

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

**INFORME DE GESTIÓN 2º SEMESTRE 2017**

**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. (en adelante SBD) 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, mediante las que 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 sin actividad.

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 participadas 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 y PROCOSOSA, 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 y PROCOSOSA, 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**

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

## **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 2017, el Grupo obtuvo un resultado positivo de 15.469 miles de euros, frente a los 26.520 miles de euros del año anterior. Estos resultados incluyen las plusvalías de esos años, derivadas de la valoración a valor razonable de las inversiones inmobiliarias (inmuebles en alquiler o con ese destino).

En lo que se refiere al resultado bruto, éste ha sido de 16.309 miles de euros, frente a los 34.619 miles de euros del año anterior.

A comienzos del año 2016 se vendió el hotel que el Grupo tenía en la localidad de Torreveja (Alicante), operación que ocasionó un resultado contable antes de impuestos de 9.265 miles de euros. Excluyendo el beneficio anterior, el resultado comparativo antes de impuestos del año 2016 sería de 25.354 miles de euros.

Respecto al ejercicio anterior, las principales variaciones en los componentes del resultado antes de impuestos han sido las siguientes:

- 1) El resultado bruto de las explotaciones y negocios corrientes, básicamente inmuebles en alquiler, ha sido en el año 2017 de 11.629 miles de euros, frente a los 10.494 miles de euros del mismo periodo del año 2016 (+1.135 miles de euros). La mejora de este resultado se explica principalmente por el aumento de las rentas de alquiler (+972 miles de euros), por un mayor parque de viviendas de alquiler y también como consecuencia de las inversiones de mejora y actualización que se vienen realizando en la cartera de inmuebles.
- 2) Las variaciones de valor razonable de las inversiones inmobiliarias y sus pasivos asociados aportaron un beneficio bruto de 5.866 miles de euros, frente a los 16.403 miles de euros del mismo periodo del año anterior (-10.537 miles de euros). En estos beneficios se incluye tanto las diferencias de valor de los activos como las variaciones de los impuestos asociados con la posible realización de dichos inmuebles (Impuesto Municipal sobre el Incremento de Valor de los Terrenos), distintos del Impuesto sobre Sociedades.
- 3) La disminución de los tipos de interés y el menor saldo medio de financiación externa explican una mejora del resultado en 293 miles de euros.
- 4) Durante el ejercicio 2016 la aportación al resultado antes de impuestos de la cartera de inversiones financieras del Grupo ha sido de 167 miles de euros.

Frente a este resultado, en el mismo periodo del año 2016 se obtuvo una pérdida de 100 miles de euros.

- 5) Tras finalizar algunos contenciosos con sentencias favorables, se han obtenido devoluciones de impuestos satisfechos en pasados ejercicios, por un total de 218 mil euros, frente a los 254 mil del ejercicio 2016.

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

Casi en su integridad, durante el año 2017, los ingresos corrientes del Grupo han provenido de la actividad de alquiler de edificios, y han aumentado un 7,55%, pasando de 13.344 miles de euros en el año 2016 a los 14.382 miles de euros del año 2017.

	Rentas netas de repercusiones de gastos			
	2017	2016	Diferencia	% Variac.
<b>RESIDENCIAL</b>	<b>11.602</b>	<b>11.072</b>	<b>292</b>	<b>2,64%</b>
<b>Viviendas en Cataluña</b>	<b>11.602</b>	<b>11.072</b>	<b>292</b>	<b>2,64%</b>
De Cevasa Patrimonio en Alquiler	8.597	8.099	260	3,21%
Meridiano Cero Barcelona	5.861	5.660	201	3,55%
La Sagrera en Barcelona	1.196	1.165	31	2,63%
VPO Sta. Coloma	690	678	12	1,84%
Igualada	222	212	10	4,62%
VPO St. Joan Abadesses (Girona)	61	62	0	-0,21%
VPO Vic (Barcelona)	329	323	6	2,00%
Cornellà (Barcelona)	238	0	238	100,00%
De SBD Lloguer Social	3.005	2.973	32	1,07%
VPO La Falla	492	486	6	1,21%
VPO La Serra 2	391	389	1	0,34%
VPO Espronceda	216	213	3	1,30%
VPO Can Llong 5	1.220	1.212	8	0,64%
VPO Can Llong 6	368	366	2	0,56%
VPO La Serra 4	319	307	12	3,89%
<b>COMERCIAL</b>	<b>796</b>	<b>828</b>	<b>-32</b>	<b>-3,89%</b>
<b>Locales y parkings comerciales en Cataluña</b>	<b>796</b>	<b>828</b>	<b>-32</b>	<b>-3,89%</b>
De Cevasa Patrimonio en Alquiler	744	786	-42	-5,36%
Locales en Barcelona	680	730	-51	-6,92%
Locales La Sagrera en Barcelona	41	41	0	0,57%
Locales Sta.Coloma	20	15	5	34,18%
Locales Cornellà	3	0	3	100,00%
De SBD Lloguer Social	52	42	10	23,62%
<b>OFICINAS</b>				
Oficinas en Barcelona	<b>1.622</b>	<b>1.151</b>	<b>471</b>	<b>40,93%</b>
<b>EDIFICIOS INDUSTRIALES</b>	<b>89</b>	<b>90</b>	<b>-1</b>	<b>-1,35%</b>
<b>PARKINGS COMERCIALES</b>	<b>244</b>	<b>203</b>	<b>41</b>	<b>20,08%</b>
<b>TOTALES</b>	<b>14.352</b>	<b>13.344</b>	<b>1.008</b>	<b>7,55%</b>

