**. Con un LTV del 15,2% frente a una media de c. 40% de todas las Socimis cotizadas en la bolsa española.

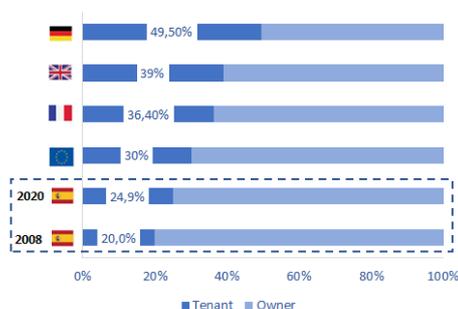
En definitiva, todos los puntos anteriores apuntan a un modelo de negocio singular que, combinado con su relativo pequeño tamaño, podría permitir a CEV descorrelacionarse del ciclo inmobiliario y mostrar mejores resultados que el mercado en su conjunto (como ya ocurriera durante la crisis inmobiliaria española iniciada en 2008, manteniendo niveles de beneficio neto positivo incluso en los puntos más bajos del ciclo).

La macro sigue siendo la variable más importante en el mercado inmobiliario (y la “dureza” monetaria ya pesa sobre el sector)

Habitualmente el inversor mira el sector inmobiliario de un país (tanto oficinas, centros comerciales, residencial...) como un “proxy” de su economía, de forma que si la macro va bien, el sector inmobiliario lo hace también bien en bolsa (y viceversa). Una correlación que tiene toda lógica y que, obviamente, es también aplicable al mercado inmobiliario residencial (donde es incluso mayor), sobre el que centraremos nuestro análisis.

En concreto, en este epígrafe nos centraremos en las dinámicas de oferta y demanda del mercado residencial en alquiler español, pues es donde CEV mantiene el grueso de su cartera de activos.

Gráfico 14: Propiedad vs alquiler en Europa (2020)



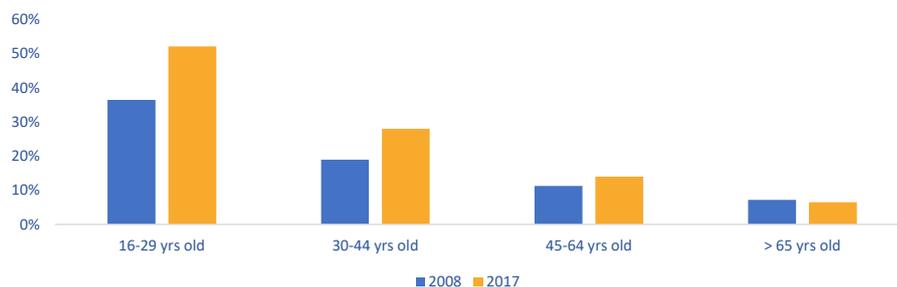
Fuente: Eurostat.

Propiedad vs alquiler: la demanda de viviendas en alquiler sigue creciendo (desde 2008). Y en España aún se encuentra lejos de los niveles medios europeos

A diferencia de otros mercados europeos, el mercado inmobiliario español se caracteriza por mantener un nivel históricamente elevado de vivienda en propiedad frente al alquiler. Y, pese a que desde el inicio de la crisis financiera e inmobiliaria en 2008 la demanda para alquilar ha ganado protagonismo frente a la compra, aún c. 75% del parque de viviendas español corresponde a vivienda en propiedad (frente a niveles medios en la Unión Europea del 70%, que se reducen hasta el 63,6% en Francia o el 51,5% en Alemania; Gráfico 14).

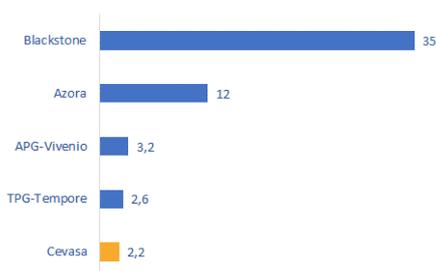
No obstante, en la actualidad son muchos los factores que estarían impulsando la demanda de vivienda en alquiler, entre los que nosotros destacamos: i) el alza en las tasas de esfuerzo para adquirir una vivienda (esencialmente en ciudades como Madrid y Barcelona, donde ya alcanzan el 41,3% y el 49,7% de los ingresos familiares, muy superiores a los niveles -1y), ii) menores facilidades hipotecarias (el porcentaje de un crédito hipotecario se sitúa en el 80% vs > 100% en 2006), iii) eliminación de ventajas fiscales a la compra y iv) cambios socio-económicos como el incremento de la movilidad geográfica de la población (que demandan una mayor flexibilidad). Todo lo anterior apunta a un cambio estructural en el mercado residencial español hacia la vivienda en alquiler. Y aunque el alquiler predomina esencialmente en los hogares más jóvenes (menos de 30 años) su peso también crece en el resto de segmentos (Gráfico 15).

Gráfico 15: Porcentaje de la población en alquiler en España por segmento de edad (2022)



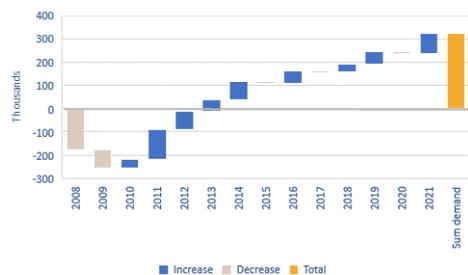
Fuente: INE (2022).

Gráfico 16: Principales propietarios de vivienda en alquiler en España (en miles de unidades)



Una “reorientación” que aún cuenta con un amplio recorrido hasta alcanzar los niveles medios vistos en Europa, especialmente en países como Francia y Alemania, con mercados de alquiler residencial mucho más maduros y profesionalizados (frente a un mercado muy fragmentado en España, esencialmente en manos de particulares). Por ponerlo en contexto, en la actualidad sólo el 3% del parque de vivienda en alquiler español está en manos de inversores institucionales frente a niveles de c. 18% de Alemania. Lo que, a nuestro juicio, representa una oportunidad para compañías con fuerte presencia local y know how (como CEV; Gráfico 16). Actualmente, Madrid y Barcelona concentran el 47% y el 11,5%, respectivamente, de los activos en alquiler operados profesionalmente.

Gráfico 17: Oferta y demanda (crecimiento del número de hogares vs viviendas terminadas)



Fuente: Lighthouse a partir de datos de Mitma (2022). Un incremento en el gráfico anterior implica un mayor crecimiento del número de hogares vs viviendas terminadas.

La oferta actual de viviendas continúa siendo limitada (las viviendas libres iniciadas continúan en el entorno de las 100.000 unidades anuales)

El estallido de la burbuja inmobiliaria en España (2008) produjo un severo ajuste en el sector inmobiliario español, que tuvo su reflejo en una brusca contracción del número de viviendas iniciadas (-85% 2009 vs 2006) y que le llevó a tocar mínimos en 2013 (< 30.000 unidades).

En 2021 el número de viviendas libres iniciadas ascendió a c. 100.000 (+32% vs 2020, por el impacto de la pandemia y +4,4% vs 2019). Este nivel se mantiene muy por debajo de los máximos alcanzados pre-crisis 2008 (c. 650.000 en 2006) y por debajo del crecimiento esperado de la demanda: en 2021 el número medio de hogares creció en c. 172.000 (+0,9% vs 2020). Durante el período 2008-2021 el incremento de nuevos hogares superó (en términos acumulados) en cerca de 300.000 el número de viviendas libres terminadas (Gráfico 17).

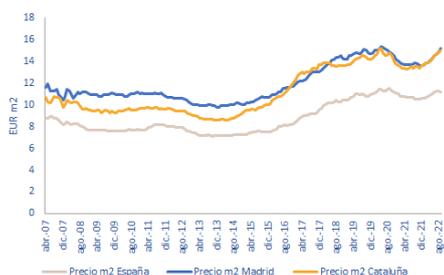
Gráfico 18: Nuevos hogares vs viviendas iniciadas y viviendas terminadas en España



Fuente: INE (2022)

El INE apunta a un crecimiento del 0,9% TACC para los próximos 15 años en el número de los hogares a nivel nacional. Un crecimiento que estará liderado por Baleares, Murcia y Madrid (con TACCs 1,3%-1,6%) y con un incremento esperado para Cataluña del 1,1% (también superior al esperado para la media del mercado nacional). Lo que implica que, de mantenerse el número de viviendas iniciadas actual (c. 100.000), la oferta continuará siendo inferior a la demanda, especialmente en términos de vivienda en alquiler (ya que sólo el 9% del pipeline de viviendas libres a entregar en 2023 estaría destinado al mercado del alquiler).

Gráfico 19: Evolución del precio medio del alquiler en Cataluña, Madrid y España



Fuente: Idealista

Lo que, unido al incremento de demanda, estaría impulsando el precio del alquiler en España (en pleno crecimiento desde 2013)...

Los desequilibrios entre oferta y demanda derivados de la falta de construcción de vivienda en general, y de oferta de vivienda destinada al alquiler en particular, han presionado los precios al alza, provocado un repunte significativo en los precios del alquiler.

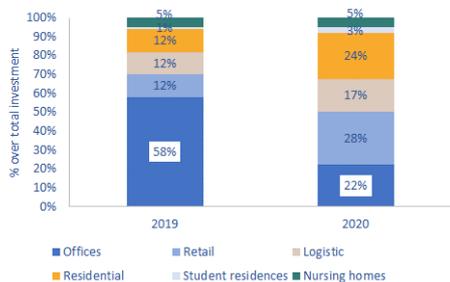
De hecho, desde que marcara mínimos en octubre de 2013, el precio del alquiler medio en España se ha incrementado un 57,7% hasta septiembre de 2022. Aunque es importante resaltar que dada la gran cantidad de matices del mercado residencial (no hay dos activos inmobiliarios "iguales") y que sus dinámicas de oferta y demanda son locales, los precios medios sólo ofrecen una visión parcial.

