



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

### INFORME DE GESTIÓN 2º SEMESTRE 2016

## 1. Situación de la entidad y del grupo

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

El Grupo CEVASA (o el Grupo) está formado por Compañía Española de Viviendas en Alquiler, S.A. (CEVASA o la Sociedad), que es la cabecera y holding del Grupo y las siguientes seis sociedades filiales:



CEVASA Patrimonio en Alquiler, S.L.U. y SBD Lloguer Social, S.A. son las sociedades que concentran 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 una sociedad que realizaba la actividad de gestión hotelera, hasta comienzos del año 2016, en que se vendió el único hotel propiedad del grupo. Desde entonces se ha mantenido prácticamente sin actividad a la espera de canalizar nuevas inversiones a través de la misma.

Projectes i Construcció Social a Sabadell, S.L. (en adelante PROCOSOSA) es una sociedad promotora actualmente sin actividad.

Todas aquellas sociedades están participadas directamente por CEVASA en un 100 %, salvo SBD Lloguer Social, S.A., que lo está en un 80 %. PROCOSOSA está participada en un 100% por SBD.

La estructura organizativa del Grupo está encabezada por:

- El Consejo de Administración de CEVASA, compuesto por siete consejeros.

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

En cuanto a SBD Lloguer Social, S.A. y Projectes i Construcció Social a Sabadell, S.A., están administradas por consejos de administración de cinco miembros, vinculados en su mayoría a CEVASA.

El Consejo de Administración de CEVASA tiene creados tres Comités: el de Estrategia e Inversiones, el de Auditoría y el de Nombramientos y Retribuciones, cada uno con las responsabilidades que le son propias. Como resultado del trabajo de estos Comités se proponen o se emiten informes al Consejo de Administración sobre 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 la integran 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 tres personas más, el director de marketing y comunicación, la directora de relaciones institucionales y el responsable de informática.

Respecto a los apoderamientos, tienen poderes limitados de gestión y administración los tres miembros de la Alta Dirección.

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 integran la plantilla de la Sociedad holding, que presta servicios a todas sus filiales.

### **Actividades y líneas de actuación**

Las líneas de actuación están definidas en su plan estratégico, y se revisan periódicamente. La actividad principal del Grupo CEVASA es la promoción de viviendas para su explotación en alquiler, especialmente viviendas en algún régimen de protección pública.

Las principales inversiones del grupo son a muy largo plazo, y los resultados y rentabilidades de dichas inversiones dependen:

- De los márgenes ordinarios de la explotación en alquiler de los edificios, resultado de la evolución de los precios de alquiler, de los niveles de ocupación y de la gestión

corriente de los gastos de explotación de los edificios, especialmente los de mantenimiento y los de gestión de la cartera inmobiliaria.

- De la limitación de los gastos de gestión y estructura, cuyo peso relativo se reduce con el crecimiento paulatino de la cartera y del tamaño del grupo, aumentando las economías de escala.
- Los resultados de la política de rotación de activos o actuaciones de inversión y desinversión y tiempos esperados de maduración de las inversiones en cartera.

El Grupo CEVASA aplica una política orientada a un crecimiento estable. Con el fin de limitar los riesgos asociados a sus negocios, mantiene un exigente control del endeudamiento y se incide en la diversificación de inversiones inmobiliarias.

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

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

#### **A) GRUPO CEVASA**

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

En el año 2016, el Grupo obtuvo un resultado positivo antes de impuestos de 16.149 miles de euros, frente a los 6.070 miles de euros del año anterior. En lo que se refiere al resultado neto del ejercicio, éste ha sido de 13.458 miles de euros, frente a los 5.832 miles de euros del anterior.

El aumento del resultado antes de impuestos del ejercicio 2016, respecto al obtenido en el año 2015, se explica, además de por la mejora de los márgenes del negocio de alquiler, por:

- 1) La venta a comienzos de este año del hotel que el grupo tenía en la localidad de Torrevieja (Alicante), por un total de 11.300 miles de euros. Esta operación ocasionó un resultado positivo antes de impuestos de 9.175 miles de euros. Adicionalmente se han producido otros costes asociados a la operativa del hotel durante los primeros días del año y al cese en las operaciones, con lo que la aportación del hotel al resultado antes de impuestos del periodo ha sido de 9.010 miles de euros. Frente a este resultado, en el mismo periodo del año 2015 el hotel había aportado 395 mil euros al resultado antes de impuestos (+8.615 miles de euros).
- 2) Aunque durante el periodo la variación total del valor de la cartera inmobiliaria ha sido muy positiva, aumentando el valor del Grupo, hasta el cierre del ejercicio 2016, el Grupo ha valorado sus inmuebles por el método de coste y no por su valor razonable, y, por aplicación de la normativa contable, sólo se han trasladado a la cuenta de resultados las variaciones de valor de algunos activos cuyo valor razonable se encontraba por debajo de su valor de coste y para los que se habían registrado deterioros en años anteriores. Los resultados positivos registrados por este concepto han sido de 538 miles de euros, frente a los 301 miles de euros del año 2015 (+237 miles de euros).

- 3) La suma de intereses de financiación y otros resultados financieros ha sido de 1.760 miles de euros, frente a los 2.561 miles de euros del mismo periodo del año anterior (+801 miles de euros). La explicación de esta mejora en los resultados financieros se encuentra en el menor saldo medio de financiación externa, en la disminución de los tipos de interés y en un mejor resultado relativo de la cartera de renta variable.
- 4) Tras finalizar algunos contenciosos con sentencias favorables, se han obtenido devoluciones de impuestos satisfechos en pasados ejercicios, por un total de 254 mil euros.
- 5) El aumento de las rentas por alquiler (+472 miles de euros) ha repercutido en la mejora de los resultados corrientes del año 2016 respecto a los del 2015 (+172 miles de euros).

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

El descenso de los ingresos de las explotaciones del grupo, en algo más de 2,6 millones de euros, se deben a la desaparición de los ingresos derivados de la explotación hotel. Con la venta del único hotel que el grupo tenía en propiedad y explotaba directamente, los ingresos obtenidos en el año 2016 provienen casi en exclusiva del alquiler de edificios.

Los ingresos por alquiler de las inversiones inmobiliarias han aumentado un 3,61%, pasando de 13.049 miles de euros en el año 2015 a los 13.521 miles de euros en el 2016. Si exceptuamos los nuevos ingresos provenientes de nuevas superficies en alquiler, aquel porcentaje de aumento desciende al 2,97%.

