



## **COMPAÑÍA ESPAÑOLA DE VIVIENDAS EN ALQUILER, S.A. Y GRUPO CEVASA**

### **INFORMACION SEMESTRAL SEGUNDO SEMESTRE 2014**

#### **INFORME DE GESTIÓN 2014**

## **1. Situación de la entidad y del grupo**

### **Sociedades que integran el grupo CEVASA, estructura organizativa y funcionamiento de la entidad**

Al cierre del ejercicio 2014 el Grupo CEVASA lo formaban siete sociedades y Compañía Española de Viviendas en Alquiler, S.A. es la cabecera y holding del grupo.

Los recursos y el patrimonio del grupo están repartidos entre sus filiales en función del negocio principal que realizan:

- CEVASA Patrimonio en Alquiler, S.L.U. es la principal sociedad que concentra la mayor parte de los edificios residenciales en alquiler.
- CEVASA Patrimonio en Alquiler 2, S.L.U. es la sociedad propietaria de los edificios en alquiler destinados a oficinas.
- CEVASA Proyectos Inmobiliarios, S.L.U. es la sociedad titular de la reserva de suelo del grupo, donde se realizan las actividades de promoción inmobiliaria y de suelo.
- CEVASA Hoteles, S.L.U. es la sociedad titular del único hotel del grupo, y realiza la actividad de gestión hotelera.
- SBD Lloguer Social, S.A. es la sociedad propietaria de los edificios residenciales que el grupo tiene en la ciudad de Sabadell (Barcelona), todos ellos de protección oficial.
- Projectes i Construcció Social a Sabadell, S.A. es una sociedad promotora actualmente sin actividad y que en el pasado realizó actividades de promoción inmobiliaria en la ciudad de Sabadell.

Todas aquellas sociedades están participadas directamente por CEVASA en un 100 %, salvo las dos últimas, que lo están, directa o indirectamente, en un 80 % desde el mes de diciembre pasado, en que CEVASA adquirió un 40 % adicional en dos compras consecutivas.

La estructura organizativa del Grupo está encabezada por:

- El Consejo de Administración de CEVASA, como órgano principal de administración. Está compuesto por cinco consejeros.

El órgano de administración de las sociedades filiales controladas por CEVASA en un 100 % es un administrador único, siendo la propia CEVASA el administrador, representada por uno de sus consejeros.

En cuanto a SBD Lloguer Social, S.A. y Projectes i Construcció Social a Sabadell, S.A., estas sociedades están administradas por Consejos de Administración de cinco miembros, nombrados en su mayoría por CEVASA.

El Consejo de Administración de CEVASA tiene creadas tres Comisiones o Comités: el de Estrategia e Inversiones, el de Auditoría y el de Nombramientos y Retribuciones, cada una con las responsabilidades que le son propias. Como resultado del trabajo de estos Comités se proponen al Consejo de Administración determinados acuerdos relacionados con sus ámbitos de actuación.

No existen consejeros delegados ni consejeros con funciones ejecutivas, excepto en SBD Lloguer Social y Projectes i Construcció Social a Sabadell, que cuentan con consejero-delegado.

- La alta dirección del grupo CEVASA está compuesta por el director general, el subdirector general y director financiero y el director del área patrimonial del grupo. Estos tres directivos son los encargados de ejecutar las decisiones del Consejo de Administración
- Adicionalmente a los directivos anteriores, entre el equipo directivo del grupo se encuentran cuatro personas más, el director del hotel Cabo Cervera, el director de marketing y comunicación, la directora de relaciones institucionales y el responsable de informática.

Respecto a los apoderamientos, tienen poderes de gestión y administración los tres miembros de la alta dirección y el director del hotel Cabo Cervera, solidarios unos y mancomunados otros, y todos ellos limitados en cuanto a importe.

La plantilla del grupo está repartida entre las diferentes sociedades en función de su labor y responsabilidades. El personal de alta dirección y el de gestión administrativa integra la plantilla de la Sociedad matriz, que presta servicios a todas sus filiales.

La gestión del Grupo CEVASA se realiza de forma conjunta y con independencia de su estructura jurídica.

## **Actividades y líneas de actuación**

La actividad principal del Grupo CEVASA es la promoción de viviendas para su explotación en alquiler, especialmente viviendas de protección oficial.

Las inversiones del grupo son a muy largo plazo, y, adicionalmente a las posibles plusvalías inmobiliarias, el aumento del valor añadido de la Sociedad y su grupo y la mejora de los índices de rentabilidad, se consiguen a través del aumento de valor por sus operaciones

corrientes, defendiendo y aumentando, si cabe, los márgenes ordinarios. Adicionalmente, mediante el crecimiento paulatino de la cartera, se persiguen economías de escala y la mejora de la posición competitiva.

El Grupo CEVASA tiene un carácter conservador, y, con el fin de limitar los riesgos asociados a sus negocios, se tiene limitado el nivel de endeudamiento y se incide en la diversificación de inversiones inmobiliarias.

Las líneas de actuación están definidas en su plan estratégico, y se revisan periódicamente, especialmente en cuanto se refieren a la política de rotación de activos o actuaciones de inversión y desinversión y tiempos esperados de maduración de las inversiones en cartera, en función de la evolución prevista del sector inmobiliario, por productos y zonas, y de evolución de los costes del capital y de financiación externa.

## **2. Evolución y resultado de los negocios**

### **Evolución y tendencia seguida por los ingresos, los costes y el resultado generales**

#### **A) COMPAÑÍA ESPAÑOLA DE VIVIENDAS EN ALQUILER, S.A.**

##### *Comentario general sobre los resultados obtenidos y la evolución de los negocios*

Compañía Española de Viviendas en Alquiler, S.A. es una sociedad holding cabecera del Grupo CEVASA, y sus principales ingresos provienen de los dividendos de sus filiales y de los servicios que ésta presta a las mismas.

El resultado de CEVASA del ejercicio 2014 ha sido de 852 miles de euros, frente a los 826 miles de euros del ejercicio 2013.

En desglose de los ingresos de CEVASA en el año 2014, en miles de euros, y su comparación respecto a la del año, se presentan en el siguiente cuadro:

	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>Variación</b>	<b>% variac.</b>
Prestación de servicios a filiales	1.325	1.024	300	29,3%
Alquiler de edificios	90	68	23	100,0%
Dividendos de filiales	1.790	2.158	-368	-17,1%
<b>Cifra de negocios</b>	<b>3.205</b>	<b>3.250</b>	<b>-45</b>	<b>-1,4%</b>
Prestación de garantías a filiales	316	278	39	13,9%
Otros ingresos	3	3	0	-8,2%
<b>Ingresos accesorios</b>	<b>319</b>	<b>281</b>	<b>38</b>	<b>13,6%</b>

El resultado antes de impuestos de CEVASA, obtenido durante el año 2014, ha sido positivo en 441 mil euros, frente a 245 miles de euros del año 2013. Este aumento respecto al año 2013, se explica, principalmente, por una mayor facturación en concepto de servicios a sociedades filiales y asociadas.

Los dividendos satisfechos a CEVASA por sus filiales han sido de 1.790 miles de euros, frente a los 2.158 miles de euros del ejercicio anterior.

Respecto a los gastos corrientes, sin considerar amortizaciones ni provisiones, éstos han bajado, alcanzando la cifra de 2.132 miles de euros en el año 2014, frente a los 2.281 miles de euros en el pasado ejercicio 2013.

## B) GRUPO CEVASA

### *Comentario general sobre la evolución y tendencia seguida por los ingresos*

La cifra de ingresos del grupo, por todos los conceptos, ha sido de 15.219 miles de euros en el año 2014, frente a los 14.967 miles de euros del año 2013, lo que supone un aumento del 1,7 %

La variación de la cifra de ingresos de los principales negocios se desglosa como sigue:

- Los ingresos por alquiler de las inversiones inmobiliarias en alquiler han aumentado un 0,55 %, pasando de 11.303 miles de euros en el año 2013 a los 11.365 miles de euros en el 2014.
- Los ingresos de la actividad hotelera han aumentado un 13,89 %, respecto al pasado ejercicio, pasando de los 2.440 miles de euros en el año 2013 a los 2.779 miles de euros en el 2014.

- Los ingresos procedentes de la prestación de servicios a terceros, han pasado de 245 miles de euros en el ejercicio 2013 a 324 miles de euros en el ejercicio 2014 (+32,25%).
- Durante el año 2014 no se han realizado ventas de promociones inmobiliarias, frente a unas ventas de 190 mil euros en el 2013. Salvo algunas plazas de aparcamiento, el grupo no tiene promociones de nueva construcción a la venta.

Como ya se anunciaba en el informe de gestión del pasado ejercicio, el grupo había decidido acelerar su política de rotación de activos, que por motivos fiscales había ralentizado en los pasados años.

En el año 2014 se han vendido la totalidad de las unidades que restaban a la venta en la promoción en Madrid denominada Sta. M<sup>a</sup> de la Cabeza. Concretamente, durante el ejercicio 2014 se han vendido 221 viviendas, 229 plazas de aparcamiento y 31 locales comerciales, que, con unos ingresos totales de 36.540 miles de euros, han aportado a la cuenta de resultados unos beneficios brutos de 23.090 miles de euros. La venta de viviendas había aportado 2.279 miles de euros de beneficio en el ejercicio 2013.

Los resultados contables mencionados en el párrafo anterior por la venta de viviendas en Madrid, realizados en el año 2014, ya estaban reflejados en su mayor parte al cierre del ejercicio 2013, en el valor NAV publicado del grupo CEVASA.