Por ciudades, destaca el fuerte crecimiento del precio del alquiler en Cataluña con un crecimiento del precio medio por metro cuadrado del 74,4% desde los mínimos de octubre de 2013 (Gráfico 19). Unos precios del alquiler que, en media en España, ya superan en un 18% los niveles alcanzados en abril de 2007 (+35% vs 2007 en el caso de Cataluña), mientras que los precios de la vivienda aún se encuentran un -11,8% por debajo de los niveles alcanzados en aquel momento. Lo que refleja el desequilibrio actual entre oferta y demanda de vivienda en alquiler (un desequilibrio que, considerando el nivel actual de viviendas iniciadas destinadas al alquiler, seguirá ejerciendo presión sobre los precios).

... y empuja el interés por activos residenciales: la inversión en residencial en alquiler bate récord en Europa (y España)

Todo lo anterior hace que España se perciba como un mercado con potencial para el producto Build to Rent (BTR). De hecho, en España podemos encontrar operaciones de BTR desde 2017, aunque es a partir de 2020 cuando la inversión en residencial para el alquiler coge tracción.

Gráfico 20. Inversión en activos inmobiliarios en España



Fuente: JLL (2022)

Si ponemos el foco en la inversión inmobiliaria total, la inversión en activos residenciales para el alquiler (como asset class) fue la que mejor resultado obtuvo en términos de volumen (junto al sector logístico) en 2020. Según datos de JLL y BME la inversión en residencial de alquiler en España duplicó su peso sobre la inversión inmobiliaria total, alcanzando en 2020 un 24% sobre el total (vs 12% en 2019 y vs c. 5% en 2018; Gráfico 20). Una tendencia que habría continuado en 2022: según datos de Savills, la inversión inmobiliaria en residencial en alquiler o multifamily batió records en Europa en el 1S22. Y España fue el segundo mercado con mayor incremento (+48% vs 1S21; sólo superado por Dinamarca), con un volumen de inversión de EUR 1.875Mn (7% del total invertido en este segmento en Europa).

Por ciudades, Madrid y Barcelona, y sus áreas metropolitanas, son las que despiertan mayor apetito inversor. Entre las principales operaciones del sector encontramos la adquisición del fondo alemán Patrizia de una cartera de 1.500 viviendas en alquiler en diversos municipios del área metropolitana de Barcelona por EUR 600Mn (la mayor operación en build to rent en España) y la adquisición de la Socimi Elix Vintage Residencial por parte de Allianz por EUR 140Mn (cerrada en 2021).

Adicionalmente, y con el objetivo de reducir el desequilibrio entre oferta y demanda, las administraciones públicas también estarían impulsando proyectos de vivienda en alquiler, entre los que destacamos: i) el Plan Nacional de Vivienda Asequible (100.000 viviendas a largo plazo), ii) el Plan Vive Madrid (con un objetivo de 25.000 viviendas de alquiler asequible) y iii) el proyecto Habitatge Metròpolis Barcelona (4.500 unidades en los próximos 6 años; en el que participa Cevasa como socio privado junto con Neinor Homes con una participación del 50%).

Gráfico 21. Descuento principales inmobiliarias españolas vs EPRA NTA



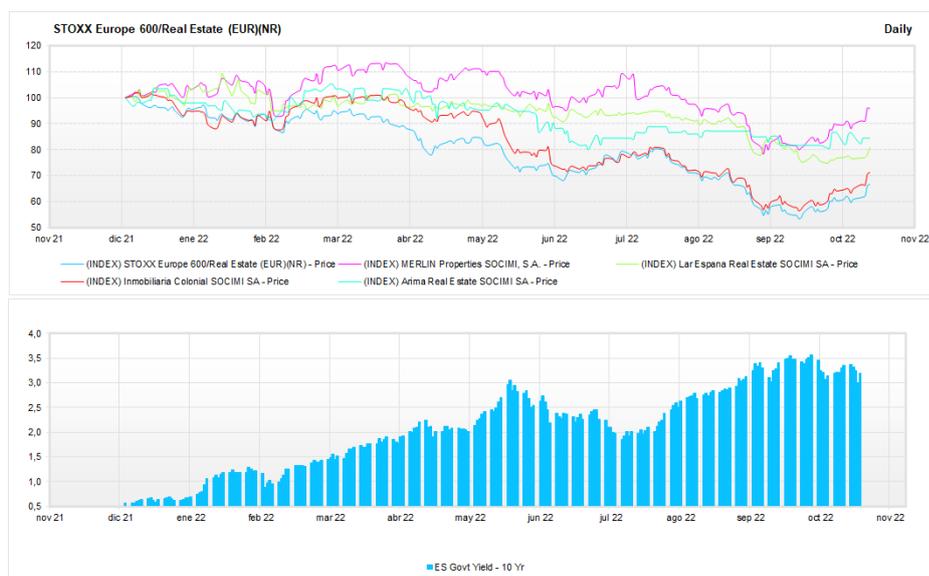
Fuente: Factset

Aunque (a corto plazo) el contexto macro actual y la evolución de los tipos de interés “frena” al sector. ¿Algo ya descontado por las valoraciones?

Ahora la pregunta es sólo una: ¿cómo impactará el contexto actual sobre el sector inmobiliario español? El entorno actual (inflación disparada, entorno de tipos, contracción del crédito, menor liquidez...) impacta de lleno sobre la macro, y su efecto ya se está viendo reflejado en una revisión a la baja de las estimaciones de crecimiento. Por ejemplo, el centro de estudios de BBVA revisó a la baja su previsión del PIB en España para 2023e hasta el 1% (-0,8p.p. vs previsión anterior).

Obviamente, el deterioro de la macro en España, junto a la evolución de los tipos de interés (que debería suponer mayores tasas de descuento), impactarán sobre la evolución del sector inmobiliario. Y hoy, claramente, el riesgo de revisión es a la baja.

Gráfico 22: Cotización principales inmobiliarias españolas vs bono 10y español



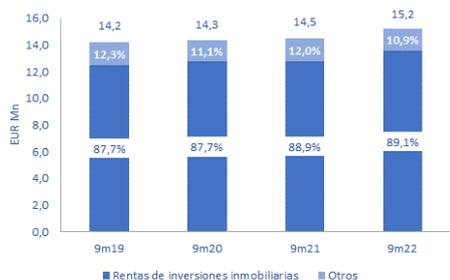
Fuente: Factset.

De hecho, las principales Socimis españolas hoy cotizan con descuentos cercanos a máximos (c. 50%) frente a su NAV (principal referencia de valoración en una Socimi/inmobiliaria; Gráfico 21). Es decir, el sector inmobiliario español ya estaría cotizando en bolsa una recesión (y recortes significativos en la valoración de sus activos ante la subida de tipos de interés; Gráfico 22).

Llegados a este punto podemos concluir que: 1) la macro sigue siendo la variable más importante en el mercado inmobiliario (y hoy el riesgo es claramente a la baja) y 2) los precios de las acciones de las principales inmobiliarias cotizadas ya recogen (al menos en parte) el riesgo de un recorte significativo en la valoración de sus activos. Aceptando lo anterior, hay un tercer punto clave cuando uno mira una compañía como Cevasa: 3) el sector inmobiliario se trata de un sector muy heterogéneo con dinámicas nada equivalentes (oficinas, retail, residencial...) y hoy todo parece indicar que la foto del segmento residencial para el alquiler en España (menor exposición al ciclo, mayor tendencia de la población hacia el alquiler vs propiedad, escasez de oferta...) es, en términos relativos, la mejor posible dentro del sector.

Un negocio patrimonialista con gran visibilidad: y, por tanto, bajo riesgo. Y capaz de crecer.

Gráfico 23. Ingresos negocio patrimonialista (9m19 - 9m22)



Nota: Otros ingresos incluye las subvenciones percibidas relacionadas con inversiones realizadas en viviendas VPO y otros ingresos por servicios diversos.

CEV cuenta con un modelo de negocio patrimonialista y visión de muy largo plazo, gestionada por un equipo directivo con elevada experiencia en el sector. Su cartera de activos inmobiliarios presenta un perfil muy defensivo, con c. 80% del GAV en activos residenciales utilizados como primera vivienda (de los que c. 85% son viviendas VPO). Un punto clave ya que, aunque CEV siempre estará sometida a cierto grado de incertidumbre (como cualquier negocio), en términos relativos su cartera de activos le permitirá atravesar el contexto actual con una visibilidad diferencial frente a otros segmentos del inmobiliario (algo que ya quedó patente en 2020, ejercicio en que logró incrementar sus ingresos por rentas un 1,3%).

Si analizamos la evolución de las rentas percibidas por sus inversiones inmobiliarias durante el período 2016-2021, vemos un crecimiento orgánico del 5% TACC (lo que demuestra la capacidad de la compañía de subir precios) muy estable (siendo el mínimo el 1,3% de 2020). Un crecimiento que se mantiene en los 9 primeros meses de 2022 (+6,3% vs 9m21) resultado de: 1) el incremento de precios (aunque aún limitado e inferior a la inflación -1y), 2) la incorporación de una nueva promoción en Cornellà (en explotación desde septiembre 2021, que explica c. 30% del crecimiento del período) y, aunque en menor medida, 3) un ligero aumento de la ocupación.

Gráfico 24. Mix de rentas de inversiones inmobiliarias (2017-2024e)

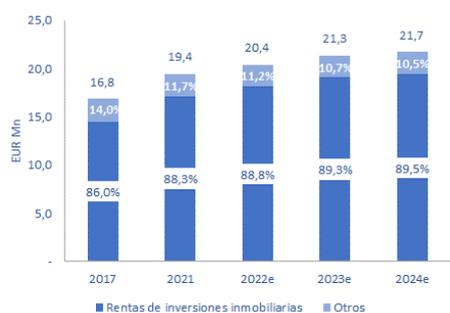


Un modelo de negocio patrimonialista (muy recurrente) que aporta gran visibilidad (Ingresos de rentas de inversiones inmobiliarias: +4,3% TACC 21-24e)

Dado el perfil defensivo de los activos en alquiler de la compañía, la visibilidad en ingresos para el período 21-24e es muy grande. Lo que nos lleva a estimar que el comportamiento en ingresos visto durante los últimos años (crecimiento orgánico de un dígito bajo) tendrá su continuidad durante el período estimado. ¿Cuáles son las principales hipótesis detrás de nuestros números?