	Rentas netas de repercusiones de gastos			
	2016	2015	Diferencia	% Variac.
<b>RESIDENCIAL</b>	<b>11.072</b>	<b>10.814</b>	<b>258</b>	<b>2,4%</b>
<b>Viviendas en Cataluña</b>	<b>11.072</b>	<b>10.814</b>	<b>258</b>	<b>2,4%</b>
De Cevasa Patrimonio en Alquiler	8.099	7.913	186	2,3%
De SBD Lloguer Social	2.973	2.901	72	2,5%
<b>COMERCIAL</b>	<b>1.041</b>	<b>994</b>	<b>47</b>	<b>4,7%</b>
<b>Locales y parkings comerciales en Cataluña</b>	<b>1.041</b>	<b>994</b>	<b>47</b>	<b>4,7%</b>
De Cevasa Patrimonio en Alquiler	989	952	37	3,9%
De SBD Lloguer Social	52	42	10	23,6%
<b>OFICINAS</b>				
Oficinas en Barcelona	<b>1.304</b>	<b>1.151</b>	<b>153</b>	<b>13,3%</b>
<b>EDIFICIOS INDUSTRIALES</b>	<b>103</b>	<b>90</b>	<b>13</b>	<b>14,9%</b>
<b>TOTALES</b>	<b>13.521</b>	<b>13.049</b>	<b>472</b>	<b>3,61%</b>

Los ingresos por subvenciones de explotación han descendido ligeramente desde los 2.255 miles de euros del año 2015 a los 2.237 miles de euros en el año 2016. Estas ayudas públicas, contempladas en los pasados planes de vivienda, tienen como objetivo mejorar la rentabilidad de las viviendas de protección oficial que se promovían con destino al alquiler, compensando, entre otras cosas, sus bajos alquileres.

Tras las ventas de activos en explotación realizadas en los ejercicios 2015 y 2016, el grupo tiene como objetivo completar su plan de reinversión, aumentando su parque de inmuebles en alquiler.

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

Como se aprecia en la cuenta de resultados por segmentos, que se incluye en este informe, excluyendo del total de gastos de los años 2015 y 2016 los gastos derivados de la explotación, venta y de liquidación de sus operaciones, del hotel que tenía el grupo hasta comienzos del año, los gastos asociados a los otros dos negocios del grupo (el alquiler y la promoción inmobiliarios), se mantienen estables, considerando que absorben la parte de los gastos generales y de estructura que se imputaban al negocio hotelero. El total de estos gastos, amortización incluida, asciende a 7.589 miles de euros en el año 2016, frente a los 7.561 miles de euros en el año 2015, si bien los primeros se han visto reducidos en 254 miles de euros como resultado de haber recuperado en el año 2016 impuestos pagados en pasados ejercicios, como consecuencia de haberse resuelto favorablemente contenciosos administrativos anteriores.

Los gastos financieros asociados a la financiación de edificios en alquiler y a la financiación general del grupo, han descendido de los 2.254 miles de euros en el año 2015 a los 1.809 miles de euros en el año 2016, por un menor endeudamiento medio y una reducción de los tipos de interés. La mayor parte de estos préstamos lo son a tipo variable.

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

##### **Inversiones en edificios en alquiler o con ese destino**

Durante el año 2016 se han realizado inversiones por un total de 4.413 miles de euros. Las principales inversiones realizadas en inmuebles para alquiler han sido la compra de la primera planta de un edificio en Barcelona destinado a oficinas, por un total de 1.293 miles de euros y un pago a cuenta del precio, por 500 miles de euros, de un edificio de 37 viviendas en Cornellà (Barcelona). Una vez finalizado el edificio, la compraventa del mismo se ha formalizado a comienzos de este año 2017, por algo más 9 millones de euros, gastos incluidos. Adicionalmente se han invertido 2.570 mil euros en mejoras de los edificios en explotación en el complejo Meridiano-Cero en Barcelona.

Adicionalmente a las inversiones en actualización de los edificios en alquiler, para este ejercicio 2017 se prevé realizar nuevas inversiones en cartera inmobiliaria, y cumplir el mandato de reinvertir la tesorería obtenida en las ventas de inmuebles, realizadas a finales del 2014 y comienzos del 2016.

##### **Inversiones en promoción inmobiliaria y de suelo**

Durante el año 2016 se han realizado nuevas inversiones por un total de 4.466 miles de euros, en suelo y promociones inmobiliarias, en principio destinadas a la venta. Entre las más importantes están la compra de un solar en Montgat (Barcelona), adyacente al que ya era propiedad del grupo, con un coste total de 736 mil euros, el 50% de una parcela en Sant Joan Despí (Barcelona), por un total de 129 mil euros, y un solar en Hospitalet (Barcelona), por un total de 3.535 miles de euros. Parte de esta última inversión deberá pagarse dentro del año 2017.

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

Tras la tasación del total de inmuebles del Grupo CEVASA, se ha puesto de manifiesto un aumento de valor global de la cartera inmobiliaria, por 30,5 millones de euros, o del 8,60% en términos porcentuales (+3.15% en el año 2015), correspondiendo un 8,62% a la cartera integrante del inmovilizado y un 8,37 % a la cartera del circulante. En aplicación de la normativa contable, de aquel aumento de valor, sólo 538 miles de euros se ha trasladado a la cuenta de resultados.

## **A) NEGOCIO PATRIMONIAL**

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

#### Alquiler de viviendas:

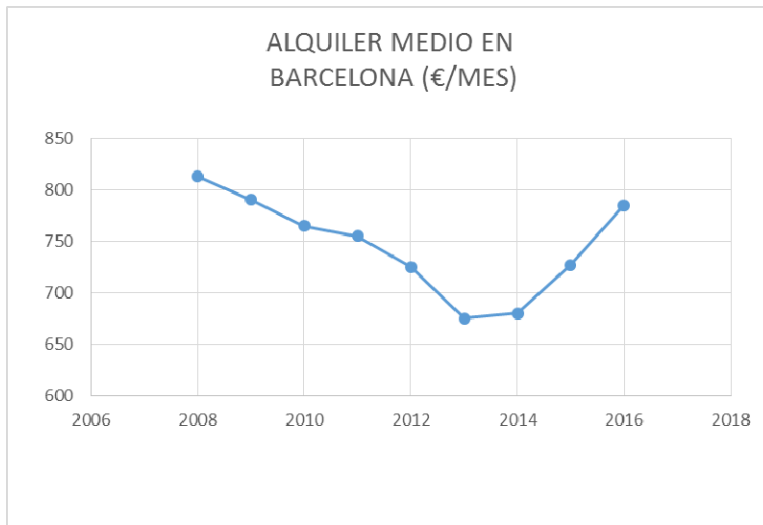
La vivienda como inversión ha ganado atractivo respecto a otras alternativas expuestas a incertidumbre y factores externos a la economía española y, por ello, vuelve el ladrillo como valor seguro y con retornos estables. Prueba de ello es la creciente irrupción en el mercado de nuevos agentes como son los fondos de inversión, primero adquiriendo paquetes de deuda con la vivienda como subyacente y después de manera directa o mediante joint-ventures con promotores locales, especialmente a través de socimis. El aumento de la demanda está provocando a corto plazo un aumento de los precios de los edificios residenciales.