#### *Comentario general sobre la evolución y tendencia seguida por los costes*

Si excluimos las amortizaciones, los deterioros de valor y el coste de las existencias vendidas, los gastos de explotación de los negocios operativos del grupo han bajado desde los 9.498 miles de euros en el año 2013 a los 8.112 miles de euros en el 2014. La explicación de la disminución de los gastos se explica por:

- Los gastos operativos han pasado de 4.588 miles de euros en el año 2013 a 3.970 miles de euros en el año 2014. Como explicación parcial e esta disminución de estos gastos hay que mencionar que durante el año 2013 se puso en alquiler una nueva promoción de viviendas, frente a ninguna en el año 2014. La comercialización de una nueva promoción va acompañada de unos mayores gastos de comercialización y otros servicios.
- Los gastos de personal han aumentado ligeramente, pasando de 4.239 miles de euros en el año 2013 a los 4.250 miles en el 2014. Adicionalmente al hecho de que durante el año 2013 se hicieran ajustes de plantilla que ocasionaron pagos por indemnizaciones y que ello no haya ocurrido en tan gran medida en el año 2014, siguen contenidos los gastos de las plantillas, especialmente los del personal de gestión comercial y administrativo.
- Los denominados "otros gastos" en la cuenta de resultados incluyen principalmente gastos por impuestos asociados a la titularidad de los activos inmobiliarios y a su explotación. El total de esta partida ha disminuido desde los 2.112 miles de euros en el 2013 a los 1.719 miles de euros en el 2014.

- El aumento de los “ingresos por recuperación de gastos” tiene su origen en un desfase en la recuperación temporal de gastos del año 2013, recuperados en el año 2014. Debido a ello, en el año 2013 estos ingresos disminuyeron hasta los 1.783 miles de euros (desde los 1.948 miles de euros del ejercicio 2012), y por esa misma razón han aumentado hasta los 2.119 miles de euros en el año 2014.
- La partida de impagados ha pasado de los 343 miles de euros en el año 2013 a los 292 miles de euros en el año 2014. Frente a unos máximos en el año 2013, en el año 2014 hemos visto descender los ratios de impagados, que, en cualquier caso, se han mantenido siempre en unos niveles bajos en comparación con los de nuestra competencia.

Los gastos financieros asociados a la financiación de edificios en alquiler y a la financiación general del grupo, netos de subsidiaciones (registradas en la cuenta de resultados dentro de la partida 1E)b) “Subvenciones de explotación”), han descendido de los 1.685 miles de euros en el año 2013 a los 1.449 miles de euros en el año 2014. Esto ha sido posible gracias a la disminución de los tipos de interés y a un menor endeudamiento medio durante el año 2014.

#### *Comentario general sobre la evolución y tendencia seguida por los valores inmobiliarios*

Tras la tasación del total de inmuebles del Grupo CEVASA, excluyendo los de su reciente filial SBD Lloguer Social, S.A., se ha puesto de manifiesto un aumento de valor global del 4,03% (-5,14% en el año 2013).

#### *Comentario general sobre la evolución y tendencia seguida por el resultado*

En el año 2014, el Grupo obtuvo un resultado positivo antes de impuestos de 28.568 miles de euros, frente a los 2.765 miles de euros del año anterior. En lo que se refiere al resultado neto del ejercicio, éste ha sido de 22.558 miles de euros, frente a los 3.020 miles de euros del anterior.

Se han cumplido nuestras previsiones para el año 2014, que eran de aumento del resultado de explotación, más por una disminución de los gastos (todos en general), que por el aumento de los precios medios y la ocupación de edificios. No obstante, se ha recuperado, pero en escasa medida, la ocupación de determinados edificios que están siendo muy perjudicados por la crisis, como son los dedicados a oficinas.

También han disminuido los gastos financieros, resultado de una mejor posición financiera y de una reducción de los tipos de interés.

Respecto al resultado corriente de las actividades del grupo, éste ha pasado de los 2.907 miles de euros en el año 2013 a los 5.297 miles de euros en el año 2014 miles, aumento que tiene su origen en lo informado en los párrafos anteriores y también en una disminución de las amortizaciones, consecuencia de un mayor número de instalaciones que ha completado su amortización.

Si minoramos el resultado de las explotaciones en los gastos financieros que les son atribuibles nos da un resultado de 3.407 miles de euros en el año 2014 (947 miles de euros en el 2013 y 1.929 miles en el 2012).

En ejecución de la política de rotación de activos y como resultado de la venta de toda la cartera inmobiliaria que el grupo tenía en Madrid (casi el 20% del total de superficies, en su mayoría viviendas), ha afluído un resultado contable de 23.090 miles de euros, frente a los 2.279 miles del año 2013, año en que se vendieron sólo unas pocas fincas de esa misma promoción.

Durante el ejercicio 2014, y como resultado del aumento en los valores de tasación de las inversiones inmobiliarias, se ha registrado en la cuenta de resultados, en términos netos, un ingreso de 353 miles de euros, por recuperación de deterioros anteriores de valor (-454 miles del año 2013 y -687 miles del año 2012).

La ahora sociedad filial SBD Lloguer Social, S.A. ha aportado al beneficio consolidado un total de 356 miles de euros (6 mil euros y 253 mil euros en los años 2013 y 2012).

*Efectos en la cuenta de resultados y en el balance consolidados la compra de un 40 % adicional en el capital de SBD Lloguer Social, S.A.*

En los meses finales del año, CEVASA adquirió un 40 % adicional de participación en SBD Lloguer Social, S.A., en dos operaciones, una realizada en el mes de noviembre (+20%) y otra en el mes de diciembre (+20%).

Estas operaciones fueron contabilizadas en las cuentas de la matriz a valor de coste.

1) Primera operación. Adquisición adicional de un 20% en el capital, tomando el control de SBD Lloguer Social, S.A.:

En la fecha de la primera operación en que se alcanzó el control de la citada sociedad y sus negocios, y sus cuentas pasaron a integrarse por el método de integración global (y no por el de puesta en equivalencia), se reconoció en las cuentas consolidadas el valor razonable de todos los activos y pasivos de la nueva filial. El exceso entre:

- El coste de la participación adicional más el valor razonable en la fecha de adquisición de las inversiones previas en la nueva filial y
- El valor de los activos menos el de los pasivos identificables, adquiridos y asumidos por el grupo CEVASA (todos menos los imputables a los socios minoritarios en el grupo),

se reconoció como un ingreso en la cuenta de pérdidas y ganancias del grupo consolidado, en aplicación de la normativa contable.

Tras aplicar con la máxima prudencia los criterios anteriores, finalmente se ha reconocido un ingreso por este concepto, en la cuenta de pérdidas y ganancias del grupo, por un total de 1.286 miles de euros, que resulta del siguiente cálculo:

1) Valor razonable de los activos y pasivos del grupo SBD en la fecha de alcanzar el control		20.994,27
2) Coste de la adquisición 20 % por la que se alcanza el control	-3.250,97	
3) Valor registrado en cuentas consolidadas de la inversión previa	<u>-8.059,15</u>	-11.310,11
4) Patrimonio Neto atribuido a socios externos en este momento		-8.397,71
<b>Ingreso reconocido en la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada</b>		<b><u>1.286,45</u></b>

2) Segunda operación. Adquisición adicional de un 20 % en el capital, con existencia previa de control en SBD Lloguer Social, S.A.:

Una vez alcanzado el control, las operaciones posteriores no dan lugar al reconocimiento de ingresos en la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada por los mismos conceptos y si existiera un nuevo exceso, éste debe contabilizarse como una diferencia negativa de consolidación que aumenta el valor de los fondos propios del grupo imputables a la entidad controladora. Esto es lo que ha pasado. El cálculo del exceso resultante en esta segunda adquisición (639 miles de euros) tiene el siguiente detalle:

1) Valor razonable de los activos y pasivos del grupo SBD en la fecha de segunda compra (20% adicional)		20.994,27
2) Coste de la adquisición 20 % participación adicional	-3.560,00	
3) Valor razonable en la fecha de adquisición de la inversión previa	<u>-12.596,56</u>	-16.156,56
4) Patrimonio Neto atribuido a socios externos en este momento		-4.198,85
<b>Ingreso reconocido en PN como Diferencia Negativa de consolidación</b>		<b><u>638,85</u></b>

Todo ello, junto con el reflejo de otras plusvalías en el balance consolidado, imputables a activos financieros que a él se han incorporado, han supuesto un aumento del Patrimonio Neto imputable a la matriz, de 1.925 miles de euros.

*Comentario general sobre la evolución y tendencia seguida por las inversiones*

En el año 2014 no se han adquirido inmuebles nuevos ni se han realizado inversiones en inmuebles en construcción. Sin embargo, se han destinado 552 miles de euros a las habituales inversiones en mejora de los edificios en explotación (frente a 1.763 miles de euros en el año 2013).

El grupo sigue apostando por la mejora de sus edificios en alquiler, en un contexto en que competimos con edificios en oferta más nuevos que los del grupo. Estas inversiones se están escalonando a medida que se muestran más necesarias y en función de los recursos generados por la actividad.

Salvo las inversiones en actualización de los edificios en alquiler, no se prevén para el 2014 otras inversiones inmobiliarias en nuevos edificios para arrendamiento.



## **A) NEGOCIO PATRIMONIAL**

*Evolución y tendencia seguida por las rentas y los principales costes del negocio patrimonial*

Las rentas de los edificios en explotación, netas de gastos repercutibles, han sido de 11.365 miles de euros, frente a los 11.303 miles de euros del año 2013, lo que supone un aumento del 0,55%.