- **Rentas de inversiones inmobiliarias (+4,3% TACC 21-24e; c. 90% s/Ingresos).** El escenario que planteamos contempla una continuidad del crecimiento orgánico de un dígito bajo en ingresos hasta alcanzar unos ingresos por rentas de EUR 19,5Mn en 2024e (Gráfico 24; +4,3% TACC 2021-2024e; completamente en línea con el período 2016-2021) como resultado de: i) la incorporación de la nueva promoción en Cornellà (en explotación desde septiembre 2021), ii) la actualización de rentas por la inflación (limitada al 2% en 2022e) y renegociación de contratos (+5% en 2023e y +2% en 2024e; nuestra tesis es que la actualización de rentas será libre en 2023e y siguientes), y iii) una tasa de ocupación elevada (c. 95%; en línea con la vista -5y).

Gráfico 25. Ingresos totales (2017-2024e)



Nota: Otros ingresos incluye las subvenciones percibidas relacionadas con inversiones realizadas en viviendas VPO y otros ingresos por servicios diversos.

Por segmentos, aunque estimamos un crecimiento similar en toda la cartera de activos (residencial, oficinas y superficies comerciales), las rentas de oficinas (c. 11% s/rentas totales 2022e) y superficies comerciales (c. 5,6% s/rentas totales 2022e) estimadas para 24e aún serán inferiores a las vistas en 2019 (-13,4% y -2,3%, respectivamente) por el impacto de la pandemia en 2020.

- **Subvenciones por inversiones realizadas en viviendas VPO (c. 10% s/Ingresos).** En línea con lo visto durante los últimos años, estimamos un ingreso de c. EUR 2Mn/año derivado de las subvenciones percibidas por inversiones realizadas en viviendas VPO.

Lo anterior apunta a unos ingresos totales de EUR 20,4Mn en 2022e (+5,1% vs 2021; esencialmente por la incorporación de Cornellà y nuevos contratos) y EUR 21,7Mn en 2024e (+3,8% TACC 21-24e; Gráfico 25), unos niveles que deberían alcanzarse con poco riesgo a la baja (dado el elevado peso de vivienda asequible de su cartera). Además, la singular exposición a viviendas de renta antigua (c. 21% s/GAV) ofrece un upside adicional a partir de 2025 (año en que podría empezar a corregirse paulatinamente la situación de estas viviendas; aunque dado que se trata de un driver de más largo plazo, no ha sido incorporado en nuestras estimaciones). No obstante, y aunque no ofrece margen de mejora en el corto plazo (antes de 2025e), reduce el riesgo a la baja de las rentas de alquiler residencial (ya que sus precios se encuentran muy por debajo del mercado).

Gráfico 26. EBITDA Recurrente y Mg. EBITDA Recurrente (2017-2024e)

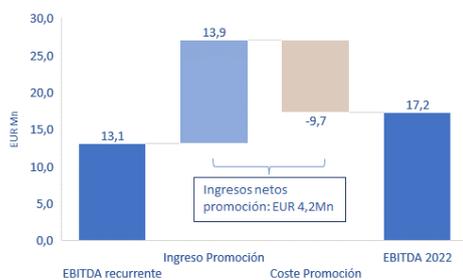


Con una estructura operativa muy eficiente que permite mantener márgenes muy elevados: hasta 2024e la visibilidad es muy grande (Mg. EBITDA Recurrente > 65%)

Una fortaleza evidente del negocio de CEV son sus márgenes, con un Mg. EBITDA Recurrente medio del 68% durante el período 2016-2021, en línea con los operadores del sector más eficientes, como Vonovia (Mg. EBITDA c. 70%). CEV no tiene sociedad gestora y todos los empleados y costes son propios de la compañía. Lo que se traduce en una estructura operativa realmente “engrasada” que le permite mantener unas elevadas ratios de eficiencia en la gestión de sus activos.

Aunque en 2022e creemos que el incremento de los costes de explotación (esencialmente por el incremento de gastos de personal y otros gastos de explotación derivados de la puesta en marcha de nuevos proyectos, como HMB) no podrán ser compensados en su totalidad (por la limitación al incremento de rentas) lo que nos lleva a estimar un Mg. EBITDA 2022e de c. 65% (en línea con el visto en los resultados 9m22) que, a partir de 2023e, debiera recuperar niveles más cercanos a su media histórica (Mg. EBITDA 2023e c. 67%) apuntando a niveles de EBITDA 2024e de EUR 14,5Mn (+3,2% TACC 21-24e).

Gráfico 27. Impacto del negocio de promoción en EBITDA 2022e

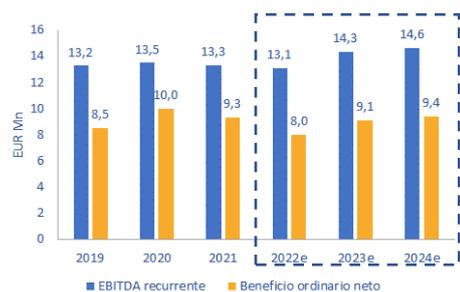


Por primera vez el negocio promotor impulsará los resultados (2022e). Aunque para volver a ver su reflejo en el P&L habrá que esperar, al menos, hasta 2025e

CEV complementa su negocio patrimonial con la promoción de viviendas para la venta. Un negocio que por primera vez (2022) será visible en P&L al escriturar una promoción de 48 viviendas en Sabadell, que aportarán al resultado 2022e unos ingresos de EUR 13,9Mn con un margen elevado (c. 30%) y un beneficio bruto de EUR 4,2Mn (ya visible en los resultados 9m22) que impulsará de forma extraordinaria el EBITDA 2022e (Gráfico 27) hasta EUR 17,2Mn. Dado el carácter no recurrente que actualmente tiene el negocio promotor de CEV, hemos optado por incluir el ingreso neto obtenido por el negocio en 2022e por debajo del EBITDA Recurrente.

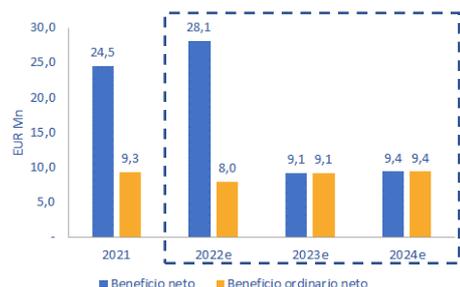
Adicionalmente, CEV cuenta con una cartera de suelo con un aprovechamiento total de 125.000 m2 de techo (en su mayor parte residencial), de los que c. 10.700 m2 están en construcción (lo que debe dar continuidad al negocio promotor, aunque no será visible en el P&L, al menos, hasta 2025e). En concreto, en 2022 inicia la construcción sobre suelo en balance de una promoción para la venta en L'Hospitalet (Barcelona) de 76 viviendas, que estimamos que aporten unos ingresos de c. EUR 25Mn y un margen de c. EUR 4Mn desde 2025e (siendo esta la única promoción en curso en la actualidad).

Gráfico 28. EBITDA Recurrente y Beneficio Neto Ordinario



Nota: Beneficio ordinario neto excluye la variación del valor de los inmuebles, extraordinarios y no recurrentes.

Gráfico 29. Beneficio Neto y Beneficio ordinario Neto (2019-2024e)



Alta capacidad de convertir EBITDA Recurrente en Beneficio Neto Ordinario (> 60%)

Durante el período 2019-2021, CEV convierte c. 70% del EBITDA Recurrente generado en Beneficio Neto Ordinario (calculado como el Beneficio Neto sin el impacto de la variación del valor de los inmuebles, extraordinarios y no recurrentes). Durante el período 2022e-2024e, las principales partidas que se encuentran entre el EBITDA y el BN ordinario son:

- Gastos financieros, que proyectamos en c. EUR 1,6Mn en 2022e (+7% vs 2021; coste de la deuda 2%) que esperamos que se incrementen hasta c. EUR 2Mn a partir de 2023e resultado de la subida de tipos de interés (estimamos un coste de la deuda de c. 2,5p.p. ;+0,5p.p.) y el incremento de la deuda.
- Tasa fiscal: estimamos un incremento de la carga impositiva hasta el 23% en 2022e (vs 16% en 2021) por la reducción del 85% al 40% de la bonificación que hasta el ejercicio 2021 tenían las entidades dedicadas al arrendamiento de viviendas. Dado que no vemos riesgo de reducción adicional, nuestra tesis es la continuidad de la carga impositiva vista en 2022e en 2023e y 2024e (la recuperación de la bonificación anterior devolvería la tasa fiscal a niveles < 20%).
- Minoritarios, correspondientes al 20% de participación que CEV no controla en SBD Lloguer Social, con impacto de c. EUR 1Mn en 2022e.

Adicionalmente, en 2022e es importante considerar (por su impacto en Beneficio Neto) lo siguiente:

- Variación del valor de los inmuebles, con un incremento que en el 1S22 (último dato disponible) fue del 3,3% (recogido en nuestras estimaciones 2022e con un impacto de EUR 15,9Mn en P&L).
- Extraordinarios por EUR 5,7Mn, correspondientes a la sentencia favorable por la que CEV recuperará EUR 4,4Mn en impuestos locales (pagados en ejercicios anteriores) y EUR 1,3Mn de intereses aplicables.