La irrupción en el mercado de grandes inversores augura un mercado mucho más activo y profesionalizado. Esta mayor profesionalización de los grandes tenedores de activos en renta aumentará la competencia y obligará a optimizar la gestión, provocando seguramente cambios a medio plazo en cuanto a la relación entre propietario prestador de servicios y el cliente arrendatario que los recibe, donde ambas partes saldrán beneficiadas. En nuestra opinión este es el reto pendiente en el sector del alquiler residencial y la irrupción de estos nuevos agentes facilitará estos cambios.

La renovación de activos y una mayor variedad en la oferta de producto, más acorde con las distintas necesidades actuales, junto con la implantación de elementos de domótica y de sistemas constructivos destinados a procurar un menor coste energético marcará la frontera entre unos edificios y otros y garantizará la plena ocupación de los edificios más avanzados.

A pesar de los flujos migratorios y la pérdida potencial de población, la demanda de alquiler sigue estando muy activa, al haberse producido en los dos últimos años un mayor número de emancipaciones y formación de hogares con estructuras no tradicionales, con jóvenes que prefieren cada vez más el alquiler a la compra, ya sea por motivos laborales, acceso menos costoso a la vivienda y sobretodo flexibilidad, de modo que el alquiler comienza a ganar terreno con respecto a la compra.

La falta de stock de suelo finalista en el centro de las ciudades para nueva construcción afecta de forma directa en los precios tanto de venta como alquiler. Los aumentos de precios en ciudades como Barcelona, Madrid o Valencia han sido muy significativos, situándose en estos momentos a un nivel muy cercano a la situación anterior a la crisis inmobiliaria. Las nuevas promociones en el centro de estas ciudades son en su mayoría proyectos de rehabilitación o cambios de uso, mientras que las promociones de nueva planta se realizan en el extrarradio o en zonas secundarias.



En la ciudad de Barcelona, la escasa oferta hizo que el precio medio de alquiler de los contratos firmados en el año aumentara en el año 2016 un 7,9% respecto a los precios del año 2015 (8% en el año anterior), con un precio medio de 15 €/m<sup>2</sup>. En una ciudad con una de las mayores proporciones de vivienda en alquiler respecto a la de propiedad (con 10 puntos porcentuales por encima de Madrid), las oscilaciones de precios tienen un mayor impacto social y preocupan a las Administraciones Públicas, especialmente a las locales. Sin embargo, la solución no pasa por limitaciones administrativas de los precios, como se ha sugerido, sino por incentivar el aumento del parque ofertado en alquiler, pues estamos todavía muy lejos de las proporciones de otras ciudades europeas como Berlín (85,93%), Ámsterdam (72%), París (61,5%) o Londres (42%), especialmente ante el atractivo creciente de la ciudad tanto para nacionales como para extranjeros.

En Barcelona ciudad contamos con el complejo de viviendas Meridiano-Cero, con un total de 1.180 viviendas, 531 de ellas de renta libre. Aquí el aumento de los precios de las nuevas contrataciones que se ha producido en los últimos dos años, respecto a las realizadas en el año 2014, ha sido del 7,5% anual. Como hemos señalado, este aumento es debido a la fuerte demanda existente en Barcelona y a la escasez de producto con unos mínimos de calidad. En estas circunstancias, las viviendas se alquilan rápidamente, manteniéndose tasas de ocupación altísimas. La escasa oferta dispara el precio y paraliza el mercado. Hay poco movimiento y el producto disponible sale caro. Tal situación conduce a una disminución de las rotaciones, que si las comparamos con el año 2012, han descendido en nuestro caso un 60%.

En términos generales, el aumento de las rentas de alquiler del grupo CEVASA ha sido del 2,4%, consecuencia de mantener niveles máximos de ocupación, la reducción de los índices de rotación y la actualización de rentas.

En el 2016 hemos mantenido tasas de ocupación prácticamente del 100% en todos nuestros edificios, con muy poca rotación. Los alquileres han aumentado de forma diversa en función del régimen jurídico al que están sujetos los contratos y del municipio donde se encuentran. A excepción de Barcelona en el resto de promociones los precios se han mantenido estables.

Como comprar una vivienda es tarea difícil para la gente joven en las actuales condiciones y requerimientos de financiación, el perfil de la mayoría de los nuevos demandantes de vivienda en alquiler ha mejorado en términos económicos, destinando en proporción menos recursos al pago del alquiler. Este ratio ha mejorado y se sitúa en nuestro caso en una media del 32%.

Respecto al futuro, creemos que las tasas de ocupación se mantendrán al 100% en el 2017 y que los precios continuaran aumentando, de manera más moderada. En nuestra opinión, no debería haber mucho más recorrido al alza, ya que los ingresos familiares no podrán soportar de manera sostenida aumentos por encima de la inflación, sin que se resientan otros gastos. Esperemos que los errores de años anteriores no vuelvan a repetirse. Un incremento del precio por encima de las posibilidades de las familias medias conlleva un aumento de las rotaciones y a la larga, los procesos cíclicos de crecimiento y crisis que en nada benefician al sector.

En nuestra opinión, debe favorecerse una mayor estabilidad en los precios del alquiler residencial y una potenciación del sector, para incrementar de manera estable el parque de viviendas en alquiler, de manera que pueda competir a largo plazo con otras alternativas de inversión en el mercado inmobiliario. A este respecto, tanto la seguridad jurídica como, en menor medida, la rentabilidad económica son factores que pueden determinar la evolución de este mercado. La existencia de una oferta suficiente y estable, tendrá como contrapartida la seguridad de las personas que optan por esta alternativa frente a la compra, lo que favorecería a medio plazo una mayor demanda en la que sostener el crecimiento del parque e inversiones estables a medio y largo plazo.