Por tipología de inmueble en alquiler y complejo inmobiliario, y en términos generales, la variación de las principales rentas ha sido la siguiente:

	Rentas netas de repercusiones de gastos			
	2014	2013	Diferencia	% Variac.
<b>RESIDENCIAL</b>	<b>8.823</b>	<b>8.706</b>	<b>117</b>	<b>1,3%</b>
Viviendas Meridiano Cero Barcelona	5.447	5.395	52	1,0%
Viviendas Santa M <sup>a</sup> de la Cabeza en Madrid	971	1.071	-99	-9,3%
Viviendas La Sagrera en Barcelona	1.149	1.175	-27	-2,3%
Viviendas Sta. Coloma	675	671	4	0,6%
Viviendas Igualada	207	210	-3	-1,3%
Viviendas St. Joan Abadesses (Girona)	62	63	-1	-1,1%
Viviendas Vic (Barcelona)	312	121	191	157,4%
<b>COMERCIAL</b>	<b>1.299</b>	<b>1.355</b>	<b>-56</b>	<b>-4,1%</b>
Locales en Barcelona	939	963	-24	-2,5%
Locales y otros Santa M <sup>a</sup> de la Cabeza en Madrid	314	347	-33	-9,5%
Locales La Sagrera en Barcelona	40	45	-4	-9,5%
Locales Sta. Coloma	6	0	6	100,0%
<b>OFICINAS</b>				
Oficinas Meridiano Cero Barcelona	<b>1.152</b>	<b>1.174</b>	<b>-22</b>	<b>-1,9%</b>
<b>EDIFICIOS INDUSTRIALES</b>	<b>90</b>	<b>68</b>	<b>23</b>	<b>100,0%</b>
<b>TOTALES</b>	<b>11.365</b>	<b>11.303</b>	<b>62</b>	<b>0,55%</b>

Como vemos en el cuadro anterior el total de los ingresos de por alquileres han aumentado en el año 2014 en un 0,55%, que contrasta con los descensos de los años anteriores (-2,36 % y -2,98% en los años 2013 y 2012, respectivamente). Parece que ya en el ejercicio 2014 se ha frenado la disminución de los precios de alquiler y vemos mejores perspectivas para los próximos años.

### Alquiler de viviendas:

Desde marzo del 2008 y hasta fechas recientes el precio del alquiler ha estado cayendo. La variación acumulada del precio del alquiler medio en España desde el momento en que las rentas alcanzaron su valor máximo en el 2.007, hasta el momento actual ha sido del 32%. Este no ha sido igual en todas las CC.AA. sino que la mayor caída acumulada se ha registrado en Aragón, con un descenso del 42%, seguido de Cantabria 37,9% y la Comunidad Valenciana 37,3%. En el lado opuesto están Castilla y León, con un descenso del 17,2% y Extremadura con un 19,7%. En Cataluña el descenso ha sido del 33,1%, en Madrid del 23,7% y en el País Vasco del 19%.

A nivel general la tasa de variación interanual de los precios medios del alquiler en España, que en marzo era del -4,4%, a finales de año esta se ha visto reducida al -2,2%.

El año 2014 ha sido el de menor caída y muestra signos de recuperación en muchas provincias españolas donde el descenso es menos negativo, y en algunas los precios han registrado un aumento, como es el caso de Madrid y Barcelona. En estas dos provincias el precio medio del alquiler es superior a la media española que se encuentra sobre los 7€/m2 y en la capital todos los distritos alcanzan un precio superior.

En Madrid el precio más alto se registra en el distrito de Salamanca-Goya-Recoletos con un valor medio cercano a 15€/m2 y su equivalente en Barcelona sería el distrito de Pedralbes-Sarrià con un precio medio del alquiler del orden del 14€/m2.

El precio medio del alquiler en el conjunto de Barcelona capital con respecto al 2.013 registra un aumento del 7,4%, que contrasta con menores aumentos en municipios del área metropolitana (p.ej. en Sabadell un 2,1%). En Barcelona capital la mayoría de los distritos registran aumentos excepto el distrito de St. Andreu con un descenso del 0,3%. Tampoco es igual el comportamiento según tipología de las viviendas. Por ejemplo, los pisos de 2-3 dormitorios, que es el estándar de la ciudad, han registrado un descenso medio del 0,63%, mientras que los pisos de superficie, a partir de 120 m2, han experimentado un aumento del orden del 2,4%.

El parque en alquiler del grupo CEVASA, el 1 de enero de 2015 es el que se muestra en el cuadro siguiente:

Promoción	Viviendas	Régimen Jurídico
Meridiano Cero	1.180	Reglamento VPO - Decreto 2114/1968
Sagrera	115	
Igualada	40	Plan 2009-2012 - Decreto 13/2010 (8 viv)
Sta Coloma	100	Plan 2004-2007 - Decreto 244/2005
St Joan Abadesses	25	Plan 2009-2012 - Decreto 13/2010
Vic	84	Plan 2009-2012 - Decreto 13/2010
Serra 2	90	Plan 2002-2005 - Decreto 157/2002
Espronceda	42	Plan 2004-2007 - Decreto 244/2005
Falla	92	Plan 2004-2007 - Decreto 244/2005
Can Llong 5	223	Plan 2009-2012 - Decreto 13/2010
Can Llong 6	70	Plan 2009-2012 - Decreto 13/2010
Serra 4	72	Plan 2009-2012 - Decreto 13/2010
<b>TOTAL</b>	<b>2.133</b>	

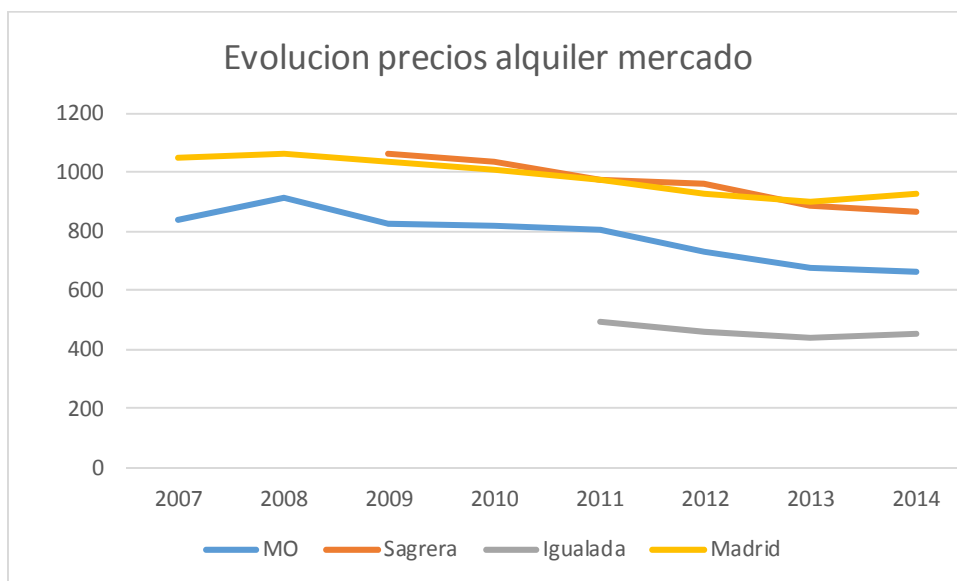
Las seis últimas promociones son propiedad de la sociedad SBD Lloguer Social, S.A., que es filial de CEVASA desde finales del año 2014 y por ello sus rentas no se muestran en la cuenta de resultados del ejercicio 2014. Por el contrario, entre las rentas del ejercicio 2014 se muestran las de la promoción Sta. M<sup>a</sup> de la Cabeza en Madrid, vendida a finales del pasado mes de diciembre y que ya no aparece en el cuadro.

Como se aprecia, la mayor parte de promociones en alquiler del grupo están calificadas como viviendas de protección oficial, y de las 2.133 viviendas reseñadas:

- 676 son de renta libre (31,7%)
- 806 tienen sus rentas limitadas por estar calificadas como VPO (37,8%).
- 651 tiene contratos de renta antigua (30,5%), que, salvo el IPC, sólo podrán ser actualizados progresivamente a partir del año 2.025.

No obstante, aunque gran parte del parque está calificado como de protección oficial, en la actualidad los precios de estas viviendas se equiparan a los de mercado y por tanto en la comercialización y gestión de este producto venimos aplicando los mismos sistemas que en las viviendas de renta libre, sin hacer ningún tipo de distinción, aunque siempre cumpliendo los requisitos legales respecto a la selección de beneficiarios y adjudicación de las viviendas. Ello posibilita una rápida comercialización y huir de la no buena percepción de este tipo de viviendas por la mayoría de la población, en especial las clases medias.

Respecto a los principales edificios en alquiler del grupo CEVASA, en el siguiente gráfico podemos ver la evolución de los precios de mercado en las promociones de renta libre:



Nota al gráfico: Los precios indicados en Madrid, Sagrera e Igualada son con gastos de comunidad incluidos y plaza de parking. Los precios de los pisos libres del Complejo de Barcelona denominado Meridiano Cero (MO) son con gastos y sin plaza de garaje.

En los edificios que el grupo tiene en alquiler en Barcelona y Madrid, desde 2007 los precios han caído un 21% y un 11,5% respectivamente, y, desde el máximo de precios en el 2.008, un 27% y 15%, respectivamente. En la promoción de Sagrera, en explotación desde 2.009, el descenso es del 18% y en Igualada del 8%. Vemos que en el año 2014 se estabilizan los precios con repuntes en Madrid e Igualada, ambos, del orden del 3%.

El descenso ha sido mayor o menor dependiendo de la calidad de las viviendas, antiguas con instalaciones viejas, u obra nueva o reformadas que incorporan electrodomésticos, aire acondicionado, calefacción, etc. y su nivel de confort es mucho mayor. Como muestra de ello citar como ejemplo que en la promoción Meridiano-Cero en Barcelona, construida en el año 1975, en las viviendas más desfasadas y que no cuentan con suficientes elementos de confort, el descenso en los precios desde 2007 ha sido del orden del 27%, mientras que en la promoción cercana de La Sagrera, con 4 años de vida y viviendas totalmente equipadas, el descenso comparativamente ha sido mucho menor.