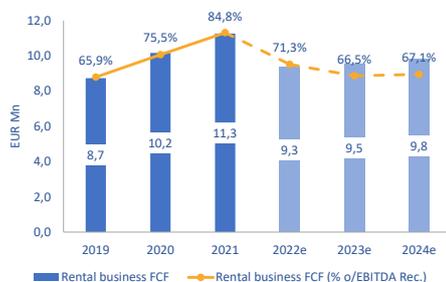
Todo lo anterior nos lleva a estimar niveles de Beneficio Neto 2022e de EUR 28,1Mn que, excluyendo el impacto de la revalorización de activos (EUR 15,9Mn), extraordinarios (EUR 6Mn) y el Beneficio no recurrente del negocio promotor (EUR 4,2Mn) se traduce en un Beneficio Neto Ordinario 2022e de EUR 8Mn (c. 60% s/EBITDA Recurrente; Tabla 2).

Tabla 2: Desde EBITDA Recurrente hasta Beneficio Neto Ordinario

EUR Mn	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
							19-21	21-24e
EBITDA recurrente	13,2	13,5	13,3	13,1	14,3	14,6	0,1%	3,2%
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>69,9%</i>	<i>70,7%</i>	<i>68,3%</i>	<i>64,1%</i>	<i>67,2%</i>	<i>67,2%</i>		
Ingresos netos promoción y otros	(0,1)	(1,0)	0,4	4,2	-	-		
Depreciación y provisiones	(0,2)	(0,1)	0,4	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Variación del valor de inmuebles	16,8	0,2	17,9	15,9	-	-		
Resultado financiero neto	(1,6)	(1,3)	(1,5)	(1,6)	(2,0)	(2,0)	-4,5%	10,2%
Extraordinarios	-	-	-	6,0	-	-		
Beneficio antes de impuestos	28,2	11,3	30,5	37,5	12,2	12,5		
Impuestos	(5,4)	(1,5)	(5,2)	(8,5)	(2,8)	(2,9)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>19,1%</i>	<i>13,2%</i>	<i>16,9%</i>	<i>22,8%</i>	<i>22,8%</i>	<i>22,8%</i>		
Minoritarios	(0,8)	(0,6)	(0,9)	(0,9)	(0,3)	(0,3)		
Beneficio neto	22,0	9,3	24,5	28,1	9,1	9,4		
Beneficio ordinario neto	8,5	10,0	9,3	8,0	9,1	9,4	4,8%	0,1%
<i>Beneficio ordinario neto/EBITDA Rec.</i>	<i>64,1%</i>	<i>73,9%</i>	<i>70,2%</i>	<i>60,8%</i>	<i>63,5%</i>	<i>64,1%</i>		

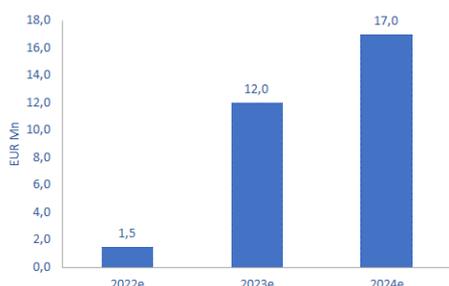
Nota: Beneficio ordinario neto excluye no recurrentes, la variación del valor de los inmuebles y extraordinarios aplicando una tasa fiscal efectiva.

Gráfico 30: Cash Flow negocio patrimonialista



Nota: Estimado por Lighthouse. Excluye el impacto en impuestos de ingresos extraordinarios y del negocio de promoción inmobiliaria.

Gráfico 31: Capex del negocio promotor



Free Cash Flow: el desarrollo de nuevas promociones y las aportaciones de capital en el proyecto HMB elevarán el consumo de caja

El modelo de negocio patrimonialista de CEV, sin Capex (el mantenimiento, las reparaciones y conservación de los edificios se imputan directamente al P&L) ni inversiones en circulante significativas, tiene una elevada capacidad de convertir EBITDA en Cash Flow. El gasto financiero (c. EUR 2Mn/año a partir de 2023e) y el pago de impuestos (tasa fiscal c. 23%) son las principales partidas entre el EBITDA Recurrente y el Free Cash Flow del negocio patrimonialista. De este modo, niveles de EBITDA de c. EUR 14-15Mn (nuestro escenario central para 2023e y 2024e) implicarán niveles de generación de caja siempre superiores a EUR 9,5Mn/año (Gráfico 30).

Más allá del Cash Flow recurrente generado por las rentas de inversiones inmobiliarias, CEV se encuentra ante el inicio de una etapa de crecimiento (aunque no será visible hasta, al menos, 2025e) que requerirá de un incremento significativo de las necesidades de inversión. En concreto, destacamos:

- 1) **Capex necesario para el desarrollo de nuevas promociones.** La entrega de viviendas esperada en 2022e permitirá incrementar el Cash Flow generado por la compañía. Pero la recuperación de un negocio promotor recurrente incrementará las necesidades de caja para el desarrollo de nuevos proyectos residenciales.

Asumimos un incremento de las necesidades de caja en 2023e y 2024e esencialmente como resultado de: i) el desarrollo de la promoción para la venta en L'Hospitalet (Barcelona) de 76 viviendas y ii) el desarrollo de nuevas promociones a partir de 2023e con el objetivo de incrementar el nivel de entregas a c. 50-100 viviendas/año a partir de 2025e (lo que apunta a un fuerte incremento de los niveles de inversión para el negocio promotor, con una inversión acumulada de c. EUR 30Mn durante el período 2022e-2024e; Gráfico 31).

- 2) **Aportaciones de capital en NiCrent (Proyecto Habitatge Metròpolis Barcelona),** un operador público-privado que promoverá 4.554 viviendas de alquiler asequible en los próximos 6 años en el área metropolitana de Barcelona, en el que participa CEV con un 25% a través de su 50% en NiCrent Residencial.

Un proyecto de gran envergadura que implicará un importante crecimiento para CEV (visible en P&L a partir de 2026 por la prestación de servicios de gestión de los alquileres) pero que requerirá de una inversión relevante: además de los c. EUR 6Mn ya aportados, CEV deberá invertir, al menos, c. EUR 24Mn adicionales (c. 40% sobre su Deuda Neta actual) durante los próximos cuatro años. La inversión en el proyecto HMB aumentará la especialización de CEV en residencial para el alquiler.

Gráfico 32: Deuda Neta y LTV (2017-224e)



Nota: LTV 22e-24e tomando como referencia el EPRA GAV a cierre del 1S22 (EUR 534,9Mn) y la Deuda Neta ajustada (para igualar el valor de los préstamos subsidiados a sus valores de reembolso).

Y pese al repunte (temporal) en los niveles de inversión, se mantendrá un bajo apalancamiento (LTV < 20% y EBITDA > 6x los intereses)

La elevada capacidad de generación de caja del negocio ha permitido a la compañía autofinanciar con fondos propios todo su crecimiento (sin necesidad de recurrir a ampliaciones de capital), manteniendo en todo momento una estructura de balance hipersaneada en todas las fases del ciclo (manteniendo el nivel de apalancamiento siempre dentro de unos límites conservadores: LTV sistemáticamente < 20%; Gráfico 32).

Y pese a que el elevado nivel de inversión estimado para los próximos años incrementará la Deuda Neta hasta niveles de c. EUR 95Mn en 2024e (Gráfico 32), en términos relativos se mantendrá un bajo apalancamiento, con un LTV siempre inferior al 20% y una generación de EBITDA que superará en más de 6x a los intereses de la deuda. Es decir, una posición financiera especialmente interesante en el entorno en que se moverá el sector en los próximos años (con riesgo de revisión del valor de los activos a la baja).

En junio de 2022 CEV abonó un dividendo (2022) por acción de EUR 0,2/acc (EUR 4,6Mn; yield 2,7%). Para 2023e y 2024e asumimos que la compañía mantendrá un dividendo similar al visto durante los últimos 3 años (EUR 4,6Mn); pay-out del c. 50% sobre el beneficio neto 2023e.

En conclusión, un modelo de negocio que ofrece una visibilidad enorme hasta 2024e (tanto en ventas como en márgenes). Y capacidad para crecer en el largo plazo

Hoy el deterioro de la macro en España es un hecho. Y las revisiones a la baja de las estimaciones de crecimiento impactarán sobre la evolución del sector inmobiliario (que ya muestra signos de desaceleración en el 3T). Por lo que hoy claramente el riesgo de revisión es a la baja.

No obstante, la foto que nos deja CEV es la de una compañía inmobiliaria de pequeño tamaño, bien gestionada, con una estructura operativa realmente eficiente (con una solidez en márgenes ya demostrada) y un bajo apalancamiento (LTV < 20%). A lo que habría que añadir dos ingredientes adicionales (también diferenciales): 1) una exposición única en la bolsa española al residencial en alquiler (menos expuesto al ciclo frente a otros segmentos del inmobiliario) y 2) una cartera de activos concentrada en Cataluña (esencialmente Barcelona y su área metropolitana).

Todo lo anterior son factores (a nuestro juicio singulares) que convierten a CEV en “el nicho de los nichos”. Dentro del inmobiliario, exposición al alquiler residencial; en España (donde la demanda de viviendas en alquiler aún se encuentra lejos de los niveles medios europeos); y con una cartera de activos concentrada en Cataluña (región que presenta un crecimiento de la demanda superior al esperado para la media del mercado nacional). Lo que apunta a una enorme visibilidad (tanto en ventas como en márgenes hasta 2024e).