Como en el pasado ejercicio y con alguna excepción, se observa una mejora de rentas en el segmento residencial, con leve mejora de los precios unitarios medios.

Han aumentado significativamente las rentas por alquiler de las oficinas, donde se aprecia un aumento tanto en la ocupación como en los precios medios unitarios. Estos aumentos tienen

su origen tanto en la mejora generalizada de la economía y de la demanda como en las importantes inversiones que hemos realizado en los últimos años para actualizar estos edificios y hacerlos más competitivos.

La mayor ocupación de los tres edificios de oficinas en Barcelona ha repercutido positivamente en los ingresos de la explotación de su planta bajo rasante, que el Grupo destina a parking comercial.

Por el contrario, las rentas por alquiler de locales están estancadas y en algunos casos siguen descendiendo. Estos locales se encuentran, en su mayor parte, en localizaciones poco comerciales y en un entorno dominado por un centro Hipercor, que en los últimos años ha perdido atractivo. Para revertir esta tendencia están en marcha inversiones en renovación del aspecto exterior de las fachadas de los edificios en Barcelona donde en su mayoría se sitúan, lo que creemos que ayudará al aumento de los ingresos por alquiler de locales.

#### Alquiler de viviendas:

En el año 2017, el precio de la vivienda en alquiler aumentó en España una media del 18,4% siendo el precio medio por m2 de 9,7€. En el último trimestre del año los precios se moderaron con un crecimiento menor, del 3,3%.

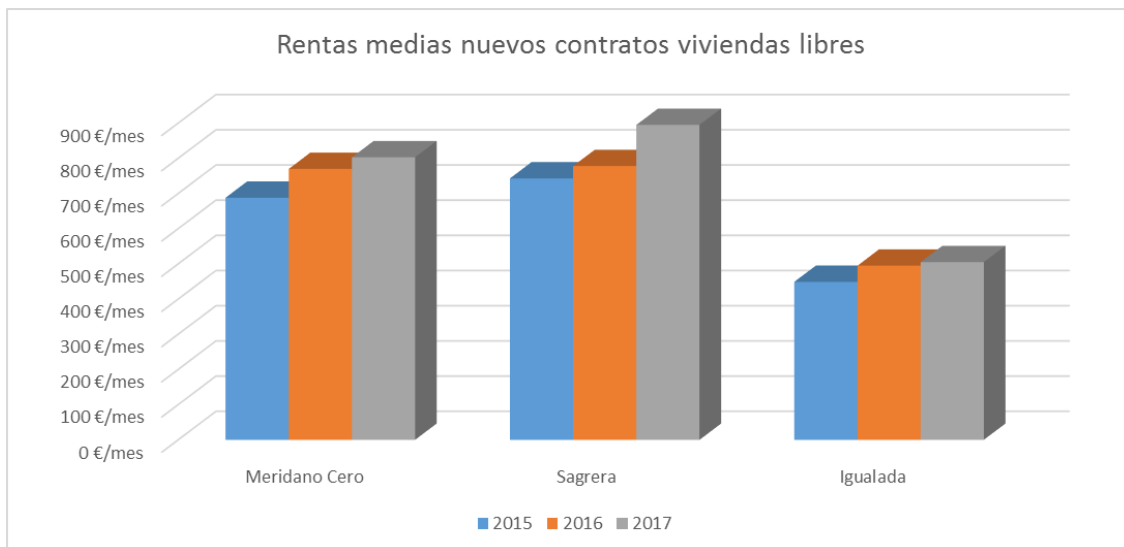
Por lo que respecta a Barcelona, la plaza donde el Grupo tiene un mayor número de viviendas en alquiler, los precios medios bajaron durante el año 2017 un 2,4%. A pesar de ello sigue siendo la ciudad más cara del país, con 17,5 €/m2, seguida por Madrid con 15,5€, y San Sebastián y Palma de Mallorca con 14,1€ y 12,2€, respectivamente.

Respecto a los precios de las promociones en alquiler que el Grupo tiene en Barcelona, en la promoción en la Avenida Meridiana, los precios se han mantenido alrededor de los 11,5€/m2, con un aumento de rentas cercano al 5%, mientras que en la promoción en el barrio de La Sagrera, de mayor calidad, el precio medio ha sido de 13,5€/m2, con un aumento del 3%.