Existe mucha oferta en el mercado, y diversidad de producto y de precios, y se tiene una alta rotación como consecuencia de la provisionalidad y de la situación del mercado laboral. En este escenario, los propietarios que inviertan en sus viviendas, para actualizarlas y dejarlas en buen estado de conservación, podrán mantener o aumentar ligeramente los precios, y padecerán una menor rotación. Es por ello que, conocedores del mercado del alquiler residencial, continuamos apostando por el mantenimiento y conservación de los activos, con el fin de mantener sus resultados y sus valores. Esto nos garantizará los ingresos futuros y la actualización de nuestros precios según las fluctuaciones del mercado.

En línea con lo anterior nuestra apuesta pasa no sólo por la renovación permanente del parque, sino también por construir edificios nuevos con una alta eficiencia energética y por mejorar la de sus edificios en explotación y ello porque un menor gasto energético y un alto nivel de confort para el inquilino permitirá unos mayores precios de alquiler y facilitará la comercialización de las viviendas. Es un hecho que ya hemos constatado.

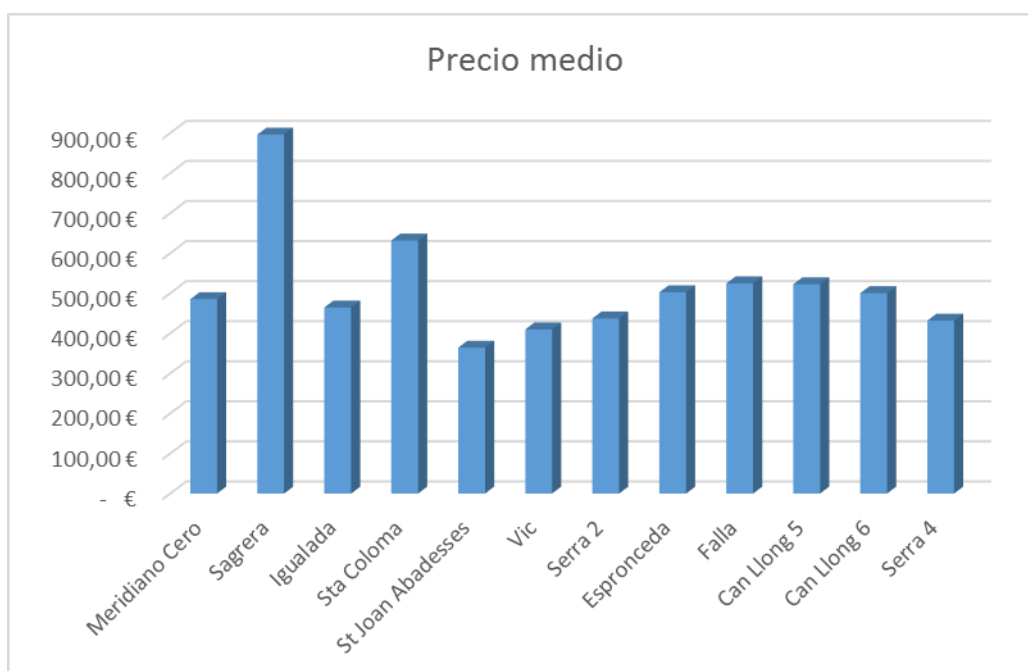
Aunque nuestro principal objetivo ha sido tener siempre un alto nivel de ocupación, por encima de la oportunidad de precio de cada momento, hemos mantenido una política conservadora y cautelosa, a la espera de una confirmación de los síntomas de recuperación económica.

## Evolución ocupación media 2012-2014

<b>Residencial</b>	<b>2014</b>	<b>% Variación</b>	<b>2013</b>	<b>% Variación</b>	<b>2012</b>
Meridiano Cero	97,28%	1,3%	96,04%	-1,4%	97,42%
Sta Ma Cabeza	90,71%	-3,9%	94,37%	3,4%	91,31%
Sagrera	96,71%	3,1%	93,82%	-1,7%	95,49%
Igualada	97,16%	5,3%	92,25%	3,0%	89,60%
Sta Coloma	98,23%	-0,4%	98,60%	-0,4%	98,97%
St Joan Abadesses	99,80%	-0,1%	99,87%	16,3%	85,88%
Vic	96,19%	151,1%	38,30%		
<b>TOTAL</b>	<b>96,5%</b>	<b>3,7%</b>	<b>93,05%</b>	<b>1,5%</b>	<b>91,64%</b>

La tasa media de ocupación general queda alterada por la de la promoción Sta. M<sup>a</sup> de la Cabeza en Madrid, algo más baja debido a haber mantenido un stock de viviendas desocupadas destinadas a la venta y no al alquiler. Ello afecta igualmente a la evolución de los ingresos del alquiler de dicha promoción, condicionados por dicha circunstancia.

Actualmente todas las promociones están al 100% de ocupación y las bajas de un mes se recuperan al mes siguiente.



En su conjunto, los ingresos por alquiler de viviendas en el año 2014 han aumentado un 1,3% frente a un descenso del 1,6% en el año 2013.

En el 2014 han tocado fondo y se han estabilizado los precios del alquiler en el conjunto de nuestras promociones, ante la disminución progresiva durante estos últimos años. Después de seis años de rotaciones crecientes y descenso en los precios del alquiler, lo acontecido en el año 2014 anima a pensar que lo peor ya ha pasado.

La demanda en alquiler tiene fuerza y solidez, prueba de ello es que en la actualidad se mantienen tasas de ocupación próximas al 100% y volvemos a situación anteriores al 2007, en que en determinadas promociones teníamos listas de espera.

No obstante, aunque somos optimistas, no hay que olvidar que los precios de alquiler están completamente condicionados por los precios de venta y por las facilidades de financiación. En este sentido, ante la estabilización de la situación económica y con unos tipos de interés en mínimos históricos, se está recuperando la venta de pisos estandar, de superficie entre los 70-80 m<sup>2</sup>, cuyo valor de compra no supera los 200.000€ y cuya cuota hipotecaria, a los tipos actuales, es menor que el precio del alquiler. Esto limita el aumento de precios, aunque de momento sólo tienen acceso a financiación barata personas y familias de elevada solvencia.

Es muy posible que, de extenderse las facilidades de financiación, la vivienda vuelva a verse como un valor refugio o una manera de ahorrar para el futuro como complemento de una pensión, ante el escaso rendimiento que ofrecen los productos de inversión financiera. Sin embargo, todavía siguen manteniéndose muchas incógnitas: crecimiento económico, mejora del consumo y de la capacidad adquisitiva de las familias, ocupación etc., que favorecen que las decisiones se tomen de manera muy conservadora y se frene el apetito comprador de vivienda.

En nuestra opinión la demanda de alquiler se mantendrá durante años estable, en primer lugar porque parece que todas las ayudas fiscales a la compra van desapareciendo, y en segundo lugar por la experiencia negativa de los que compraron en los años del boom de la construcción. Deberán pasar unos años para que todo ello se olvide y se anime de nuevo el mercado de compra.

Entendemos que es el momento de revisar al alza los precios, pero con mucha cautela, pues el escenario continúa teniendo signos de debilidad y es extremadamente sensible a las variaciones, aunque parezca algo más esperanzador. Es por ello por lo que creemos que en algunas promociones las rentas tendrán su recorrido al alza, alrededor del 4%, y otras en cambio se mantendrán durante el primer semestre del año al mismo nivel de precios a la espera de la evolución del mercado.

### **Gastos de explotación**

La estabilización de la situación económica ha venido acompañada por una disminución de los impagados y de las dotaciones por morosidad y posibles insolvencias de los arrendatarios, que han disminuido un 15% respecto a las cifras del año 2013.

Respecto a los gastos operativos de las viviendas en alquiler, los más relevantes son el gasto en mantenimiento y puesta a punto, que representa cerca del 9,4% de los ingresos (8,8% en 2013 y 7,9% en el 2012), El desglose del mismo es el siguiente:

- El gasto en mantenimiento correctivo supuso en el año 2014 el 1,7% de los ingresos, con un descenso del 15% respecto al año anterior. Este descenso es debido al esfuerzo económico realizado en los años anteriores para la conservación de los edificios.
- El gasto en mantenimiento de nuevos inquilinos fue en el año 2014 el 4,9% de los ingresos devengados (4% en el 2013 y 2012). El incremento de los gastos de nuevos inquilinos no solo obedece al aumento de las promociones en explotación sino también a lo que ha acontecido en los últimos años: una fuerte rotación de los contratos, motivada por la crisis económica y la situación laboral de las familias. Como muestra, en el complejo más grande del grupo, Meridiano-Cero, desde el año 2007 al 2014 la rotación de contratos aumentó en un 141%. Este gasto tenderá a estabilizarse y a disminuir en los próximos años, pero lo hará en escasa medida, puesto que creemos que el alquiler residencial se caracterizará en el futuro por una mayor rotación que en los años anteriores a la crisis.
- El mantenimiento preventivo ha supuesto un 2,8% de los ingresos, que supone un aumento de 2 décimas respecto a 2013. Las nuevas promociones que se pusieron en explotación disponen de un mayor número de instalaciones centralizadas y comunes a los edificios.

El gasto en agencias de intermediación para comercializar las viviendas ha supuesto en el año 2014 casi un 0,9 % del total de rentas por alquiler de las viviendas (1,4 % en el 2013 0,45% en el 2012), lo que supone un descenso relativo del 36% respecto al año 2013, año con un alto nivel de rotaciones y nuevas promociones en alquiler fuera de Barcelona y en municipios en que no tenemos presencia comercial. Por ello se necesitó externalizar parte de estos servicios para conseguir una rápida ocupación.

El gasto en publicidad ha descendido al 0,47% de los ingresos, situándose en niveles del 2012 y 2011 y que contrasta con el 0,8% del año 2013, año en que se comercializaron nuevas viviendas procedentes de obra nueva.

