

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 7,00 (23 feb 2023)

Fecha del informe: 24 feb 2023 (13:00h)

**Resultados 12m 2022**

Análisis Independiente de Compañías

**Resultados 12m 2022**
**Opinión** <sup>(1)</sup>: En línea

**Impacto** <sup>(1)</sup>: Mantenemos estimaciones

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

+34 915 904 226

**Descripción del negocio**

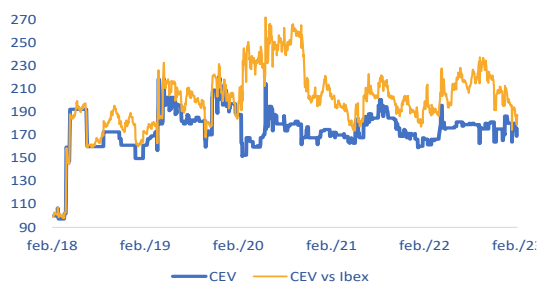
Compañía Española de Viviendas en Alquiler, Cevasa (CEV), es una compañía especializada en la promoción de edificios para su explotación a largo plazo en régimen de alquiler, principalmente dentro del segmento residencial en Cataluña, mayoritariamente en la ciudad de Barcelona y su región metropolitana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

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	162,8	172,5
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	330,3	350,0
Número de Acciones (Mn)	23,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	7,82 / 7,02 / 6,45	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación <sup>(3)</sup>	0,5	
Factset / Bloomberg	CEV-ES / CEV SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%)**

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

**Comportamiento relativo (base 100)**

**Comportamiento en bolsa (%)**

	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluta	-2,8	-3,4	5,3	75,2
vs Ibex 35	-5,8	-12,9	-3,7	86,4
vs Ibex Small Cap Index	-5,5	-16,0	0,1	42,9
vs Eurostoxx 50	-5,2	-10,5	-1,7	41,6
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	0,5	-7,0	47,9	135,6

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, prevemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 2.

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

(4) vs Stoxx Europe 600 Real State.

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

## Resultados 2022, en línea. Y que demuestran, al menos por ahora, resiliencia en NAV (+13% vs 21)

**INGRESOS POR RENTAS: EUR 18,2MN (+6,1% VS 2021)...** Los precios del alquiler están registrando máximos históricos como resultado de la falta de oferta en las principales ciudades. En concreto, en 2022 las rentas por alquiler de CEV alcanzaron los EUR 18,2Mn (+6,1% vs 2021; completamente en línea con lo estimado). Un crecimiento de rentas esencialmente explicado por: i) la renegociación de contratos, ii) la entrada en explotación de la nueva promoción en Cornellà (en explotación desde septiembre 2021; excluyendo su impacto el cto. LFL de alquiler residencial se situaría en el 5,3%) y iii) un ligero incremento de las tasas de ocupación hasta el 95,8% (vs 94,8% en 2021; plena ocupación en viviendas: ocupación 99,3% vs 97,6% en 2021).

**...MANTENIENDO UNOS MÁRGENES ELEVADOS (MG. EBITDA REC. 66%).** El entorno inflacionario actual, junto al incremento de la plantilla (gastos de personal +11,5%) por el desarrollo de nuevos negocios que aún no contribuyen al P/L, presionan inevitablemente los márgenes (-3p.p. en Mg. EBITDA). Pese a ello, CEV cierra 2022 con un EBITDA Rec. de EUR 13,4Mn (+1% vs 2021). Margen EBITDA Rec. 65,6% (en línea con los operadores del sector más eficientes). 3,3% EPRA Net Initial Yield.

**EL NEGOCIO PROMOTOR IMPULSA (POR PRIMERA VEZ) LOS RESULTADOS,** al escriturar una promoción de 48 viviendas en Sabadell, con unos ingresos de EUR 13,9Mn y un margen elevado (c. 30%) que aportó al resultado 2022 un beneficio bruto de EUR 4,3Mn. Además, en 2022 CEV inicia la construcción sobre suelo en balance para una promoción para la venta en L'Hospitalet (Barcelona) de 76 viviendas que estimamos que aporten un margen de c. EUR 4Mn en 2025e.

**Y PERMITE UNA REDUCCIÓN SIGNIFICATIVA DEL APALANCAMIENTO (QUE SE MANTIENE EN NIVELES MUY CONSERVADORES). LTV 11%.** La elevada capacidad de generación de caja permite una reducción significativa de la Deuda Neta, que cierra 2022 en EUR 58,2Mn (-27%). Lo que implica un LTV del 10,8% (vs 15% en 2021) frente a una media de c. 40% de las principales SOCIMIs cotizadas en la bolsa española.