En el año 2016 hemos iniciado las obras de mejora de la eficiencia energética de los edificios situados en el citado complejo Meridiano-Cero en Barcelona. Se trata del mayor complejo del Grupo, compuesto por 1.180 viviendas, plazas de garaje, locales y oficinas. La mejora supondrá un ahorro en los consumos de calefacción superiores al 30%. Las obras de mejora energética consisten en la aplicación de un sistema de aislamiento térmico exterior (SATE) en las fachadas y la instalación de una losa aislante autoportante en la cubierta de los edificios, así como el cambio de las carpinterías exteriores incorporando materiales y sistemas que garantizan un óptimo aislamiento térmico y acústico. Está previsto que dicha actuación finalice en diciembre de 2017.

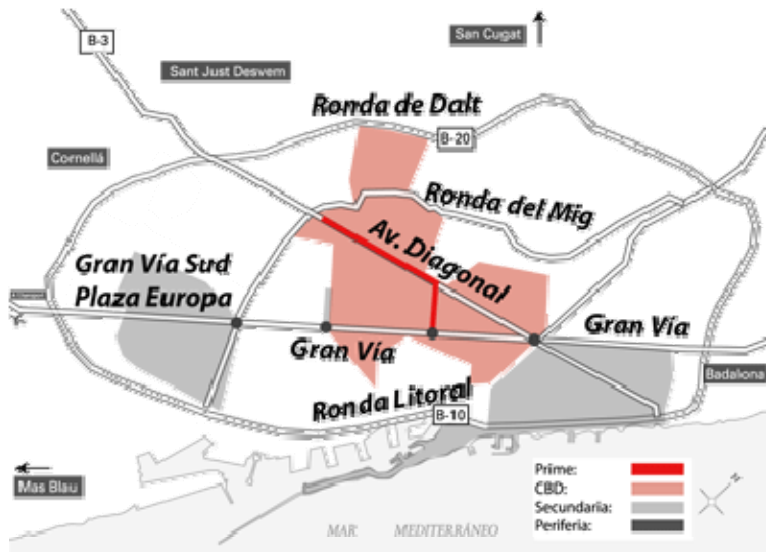
La singularidad del régimen jurídico al que están todavía sujetos los contratos de arrendamiento de las viviendas de dicho complejo obliga a que las obras de mejora deban proponerse a los arrendatarios primero y se necesite de su aprobación para su realización. Es por ello, que durante este año se han mantenido reuniones con todos los vecinos, para exponerles el proyecto y obtener su aprobación, con el fin de repercutir el coste de la mejora energética en lo que posibilita la normativa de aplicación.

La anterior actuación comprende, además, la reforma de las fachadas de los locales comerciales, que tendrán la misma estética, consiguiendo una uniformidad en todo el conjunto

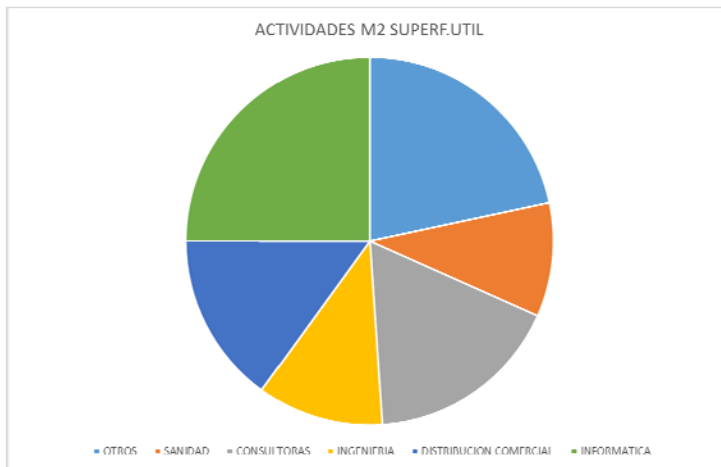
### Alquiler de oficinas

Los precios de los alquileres de los edificios de oficinas se están acelerando en el CBD (Center Business District) de las grandes ciudades, con incrementos de dos dígitos. Consideramos que no hay riesgo de descenso pues partíamos de mínimos hace relativamente poco tiempo. El aumento de precios en zonas prime tiene un efecto de subida en otros activos y prueba de ello es que los precios en zonas secundarias están atravesando un punto de inflexión, tras 5 años bajo mínimos.





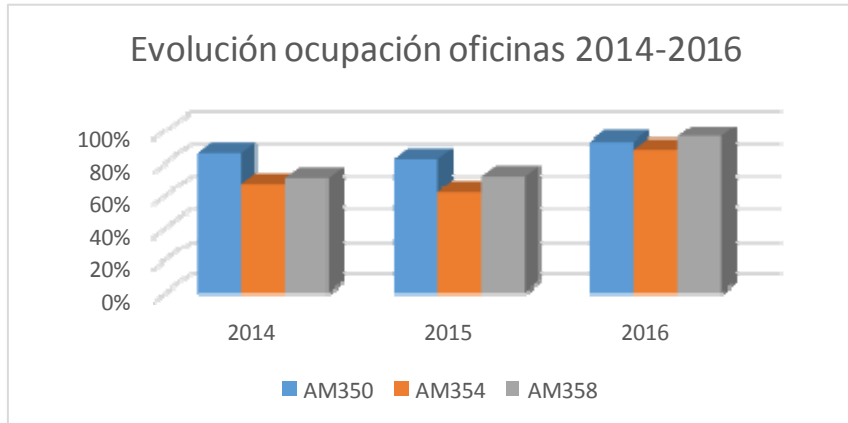
Los nuevos clientes son básicamente empresas de informática o de consultoría. El perfil y la cultura de estas empresas rompe con el esquema tradicional de oficina donde las jerarquías se reflejaban claramente en la distribución de los espacios. La nueva oficina es diáfana y con una sala de juntas y una cocina, elemento que piden la mayoría. Asimismo son mucho más exigentes en cuanto a instalaciones y requisitos de entrega (instalación datos, telefonía, etc).



El precio por m2 de las oficinas en alquiler en Barcelona se situaría en el segundo semestre del año en el siguiente cuadro.

ZONA- Barcelona ciudad.	
Zona Prime	21/24
Distrito de Negocios	18/20
Zona centro /Areas secundarias	12/17
Nuevos Distritos de Negocio	20
Av. Meridiana (cevasa)	12/13

Este año 2017 hemos terminado las obras que se habían iniciado en pasados ejercicios tanto de las fachadas de los edificios como de las zonas comunes, con los resultados esperados de rápido aumento de la tasa de ocupación, que ha pasado del 72% antes de las obras a la actual del 93%, con expectativa de alcanzar el 100% antes de que acabe este primer trimestre del año en curso.