El gasto en electricidad se sitúa en el 4,7% de los ingresos, frente al 4% de 2013. Las subidas tarifarias junto con la ocupación de más del 95% de las promociones puestas en explotación a finales de 2013 explican dicho aumento.

El gasto en agua ha supuesto un 0,35% de los ingresos, disminuyendo algo más del 50% respecto 2013. El consumo de agua varía poco en relación a la ocupación de los edificios.

### Alquiler de oficinas

La contratación de oficinas en Barcelona aumentó en el 2014, confirmándose la paulatina recuperación del sector. Las nuevas áreas de negocio; 22@, Plaza Europa y Zona Fórum, han sido las de mayor contratación, junto con la periferia, aunque se registran todavía tasas de disponibilidad muy altas en estas zonas (30% y el 49% respectivamente).

Las rentas de alquiler de oficinas en Barcelona registran un ligero ascenso después de años de caída de precios. Han empezado los primeros repuntes aunque la recuperación solo se constata en los edificios mejor situados, de excelentes calidades y de última generación. Este repunte también se constata en edificios de primera línea en el centro de la ciudad donde la escasez de oficinas para atender a la demanda es ya una realidad. Aun así, el precio medio en Barcelona se sitúa en 10,7€/m<sup>2</sup>, lo que supone una variación interanual del -2%.

Todo indica un cambio de ciclo. Prueba de ello es que ha aumentado el apetito comprador y están aumentando las transacciones. Ha habido en la ciudad operaciones importantes como la compra por parte de Zurich Insurance Group de un lote de 13 edificios de la Generalitat de Catalunya por importe de 201 millones de euros. La operación se ha llevado a cabo en régimen de sale&leaseback, ya que la propia Generalitat ha firmado los 13 contratos de arrendamiento por un periodo de 13,5 años. Otras importantes operaciones han sido las compras de otros edificios de la Generalitat por parte de family offices catalanas y fondos de inversión. En cualquier caso, la oferta de inmuebles bien situados y de calidad con rentabilidades interesantes sigue siendo escasa y por tanto se perfilan compras en las áreas contiguas al centro ciudad

Las rentabilidades que ofrecen los inmuebles se sitúan alrededor al 5,5%, cifra menor que en años pasados, que tiene su explicación en:

- Una menor disponibilidad. La disponibilidad de oficinas en Barcelona se ha situado en el 16%, debido al aumento de la contratación y a la conversión de edificios de oficinas en hoteles. La superficie disponible no se ha reducido en la misma proporción en la periferia donde son pocos los edificios que han visto reducida su tasa de disponibilidad, hecho que confirma la tendencia a contratar oficinas en las mejores ubicaciones de Barcelona.
- La demanda sigue siendo muy selectiva pero es ahora menos exigente en el precio, consciente de que se ha tocado fondo tras años de caída de las rentas por la falta de contratación. La sensación es que se ha tocado suelo.
- Las recientes políticas del Banco Central Europeo, encaminadas a dinamizar la actividad económica han ocasionado una fuerte disminución de los tipos de interés, la disminución de los rendimientos de los activos financieros y crecientes facilidades para el acceso a financiación barata. Ante este panorama vuelve el dinero a los mercados inmobiliarios.

En cuanto a los precios del alquiler la zona Prime éstos están en una renta media de 15€/m<sup>2</sup>, situándose la renta máxima en 19€. En el Distrito de negocios las rentas medias están cercanos a los 12€/m<sup>2</sup> y los precios máximos en 15€/m<sup>2</sup>. En periferia se han registrado

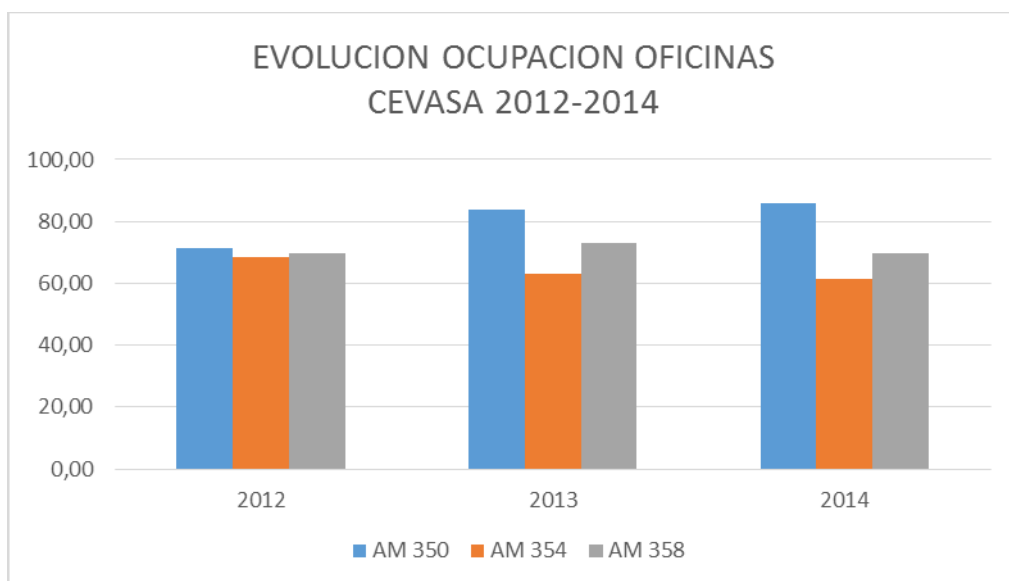


caídas de precios que los sitúan alrededor de los 6€/m2. La media en Barcelona es del orden de los 10€/m2. La parálisis del sector del alquiler en estos últimos años conduce a que muchos propietarios de edificios no tan bien situados negocien todavía precios a la baja pero, eso sí, con contratos de más corta duración previendo que la situación económica mejore y las empresas inicien una fase expansiva y de aumento de plantillas.

Se constata que la recuperación la están notando antes los edificios mejor situados y de calidad, así como aquellos ubicados en zonas secundarias que tienen buenas conexiones y que cumplen con los estándares de calidad que ahora se exigen. Aquellos propietarios que no inviertan en sus edificios verán reducidas todavía más sus rentas y serán los últimos en notar la recuperación.

En nuestro caso hemos mantenido precios y las ocupaciones han variado muy poco. La tasa de ocupación no ha aumentado significativamente, pese a la contratación, debido a las bajas motivadas en algunos casos por cierres o en busca de mejores precios en edificios de baja calidad, semi-industriales y en zonas peor ubicadas. Dicha tasa, que durante los tres primeros trimestres del año fue de una media del 68,6% -similar a la del ejercicio 2013- ha mejorado en el cuarto trimestre del año y ya se sitúa por encima del 75%

Somos optimistas de cara al futuro, puesto que algunas de las empresas ya instaladas en las oficinas han solicitado mayor superficie y una vez se terminen las obras de remodelación de los edificios prevemos una mayor contratación y aumentos en las tasa de ocupación. Un indicador de lo que estamos afirmando es el hecho de que, de los tres edificios de oficinas que tiene el grupo en Barcelona, contiguos en la Avda. Meridiana, la mayor ocupación se constata en el edificio donde ya hemos completado gran parte de las inversiones planificadas, que se sitúa con una tasa de ocupación del 76%.



En el primer trimestre del 2015 prevemos acelerar las obras de remodelación de las zonas comunes de los edificios situados en la Avenida Meridiana, números 354 a 358, de catorce plantas de altura y donde se sustituirán las actuales carpinterías de madera, existentes en la mayoría de nuestras oficinas, por carpinterías de aluminio. Asimismo, se pintarán de nuevo los tres edificios, obteniendo en todo el conjunto una mejora sustancial, y de esta forma presentar una mejor oferta que nos permita una mejora en la tasas de ocupación y un alza en los precios y, de otro lado, evitar que nuestros actuales clientes se desplacen a otros edificios mejor situados o de mayor calidad. Sólo así podrán aumentar las rentas, que durante el año 2014 han descendido un 1,9% (frente a un -9,2% en el año 2013), debido a una reducción del precio medio de 10,4 euros/m<sup>2</sup> en el año 2013 a 10 euros/m<sup>2</sup> en el 2014.

#### Alquiler Locales

La demanda de locales comerciales en las zonas de primera línea ha tenido este año un importante crecimiento. El mayor gasto de las familias, ante los signos de la recuperación económica, ha dado dinamismo al mercado retail. El auge del turismo en la ciudad revaloriza aún más la condición de Barcelona como ciudad de referencia y muchas grandes marcas están buscando locales en zonas de curso natural de los turistas.

Los principales actores del mercado de compra han sido los grandes fondos de inversión extranjeros que han protagonizado el mayor volumen de compra en locales de 1ª y 2ª línea ya arrendados y con unas rentabilidades de entre el 4,5% y el 6%. La inversión nacional, family offices y los pequeños inversores, han copado un 40% de las compras. Los productos más demandados son aquellos situados en las principales zonas comerciales de la ciudad con buenos arrendatarios y contratos de obligado cumplimiento.