Seguimos creyendo en una política de contención de los precios, con el fin de evitar un aumento de los costes de rotación de producto. Además, nuevos aumentos serían difíciles de absorber por los nuestros clientes.

Con una plena ocupación, en términos generales y excluyendo las rentas de nuevas promociones en alquiler, las rentas del alquiler de viviendas han aumentado el 2,6%, porcentaje superior al aumento medio del IPC, del 1,97%.

Nuestro parque inmobiliario residencial está compuesto, mayoritariamente, por viviendas de protección oficial, un 68% y el resto son viviendas de renta libre. Las primeras tienen un precio regulado por la normativa de viviendas de protección oficial y las segundas están sujetas a los precios libres de mercado. El aumento de rentas en las viviendas de protección oficial ha sido prácticamente del IPC, mientras que en las segundas el aumento medio ha sido del 4%.



Se ha trabajado con listas de espera y las viviendas se han alquilado con rapidez, en un mercado caracterizado por una demanda muy superior a la oferta.

Las iniciativas públicas para aumentar el parque de alquiler en Barcelona han resultado insuficientes y no se han materializado en prácticamente ningún proyecto importante, lo cual agrava la actual situación de oferta insuficiente para atender la demanda. Los jóvenes no encuentran alquileres asequibles en Barcelona y se está produciendo un éxodo a otras poblaciones del área metropolitana e, incluso, de la provincia de Barcelona. No es una situación que nos satisfaga, pues todavía nos acordamos de las consecuencias del boom inmobiliario y la crisis posterior. Los altos precios del alquiler no ayudan a mantener una situación estable y perjudica directamente el consumo de otros productos y servicios, repercutiendo en el crecimiento de la economía en general.

Faltan nuevos proyectos y una intervención firme de la Administración, orientada a crear un gran parque de vivienda protegida en alquiler, promoviendo suelo con esa finalidad y facilitándolo a unos costes realistas que posibiliten la rentabilidad de los proyectos. También se necesitan cambios legislativos que den estabilidad a los precios y seguridad, tanto al arrendatario como al arrendador, ampliando el plazo de duración de los alquileres e incentivando fiscalmente a los propietarios que alquilen por mayor tiempo. Creemos también que sería bueno que los arrendatarios tuvieran derecho preferente a la renovación del contrato a la finalización del mismo, en condiciones más favorables que las actuales, si la vivienda se mantuviera en alquiler, salvo que el propietario o familiares de primer grado necesitaran la vivienda para uso propio o la quisieran vender. El alquiler sería de esta forma un negocio más estable, seguro y previsible, y no sujeto a circunstancias coyunturales del momento o abusos derivados de la escasa oferta.

Este año 2018 terminan las obras de remodelación del complejo de Meridiano-Cero, con una inversión cercana a los 6 millones de euros, que será subvencionada parcialmente por el Ayuntamiento de Barcelona. Se han cambiado las carpinterías de madera de todas las viviendas (1.180), por unas de PVC muy eficientes energéticamente y además, se han revestido las fachadas de los 21 edificios que componen dicho complejo, de un aislante térmico exterior. En conjunto, se consigue para el usuario una reducción del consumo energético de entre el 30 y el 40%. Parte de estas obras son a cargo de los arrendatarios, que las abonarán mediante un aumento de rentas.

Para el año 2018 prevemos tasas de ocupación similares y repuntes al alza poco significativos de los precios, del orden del 4,5%.

### Alquiler de oficinas

La disponibilidad de oficinas en Barcelona sigue cayendo, a causa del buen ritmo de la contratación y un buen nivel de absorción, a la espera de que entren nuevos proyectos. Barcelona tiene ya poco espacio disponible de calidad y no puede absorber toda la demanda, principalmente de empresas europeas. En la zona *prime* las tasas de disponibilidad son del 2%, mientras que en el conjunto de la ciudad están alrededor del 9%.

Los precios de alquiler han seguido creciendo de forma estable y continuada a lo largo del año 2017. Por ejemplo, en los nuevos distritos de negocios y en la zona centro, el aumento medio de los precios ha sido del 12%. Este aumento ha sido mayor en aquellos edificios de oficinas modernos o rehabilitados y que se encuentran en un estado de conservación muy notable, por ser nuevos o rehabilitados. El esfuerzo inversor se ha visto recompensado en una mayor rentabilidad. Los edificios antiguos de la ciudad han mantenido una tendencia alcista pero sin llegar al nivel de los anteriores. En cualquier caso, la escasez de producto seguirá tensionando los precios al alza, especialmente en los distritos de negocio.