Es decir, CEV presenta razones más que suficientes para hacernos pensar que una compañía descorrelacionada del ciclo inmobiliario en España es realmente posible (y no un caso de “laboratorio”), a la espera de que las inversiones realizadas en nuevas promociones (con capacidad para entregar entre 50-100 viviendas/año a partir de 2025e) y su participación en HMB (con c. 4.500 viviendas en alquiler) den sus frutos.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2022e	2023e	2024e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	9,7	(6,2)	(14,5)	n.a.			
Market Cap	168,6	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	59,0	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,3%	Coste de la deuda neta			5,1%	5,6%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,2%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			4,0%	4,4%	
Risk free rate (rf)	3,2%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,0	B (estimación propia)			1,0	1,1	
Coste del Equity	9,2%	Ke = Rf + (R * B)			8,7%	10,3%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	74,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	25,9%	D			=	=	
WACC	7,9%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,5%	8,8%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 22e	BPA 22e-24e	EV/EBITDA 22e	EBITDA 22e-24e	EV/Vtas. 22e	Ingresos 22e-24e	EBITDA/Vtas. 22e	FCF Yield 22e	FCF 22e-24e
Metrovacesa	MVC-ES	1.072,4	32,2	-13,5%	20,8	-4,7%	2,0	0,3%	9,5%	13,0%	11,6%
Aedas Homes	AEDAS-ES	633,8	5,7	-6,6%	4,9	-6,2%	0,9	-3,1%	18,2%	19,3%	-17,3%
Neinor Homes	HOME-ES	627,1	6,3	-7,6%	3,4	-5,1%	0,6	-8,0%	17,2%	14,7%	-57,8%
Insur	ISUR-ES	147,5	11,8	22,3%	16,5	19,2%	3,3	19,4%	19,7%	n.a.	55,3%
Inmobiliarias			14,0	-1,4%	11,4	0,8%	1,7	2,1%	16,2%	15,7%	-2,0%
Merlin Properties	MRL-ES	4.303,1	15,9	4,6%	23,6	5,7%	18,1	5,1%	77,0%	21,7%	-59,0%
Colonial	COL-ES	3.175,6	18,6	7,4%	35,0	10,7%	n.a.	9,4%	78,0%	n.a.	n.a.
Lar España	LRE-ES	346,5	8,6	4,7%	16,1	9,9%	10,8	5,6%	67,2%	6,5%	20,0%
Árma	ARM-ES	220,3	35,8	34,7%	n.a.	n.a.	n.a.	58,9%	n.a.	n.a.	60,5%
SOCIMIS			19,7	12,8%	24,9	8,8%	14,5	19,7%	74,1%	14,1%	7,2%
CEV	CEV-ES	168,6	6,0	-42,3%	25,8	-8,1%	16,5	3,2%	84,6%	4,1%	-85,3%

Análisis de sensibilidad (2023e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 23e	EBITDA 23e	EV/EBITDA 23e
Max	70,6%	15,1	22,4x
Central	67,2%	14,3	23,5x
Min	63,8%	13,6	24,8x

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el free cash flow:

- **Deterioro de la situación macro.** El entorno actual (inflación disparada, entorno de tipos, contracción del crédito, menor liquidez...) impacta de lleno sobre el crecimiento, y su efecto ya se está viendo reflejado en una revisión a la baja de las estimaciones. Lo que podría implicar un crecimiento de rentas más lento de lo esperado (especialmente en los segmentos de oficinas y superficies comerciales, con mayor exposición al ciclo; 18% s/Ingresos).

Una contracción de las rentas por alquiler del 2% en 2023e (vs crecimiento del 3% estimado) provocaría una contracción del EBITDA 2023e estimado del 6% (un riesgo estrictamente teórico dado que incluso en 2020 las rentas por alquiler crecieron orgánicamente un 1,3%).

- **Nivel de ocupación de los inmuebles.** CEV ha mantenido históricamente unas tasas de ocupación muy elevadas, que se acercan a la plena ocupación (c. 95%; 4,59% EPRA Vacancy rate). Y nuestras estimaciones contemplan su continuidad. Una reducción en la elevada tasa de ocupación impactaría de forma negativa en los resultados de la compañía (un riesgo aplicable esencialmente al segmento de oficinas y retail; 18% s/Ingresos de la cartera de rentas).
- **Peor evolución en márgenes.** En 2023e esperamos un margen EBITDA del 67,2% (completamente en línea con la media 2016-2021; Mg. EBITDA Recurrente medio -6y: 69,2%) como resultado de un negocio con una estructura operativa muy eficiente. Una vuelta a márgenes similares a los vistos en 2020 (Mg. EBITDA 65,5%; por dotaciones extraordinarias en concepto de morosidad consecuencia de la pandemia) implicaría una contracción del EBITDA 2023e del 5%.
- **Subida de tipos de interés.** A cierre de 2021, el vencimiento medio de la cartera de préstamos era de 18,4 años, con un tipo de interés referenciado esencialmente al Euribor 1 año (81% s/total) o al IRPH (18% s/total). Aunque CEV mantiene dos swaps de cobertura del 49% de la cartera de préstamos referenciados al Euribor (32% de la cartera total de préstamos) para los próximos 5 años.

Nuestras estimaciones contemplan una subida 100 pb del coste medio de la deuda en 2023e hasta el 2,5% (vs 2% en 2022). Una subida adicional de otros 100 pb de los tipos de interés supondría un incremento de c. 20% del gasto financiero estimado en 2023e en concepto de intereses.

- **Proyecto HMB y Capex estimado.** Además de los c. EUR 6Mn ya invertidos, CEV deberá invertir c. EUR 24Mn adicionales (c. 40% sobre su Deuda Neta actual) durante los próximos cuatro años en el proyecto HMB, de capital mixto (50% público y 50% privado). Se trata de un proyecto a largo plazo (promoverá y pondrá en explotación más de 4.500 viviendas en alquiler asequible en los próximos 6 años) que no aportará cash flow positivo en los próximos 6 años (pero si requerirá de inversión). Cualquier desviación en plazos o costes podría implicar un incremento en las necesidades de inversión de la compañía (lo que reducirá su FCF).
- **Repunte de las tasas de descuento y su impacto en la valoración de los activos.** El repunte de en la rentabilidad del bono español a 10 años (hoy c. 3,4% vs 0,5% a principios de año) resta atractivo a la inversión inmobiliaria como activo de inversión.

En igualdad de condiciones, un incremento de las yields exigidas al sector residencial (hoy cercanas al 3,6% vs c. 5% en 2014) reducirá (inevitablemente) la valoración de los activos. Hoy en máximos.

- **Concentración geográfica de producto y mercado:** CEV concentra el 100% de su cartera de activos en Cataluña, esencialmente en Barcelona y su región metropolitana. Cualquier modificación en la regulación específica de esta región (o cambios en sus condiciones económicas particulares), podría afectar a los resultados de CEV.

- **Riesgo regulatorio.** El sector residencial en España presenta una elevada regulación. Por ejemplo, para evitar la aplicación del IPC en la actualización del alquiler, el Gobierno aplicó una medida que limita al 2% las actualizaciones anuales de los contratos de alquiler de vivienda hasta el 31 de diciembre de 2022. La continuidad de esta medida en 2023e reduciría la capacidad de actualización de rentas residenciales de la compañía.

Una actividad (vivienda asequible) “naturalmente inclinada” a altos estándares de gobierno corporativo

Tabla 3. Composición del Consejo de Administración

Miembro del Consejo	Categoría	Cargo	Fecha primer nombramiento	% Capital
Manuel Valiente Margeli	Dominical	Consejero	1993	6,85%
Montserrat Guillen Estany	Independiente	Consejero	2015	0,00%
Angel Segarra Ferré	Independiente	Consejero	2012	0,01%
Jaume Dedeu Bargallo ¹	Dominical	Consejero	2001	18,16%
María Vaqué Boix	Otros externos	Consejero	2006	1,80%
Carlos Manzano Cuesta ²	Dominical	Consejero	2018	24,10%
Bru Pellisa Vaqué ³	Dominical	Consejero	2006	16,81%
Donato Muñoz Montes	Ejecutivo	CEO	2020	0,05%
% total				67,8%

Nota: El % de capital incluye participación a título personal de las Compañías que representan (directas e indirectas).

Nota 1: Consejero dominical a propuesta de Eulalia Vaqué Boix (18,16% s/capital).

Nota 2: Consejero dominical a propuesta de Banco Santander (24,1% s/capital).

Nota 3: Consejero dominical en representación de Taller de Turisme I Medi Ambient (16,81%; controlada por Empar Vaqué Boix).

La familia Vaqué-Boix (fundadora de la compañía en 1968) se mantiene como accionista de referencia con una participación total del 61,7% (suma conjunta de todos los miembros de la familia), vinculada a la compañía desde su fundación (ocupa 3 de los 8 asientos del Consejo, aunque a fecha de este informe no ostenta cargos directivos). CEV cuenta con un equipo con más de 30 años de experiencia en la gestión de parques de viviendas en alquiler (siendo pionera en vivienda asequible). Desde un punto de vista de gobernanza, destacamos:

- **Un Consejo de Administración con alta exposición al precio de la acción.** Con 4 de los 8 miembros dominicales (en representación de accionistas que suponen en conjunto c. del 68% del capital; Tabla 3), el Consejo es, esencialmente, la “propiedad”. Lo que implica una alta exposición del Consejo al precio de la acción. Además de la familia Vaqué-Boix, el Consejo cuenta con representación de otros accionistas significativos como Manuel Valiente (6,85% del capital, vinculado a CEV desde 1978) y Banco Santander (24,1% s/total).
- **Y baja presencia de consejeros independientes.** Los consejeros independientes representan el 25% del total (vs la recomendación del 33,3% del Código de buen gobierno de la CNMV para sociedades en las que la capitalización no sea elevada). Lo que dificulta la independencia de sus comisiones.