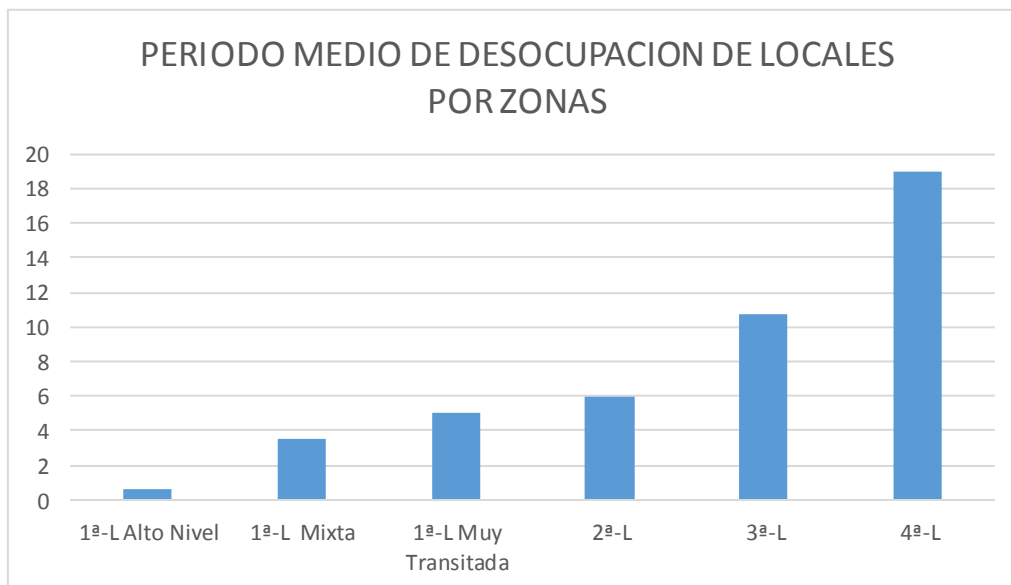
## **PRECIOS ALQUILER-VENTA LOCALES COMERCIALES BARCELONA**

### **1er SEMESTRE DE 2014 (€/m<sup>2</sup>/MES)**

<b>ZONA</b>	<b>RENTA MIN-MAX €/M<sup>2</sup>/MES</b>	<b>VENTA MIN-MAX €/M<sup>2</sup> CONSTRUIDO</b>
<b>1ª-L Alto Nivel</b>	<b>100-170</b>	<b>21.475-30.000</b>
<b>1ª-L Mixta</b>	<b>25-62</b>	<b>8.200-15.000</b>
<b>1ª-L Muy Transitada</b>	<b>110-180</b>	<b>12.000-28.000</b>
<b>2ª-L</b>	<b>14-25</b>	<b>2.000-4.750</b>
<b>3ª-L</b>	<b>6,5-13,5</b>	<b>1.100-2.100</b>
<b>4ª-L</b>	<b>2,8-4,4</b>	<b>350-800</b>

\* Fuente: Forcadell (Opinion Experto)

Las rentas en el 2014 han permanecido estables con repuntes en las zonas comerciales y descensos no significativos en zonas terciarias y secundarias, ante la escasez de la demanda. Como apuntábamos el año pasado, estos locales tardarán en ser absorbidos y algunos tendrán muchas dificultades para volver a alquilarse..



\* Fuente: Forcadell

La inminente extinción de los contratos de renta antigua ha contribuido a dar dinamismo al mercado y ha supuesto un aumento de la rotación, pues algunos de los ocupantes de estas zonas deberán trasladarse a zonas menos caras y por tanto de segunda línea.

De todas formas, a excepción de las zonas de 1ª y 2ª líneas, existen tasas de disponibilidad muy altas, cercanas al 40%, en las zonas menos comerciales. La desconfianza en la recuperación y las ventas on-line están frenando parte de esta absorción de locales y debilita el mercado retail.

Los locales del Grupo están situados en 3ª y 4ª línea y pese a la situación general en estas zonas venimos manteniendo un alto nivel de ocupación. En el complejo de Meridiana una tasa del 85% y en otros complejos como Sagrera (donde tenemos tres locales) y Sta. Coloma (donde tenemos dos) éstos están ocupados al 100% y 50%, respectivamente. En Madrid la ocupación se ha mantenido en el 95%. Los precios se han mantenido estables aunque ligeramente a la baja, siendo la causa del descenso del 4,1% de las rentas (-5,3% en el 2013).

La absorción de los locales que tenemos desocupados, en especial en Barcelona, es muy lenta, al tratarse en general de locales con poco tránsito y se precisa una renovación de los espacios en los que se sitúan. Estamos trabajando en soluciones que permitan aumentar la ocupación sin realizar inversiones difícilmente recuperables.

### *Evolución y tendencia seguida por los valores de los inmuebles en alquiler*

La estabilización de precios en el mercado inmobiliario -incluso pudiera llegar a hablarse de inicio de recuperación- se ha puesto de manifiesto en la tasación de la cartera de inmuebles en alquiler del grupo (excluyendo la nueva filial SBD Lloguer Social, S.A.). Así, el aumento de valor ha sido del 4,38%

### **B) NEGOCIO DE PROMOCION INMOBILIARIA Y DE SUELO**

#### *Evolución y tendencia seguida por los ingresos y los costes del negocio de promoción*

Como en años anteriores y por voluntad propia, en el año 2014 no se han producido cambios ni avances significativos relacionados con la reserva de suelo y los proyectos que sobre ellos se prevén. Seguimos considerando que todavía no ha llegado el momento de relanzar los proyectos y realizar inversiones. Tampoco se ha comprado ni vendido suelo, ni se han producido inversiones ni avances sustanciales en los proyectos de desarrollo y/o urbanización.

#### *Evolución y tendencia seguida por los valores inmobiliarios*

El valor de tasación de la cartera de inmuebles asignados a las actividades de promoción inmobiliaria y de suelo se ha mantenido estable (-0,08%) en el año 2014, frente a caídas de valor del 2,03% en el año 2013 y del 18,33% en el 2012.

### **C) NEGOCIO HOTELERO**

El Grupo es propietario de un hotel de tres estrellas en Torreveija (Alicante), con 186 habitaciones, que explota directamente.

#### *Evolución y tendencia seguida por los ingresos del hotel*

En línea con el pasado ejercicio y confirmando la pequeña mejora del sector turístico y de la economía española, los ingresos del único hotel que tiene el grupo han aumentado un 13,89%, respecto al pasado ejercicio (10,5% de aumento en el 2013), pasando de los 2.440 miles de euros en el año 2013 a los 2.779 miles de euros en el 2014.

El aumento de los ingresos del hotel en el año 2014 es, como en el año 2013, consecuencia de un aumento de la ocupación media (+16,31% en el año 2014 y +13,30% en el 2013). Por el contrario, en estos años prácticamente no ha aumentado el ingreso medio diario por persona alojada, lo que es indicativo del mantenimiento en niveles bajos de la capacidad de gasto de las familias y de la contención en los precios, por este motivo y por la presión de la competencia.

Contrariamente a lo acontecido en el año 2013, año en el que el mercado nacional seguía sin recuperarse y se observaba un aumento del cliente internacional, especialmente el ruso, en el año 2014 ha pasado exactamente lo contrario. Ha mejorado el mercado nacional en los

meses vacacionales, que ha compensado la bajada del mercado ruso, que comenzaba a ser significativo. Un segmento que ha aumentado su presencia en el hotel a lo largo de todo el año es el relacionado con el sector deportivo. El de la tercera edad, que siempre había tenido una relevancia significativa en la temporada baja, sigue sin dar señales de reactivación.

#### *Evolución y tendencia seguida por los costes del hotel*

Si excluimos los costes generales del grupo que se imputan a la actividad hotelera y las amortizaciones, respecto al resto de gastos operativos y de personal, aunque han aumentado en términos absolutos como consecuencia de una mayor ocupación, al igual que ocurrió en el año, en términos relativos se han reducido en un 5,5% (reducción del 8,9% en el año 2013), por mejores economías de escala y por el control sobre los mismos.

#### *Evolución y tendencia seguida por los valores inmobiliarios asociados a la actividad hotelera*

En el año 2014, el valor del hotel ha aumentado un 1,67% (-5% en el año 2013).

#### *Evolución y tendencia del resultado de los resultados del hotel*

El aumento de los resultados del ejercicio se debe a la mejora de la ocupación media y también a la reducción de las amortizaciones contables, como consecuencia de ir completándose de forma progresiva la total amortización de una buena parte de las instalaciones del hotel, que se renovaron hace una década.

Para el año 2015 prevemos que siga mejorando el ratio de ocupación media, que no el precio medio. Ello permitirá seguir mejorando los ratios de coste y, como consecuencia de ello, también los márgenes y el beneficio del hotel. Aunque esto no ha ocurrido en los primeros meses del año, ello no resulta preocupante por la escasa incidencia porcentual que representan sobre el presupuesto global del ejercicio.

#### *Evolución y tendencia de las inversiones en el negocio hotelero*

Dentro de nuestra habitual política de renovación de las instalaciones, equipos y mobiliario de explotación del hotel, durante el año 2014 se han realizado inversiones por 107 mil euros (136 mil en el año 2013).

Un aspecto que vamos a valorar es, en primer lugar, la ampliación o no de los salones del hotel, especialmente los destinados al servicio de restauración, y en segundo lugar, otras actuaciones que posibilitarían conseguir una cuarta estrella, entre las que se encuentran la construcción de un parking subterráneo.