También los precios de venta han tenido aumentos desde que el mercado empezó a remontar hace prácticamente 3 años. El aumento paralelo de las rentas de alquiler y de los precios ha mantenido las tasas de rentabilidad sin grandes variaciones, entre un 4,5% y 5% en la zona *prime* y un 6-7% en la periferia.

Barcelona seguirá centrando el interés de los inversores a lo largo de los próximos años, por las características que presenta la ciudad y su dinámica positiva, estabilidad y posibilidades de crecimiento. Las Socimis y los fondos internacionales se consolidan como los principales actores de este mercado, y algunos de ellos ya se encuentra entre sus especialistas.

La previsión para el 2018 es que la ciudad seguirá acusando una falta de oferta, por la lenta incorporación de nuevos edificios. Se prevé un incremento de los pre-alquileres para los nuevos proyectos y un repunte a corto plazo de las rentas.

En nuestro caso, después de la inversión realizada en el año 2016 en los tres edificios de oficinas que el Grupo tiene en alquiler, era previsible un aumento considerable de la ocupación, que actualmente está cercana al 100%. Las rentas del año 2017 han sido cerca de un 41% mayores que las del año 2016.

### Alquiler Locales

El retail en Barcelona ha evolucionado de forma favorable a lo largo del 2017. Ha disminuido la oferta no sólo en las primeras vías sino también en segundas y terceras. Esto se debe principalmente a la recuperación del consumo de las familias y a la mejora del empleo.

Salvo en la promoción en la Avda. Meridiana de Barcelona, donde se concentra el mayor número de locales y la ocupación media es del 85%, en el resto de promociones tenemos prácticamente plena ocupación.

La superficie media de los locales en la Avda. Meridiana, se sitúa en los 80 m<sup>2</sup> en planta baja. Son pequeños locales que van desde los 32 hasta los 250 m<sup>2</sup> y sólo uno tiene 400 m<sup>2</sup>.

En el segundo semestre del año 2017 comenzaron las obras de remodelación de todos los locales de esta promoción. Dichas obras finalizarán en el segundo semestre de este año 2018. Tras estas obras creemos que podemos lograr la plena ocupación a finales del año

2018, considerando que el comienzo de las obras ha facilitado ya la contratación de 900m2 nuevos que se encontraban desocupados. También esperamos que tras el fin de las obras se abra un periodo alcista en los ingresos de un producto que estaba estancado y altamente penalizado por la crisis económica.



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

En el ejercicio 2017, los costes directos de explotación de los edificios en alquiler se han mantenido en niveles similares a los del año 2016, lo que ha permitido que la práctica totalidad del aumento de las rentas se haya trasladado a la cuenta de resultados.

El gasto en mantenimiento preventivo ha supuesto un 2,95% de los ingresos, frente al 3,36% del año 2016. Este último año se han conseguido importantes ahorros incidiendo en la gestión de este mantenimiento.

Los gastos en mantenimientos correctivo y de reacondicionamiento de superficies por nuevos inquilinos, han supuesto el 5,37% del total de rentas de alquiler, frente a un 6,90% en el año 2016.

En el año 2017 hemos continuado mejorando la gestión del gasto de reacondicionamiento de los inmuebles, derivado de la rotación de los contratos y alquiler a nuevos inquilinos. Este gasto ha bajado en términos generales, por haber realizado menos actuaciones en el año 2017 respecto al 2016, por menor rotación y también porque tenemos que actuar menos en el interior de las viviendas, debido a las importantes actuaciones de acondicionamiento realizadas en años anteriores. Adicionalmente, continuamos mejorando la gestión de este tipo de gasto y reduciendo su coste relativo. Ejemplos de todo ello es que el porcentaje relativo sobre las rentas de alquiler, del coste de las obras de reacondicionamiento y mejora de los interiores de las viviendas haya descendido en casi todas las promociones, registrado parcialmente en gasto y parcialmente en inversión, en función de la tipología de la actuación.



<b>Coste de las obras de reacondicionamiento de viviendas respecto a las rentas de la promoción</b>		
	<b>2017</b>	<b>2016</b>
Meridiano Cero Barcelona	8,6%	10,6% (*)
La Sagrera en Barcelona	2,3%	2,9%
VPO Sta. Coloma	4,0%	3,9%
Igualada	3,4%	6,2%
VPO St. Joan Abadesses (Girona)	2,8%	0,0%
VPO Vic (Barcelona)	2,7%	7,7%
VPO,s en Sabadell	3,1%	4,6%
(*) En este caso porcentaje exclusivamente sobre las rentas de alquiler de las viviendas libres de la promoción.		

También ha disminuido este tipo de gasto en las oficinas, por una menor contratación de oficinas,

El gasto total en mantenimiento correctivo ha supuesto un 2,4% del total de rentas de alquiler, manteniéndose en niveles similares a los del año 2016. En la mayoría de las promociones este gasto ha disminuido, salvo en la que tenemos en Cornellà, donde se han tenido que realizar unos cerramientos perimetrales con el fin de aumentar la seguridad del edificio.