Las obras recientes de actualización de las oficinas nos permitirán un aumento en los precios futuros ante la escasez de edificios en buenas condiciones en la zona. De hecho, ya en el año 2016 los precios de las nuevas contrataciones en estos edificios aumentó un 20% respecto a los del año 2016, en superficies de 350 m2.

El impacto de estas mejoras en la facturación se apreciará especialmente este año 2017, pues durante el año 2016 los edificios han estado en obras, que han ido finalizando de manera progresiva, por lo que el aumento de rentas sólo se ha apreciado de manera significativa en el segundo semestre del ejercicio. Así, el aumento de las rentas por alquiler de los tres edificios de oficinas en las que se han realizado las inversiones mencionadas, ha sido del 5,6% en el ejercicio 2016, y, para el 2017, se espera un aumento del 30%.

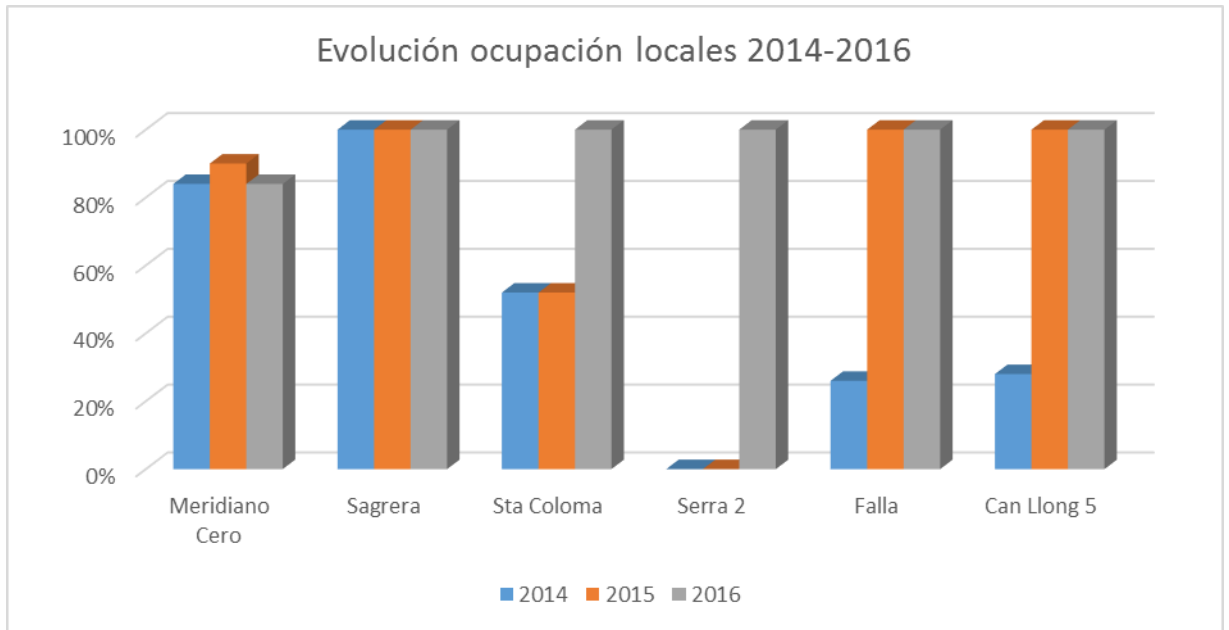
En enero de 2016 el Grupo adquirió una nueva oficina de 650 m2, con acceso exclusivo, en la calle Buenos Aires de Barcelona, a escasos metros de la plaza Francesc Macià.

La mejora de las rentas de los tres edificios de oficinas en Meridiano-Cero y el aumento de superficies en alquiler han supuesto que el aumento de la cifra de negocio haya sido del 13,3%.

En el año 2015 asumimos la gestión del parking ubicado en el sótano -4 de los tres edificios de oficinas que tenemos en el complejo Meridiano-Cero. Es un parking de 212 plazas que anteriormente estaba alquilado en su totalidad a un operador. Esto ha supuesto un cambio importante en la gestión de dicho establecimiento, que tras algunas inversiones, estamos gestionando directamente sin personal y vía control remoto. Además, hemos ampliado la oferta de horarios. Todo ello, unido a la mayor contratación en los edificios de oficinas, supondrá triplicar los ingresos con respecto al alquiler que obteníamos del anterior arrendatario.

### Alquiler Locales

En el año 2016 hemos alcanzado la mayor ocupación desde los inicios de la recuperación económica, con un aumento de las rentas, respecto al ejercicio 2015, del 4,7%. La tasa de ocupación alcanza en 100% en todas las promociones excepto en el complejo Meridiano-Cero donde se concentran la mayoría de los locales (62 de un total de 84). En este complejo la tasa de disponibilidad es de 16%.



Los locales bien situadas y con tránsito se ocupan rápidamente mientras que el resto tienen rotaciones superiores a los 6 meses.

Como anteriormente hemos mencionado, estamos llevando a cabo una mejora estética del conjunto y de sus zonas comunes y de tránsito, con el fin de acompañar a los arrendatarios en sus inversiones en adecuación y mejora de los interiores, para que puedan acometer sus proyectos con menos riesgos. Sin duda estas actuaciones favorecerán una mayor actividad y un incremento de la ocupación.

## B) 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 y sus principales ingresos provienen de los dividendos de sus filiales y de los servicios que les presta.

El desglose de los ingresos de los dos últimos ejercicios se muestra en el siguiente cuadro:

	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>Variación</b>	<b>% variac.</b>
Prestación de servicios a filiales	1.533	1.274	259	19,6%
Alquiler de edificios	89	90	-1	-0,9%
Dividendos de filiales	1.875	17.639	-15.764	-880,7%
<b>Cifra de negocios</b>	<b>3.497</b>	<b>19.003</b>	<b>-15.506</b>	<b>-483,8%</b>
Prestación de garantías a filiales	118	305	-187	-59,2%
Otros ingresos	3	18	-15	-528,5%
<b>Ingresos accesorios</b>	<b>121</b>	<b>324</b>	<b>-203</b>	<b>-63,5%</b>

El traslado de beneficios de las filiales a CEVASA, vía dividendos, responde a razones de oportunidad, optimización y disposición de la liquidez total del grupo entre las sociedades que lo integran, y puede variar sustancialmente a lo largo de los ejercicios.