Tabla 4. Principales métricas de Gobierno Corporativo

KPI	2019	2020	2021
% de consejeros independientes	28,57%	25,00%	25,00%
% de consejeros dominicales	57,14%	50,00%	50,00%
% de consejeros ejecutivos	0,00%	12,50%	12,50%
% de mujeres en el consejo de administración	25,00%	25,00%	25,00%
% de mujeres en la plantilla	42,65%	43,75%	46,38%
Remuneración del Consejo + Alta Dirección/gastos de	23,27%	25,62%	25,70%
Numero de casos de corrupción confirmados	0	0	0

- **La remuneración del Consejo ha sido creciente durante los últimos 3 años.** La retribución máxima del Consejo está fijada en EUR 700k y en 2021 ascendió a un total de EUR 518k (+39% vs 2020) hasta alcanzar un 15,4% sobre los gastos de personal (Tabla 4). Adicionalmente, la remuneración del consejero ejecutivo incluye la entrega de acciones en los siguientes términos: 2.200 en 2022, 3.300 en 2023 y 4.400 en 2024 (importe total acumulado de c. 70 mil euros a precios de mercado) que se hará efectiva el 15 de enero del año siguiente a cada periodo anual.
- **... con obligaciones por provisión de fondos salariales.** Aunque en sentido estricto no existe un plan de pensiones para los miembros del Consejo, anualmente se realizan dotaciones a un fondo interno para cubrir el concepto retributivo de premios de permanencia al Consejo de Administración. En concreto, los consejeros no ejecutivos tienen derecho a percibir 10 mil euros por cada año de permanencia, hasta un máximo de 100 mil euros (200 mil euros en el caso del Presidente).
- **Retribución a la Alta Dirección.** En 2021, la retribución total de la alta dirección ascendió a EUR 348k (-18,7% vs 2020). Adicionalmente, desde 2016 CEV realiza aportaciones anuales a un fondo de pensiones externo equivalentes al 8,26% del salario fijo de la Alta Dirección (registradas como una provisión a largo plazo que se materializará como una retribución cuando se cumplan los requisitos para ello o se alcance la edad de jubilación).

- **Un modelo de gestión en el que destaca la gestión no externalizada y el no uso de ampliaciones de capital para financiar su crecimiento.** Desde el punto de vista de gobernanza, en el modelo de gestión de CEV destacan dos puntos: 1) la gestión no externalizada, con un equipo propio con más de 30 años de experiencia en el sector y 2) el no uso de ampliaciones de capital para financiar su crecimiento (como han hecho otras inmobiliarias españolas); lo que ha evitado diluciones no deseadas (un factor a tener en cuenta en términos de gobierno corporativo).
- **Con una política explícita de diversidad para la selección de consejeros.** El Consejo de Administración aprobó en 2020 una política de selección de consejeros en la que se expresa que los candidatos al Consejo deberán ser personas cuyo nombramiento favorezca la diversidad profesional, de conocimientos y de género (evitando, en todo caso, cualquier tipo de sesgo implícito que obstaculice la selección de personas de uno u otro sexo).

Aunque el porcentaje de mujeres en el Consejo se ha mantenido estable durante los últimos 3 años (25% s/total), en 2021 ha continuado la mejora del porcentaje de mujeres en la plantilla (42,65%, 2019; 43,75%, 2020; 46,38%, 2021).

- **Con una comisión de Sostenibilidad y medioambiente.** La supervisión del cumplimiento de las políticas y reglas en materia medioambiental se atribuye a la comisión de sostenibilidad y medioambiente.
- **Contribución a la sociedad:** CEV destina a actividades sociales el 0,7% del resultado neto procedente de actividades corrientes (EPRA Earnings), apoyando financieramente a entidades sin ánimo de lucro dedicadas a los sectores más desfavorecidos (esencialmente relacionados con la infancia y la integración social).

Además, CEV mantiene un compromiso con la vivienda asequible: las dos principales compañías que integran el Grupo están calificadas como “promotores sociales” por la Administración Pública de Cataluña (una calificación otorgada a aquellos promotores orientados a aumentar, de forma habitual, la oferta de viviendas de protección oficial en Cataluña).

- **Una retribución al accionista estable.** La política de dividendos que viene aplicando la compañía contempla el abono de un único dividendo anual, pagado a mitad del ejercicio contra reservas tras su aprobación en la junta general (normalmente en julio). Aunque no hay establecido un objetivo de pay-out concreto, históricamente los importes abonados han representado un pay-out del orden del 50% (frente a un mínimo del 80% pagado por las socimis).

Durante el período 2019-2022, el dividendo por acción ha ascendido a 0,2€/acción. Dividend yield 2,7% a precios actuales (vs c. 3% de las Socimis cotizadas en España).

- **Transacciones con partes vinculadas.** En concreto, con Banco Santander (propietario del 24,1% del capital) en forma de: 1) préstamos por EUR 8,8Mn, 2) líneas de crédito (EUR 6Mn, de los que a cierre de 2021 se habían dispuesto EUR 4,3Mn) y 3) instrumentos de cobertura (importe total cubierto de EUR 27,5Mn; c. 32% de la cartera total de préstamos). Los intereses y gastos por comisiones devengados en 2021 de todas las operaciones realizadas con Banco Santander ascendieron a EUR 0,6Mn.

Anexo 1. Proyecciones financieras

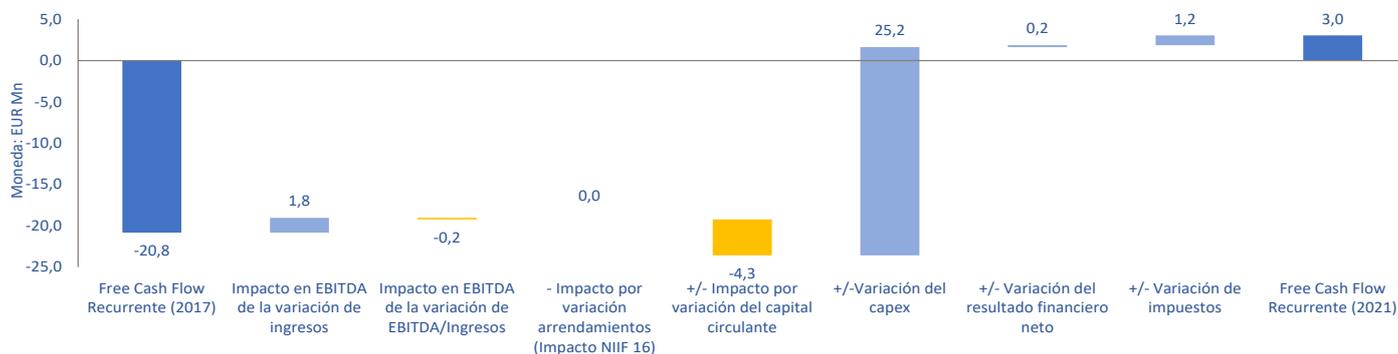
Balance (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e		
Inmovilizado inmaterial	1,1	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1		
Inmovilizado material	384,1	437,0	456,2	461,7	479,8	497,1	509,0	525,8		
Otros activos no corrientes	3,2	4,3	4,0	4,0	3,4	9,3	9,3	9,3		
Inmovilizado financiero	10,6	10,3	10,0	7,1	10,3	10,3	15,5	24,4		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	23,3	22,7	23,0	26,3	34,3	32,3	32,5	32,5		
Total activo	422,2	475,2	494,1	500,0	528,8	550,1	567,4	593,2		
Patrimonio neto	275,5	316,0	332,8	337,2	357,5	381,0	385,4	390,2		
Minoritarios	7,9	9,3	10,0	10,5	11,4	12,3	12,6	12,9		
Provisiones y otros pasivos a LP	66,3	79,1	83,1	83,7	85,3	89,4	89,4	89,4		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	68,1	68,7	65,8	64,9	69,5	63,0	75,4	96,0		
Pasivo circulante	4,4	2,2	2,5	3,7	5,0	4,5	4,6	4,7		
Total pasivo	422,2	475,2	494,1	500,0	528,8	550,1	567,4	593,2		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
Total Ingresos	16,8	18,0	19,0	19,1	19,4	20,4	21,3	21,7	3,6%	3,8%
Cto.Total Ingresos	6,1%	6,9%	5,3%	0,6%	1,9%	5,1%	4,5%	1,9%		
Coste de ventas	(0,6)	(0,7)	(0,9)	(0,8)	(1,2)	(1,8)	(1,3)	(1,4)		
Margen Bruto	16,3	17,3	18,1	18,2	18,2	18,6	20,0	20,4	2,8%	3,8%
Margen Bruto / Ingresos	96,6%	96,3%	95,3%	95,7%	93,8%	91,2%	93,7%	93,7%		
Gastos de personal	(2,9)	(3,2)	(3,2)	(3,1)	(3,4)	(3,7)	(3,8)	(3,9)		
Otros costes de explotación	(1,7)	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,8)	(1,8)	(1,9)		
EBITDA recurrente	11,7	12,5	13,2	13,5	13,3	13,1	14,3	14,6	3,3%	3,2%
Cto.EBITDA recurrente	9,5%	7,4%	5,7%	1,7%	-1,4%	-1,4%	9,6%	1,8%		
EBITDA rec. / Ingresos	69,3%	69,6%	69,9%	70,7%	68,3%	64,1%	67,2%	67,2%		
Ingresos netos de promoción y otros no rec.	0,0	(0,1)	(0,1)	(1,0)	0,4	4,2	-	-		
EBITDA	11,7	12,4	13,1	12,5	13,7	17,3	14,3	14,6	3,9%	2,3%
Depreciación y provisiones	(0,1)	(0,4)	(0,2)	(0,1)	0,4	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Variación del valor de los inmuebles	5,9	49,0	16,8	0,2	17,9	15,9	-	-		
EBIT	17,5	61,0	29,8	12,6	32,0	33,1	14,2	14,5	16,3%	-23,2%
Cto.EBIT	-51,9%	248,4%	-51,2%	-57,7%	154,1%	3,3%	-56,9%	1,8%		
EBIT / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	66,1%	n.a.	n.a.	66,7%	66,7%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,2)	(1,4)	(1,6)	(1,3)	(1,5)	(1,6)	(2,0)	(2,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	(0,0)	-	-	-		
Beneficio ordinario	16,3	59,6	28,2	11,3	30,5	31,5	12,2	12,5	17,0%	-25,7%
Cto.Beneficio ordinario	-52,9%	265,5%	-52,7%	-59,8%	169,9%	3,1%	-61,2%	2,7%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	6,0	-	-		
Beneficio antes de impuestos	16,3	59,6	28,2	11,3	30,5	37,5	12,2	12,5	17,0%	-25,7%
Impuestos	(0,8)	(13,0)	(5,4)	(1,5)	(5,2)	(8,5)	(2,8)	(2,9)		
Tasa fiscal efectiva	5,2%	21,8%	19,1%	13,2%	16,9%	22,8%	22,8%	22,8%		
Minoritarios	(0,9)	(1,6)	(0,8)	(0,6)	(0,9)	(0,9)	(0,3)	(0,3)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	14,5	45,0	22,0	9,3	24,5	28,1	9,1	9,4	13,9%	-27,5%
Cto.Beneficio neto	-42,6%	209,4%	-51,2%	-57,9%	164,8%	14,4%	-67,5%	2,7%		
Beneficio ordinario neto	8,9	6,8	8,5	10,0	9,3	8,0	9,1	9,4	1,1%	0,1%
Cto. Beneficio ordinario neto	60,8%	-23,6%	24,4%	17,2%	-6,4%	-14,7%	14,5%	2,7%		
Cash Flow (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
EBITDA recurrente						13,1	14,3	14,6	3,3%	3,2%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						1,5	0,0	0,0		
Cash Flow operativo recurrente						14,6	14,3	14,6	-8,4%	31,0%
CAPEX						(1,5)	(12,0)	(17,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,6)	(2,0)	(2,0)		
Impuestos						(4,5)	(2,8)	(2,9)		
Free Cash Flow Recurrente						7,0	(2,5)	(7,2)	21,0%	-63,4%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	(5,3)	(8,8)		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						4,2	-	-		
Free Cash Flow						11,2	(7,8)	(16,0)	81,5%	n.a.
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(4,6)	(4,6)	(4,6)		
Variación de Deuda financiera neta						(6,5)	12,4	20,6		