El gasto en mantenimiento de nuevos inquilinos se sitúa en el 1,3% de los ingresos generados, un 54% menos que en 2016. Esta disminución se explica en parte porque disminuyó la menor contratación de oficinas y por la contención en el gasto de las viviendas. Cada vez más tenemos que actuar menos en los pisos debido a actuaciones de acondicionamiento realizadas en años anteriores.

El gasto en agencias de intermediación para comercializar nuestro producto en alquiler ha supuesto un 0,24% de los ingresos, lo que supone un descenso del 46% respecto a 2016. Nuestro personal ha absorbido perfectamente el producto en alquiler disponible sin necesidad de apoyos externos en viviendas y en oficinas ha bajado el ritmo de contratación. La comercialización del edificio en Cornellà, adquirido a principios del año 2017, se realizó con recursos propios y sin gastos de publicidad.

Conjuntamente con el aumento de las rentas unitarias, la contención de los gastos de explotación nos permite avanzar en la mejora del ratio, excluyendo amortizaciones y gastos financieros, *resultado bruto de las explotaciones en alquiler/rentas por alquiler*. Si durante el año 2016 este ratio fue del 74%, en el año 2017 ha sido del 80%.

Aunque creemos que todavía pueden reducirse determinados costes, con la cartera inmobiliaria actual hay poco margen para mejorar significativamente nuestros ratios de eficiencia. Habrá que esperar hasta materializar nuevas inversiones para verlos mejorados, y es que el Grupo dispone de capacidades para asumir la gestión de un mayor parque en alquiler con bajos costes marginales.

Los gastos financieros asociados a la financiación de edificios en alquiler y a la financiación general del Grupo han descendido de los 1.809 miles de euros en el año 2016 a los 1.513 miles de euros en el año 2017, por un menor endeudamiento medio y una reducción de los tipos de interés.

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

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

Durante el ejercicio 2017 se han realizado inversiones en inmuebles por un total de 26.979 miles de euros. Las inversiones más relevantes han sido las siguientes:

- 9.144 miles de euros, adicionales a los 520 miles de ejercicio 2016, en la compra de un edificio de 37 viviendas en la localidad de Cornellà de Llobregat (Barcelona), destinado a alquiler.
- 1.178 miles de euros en un solar, también en Cornellà de Llobregat, donde se prevé construir un edificio de dimensiones similares al adquirido en el mismo año 2017.
- 4.601 miles de euros en los edificios de viviendas y oficinas del complejo inmobiliario “Meridiano-Cero” en Barcelona, donde en los años 2016 y 2017, se vienen realizando obras de mejora en las fachadas y cerramientos de los edificios, además de obras de reacondicionamiento del interior de los espacios alquilables.
- 12.036 miles de euros en un edificio en el centro de Barcelona, con 20 viviendas y 3 locales comerciales, destinado a alquiler.

Con todas estas inversiones. El grupo ha completado su objetivo de reinvertir en nuevos inmuebles en alquiler la liquidez obtenida en las ventas realizadas en los ejercicios 2015 y 2016.

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

Durante el año 2017, el Grupo no ha promovido ninguna inversión inmobiliaria para la venta. Tampoco lo ha hecho en los últimos ejercicios.

En el ejercicio 2017 no se ha adquirido suelo con esta finalidad, aunque sí se hayan satisfecho pagos aplazados de inversiones realizadas en el ejercicio 2016.

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

Durante todo el año 2017 han venido aumentando los precios de los activos inmobiliarios, como ya se viene observando desde hace más de dos años. Esta recuperación de los precios hacia niveles previos a la crisis, también se ha producido en los activos que componen la cartera inmobiliaria del Grupo CEVASA, según se desprende de las tasaciones de los inmuebles que la componen, que se realizan semestralmente.

Durante el año 2017 el valor global de la cartera inmobiliaria del grupo CEVASA, descontando las nuevas adquisiciones, aumentó en un 2,1%, frente al 5,9% en el año 2016, correspondiendo un aumento del 1,90 % a la cartera integrante de las inversiones inmobiliarias y otros inmovilizados, y un 2,58% a la cartera del circulante.

Puesto que, tras acuerdo del Consejo de Administración, desde el 01/01/2017 el Grupo valora los activos inmobiliarios calificados como inversiones inmobiliarias por el método de valor razonable, la mayor parte de esta variación se ha registrado como un ingreso en la cuenta de resultados del año 2017. Sin embargo, en aplicación de la normativa NIIF, el Grupo valora el resto de sus inmuebles (existencias inmobiliarias, inmuebles para uso propio e inmovilizado inmaterial –concesiones administrativas-) por el método de coste y no por su valor razonable, por lo que, respecto a estos inmuebles, solo se trasladan a la cuenta de resultados caídas de valor por debajo de dichos costes, y las reversiones de las mismas. En el ejercicio 2017,

estas últimas variaciones de valor han sido positivas en un importe de 753 miles de euros. Sólo 50 mil euros se han trasladado a la cuenta de resultados.