Se tiene como política que los beneficios de las filiales con régimen fiscal especial de entidades dedicadas al arrendamiento de viviendas y procedentes de actividades bonificadas por dicho régimen, no se distribuyen a la matriz y quedan en las reservas de las mismas.

En el ejercicio 2016, CEVASA ingresó 1.875 miles de euros en concepto de dividendos de sus filiales, de los cuales 603 miles de euros se percibieron de CEVASA Patrimonio en Alquiler, SLU, 272 miles de euros de CEVASA Patrimonio en Alquiler 2, SLU., Y 1.000 miles de euros de CEVASA Hoteles, SLU..

El resultado antes de impuestos de CEVASA, obtenido durante el año 2016, ha sido positivo en 993 miles de euros, frente a 16.654 miles de euros del año 2015.

El resultado de CEVASA del ejercicio 2016 ha sido de 919 miles de euros, frente a los 16.829 miles de euros del ejercicio 2015.

## 2.2. Indicadores fundamentales de carácter financiero y no financiero

### Indicadores económico-financieros

GRUPO CEVASA			
INDICADORES GENERALES FINANCIEROS Y ECONOMICOS			
		2016	2015
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	10.146	10.266
Cash-flow del ejercicio		8.213	-25.447
<i>Cash-flow de las actividades de operación</i>		-142	-336
<i>Cash-flow de las actividades de inversión</i>		7.257	-10.039
<i>Cash-flow de las actividades de financiación</i>		1.098	-15.071
Beneficio operativo ajustado (en miles de euros)	Resultado de explotación + resultado asociadas - Partidas no recurrentes	8.208	8.347
INDICADORES DE ESTRUCTURA PATRIMONIAL			
Ratio de liquidez	Activos corrientes/Pasivos corrientes	5,07	5,80
Ratio de solvencia	(Patrimonio neto+pasivos no corrientes)/Activos corrientes	4,69	5,47
Ratio de endeudamiento	Deuda neta (Deuda bruta-Efectivo e Inversiones financieras)/Capital empleado (Patrimonio neto+Deuda neta)	0,23	0,30
Ratio de cobertura de la deuda	Deuda neta/EBITDA	3,53	4,70
INDICADORES RELACIONADOS CON LA RENTABILIDAD			
Rendimiento sobre el patrimonio neto (ROE- Return of Equity)	Resultado del ejercicio/Patrimonio Neto del ejercicio	11,0%	5,2%
Retorno de los activos /(ROA-return on assets)	Resultado del ejercicio/Activos totales medios	6,4%	2,7%
INDICADORES OPERATIVOS DE GESTIÓN			
Ratio de impagados	Deterioro del ejercicio/Ventas	1,1%	0,9%
INDICADORES BURSÁTILES Y OTROS			
Cotización al cierre del ejercicio		9,3	6,5
Capitalización bursátil (en miles de euros)	Precio de cotización al cierre x número de acciones emitidas al cierre	216.260	151.150
Price Earnings Ratios (PER)	Cotización de la acción/beneficio por acción	16,1	25,92
Patrimonio Neto por acción	Patrimonio Neto/número de acciones en circulación	5,0	4,6
Rentabilidad por dividendo	Retribución por acción /cotización media	1,6%	2,4%

Han mejorado los ratios relacionados con la estructura patrimonial y la solvencia del grupo, de manera paralela a que el Grupo atiende sus compromisos financieros con liquidez procedente de sus negocios recurrentes y disminuye el endeudamiento.

El importante aumento de los ratios de rentabilidad tiene su origen en los resultados contables obtenidos en la venta de un hotel del Grupo en el año 2016. Esto afecta a otros ratios relacionados con el precio de la acción en relación con los beneficios.

El hecho de que, hasta el cierre del ejercicio 2016, el Grupo CEVASA valorase su cartera inmobiliaria a valor de coste, y en gran parte de su cartera esos valores fueran mucho menores que los valores razonables o de mercado, supone materializar elevados beneficios contables cuando en ejecución de la política de rotación de activos se producen desinversiones, lo que, en cierta medida, distorsiona la comparación de los ratios.

A partir de primero de enero de este ejercicio 2017, el Grupo aplicará en sus cuentas consolidadas elaboradas con base a las normas NIIF,s, el método de valor razonable o de mercado, en lugar del valor de coste, en la valoración de sus inversiones inmobiliarias.

### **2.3. 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.

#### **Indicadores de aspectos sociales**

##### *Calidad en el servicio*

La principal actividad del Grupo CEVASA es la promoción y arrendamiento de viviendas de protección oficial.

El compromiso del mantenimiento en alquiler de estas promociones, al menos mientras dure su calificación, supone una relativa iliquidez de estas inversiones, que sólo son rentables desde una perspectiva de muy largo plazo.

El grupo aplica, en las promociones de protección oficial que desarrolla, los mismos estándares de calidad y de diseño arquitectónico que en promociones de vivienda libre. También practica políticas uniformes de mantenimiento y de servicio en sus edificios. No puede ni debe haber diferenciación alguna entre unas promociones y otras por su calificación administrativa o el nivel de riqueza de sus ocupantes. La rentabilización de las promociones de protección oficial no puede apoyarse en menores calidades ni en menor profundidad en las actuaciones periódicas de mantenimiento o menores servicios.

El Grupo CEVASA gestiona el servicio a los arrendatarios de sus viviendas con la vista puesta en el cumplimiento de multitud de objetivos y subobjetivos de calidad en el marco de las normas ISO, que se refieren a los servicios que presta tanto nuestro personal como las instalaciones que usan los inquilinos, que se analizan sistemáticamente con base a ratios de servicio y encuestas de calidad. Año tras año venimos cumpliendo nuestros estándares y mejorando los mismos, en un marco de mejora continua.

##### *Responsabilidad social*

CEVASA destina anualmente el 0,7% de los beneficios líquidos del Grupo a obras de carácter social, ayudando a resolver de manera directa algunos problemas que afectan a las personas más desfavorecidas. También colabora en actividades culturales en los municipios en los que

desarrolla sus negocios. El detalle de estas actuaciones puede consultarse en la web corporativa [www.cevasa.com](http://www.cevasa.com)  
*Política de recursos humanos*

El Grupo está formado por profesionales en diversos ámbitos, en general de alta cualificación y con una larga trayectoria profesional. Paralelamente, y en términos generales, el nivel salarial del personal del Grupo es alto en comparación con empresas del mismo sector y con los del mercado laboral.