## **2.1. Indicadores fundamentales de carácter financiero y no financiero**

### **Indicadores económico-financieros**

GRUPO CEVASA			
INDICADORES GENERALES FINANCIEROS Y ECONOMICOS			
		2014	2013
Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization (EBITDA) (miles de euros)	Resultado de explotación+ amortización + deterioros + otras partidas que no suponen entradas o salidas de efectivo de las operaciones	7.107	5.275
Cash-flow del ejercicio		29.986	-446
<i>Cash-flow de las actividades de operación</i>		4.314	3.140
<i>Cash-flow de las actividades de inversión</i>		29.750	4.218
<i>Cash-flow de las actividades de financiación</i>		-4.078	-7.803
Liquidez procedente de los resultados	Flujo de efectivo generado por las actividades de explotación /resultado consolidado	0,86	1,04
Beneficio operativo ajustado (en miles de euros)	Resultado de explotación + resultado asociadas - Partidas no recurrentes	5.810	3.067
INDICADORES DE ESTRUCTURA PATRIMONIAL			
Ratio de liquidez	Activos corrientes/Pasivos corrientes	3,83	1,69
Ratio de solvencia	(Patrimonio neto+pasivos no corrientes)/Activos corrientes	3,33	9,47
Ratio de endeudamiento	Deuda neta (Deuda bruta-Efectivo e Inversiones financieras)/Capital empleado (Patrimonio neto+Deuda neta)	0,30	0,39
Ratio de cobertura de la deuda	Deuda neta/EBITDA	6,43	9,99
INDICADORES RELACIONADOS CON LA RENTABILIDAD			
Rendimiento sobre el patrimonio neto (ROE-Return of Equity)	Resultado del ejercicio/Patrimonio Neto del ejercicio	20,7%	3,6%
Retorno de los activos /(ROA-return on assets)	Resultado del ejercicio/Activos totales medios	12,1%	2,0%
INDICADORES OPERATIVOS DE GESTIÓN			
Número de clientes			
Ratio de impagados	Deterioro del ejercicio/Ventas	1,9%	2,3%
INDICADORES BURSÁTILES Y OTROS			
Cotización		120,0	149,0
Capitalización bursátil (en miles de euros)	Precio de cotización al cierre x número de acciones emitidas al cierre	139.523	173.241
Price Earnings Ratios (PER)	Cotización de la acción/beneficio por acción	6,2	57,4
Patrimonio Neto por acción	Patrimonio Neto/número de acciones en circulación	90,3	73,9
Rentabilidad por dividendo	Retribución por acción /cotización media	0,9%	1,7%

Como puede apreciarse, excepto algunos indicadores y ratios bursátiles y relacionados con el precio de la acción en el mercado, han mejorado sensiblemente casi todos los ratios, especialmente los ratios relacionados con la estructura patrimonial y la solvencia del grupo y los de rentabilidad, aunque esto último tiene su principal explicación en la obtención de resultados contables procedentes de la venta de inversiones inmobiliarias contabilizadas al coste y promovidas por el grupo hace casi 40 años. También, aunque mucho menos, en la mejora de los resultados corrientes.

## **2.2. Cuestiones relativas al medioambiente y al personal**

### **Indicadores de aspectos ambientales**

Ni CEVASA ni las empresas de su grupo tienen, en sus registros contables, partida alguna que se relacione con temas medioambientales, según lo previsto en la O.M. de 08/10/2001 del Ministerio de Economía.

El Grupo CEVASA aplica en sus edificios, siempre que le es posible, todos aquellos avances relevantes en materia de eficiencia energética y de sostenibilidad, especialmente en sus inversiones inmobiliarias, en sintonía con su compromiso medioambiental y considerando siempre la rentabilización a largo plazo de dichas inversiones.

Aunque no se dispone de indicadores que podamos comparar con los de otras sociedades de nuestra competencia, en la gestión de los negocios, las empresas del Grupo CEVASA tienen muy en cuenta, siempre que es posible, las mejoras que consideran más adecuadas con el fin de que los edificios y sus instalaciones tengan la más alta calificación energética. Además, en las actividades que generan residuos, cumplen con los más altos estándares respecto a la gestión de vertidos.

Ejemplos de lo primero es, por ejemplo, que las dos últimas promociones finalizadas por el Grupo CEVASA, todas ellas de protección oficial, hayan obtenido, una de ellas en Vic (Barcelona) la certificación energética A y el gran premio Endesa 2011 a la promoción más sostenible, y la segunda en Sabadell la calificación energética B. Ejemplos de lo segundo es que el hotel del grupo tenga la calificación ISO 14001 de Gestión Ambiental.

Adicionalmente, respecto al complejo inmobiliario en alquiler más grande del grupo en Barcelona y de mayor antigüedad, denominado Meridiano-Cero, van a iniciarse obras de mejora de las fachadas y de aislamiento energético, lo que permitirá mejorar en al menos una letra su calificación energética.

### **Indicadores de aspectos sociales**

#### *Calidad en el servicio*

La principal actividad del Grupo CEVASA es la promoción y arrendamiento de viviendas de protección oficial a largo plazo y aúna sus objetivos de rendimiento y rentabilidad con el de favorecer que las capas más humildes de la sociedad tengan acceso a la vivienda y que esta sea de calidad, al igual que los servicios que se les ofrecen.

Una muestra de lo anterior es que uno de los objetivos del Grupo CEVASA sea la excelencia en el servicio a los arrendatarios de sus viviendas. Para ello, desde hace muchos años, gestiona este servicio bajo el paraguas de las normas de calidad ISO 9001. En el marco de las mismas tenemos marcados muchos objetivos y subobjetivos de calidad, respecto al servicio de nuestro personal y de las instalaciones que usan los inquilinos. Además de analizar sistemáticamente los ratios de servicio de las instalaciones, de forma periódica se realizan encuestas de calidad.

Año tras año venimos cumpliendo nuestros estándares y mejorando los mismos, en un marco de mejora continua.

#### *Responsabilidad social*

Pese a que los márgenes de los negocios del grupo están siendo afectados desde hace años por la actual crisis económica, CEVASA ha mantenido y mantiene su tradicional política de apoyo a obras de carácter social, especialmente de apoyo a los más necesitados, y de apoyo de actividades culturales en los municipios en los que desarrolla sus negocios. Son muchas las causas en las que hemos colaborado a lo largo de estas últimas décadas.

#### *Política de recursos humanos*

El grupo está formado por un centenar de profesionales en diversos ámbitos, en general de alta cualificación profesional y con una larga trayectoria de servicio.

La sintonía entre el elevado nivel profesional de nuestro personal y los sistemas que se tienen implantados permite un alto nivel de productividad, y, un bajo índice de absentismo. En paralelo, en general, el nivel salarial del personal empleado en CEVASA está por encima no sólo del mercado laboral sino también de empresas de nuestro sector.

Creemos firmemente que el crecimiento de la compañía va paralelo al enriquecimiento profesional del personal integrante de su organización. Bajo esta premisa, atraer y retener a los mejores profesionales es vital para Cevasa, así como la inversión en su plantilla y en su formación, para asegurar que, con base a sus habilidades, ofrezcan lo mejor a la compañía. Como resultado de todo ello podemos decir que la tasa de retención de la plantilla es del 100%, con independencia del rol del empleado.

Gracias a todo ello, y especialmente gracias al esfuerzo y calidad de nuestra plantilla, ha sido posible que, con casi la misma plantilla que se tenía hace una década, el grupo esté gestionando en la actualidad un parque de inmuebles un 35 % mayor y con una rotación de contratos que casi duplica la que entonces se tenía.



### **3. Liquidez y recursos de capital**

#### **Liquidez**

Teniendo en cuenta el valor real de sus activos, los negocios y operaciones actuales del Grupo CEVASA están financiados en su mayor parte con fondos propios, y en la parte que lo está con fondos ajenos, en su mayoría con préstamos cualificados a muy largo plazo, con cuotas subsidiadas y con un coste real muy por debajo del de mercado. Según nuestras previsiones, el cash-flow que se generará por las operaciones permitirá hacer frente, de forma holgada, a estos compromisos financieros.

Tras la venta a finales del ejercicio 2014 de una inversión inmobiliaria en Madrid, el Grupo CEVASA tenía en la fecha de cierre ejercicio un fondo de maniobra positivo de 48.020 miles de euros, que, aunque incluían existencias inmobiliarias por un valor contable de 12.633 miles de euros (aunque de mayor valor de mercado), es una cifra considerable. Se prevé que dicho fondo vuelva a cifras más normales en la medida en que se vaya aplicando a nuevas inversiones y/o a la reducción de deuda a largo plazo.

#### **Recursos de capital**

Salvo la muy posible reinversión de la tesorería obtenida en la venta en el año 2014 de parte de sus inversiones inmobiliarias, en el marco de su política de rotación del patrimonio inmobiliario, el Grupo no prevé aumentar en el corto plazo aún más dicho patrimonio. Por tanto, sólo se prevén pequeñas financiaciones externas, adicionales a las que actualmente se disponen, sin que sean precisas nuevas emisiones de capital.

#### **Obligaciones contractuales y operaciones fuera de balance**

Todas las operaciones de financiación de sus filiales controladas en un 100 % están avaladas por la matriz del grupo. Adicionalmente, ésta avala también a su filial SBD Lloguer Social, S.A., participada en un 80 %, en dos préstamos que financian edificios VPO que esta última tiene en alquiler. El monto total del saldo vivo a 31/12/2014 de los préstamos avalados es de 12.623 miles de euros en el primer caso y de 37.007 miles en el segundo. Éstos últimos también están avalados por el socio minoritario en SBD, la sociedad Habitatges Municipals a Sabadell, S.A. (VIMUSA). Por estos servicios CEVASA percibe una remuneración a precios de mercado.

### **4. Circunstancias importantes acaecidas tras el cierre del ejercicio**

#### **Hechos importantes acaecidos tras el cierre**

No se han producido acontecimientos posteriores al cierre del ejercicio que afecten o puedan afectar a la Sociedad y su Grupo.

## **5. Información sobre evolución previsible de la entidad**

### **Evolución previsible de la entidad**

La evolución de los resultados del Grupo CEVASA depende en gran medida de la evolución de los precios y de las rentas de los inmuebles en las plazas en las que se sitúan principalmente sus inversiones (la ciudad de Barcelona y su área metropolitana) especialmente del segmento residencial.

En lo que a las rentas se refiere, la grave crisis económica en la que nos encontramos ha ocasionado en estos últimos años una progresiva disminución de las rentas medias de alquiler, debido a una demanda débil y un exceso de oferta, que se ha visto atenuada por el hecho de que gran parte de la cartera de viviendas del grupo sea, bien de renta antigua o de renta social (viviendas modernas de protección oficial), con rentas menores de las de mercado. Ello ha posibilitado que gran parte de esta cartera no se haya visto afectada por la caída de los alquileres de mercado.