## 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 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.

Si bien los ingresos que provienen de prestación de servicios mantienen una cierta estabilidad, son más variables los ingresos provenientes de dividendos de las filiales, que se distribuyen desde éstas a la matriz, como criterio principal, en función de las necesidades de liquidez. Los beneficios de las filiales con régimen fiscal especial de entidades dedicadas al arrendamiento de viviendas y procedentes de esa actividad bonificada, no se distribuyen a la matriz y quedan en las reservas de las mismas.

El resultado neto de CEVASA del ejercicio 2017 ha sido de 5.561 miles de euros, frente a los 919 miles de euros del ejercicio 2016.

El desglose de los ingresos más relevantes de CEVASA y su comparación respecto al año 2016, se presenta en el siguiente cuadro:

	(en miles de euros)			
	2017	2016	Variación	% variac.
Prestación de servicios a filiales	1.695	1.533	162	12,7%
Alquiler de edificios	89	89	0	-0,4%
Dividendos de filiales	6.097	1.875	4.222	23,9%
<b>Cifra de negocios</b>	<b>7.880</b>	<b>3.497</b>	<b>4.383</b>	<b>23,1%</b>

En el ejercicio 2017, CEVASA ingresó 6.097 miles de euros en concepto de dividendos de sus filiales, de los cuales 1.295 miles de euros se percibieron de CEVASA Patrimonio en Alquiler, SLU, 67 miles de euros de CEVASA Patrimonio en Alquiler 2, SLU., y 4.734 miles de euros de CEVASA Hoteles, SLU.

La venta a comienzos del año 2016 del único hotel que tenía el Grupo, por la sociedad CEVASA Hoteles, S.L.U., dejó a esta filial sin actividad y la liquidez obtenida se trasladó a la matriz, vía dividendos en el ejercicio 2017. Del total de dividendos percibidos de sus filiales durante el año 2017, 4.734 miles de euros provienen de aquella sociedad. En el año 2016, los dividendos trasladados a CEVASA tuvieron como origen sus resultados corrientes. Esto explica la disminución de los ingresos y del resultado contable de la matriz.

Los gastos corrientes de la matriz del Grupo como los del resto de sociedades el Grupo, son muy estables. En el año 2017 estos gastos corrientes, excluyendo amortizaciones, provisiones y gastos financieros, totalizaron 2.322 miles de euros, frente a los 2.270 miles de euros del año 2016.

El resultado financiero obtenido durante el año 2017 ha sido negativo en 126 miles de euros, frente a 137 miles de euros del año 2016.

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

### **Indicadores económico-financieros**

A partir del ejercicio 2017, el Grupo aplica el criterio de valor razonable en la valoración de sus inversiones inmobiliarias, y éstas se encuentran ahora registradas con ese valor en los estados financieros (antes valor de coste neto). Este hecho supone que dichos estados financieros muestren más adecuadamente el tamaño del Grupo y sus magnitudes financieras. Como consecuencia de ello, también los indicadores financieros muestran mejor la situación del Grupo.

Hay que hacer constar que se han reexpresado los indicadores del ejercicio 2016 publicados, para adaptarlos a los nuevos criterios valorativos.

<b>GRUPO CEVASA</b>			
<b>INDICADORES GENERALES FINANCIEROS Y ECONOMICOS</b>			
		<b>2017</b>	<b>2016 (corregidos)</b>
Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization (EBITDA) (miles de euros) -no incluye plusvalías y minusvalías de activos inmobiliarios-	Resultado de explotación+ amortización + deterioros + otras partidas que no suponen entradas o salidas de efectivo de las operaciones	11.659	10.146
Cash-flow del ejercicio		-12.785	8.213
<i>Cash-flow de las actividades de operación</i>		4.808	-142
<i>Cash-flow de las actividades de inversión</i>		-23.051	7.257
<i>Cash-flow de las actividades de financiación</i>		5.458	1.098
Beneficio operativo ajustado (en miles de euros) - incluye plusvalías y minusvalías de los activos inmobiliarios-	Resultado total no financiero de las operaciones	17.510	36.379
<b>INDICADORES DE ESTRUCTURA PATRIMONIAL</b>			
Ratio de liquidez	Activos corrientes/Pasivos corrientes	3,06	5,07
Ratio de solvencia	(Patrimonio neto+pasivos no corrientes)/Activos corrientes	12,80	9,06
Ratio de endeudamiento	Deuda neta (Deuda bruta- Efectivo e Inversiones financieras)/Capital empleado (Patrimonio neto+Deuda neta)	0,17	0,12
Ratio de cobertura de la deuda	Deuda neta/EBITDA	5,10	3,65
<b>INDICADORES RELACIONADOS CON LA RENTABILIDAD</b>			
Rendimiento sobre el patrimonio neto (ROE- Return of Equity)	Resultado del ejercicio/Patrimonio Neto del ejercicio	5,5%	11,0%
Retorno de los activos /(ROA-return on assets)	Resultado del ejercicio/Activos totales medios	3,7%	6,4%
<b>INDICADORES OPERATIVOS DE GESTIÓN</b>			
Ratio de impagados	Deterioro del ejercicio/Ventas	0,8%	1,1%
<b>INDICADORES BURSÁTILES Y OTROS</b>			
Cotización al cierre del ejercicio		4,4	9,3
Capitalización bursátil (en miles de euros)	Precio de cotización al cierre x número de acciones emitidas al cierre	102.549	216.260
Price Earnings Ratios (PER)	Cotización de la acción/beneficio por acción	6,6	8,2
Patrimonio Neto por acción	Patrimonio Neto/número de acciones en circulación	11,8	11,4
Rentabilidad por dividendo	Retribución por acción /cotización media	2,2%	1,4%