Todos nuestros sistemas están enfocados al ahorro de tiempos en tareas repetitivas, lo que hace posible, año tras año, que con casi el mismo número de profesionales, se gestione un parque de inmuebles al alza y con una rotación de contratos mucho mayor, permitiendo, al mismo tiempo, emplear a nuestra cualificada plantilla en trabajos y actividades de mayor valor añadido para el Grupo y más enriquecedoras profesionalmente.

La tasa de retención de la plantilla es prácticamente del 100%.

### **3. Solvencia, liquidez y recursos de capital**

#### **Solvencia y liquidez**

Tomando como referencia el valor real de los activos, de los que se da cuenta en los informes que anualmente hace públicos el Grupo CEVASA (informes NAV), puede afirmarse que el Grupo financia sus negocios y actividades en más de  $\frac{3}{4}$  partes con fondos propios. Respecto a la  $\frac{1}{4}$  parte financiada con fondos ajenos, en su mayoría se trata de préstamos cualificados a muy largo plazo, y con unos costes mucho menores que los de mercado para préstamos equivalentes.

Aun habiendo realizado inversiones importantes en los dos últimos ejercicios, tras las desinversiones realizadas a finales del año 2014 y la venta en el 2016 del hotel que el Grupo tenía en Torrevieja (Alicante), realizadas en el marco de la política de rotación de activos, el Grupo ha aumentado su fondo de maniobra y dispone actualmente de una elevada liquidez, que se prevé que se reduzcan a medida que se realicen nuevas inversiones inmobiliarias.

El cash-flow que generan los edificios en alquiler del Grupo permite hacer frente de forma holgada a los compromisos financieros. Esto no se aprecia claramente en el estado de Flujos de Efectivo que se publica, al seguir el criterio establecido legalmente, e incorporar, dentro de los pagos de explotación, los derivados de compras de suelo e inversiones en promociones inmobiliarias, mientras que los realizados en inversiones en edificios en alquiler se muestran dentro de las actividades de inversión.

#### **Recursos de capital**

Los objetivos de inversión que se contemplan en el plan estratégico se basan en una financiación equivalente en fondos propios y en fondos ajenos, y en una proyección en la que se prevé que estos últimos no superen  $\frac{1}{3}$  del valor de los activos. En cualquier caso, salvo la reinversión de la tesorería obtenida en las ventas mencionadas, el Grupo no prevé aumentar significativamente en el corto plazo su patrimonio inmobiliario y el cumplimiento de los objetivos de inversión no precisará de nuevas emisiones de capital.

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

Salvo un par de excepciones, todas las operaciones de financiación de sus filiales están avaladas por la matriz del grupo. El monto total del saldo vivo de los préstamos avalados, al cierre del ejercicio 2016, es de 45.710 miles de euros. Por estos servicios CEVASA percibe una remuneración a precios de mercado.

## **4 Principales riesgos e incertidumbres**

### **Riesgos operativos y riesgos financieros**

Los riesgos a los que se enfrenta el Grupo CEVASA y los sistemas de control y gestión de riesgos con los que cuenta se detallan en los puntos E y F del Informe Anual de Gobierno Corporativo del ejercicio, que se acompaña como punto número 11 de este Informe de Gestión.

En particular, por lo que se refiere a los riesgos asociados a la utilización de instrumentos financieros, y su cuantificación, estos se detallan en el punto 17 de la memoria del Grupo CEVASA.

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

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

En lo que se refiere a inversiones, como se ha informado con anterioridad, en el mes de enero de este año 2017, el grupo formalizó la compraventa que tenía comprometida, de un edificio de 37 viviendas en Cornellà (Barcelona), del que había realizado un pago a cuenta en el ejercicio 2016.

En lo que se refiere a financiaciones, el mes pasado el Grupo cerró dos operaciones de swaps de cobertura de tipos de interés, mediante las cuales fijó el tipo de interés para los próximos diez años del 64% de su cartera de préstamos indicida al Euribor, o del 38% de su total cartera, dejando sin cubrir los préstamos indicidos al IRPH o contratados con floors, que suman el 41% de su cartera, donde es mucho menor el riesgo de una posible subida de los tipos de interés.

En lo que a información financiera se refiere, a partir del ejercicio 2017, el Grupo presentará sus cuentas valorando sus inversiones inmobiliarias a valor razonable, en lugar de a valor de coste, en línea con lo que ya vienen haciendo gran parte de las inmobiliarias cotizadas.

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

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

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

Respecto a los resultados operativos, el Grupo CEVASA persigue una mejora continuada de los márgenes de sus edificios en alquiler, en tanto se mantienen en cartera, con actuaciones encaminadas a una mejora de los márgenes de sus promociones en alquiler, con mejoras en los ingresos por alquiler, la reducción relativa de los gastos operativos y el aumento de las capacidades de gestión.



En lo que a la mejora de las rentas se refiere, desde el punto de inflexión que hubo en el año 2014 y como ya ocurrió en año 2015, se constata ya una clara recuperación de los precios de los alquileres, especialmente en la ciudad de Barcelona, plaza donde el Grupo tiene la mayor parte de sus inversiones.

El Grupo tiene casi una plena ocupación de sus edificios residenciales, por lo que el aumento de las rentas por alquileres de viviendas sólo puede ser consecuencia del aumento de precios medios. En el segmento comercial y de oficinas todavía pueden mejorarse las tasas de ocupación y los precios permanecen relativamente estancados.

Casi una tercera parte del parque inmobiliario residencial del Grupo son viviendas de protección oficial de renta antigua, sujetas a contratos indefinidos, con rentas que se sitúan muy por debajo de las de mercado y sin posibilidad de actualización en los próximos años. Esta situación podrá corregirse paulatinamente a partir del año 2025, año en que cambia su régimen legal y a partir del cual se prevé que mejoren sensiblemente los ingresos por rentas de alquiler.

Adicionalmente, y con el cumplimiento de nuestros objetivos de inversión inmobiliaria, es previsible un aumento de la cartera inmobiliaria, tanto de edificios en alquiler, como, en menor medida, de suelo con destino la promoción inmobiliaria destinada a la venta. También se continuará con la política de rotación inmobiliaria seguida en los últimos años, con desinversiones en aquella cartera de mayor antigüedad y menor rentabilidad, para invertir en otros activos de previsible mayor rentabilidad.