Como habíamos previsto, durante este año 2014 se ha detenido la bajada de las rentas medias de nuestras promociones en alquiler y sus precios de realización o venta. Sin embargo, no prevemos una recuperación de los precios en el corto plazo, en tanto no mejore la situación de las familias y se absorba el exceso de oferta, hechos que no se producirán en tanto no mejore sustancialmente la economía española, cuya recuperación prevemos lenta.

Respecto a los proyectos inmobiliarios que el grupo tiene a realizar sobre su reserva de suelo, éstos se encuentran detenidos desde hace algunos años y no se prevé su desarrollo en el corto plazo.

Tras la venta en el año 2014 de parte de sus activos en alquiler, el grupo tiene la intención, con el fin de reducir la carga fiscal, de reinvertir el importe obtenido en otras inversiones inmobiliarias o financieras a largo plazo, en las condiciones que requiere la normativa del Impuesto sobre Sociedades.

El Grupo CEVASA desarrolla sus actividades con base a las siguientes líneas de actuación:

- 1) Se persigue una mejora continuada de los márgenes de los negocios actuales en tanto se mantienen en cartera con
  - a) actuaciones encaminadas a una mejora de los siguientes ingresos:
    - rentas de viviendas.
    - ingresos del hotel.
    - ingresos derivados de la gestión de edificios en renta de terceros o sociedades inmobiliarias.
    - ingresos derivados de gestión integral para terceros del negocio inmobiliario (promoción y puesta es explotación).
  - b) actuaciones encaminadas a una reducción relativa de determinados gastos operativos

- c) inversiones mínimas necesarias en los activos en cartera, considerando su recuperación en función del destino previsible de dichos activos, y con especial atención a aquellos activos que se prevé vender en un corto periodo de tiempo.

2) La necesaria rotación de los activos con el fin de no quedar atrapados con activos poco rentables. Para ello es preciso identificar qué vender y qué comprar, en qué momento y a qué precios de referencia, con base en previsiones de rentabilidad de productos alternativos (inmobiliarios y financieros), posibilidades de financiación, los costes de transacción y su comparativa con la rentabilidad esperada de los productos en cartera.

3) Aumentar el tamaño del grupo y su cartera inmobiliaria en la medida en que sea posible autofinanciarlo, con base en previsiones sobre las capacidades de apalancamiento del grupo, el coste de la misma y la identificación de inversiones que entendemos pueden soportar los previstos costes del apalancamiento.

4) La puesta en marcha de las mejoras tecnológicas necesarias para aumentar la capacidad de gestión y administración de nuevos proyectos, con actuaciones de formación del personal.

En los últimos años se han puesto en alquiler nuevas promociones, sin aumentar la plantilla, gracias a nuevos sistemas, que seguimos mejorando. En este momento estamos en posición de gestionar un mayor parque inmobiliario con el mismo nivel de servicio sin demasiados costes adicionales, o alternativamente, de aumentar nuestro nivel en el parque actual.

5) Actuaciones sobre los costes financieros y su aseguramiento futuro bajo determinadas previsiones.

El hecho de que el Grupo CEVASA haya financiado la mayor parte de sus activos inmobiliarios con fondos propios o, en el caso de sus edificios en alquiler VPO, con préstamos cualificados con cuotas subsidiadas, es una buena base de partida, puesto que los costes financieros de estos préstamos son muy bajos.

6) Se tienen en todo momento presentes los regímenes legales y fiscales existentes, por si llegado el momento, fuera conveniente realizar nuevas reestructuraciones societarias para adecuarlas a los más eficientes vehículos de inversión.

Un aspecto a tener en cuenta respecto a la evolución del grupo en el largo plazo y a su capacidad de generación de rentas, es que más del 37,8 % de las viviendas en explotación son viviendas de protección oficial de renta antigua, calificadas a 50 años y sujetas a contratos indefinidos. Estas viviendas ofrecen rentas que se sitúan en una media de una tercera parte de las de mercado, sin posibilidad de actualización en los próximos años (salvo IPC). El mantenimiento de esta situación legal, a todas luces injusta en comparación con la regulación jurídica de viviendas similares, es el principal factor que viene dañando los resultados del grupo. En cualquier caso, esta situación podrá corregirse paulatinamente a partir del año 2025, año a partir del cual se prevé que mejoren sensiblemente los ingresos por rentas de alquiler.

## **6. Actividades de I+D+i**

### **Actividades de I+D+i**

El grupo, por la tipología de sus negocios, no realiza actividades de investigación y desarrollo en sentido estricto.

## **7. Adquisición y enajenación de acciones propias**

### **Adquisición y enajenación de acciones propias**

El Consejo de Administración está autorizado por la Junta General para adquirir acciones propias, y de conformidad con lo establecido en el artículo 146 y siguientes, y el artículo 509 de la Ley de Sociedades de Capital.

El número de acciones a adquirir, sumadas a las existentes en la autocartera, no podrá superar el 5% del capital social, y el precio de adquisición tiene como límites mínimo y máximo, respectivamente, el 85% y el 115% del valor de cotización en la fecha de adquisición.

Las adquisiciones se hacen de acuerdo a los márgenes que permite la Ley, lo autorizado por la Junta General y lo dispuesto en los reglamentos internos, y, en lo posible, con los criterios que la CNMV recomienda sean observados por los emisores de valores en su operativa de autocartera.

Dada la situación actual de escasa liquidez del valor, el objetivo principal que se persigue es facilitar la liquidez a los accionistas cuando estos no encuentran contrapartida en los mercados, especialmente cuando desean vender. También el de evitar una excesiva volatilidad de la cotización.

Con estos fines, la Sociedad administra unos recursos anuales que para ello se destinan, que pueden ser sobrepasados con autorización del Consejo y en interés de la Sociedad y su grupo.

La Sociedad no tiene cedida la gestión de su autocartera en ningún intermediario que actúe por cuenta de la misma bajo un contrato de liquidez. Por tanto, gestiona su autocartera de forma directa. Sin embargo, en sus actuaciones tiene en todo momento presente las limitaciones que existen para el caso de gestión delegada y las prácticas de mercado aceptadas para las operaciones de autocartera.

Todo ello no quiere decir que se facilitará siempre contrapartida a los precios ofrecidos, con el fin de evitar que las operaciones que se realicen con el objetivo de facilitar liquidez puedan conllevar un alza o una modificación de los precios ante la estrechez del valor o que la intervención de la propia Compañía suponga una alteración de los precios imperantes en el mercado o generen tendencia de precio del valor.

En los últimos años, las acciones adquiridas por la Sociedad en aras a facilitar liquidez han venido amortizándose en operaciones de reducción de capital, al entender el Consejo que la

amortización de acciones adquiridas por debajo del NAV neto por acción es beneficiosa para la Sociedad y sus accionistas. Especialmente para estos últimos, que ven aumentado el NAV neto por acción tras la amortización de las acciones adquiridas.

En aplicación de la mencionada política, durante el año 2014, CEVASA adquirió 1.343 acciones propias (1.801 acciones en el 2013), que suponen un 0,11 % de su capital, por un total de 190,68 miles de euros, lo que representa un coste medio por acción, gastos incluidos, de 141,93 euros.

En lo que llevamos de año 2015, se han adquirido únicamente 2 acciones propias. En la fecha de formulación de este Informe, se tienen en autocartera un total de 3.733 acciones propias, con un coste de 560 miles de euros, lo que representa un 0,35% del capital social.

Las filiales de CEVASA no tienen acciones de la matriz, ni han realizado operación alguna durante el ejercicio 2014 y en lo que llevamos del 2015.

## **8. Otra información relevante**

### **Información bursátil**

En el año 2014, el precio de la acción en el mercado ha descendido casi un 20 %, desde los 149 euros a los 120 euros en que cerró el ejercicio.

Si bien en los últimos años de crisis económica el comportamiento de las acciones de CEVASA había sido mejor que el de otras sociedades inmobiliarias cotizadas, y su cotización había sufrido pocas variaciones, en el año 2014 y especialmente en la segunda mitad del año, quizás debido al anunciado empeoramiento de la tributación en el IRPF de las plusvalías generadas en la tenencia de acciones, se observó una mayor presión vendedora por parte de los pequeños accionistas que componen el free float. Como consecuencia de esa mayor oferta, el precio de la acción bajó hasta niveles del 55% del NAV neto por acción, cuando en los últimos años había oscilado alrededor del 70 %.

### **Política de dividendos**

La política de la Sociedad en los últimos años es distribuir dividendos con cargo a reservas, al mismo tiempo que los resultados anuales del grupo aumentan las mismas.

A lo largo de estos últimos años de crisis económica y de dificultades de las familias y empresas, se consideró prudente disminuir el dividendo a las acciones en circulación, de manera paralela al resultado operativo. Así, el dividendo anual disminuyó de un máximo de 4 euros con cargo al ejercicio 2010 a 3,3 euros con cargo al 2011 y los 1,3 euros con cargo a los ejercicios 2012 y 2013.

El último dividendo mencionado se acordó por la Junta general de accionistas celebrada el 17 de junio de 2014, y se abonó el 7 de julio.

Desde hace varios años la Sociedad tiene como criterio el realizar un único pago de dividendos, tras su acuerdo por la Junta general.

## **Gestión de la calificación crediticia**

Las previsiones del plan estratégico de la Sociedad no contemplan en el corto y medio plazo financiaciones extraordinarias que deban acometerse recurriendo al mercado de capitales, ni a los de renta fija ni a los de renta variable. Por ello, se considera, de momento, innecesario la obtención de una calificación crediticia.

El Consejo de Administración desconoce cual sería en estos momentos la nota que las agencias de calificación pondrían a CEVASA como emisora. Sin embargo, no tiene dudas de que sería una buena nota, en función de su situación financiera, sus perspectivas y también de su pasado.