Salvo el ratio de liquidez, se mantienen estables los ratios relacionados con la estructura patrimonial y la solvencia del Grupo.

La disminución 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. Hay que tener en cuenta que aquel activo no estaba considerado como inversión inmobiliaria y su venta generó unos elevados resultados contables, todos materializados en el ejercicio 2016, cuando, en

términos económicos debieran imputarse a lo largo de todos los años en que se tuvo la propiedad del activo.

Respecto a los indicadores bursátiles, la baja cotización de la acción en la fecha de cierre del ejercicio 2017, ha afectado a todos los ratios.

## **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 calificadas de protección oficial por plazos muy dilatados.

Mediante su compromiso de mantenimiento en alquiler de estas promociones durante plazos tan largos, el Grupo contribuye al mantenimiento de un parque de alquiler estable y asequible.

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.

El Grupo aplica políticas de igualdad y no discriminación por razón de género y no existe, a igualdad de puesto y responsabilidad, discriminación alguna salarial ni de otro tipo. Esa misma política de no discriminación se produce en la selección de personal, no priorizando en ningún caso, la selección de personas por razón de sexo o de cualquier otro tipo.

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**

Como se aprecia en los estados financieros, el Grupo financia sus negocios y actividades en su mayor parte con recursos propios. Respecto a la  $\frac{1}{4}$  parte financiada con fondos ajenos, en su mayoría se trata de préstamos subsidiados a muy largo plazo, y con unos costes mucho menores que los de mercado para préstamos equivalentes.

En el ejercicio 2017 se han realizado importantes inversiones inmobiliarias, hasta completar los objetivos de reinversión que nos habíamos marcado, tras la venta de un activo no estratégico, el único hotel que el Grupo tenía, realizada a comienzos del año 2016, en el marco de la política de rotación de activos. Las nuevas inversiones se han realizado, en su mayor parte, con tesorería procedente de aquella operación, lo que ha reducido el margen de maniobra, tal y como se había previsto.

En todo caso y en línea con nuestra política conservadora, cuando realizamos nuevas inversiones inmobiliarias, consideramos siempre que sus cargas financieras puedan ser asumidas, si es posible en su totalidad, por el cash-flow ordinario procedente del alquiler de los edificios, con el fin de garantizar el cumplimiento de todos los compromisos financieros en el peor de los supuestos.

En el corto plazo, prevemos iniciar varias promociones inmobiliarias para la venta, sobre suelos adquiridos por el Grupo. Estas obras se prevé financiarlas totalmente mediante préstamos promotor y mediante pagos a cuenta de los compradores, por lo que no reducirán las capacidades financieras del Grupo para acometer nuevas inversiones inmobiliarias para patrimonio.

#### **Recursos de capital**

Los objetivos de inversión que se contemplan en el plan estratégico y que se tiene decidido acometer en los próximos años se prevé financiarlos mayoritariamente con recursos ajenos y con el cash flow que genere el parque en alquiler, y no se contemplan nuevas emisiones de capital. Creemos que el Grupo tiene todavía margen para aumentar su ratio de apalancamiento con los tipos de interés en mínimos históricos, evitando, en la medida de lo posible y deseable, el riesgo de variación al alza de los tipos de interés.

Con el fin de limitar los riesgos de variación al alza de los tipos de interés, en el ejercicio 2017 se cerraron dos operaciones swap, convirtiendo gran parte de la cartera de préstamos a tipos variables en financiación a tipos fijos.

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

Salvo un par de excepciones, todas las operaciones de financiación de sus filiales están garantizadas por la matriz del grupo. El monto total del saldo vivo de los préstamos avalados, al cierre del ejercicio 2017, es de 43.937 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 son de diferentes tipologías. Su descripción y la de los sistemas de control y gestión dichos riesgos se detallan en el Informe Anual de Gobierno Corporativo de CEVASA.