Por diversas razones, durante el año 2016 se han hecho pocos avances en el desarrollo y movilización de la cartera de suelo y en algunas promociones inmobiliarias proyectadas. Hemos considerado prioritario recuperar a la mayor brevedad el nivel de ingresos recurrentes con inversiones de la liquidez disponible preferentemente en edificios acabados destinados al alquiler. Sin embargo, se considera que más pronto que tarde, la movilización de la cartera de suelo será una muy buena fuente de aportación de valor.

## **7. 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.

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

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

Aunque el Consejo de Administración está autorizado por la Junta General para adquirir acciones propias, desde que la ejecución de la operación de split (que multiplicó por 20 el número de acciones en circulación reduciendo en la misma proporción su valor nominal,) se ha conseguido lo que se pretendía, que era que aumentara la liquidez de las acciones en las Bolsas de Valores.

Puesto que durante el año se han negociado en cerca de 100 sesiones, no ha sido necesaria la intervención de la Sociedad ofreciendo liquidez, que en años anteriores la ofrecía, dentro de sus posibilidades y cuando permanecían en el mercado durante varios días posiciones sin contrapartida a precios razonables, todo ello en el marco de 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

En cualquier caso y por si fuera necesario, 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 a 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.

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.

Durante el año 2016, CEVASA no ha comprado ni vendido acciones en las Bolsas, frente a las 16.060 adquiridas en el año 2015 (con el nuevo valor nominal).

En lo que llevamos de año 2017, la Sociedad ha adquirido 1.000 acciones propias, a un cambio de 8,90 €. En la fecha de formulación de este Informe, se tienen en autocartera un total de 91.680 acciones propias, con un coste de 653 miles de euros, lo que representa un 0,39% del capital social.

Las filiales de CEVASA no tienen acciones de la matriz, ni han realizado operación alguna durante el ejercicio 2016 ni en lo que llevamos del 2017.

## **9. Otra información relevante**

### **Información sobre la acción y política de dividendos**

En el año 2016, el precio de la acción aumentó un 43,1%, desde los 6,50 euros en que cerró el año 2015 hasta los 9,30 euros en que lo hizo en el año 2016.

Respecto a su política de dividendos, la que la Sociedad viene siguiendo en los últimos años es distribuir dividendos en metálico. No existen programas de retribución flexible al accionista con entrega de acciones.

En los últimos años, se abona un único dividendo anual, a mitad del ejercicio y tras su acuerdo por la junta general. Estos dividendos se distribuyen con cargo a reservas, al mismo tiempo que los resultados anuales del grupo se retienen para aumentarlas.

Los importes que ordinariamente se han venido acordando en los últimos ejercicios han representado un pay-out del orden 50% del resultado operativo consolidado minorado con los gastos financieros, reservando el otro 50% para la realización de inversiones en actualización y mejora de los edificios en alquiler. No obstante, coincidiendo con ejercicios en los que se

han realizado resultados extraordinarios, en algunos casos el Consejo de Administración ha considerado conveniente aumentar la cifra destinada al pago de dividendos.

El 4 de julio de 2016 se abonó el habitual dividendo anual, por un total de 0,13 euros brutos por acción.

### Gestión de la calificación crediticia

Puesto que la Sociedad no contempla en el corto y medio plazo financiaciones extraordinarias que deban acometerse recurriendo al mercado de capitales, se considera innecesaria, de momento, la obtención de una calificación crediticia.

El Consejo de Administración desconoce cual sería en estos momentos el rating que las agencias de calificación pondrían a CEVASA como emisora. Sin embargo, no tiene dudas de que sería bueno, en función de su situación financiera y sus perspectivas.

## 10. Periodo medio de pago a proveedores

De acuerdo a lo prescrito en el artículo 262 de la Ley de Sociedades de Capital, se informa que tanto CEVASA como todas las sociedades de su grupo pagan a sus proveedores dentro de los plazos máximos legales, tal y como se detalla en el apartado específico de sus respectivas memorias.

De acuerdo con la resolución del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) de 29 de enero de 2016 se ofrece la siguiente información:

	CEVASA		GRUPO CEVASA	
	2016	2015	2016	2015
	Días	Días	Días	Días
Periodo medio de pago a proveedores	38,12	45,08	33,32	27,49
Ratio de operaciones pagadas	38,74	46,2	32,98	28,5
Ratio de operaciones pendientes de pago	26,91	14,14	37,77	15,6
	Importe (euros)	Importe (euros)	Importe (euros)	Importe (euros)
Total pagos realizados	844	676	9.112	6.301
Total pagos pendientes	44	24	656	493

El periodo medio de pago calculado con base a la resolución del ICAC se calcula tomando en consideración la fecha de expedición de la factura informada por los proveedores en las mismas, que difiere en varios días de referencia respecto a su fecha de recepción y registro, o fecha a partir de la cual dichas facturas son sometidas a procesos de visado internos. Por ello, adicionalmente a la información anterior, la Sociedad y su Grupo han calculado, para todas las facturas pagadas en el ejercicio, las diferencias entre las fechas de expedición de las facturas por los proveedores y las fechas de recepción de las mismas por la Sociedad y las fechas en que dichas facturas fueron pagadas, siendo dichas informaciones un complemento a la información anterior.

Los periodos medios de pago a proveedores, durante el ejercicio 2016, de CEVASA individual y del grupo CEVASA en su conjunto, considerando las fechas de efectiva recepción de las facturas, son los que se muestran en el siguiente cuadro. La media ponderada lo es en función del importe relativo de las facturas pagadas respecto al total de pagos.

CEVASA		GRUPO CEVASA	
Número de días desde la fecha de expedición de la factura	Número de días desde la fecha de recepción de la factura	Número de días desde la fecha de expedición de la factura	Número de días desde la fecha de recepción de la factura

Media simple	6,9	11,3	24,1	15,1
Media ponderada	39,0	21,2	34,5	22,0

Si excluimos los servicios por suministros eléctricos, agua y similares, entre ellos contratos de mantenimiento preventivo, que se pagan por obligada domiciliación bancaria, las medias resultantes para el resto de pagos son las siguientes:

CEVASA		GRUPO CEVASA	
Número de días desde la fecha de expedición de la factura	Número de días desde la fecha de recepción de la factura	Número de días desde la fecha de expedición de la factura	Número de días desde la fecha de recepción de la factura

Media simple	35,4	20,6	43,2	26,3
Media ponderada	44,2	24,1	32,7	18,6

Puesto que todas las empresas del grupo CEVASA cumplen y han vendido cumpliendo puntualmente con lo establecido en la normativa de morosidad, por lo que no se prevé aplicar medidas, adicionales a las ya aplicadas, encaminadas a reducir el periodo medio de pago.