**MANTENEMOS ESTIMACIONES ANTE UNOS RESULTADOS EN LÍNEA: HASTA 2024E LA VISIBILIDAD ES ENORME...** Dado el perfil defensivo de los activos en alquiler (principalmente dentro del segmento residencial en Cataluña, donde es el principal propietario inmobiliario privado), la visibilidad en ingresos y márgenes para el período 2023e-2024e es enorme. Lo que nos lleva a mantener nuestras estimaciones, que básicamente contemplan una continuidad de lo visto durante los últimos cinco años (crecimiento orgánico de un dígito bajo) hasta alcanzar en 2024e niveles de ingresos de EUR 22Mn y EBITDA Rec. de EUR 15Mn (+4% y +6% TACC 22-24e, respectivamente). A la espera de que las inversiones realizadas en nuevas promociones (con capacidad de entregar 50-100 viviendas/año a partir de 2025e) y su participación en HMB (con c. 4.500 viviendas en alquiler) den sus frutos.

**...COTIZANDO CON UN DESCUENTO DEL 63% SOBRE SU VALORACIÓN DE ACTIVOS (NAV 18,8€/ACCIÓN A DICIEMBRE 2022).** Todo lo anterior (exposición al residencial, % elevado invertido en vivienda protegida, cartera de activos concentrada geográficamente, muy bajo apalancamiento) 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 revisión de estimaciones a la baja. A lo que hay que añadir un ingrediente adicional: la resiliencia mostrada, al menos por ahora, en términos de NAV (EPRA NTA por acción: 18,8 € acción; +13% vs 2021), lo que incrementa el descuento frente al valor de sus activos hasta el 63%.

## Anexo 1. Tabla de resultados

EUR Mn	12m22		12m22 Real		12m22 Real	
	Real	12m21	vs 12m21	2022e	vs 2022e	
<b>Total Ingresos</b>	<b>20,4</b>	<b>19,4</b>	<b>5,2%</b>	<b>20,4</b>	<b>0,1%</b>	
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>13,4</b>	<b>13,3</b>	<b>0,9%</b>	<b>13,1</b>	<b>2,4%</b>	
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>65,6%</i>	<i>68,3%</i>	<i>-2,8 p.p.</i>	<i>64,1%</i>	<i>1,4 p.p.</i>	
<b>EBITDA<sup>1</sup></b>	<b>17,6</b>	<b>13,3</b>	<b>32,4%</b>	<b>17,3</b>	<b>1,8%</b>	
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>86,0%</i>	<i>68,4%</i>	<i>17,7 p.p.</i>	<i>84,6%</i>	<i>1,4 p.p.</i>	
<b>EBIT</b>	<b>33,1</b>	<b>32,0</b>	<b>3,2%</b>	<b>33,1</b>	<b>0,0%</b>	
<b>BAI</b>	<b>37,6</b>	<b>30,5</b>	<b>23,2%</b>	<b>37,5</b>	<b>0,4%</b>	
<b>BN</b>	<b>28,7</b>	<b>24,5</b>	<b>17,1%</b>	<b>28,1</b>	<b>2,4%</b>	
<b>BN ordinario</b>	<b>9,4</b>	<b>9,3</b>	<b>0,6%</b>	<b>8,0</b>	<b>17,8%</b>	
Deuda Neta	58,2	80,4	-27,6%	63,0	-7,6%	
LTV	10,8%	15,2%	-4,4 p.p.	13,8%	-3,0 p.p.	

(1) El EBITDA incluye el beneficio bruto de EUR 4,2Mn generado por el negocio promotor en 2022 (EUR 18,2Mn de ingreso y EUR 9,7Mn de coste de ventas).

## Anexo 2. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	162,8	
+ Minoritarios	12,8	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	85,3	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	59,0	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	(10,4)	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>330,3</b>	

**Tabla 1. Resumen de EPRA performance measures**

A 31 de Diciembre	2022		2021	
	Miles Euros	Euros por acción	Miles Euros	Euros por acción
EPRA Net Reinstatement Value (EPRA NRV)	496.124	21,43	457.946	19,78
EPRA Net Tangible Asset (EPRA NTA)	436.282	18,84	385.346	16,64
EPRA Net Disposal Value (EPRA NDV)	413.303	17,85	378.206	16,33

A 31 de Diciembre	2022	2021
	Miles Euros	Miles Euros
EPRA Net Initial Yield	3,32%	3,27%
EPRA 'topped up' Net Initial Yield	3,32%	3,27%
EPRA Vacancy Rate	4,38%	4,59%
EPRA Cost Ratio (incl.direct vacancy costs)	35,68%	35,06%
EPRA Cost Ratio (excl. Direct vacancy costs)	35,15%	34,32%

## LIGHTHOUSE

Calle Basílica, 17, 1ª Planta, Oficinas  
28020 Madrid  
T: +34 915 904 226  
[institodeanalistas.com/lighthouse](https://institodeanalistas.com/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 ([institodeanalistas.com/lighthouse](https://institodeanalistas.com/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, asociación profesional sin ánimo de lucro.

### DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros 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@institutodeanalistas.com](mailto:secretaria@institutodeanalistas.com) o consulte el contenido de este Código en [www.ieaf.es](http://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 IEAF 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, IEAF 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 IEAF 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 IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros y/o su filial IEAF 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. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

**Estados Unidos.** IEAF 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
24-Feb-2023	n.a.	7,00	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
14-Nov-2022	n.a.	7,25	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