Nota: Beneficio ordinario neto excluye no recurrentes, la variación del valor de los inmuebles y extraordinarios aplicando una tasa fiscal efectiva.

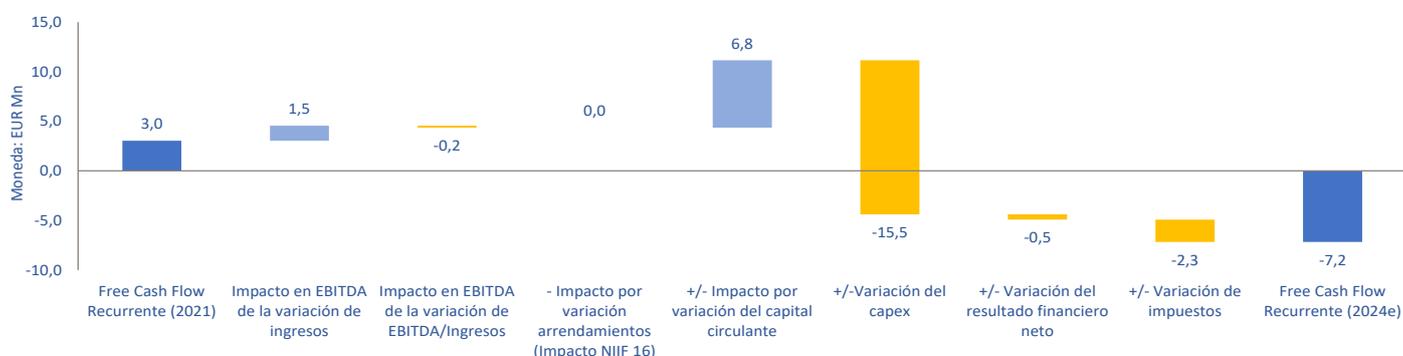
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
								18-21	21-24e
EBITDA recurrente	12,5	13,2	13,5	13,3	13,1	14,3	14,6	1,9%	3,2%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	7,4%	5,7%	1,7%	-1,4%	-1,4%	9,6%	1,8%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	69,6%	69,9%	70,7%	68,3%	64,1%	67,2%	67,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,6)	(0,0)	(2,1)	(6,8)	1,5	0,0	0,0		
= Cash Flow operativo recurrente	11,0	13,2	11,4	6,5	14,6	14,3	14,6	-16,0%	31,0%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	18,5%	20,8%	-14,1%	-42,8%	123,6%	-1,4%	2,0%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	60,9%	69,9%	59,7%	33,5%	71,3%	67,3%	67,3%		
- CAPEX	(3,1)	(2,2)	(4,6)	(1,5)	(1,5)	(12,0)	(17,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,4)	(1,7)	(1,4)	(1,4)	(1,6)	(2,0)	(2,0)		
- Impuestos	(3,3)	(2,8)	(1,9)	(0,6)	(4,5)	(2,8)	(2,9)		
= Free Cash Flow recurrente	3,2	6,5	3,5	3,0	7,0	(2,5)	(7,2)	-1,5%	-63,4%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	115,2%	105,6%	-46,1%	-13,6%	130,5%	-135,2%	-191,7%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	17,6%	34,4%	18,4%	15,6%	34,3%	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,0	0,4	1,8	(9,4)	-	(5,3)	(8,8)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,6)	0,6	0,1	6,3	4,2	-	-		
= Free Cash Flow	3,6	7,5	5,4	(0,0)	11,2	(7,8)	(16,0)	-26,1%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	120,0%	107,8%	-27,5%	-100,4%	n.a.	-169,4%	-106,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	1,9%	3,9%	2,1%	1,8%	4,1%	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	2,1%	4,5%	3,2%	n.a.	6,6%	n.a.	n.a.		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(20,8)	3,2	6,5	3,5	3,0	7,0	(2,5)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,8	0,7	0,1	0,3	0,7	0,6	0,3		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,1	0,1	0,1	(0,5)	(0,9)	0,7	(0,0)		
= Variación EBITDA recurrente	0,9	0,7	0,2	(0,2)	(0,2)	1,3	0,3		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,8	1,6	(2,1)	(4,7)	8,2	(1,5)	0,0		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	1,7	2,3	(1,9)	(4,9)	8,0	(0,2)	0,3		
+/- Variación del CAPEX	23,5	0,9	(2,4)	3,1	(0,0)	(10,5)	(5,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,3	(0,3)	0,3	(0,1)	(0,1)	(0,5)	0,1		
+/- Variación de impuestos	(1,5)	0,4	0,9	1,3	(3,9)	1,7	(0,1)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	24,0	3,3	(3,0)	(0,5)	4,0	(9,5)	(4,7)		
Free Cash Flow Recurrente	3,2	6,5	3,5	3,0	7,0	(2,5)	(7,2)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	61,0	29,8	12,6	32,0	33,1	14,2	14,5	-19,3%	-23,2%
* <i>Tasa fiscal teórica</i>	21,8%	19,1%	13,2%	16,9%	22,8%	22,8%	22,8%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(13,3)	(5,7)	(1,7)	(5,4)	(7,5)	(3,2)	(3,3)		
EBITDA recurrente	12,5	13,2	13,5	13,3	13,1	14,3	14,6	1,9%	3,2%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,6)	(0,0)	(2,1)	(6,8)	1,5	0,0	0,0		
= Cash Flow operativo recurrente	11,0	13,2	11,4	6,5	14,6	14,3	14,6	-16,0%	31,0%
- CAPEX	(3,1)	(2,2)	(4,6)	(1,5)	(1,5)	(12,0)	(17,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(13,3)	(5,7)	(1,7)	(5,4)	(7,5)	(3,2)	(3,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(5,5)	5,3	5,2	(0,4)	5,5	(0,9)	(5,7)	59,2%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	70,0%	197,4%	-3,7%	-107,2%	n.a.	-116,3%	-532,4%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	28,2%	27,0%	n.a.	27,0%	n.a.	n.a.		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,0	0,4	1,8	(9,4)	-	(5,3)	(8,8)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,6)	0,6	0,1	6,3	4,2	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(5,0)	6,3	7,1	(3,4)	9,7	(6,2)	(14,5)	12,1%	-61,7%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	67,6%	225,6%	11,8%	-148,4%	382,8%	-163,9%	-134,1%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	1,6%	1,5%	n.a.	1,6%	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	1,9%	2,1%	n.a.	2,9%	n.a.	n.a.		

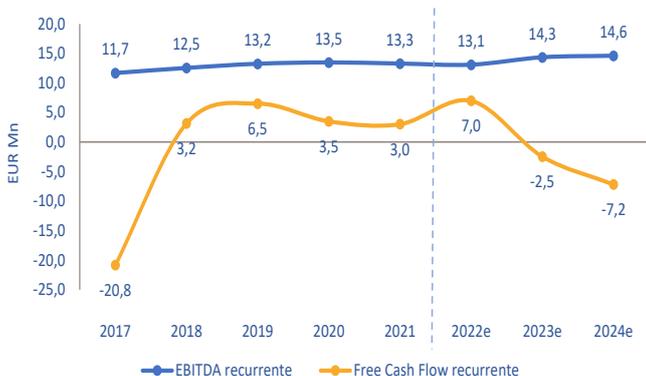
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 - 2021)



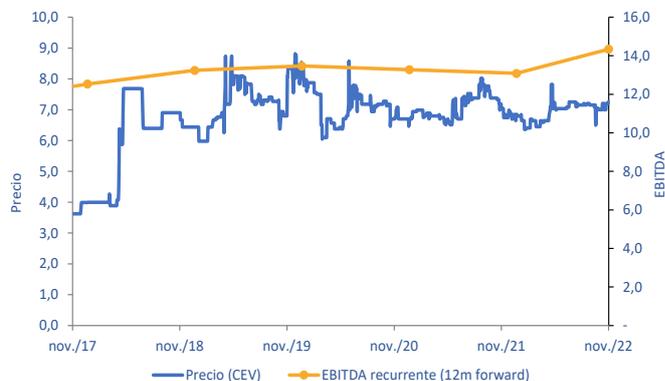
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2024e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)



Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	168,6	
+ Minoritarios	12,4	Rdos. 6m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	87,2	Rdos. 6m 2022
+ Deuda financiera neta	59,0	Rdos. 6m 2022
- Inmovilizado financiero	(10,3)	Rdos. 6m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	337,4	

Anexo 4. Comportamiento histórico⁽¹⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
Total Ingresos	18,6	18,2	19,6	17,4	16,4	13,9	16,8	18,0	19,0	19,1	19,4	20,4	21,3	21,7	0,4%	3,8%
Cto. Total ingresos	-0,8%	-2,3%	8,1%	-11,5%	-5,5%	-15,5%	21,2%	6,9%	5,3%	0,6%	1,9%	5,1%	4,5%	1,9%		
EBITDA	8,2	6,8	8,0	7,3	8,5	8,6	11,7	12,4	13,1	12,5	13,7	17,3	14,3	14,6	5,2%	2,3%
Cto. EBITDA	135,6%	-17,0%	17,7%	-9,0%	16,1%	2,0%	35,5%	5,9%	6,0%	-5,0%	9,3%	26,5%	-16,9%	1,8%		
EBITDA/Ingresos	44,2%	37,5%	40,8%	42,0%	51,5%	62,2%	69,5%	68,9%	69,3%	65,5%	70,3%	84,6%	67,2%	67,2%		
Beneficio neto	4,7	2,5	3,0	22,6	5,6	13,0	14,5	45,0	22,0	9,3	24,5	28,1	9,1	9,4	17,9%	-27,5%
Cto. Beneficio neto	-37,9%	-47,5%	21,3%	647,0%	-75,3%	134,2%	11,6%	209,4%	-51,2%	-57,9%	164,8%	14,4%	-67,5%	2,7%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	23,9	23,3	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,3	23,3		
BPA (EUR)	0,20	0,11	0,13	0,97	0,24	0,56	0,63	1,94	0,95	0,40	1,06	1,21	0,39	0,40	18,2%	-27,5%
Cto. BPA	n.a.	-46,0%	21,5%	n.a.	-75,3%	n.a.	11,6%	n.a.	-51,1%	-57,9%	n.a.	14,1%	-67,5%	2,7%		
BPA ord. (EUR)	0,20	0,11	0,13	0,97	0,24	0,56	0,39	0,29	0,37	0,43	0,40	0,34	0,39	0,40	7,3%	0,0%
Cto. BPA ord.	n.a.	-46,0%	21,5%	n.a.	-75,3%	n.a.	-31,5%	-23,5%	24,4%	17,2%	-6,5%	-14,9%	14,5%	2,7%		
CAPEX	(9,8)	(6,1)	(1,8)	(0,6)	(1,4)	(4,4)	(26,6)	(3,1)	(2,2)	(4,6)	(1,5)	(1,5)	(12,0)	(17,0)		
CAPEX/Vtas %	52,7%	33,5%	9,0%	3,2%	8,4%	31,8%	158,2%	17,4%	11,7%	24,0%	7,5%	7,3%	56,3%	78,2%		
Free Cash Flow	(7,3)	(2,7)	1,5	3,8	(1,6)	(4,5)	(18,1)	3,6	7,5	5,4	(0,0)	11,2	(7,8)	(16,0)	44,3%	n.a.
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	6,1x	8,0x	5,5x	7,0x	6,5x	4,9x	5,8x	5,5x	5,0x	5,2x	5,1x	3,6x	5,3x	6,6x		
PER (x)	34,0x	61,3x	48,9x	5,3x	23,8x	14,7x	6,4x	3,3x	8,8x	16,8x	6,5x	6,0x	18,5x	18,0x		
EV/Vtas (x)	12,65x	12,93x	11,05x	11,16x	12,78x	19,08x	13,91x	17,19x	18,78x	16,52x	16,41x	16,53x	15,82x	15,53x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	28,6x	34,5x	27,1x	26,6x	24,8x	30,7x	20,0x	25,0x	27,1x	25,2x	23,4x	19,5x	23,5x	23,1x		
Comport. Absoluto	2,0%	-2,5%	-3,2%	-18,8%	10,8%	44,5%	-51,7%	61,5%	29,6%	-19,7%	2,1%	5,9%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	17,3%	2,2%	-20,3%	-21,7%	19,4%	47,5%	-55,1%	89,9%	15,9%	-5,1%	-5,4%	14,0%				

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Factset.

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Anexo 5. Principales comparables 2022e

Datos	Mercado	Inmobiliarias					SOCIMIS					CEV
		EUR Mn	Metrovacesa	Aedas Homes	Neinor Homes	Insur	Average	Merlin Properties	Colonial	Lar España	Árma	
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MVC-ES	AEDAS-ES	HOME-ES	ISUR-ES		MRL-ES	COL-ES	LRE-ES	ARM-ES		CEV-ES
	País	Spain	Spain	Spain	Spain		Spain	Spain	Spain	Spain		Spain
	Market cap	1.072,4	633,8	627,1	147,5		4.303,1	3.175,6	346,5	220,3		168,6
	Enterprise value (EV)	1.134,7	828,2	490,9	418,6		8.163,0	9.508,8	935,4	241,7		337,4
Información financiera básica	Total Ingresos	575,8	923,0	831,8	128,6		450,0	347,8	86,7	6,2		20,4
	Cto.Total Ingresos	12,7%	20,6%	-9,3%	20,4%	11,1%	-4,5%	8,0%	10,1%	3,1%	4,2%	5,1%
	2y TACC (2022e - 2024e)	0,3%	-3,1%	-8,0%	19,4%	2,1%	5,1%	9,4%	5,6%	58,9%	19,7%	3,2%
	EBITDA	54,4	168,4	142,8	25,4		346,3	271,5	58,3	(1,3)		17,3
	Cto. EBITDA	98,8%	14,9%	8,6%	56,1%	44,6%	-20,7%	8,9%	12,1%	1,1%	0,3%	26,5%
	2y TACC (2022e - 2024e)	-4,7%	-6,2%	-5,1%	19,2%	0,8%	5,7%	10,7%	9,9%	n.a.	8,8%	-8,1%
	EBITDA/Ingresos	9,5%	18,2%	17,2%	19,7%	16,2%	77,0%	78,0%	67,2%	n.a.	74,1%	84,6%
	EBIT	55,5	165,7	137,8	24,5		398,5	262,1	40,6	13,8		33,1
	Cto. EBIT	69,6%	15,6%	8,9%	104,2%	49,6%	-8,4%	8,7%	-22,0%	n.a.	-7,2%	3,3%
	2y TACC (2022e - 2024e)	-4,9%	-6,3%	-4,9%	14,9%	-0,3%	1,6%	17,2%	-62,0%	3,2%	-10,0%	-33,8%
	EBIT/Ingresos	9,6%	17,9%	16,6%	19,0%	15,8%	88,6%	75,4%	46,8%	n.a.	70,2%	n.a.
	Beneficio Neto	31,3	109,7	98,9	13,0		277,7	182,6	50,1	12,1		28,1
	Cto. Beneficio Neto	69,7%	17,8%	-4,0%	8,2%	22,9%	-45,8%	-61,5%	94,4%	-53,9%	-16,7%	14,4%
2y TACC (2022e - 2024e)	-3,9%	-1,6%	-6,7%	3,8%	-2,1%	4,5%	6,6%	-89,1%	3,3%	-18,7%	-42,3%	
CAPEX/Ventas	14,0%	0,2%	16,4%	51,7%	20,6%	10,8%	132,1%	16,2%	322,6%	120,4%	7,3%	
Free Cash Flow	139,2	122,4	92,2	(33,3)		932,1	(63,6)	22,4	(27,0)		11,2	
Deuda financiera Neta	232,9	279,6	342,0	246,4		3.811,1	5.287,0	615,3	20,8		63,0	
DN/EBITDA (x)	4,3	1,7	2,4	9,7	4,5	11,0	19,5	10,6	n.a.	13,7	4,8	
Pay-out	567,2%	88,0%	54,6%	48,7%	189,6%	192,1%	69,2%	66,7%	0,0%	82,0%	16,5%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	32,2	5,7	6,3	11,8	14,0	15,9	18,6	8,6	35,8	19,7	6,0
	P/BV (x)	0,6	0,6	0,6	1,1	0,7	0,6	0,5	n.a.	n.a.	0,6	0,4
	EV/Ingresos (x)	2,0	0,9	0,6	3,3	1,7	18,1	n.a.	10,8	n.a.	14,5	16,5
	EV/EBITDA (x)	20,8	4,9	3,4	16,5	11,4	23,6	35,0	16,1	n.a.	24,9	25,8
	EV/EBIT (x)	20,4	5,0	3,6	17,1	11,5	20,5	36,3	23,1	17,6	24,3	10,2
	ROE	1,7	10,2	9,4	8,9	7,6	3,9	2,8	n.a.	n.a.	3,4	7,6
	FCF Yield (%)	13,0	19,3	14,7	n.a.	15,7	21,7	n.a.	6,5	n.a.	14,1	4,1
	DPA	1,17	2,13	0,71	0,36	1,09	1,14	0,25	0,40	0,00	0,45	0,20
	Dvd Yield	16,6%	15,8%	9,0%	4,5%	11,5%	12,5%	4,2%	9,6%	0,0%	6,6%	2,7%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

LIGHTHOUSE

Calle Basílica, 17, 1ª Planta, Oficinas
28020 Madrid
T: +34 915 904 226
www.ieaf.es/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

David López Sánchez

Equity research

david.lopez@lighthouse-ieaf.com

Luis Esteban Arribas

Equity research

luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

Enrique Andrés Abad

Equity research

enrique.andres@Lighthouse-ieaf.com

Jesús López Gómez

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (www.ieaf.es/lighthouse) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que pueden cotizar o no en los mercados secundarios oficiales, y especialmente (pero no exclusivamente) de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@ieaf.es o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la

opinión de IEF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

Principales inversores institucionales de EE.UU. Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
14-Nov-2022	n.a.	7,25	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