Con el fin de reducir el riesgo de variación al alza de los tipos de interés, dentro del primer trimestre del año 2017, 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 iniciada al Euribor, o del 38% de su total cartera en aquel momento, dejando sin cubrir los préstamos iniciados al IRPH o contratados con floors, que sumaban el 41% de su cartera, donde es mucho menor el riesgo de una posible subida de los tipos de interés

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

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

No se han producido.

## **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 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, se constata 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 y en los de oficinas, por lo que el aumento de las rentas por alquileres de viviendas sólo puede ser consecuencia del aumento de precios medios.



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 que se continúe 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.

Durante el año 2017 se han hecho pocos avances en el desarrollo y movilización de la cartera de suelo y en algunas promociones inmobiliarias proyectadas. Como en el año 2016, hemos considerado prioritario recuperar el nivel de ingresos recurrentes con inversiones de la liquidez disponible preferentemente en edificios acabados destinados al alquiler. Sin embargo, ha llegado el momento de movilizar la cartera de suelo y de convertirla en la fuente principal de aportación de valor al Grupo.

## **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**

El pasado mes de diciembre finalizó la autorización para la adquisición de acciones propias, que la Junta General había concedido en favor del Consejo de Administración durante un plazo de 5 años.

Durante el año 2017 las acciones de la Sociedad se negociaron en 40 sesiones bursátiles y, en general, tanto compradores como vendedores encontraron contrapartida en el mercado, siendo innecesaria la intervención de la Sociedad ofreciendo liquidez, si bien es cierto que desde el mes de diciembre del pasado año, no han podido cruzarse las posiciones de compra y de venta. Después que la acción se hubiese negociado a la baja durante algunas sesiones consecutivas y se llegara a precios mínimos, posteriormente no ha sido posible que se cruzaran las posiciones de compra y de venta, debido a que el rango máximo de variación del precio entre sesiones bursátiles, que para nuestra acción está establecido (10%) lo ha impedido. Hubiera sido necesario que los reguladores hubieran ampliado dicho rango de manera temporal, cosa que no sucedió. Tampoco pudo hacer nada para desbloquear el mercado la propia Sociedad, ante la caducidad de la autorización para operar con acciones propias. En cualquier caso, el cumplimiento de los estrictos criterios legales establecidos respecto a la operatoria con acciones propias también hubiese impedido que la Sociedad desbloquease la situación. Creemos necesario que el regulador establezca criterios más flexibles respecto a valores con poca liquidez y los rangos estáticos máximos de variación del precio puedan ser ampliados o suspendidos temporalmente para evitar bloqueos en la negociación.

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.

Siempre bajo el paraguas de la autorización de la Junta general, 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.

Hasta la fecha, las acciones adquiridas por la Sociedad en aras a facilitar liquidez han venido amortizándose después 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 compró ni vendió acciones en las Bolsas, frente a las 16.060 adquiridas en el año 2015 (equivalentes con el nuevo valor nominal tras el Split de acciones 20x1). En el año 2017, la Sociedad adquirió 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 realizaron acciones con éstas durante los ejercicios 2017 y 2016. Tampoco en lo que llevamos del 2018.

## **9. Otra información relevante**

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

El precio de la acción cayó en el año 2017 hasta los 4,41 € desde los 9,30 euros en que cerró el año 2016. La aparición durante el ejercicio de varias posiciones de venta “por lo mejor” o “de mercado” fueron aprovechadas por los compradores para comprar lo más barato posible y para bajar paulatinamente el precio de cotización.

El último precio negociado (4,41 euros) representa un 35 % del valor liquidativo neto de la acción (12,5 euros), cuando en sociedades competidoras de nuestro sector la media es mucho mayor.

La política de dividendos que viene aplicando la Sociedad se caracteriza por lo siguiente:

- Distribución de dividendos en metálico. No existen programas de retribución flexible al accionista con entrega de acciones.
- Abono de un único dividendo anual, a mitad del ejercicio y tras su acuerdo por la junta general. Este dividendo se distribuye con cargo a reservas, al mismo tiempo que los resultados anuales del grupo se retienen para aumentarlas.
- Respecto al monto del dividendo, los importes que ordinariamente se han venido acordando en los últimos ejercicios han representado un pay-out del orden 50% del resultado operativo consolidado tras amortizaciones, 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.

Tras el acuerdo de la Junta general, el pasado 3 de julio de 2017 se abonó un dividendo de 0,15 euros brutos por acción, frente a los 0,13 euros en el año anterior.

### **Gestión de la calificación crediticia**

En los últimos años, la Sociedad se ha financiado mediante recurso a créditos y préstamos bancarios, de entidades financieras que conocen perfectamente la realidad y potencialidad del Grupo CEVASA y sus negocios. 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.