

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 7,40 (28 mar 2025)

Fecha del informe: 31 mar 2025 (14:50h)

Resultados 12m 2024

Análisis Independiente de Compañías

Resultados 12m 2024

 Opinión ⁽¹⁾: En línea

 Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com

Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

+34 915 631 972

Descripción del negocio

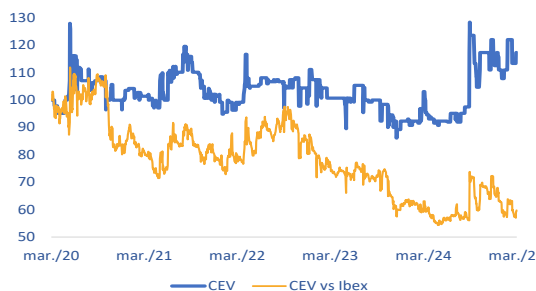
Compañía Española de Viviendas en Alquiler, Cevasa (CEV), es una compañía especializada en la promoción de edificios para su explotación a largo plazo en régimen de alquiler, principalmente dentro del segmento residencial (VPO) en Cataluña, mayoritariamente en la ciudad de Barcelona y su región metropolitana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

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	172,1	186,2
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	341,3	369,4
Número de Acciones (Mn)	23,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	8,10 / 6,62 / 5,72	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽³⁾	0,5	
Factset / Bloomberg	CEV-ES / CEV SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Familia Vaqué-Boix	61,7
Banco Santander	24,1
Manuel Valiente	6,6
Otros	2,3
Free Float	5,3

Comportamiento relativo (base 100)

Comportamiento en

bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-3,9	1,4	13,8	17,3
vs Ibex 35	-3,6	-12,2	-5,3	-40,3
vs Ibex Small Cap Index	-4,9	-10,0	-1,5	-37,3
vs Eurostoxx 50	-1,5	-6,9	8,5	-40,0
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	0,7	2,4	18,1	30,6

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

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 2.

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

(4) vs Stoxx Europe 600 Real Estate.

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

Rdos 12m24: crecimiento de rentas (8,4%) con ocupación plana (96,7%) y primeras entregas de viviendas.

LOS INGRESOS POR RENTAS CRECEN HASTA LOS EUR 20,9MN... CEV cierra el 2024 con unos ingresos por rentas de EUR 20,9Mn (+8,4% vs 2023), justificado por: (i) una ocupación de 96,7% (vs 96,4% en 2023) y (ii) la actualización de rentas antiguas (23% de la cartera de viviendas en alquiler son de renta antigua calificadas de protección oficial y con contratos indefinidos). Por segmentos, los ingresos del segmento residencial crecen un +7,3%, los de oficinas un +6,6% y los de los locales comerciales un +29,7%. La rentabilidad (NRI/GAV) de la cartera se sitúa en el 3,62% (vs 3,59% en 2023). El valor de la cartera inmobiliaria (GAV) al cierre del ejercicio es de EUR 593,9Mn, +3,6% en términos comparables (+0,25% en 2023), con un incremento en la mayoría de los activos.

...CON UNA LIGERA CAÍDA DE MÁRGENES (MG EBITDA REC. 69,2%). Hay un cambio en la tendencia frente a los trimestres anteriores, con un margen EBITDA recurrente (sin promoción) del 69,2%, que refleja una caída de 0,9 p.p. frente al año 2023 (70,1%), y una caída de 1,3p.p frente al margen de los 9m2024 (70,5%). Entendemos que este comportamiento refleja los gastos asociados de la compra de un edificio, así como el impacto de su estructura de costes que es más ineficiente que la de CEV. Esperamos que esta tendencia se revierta en los próximos trimestres. El EBITDA recurrente de 2024 fue de EUR 15,8 Mn, +6,7% y un +3,1% por encima de nuestra estimación.

PRIMERA ENTREGAS DE LA PROMOCION DE L'HOSPITALET. El 2024 significó el inicio de un nuevo ciclo promotor para CEV. Finalizó la construcción de un edificio de 76 unidades en L'Hospitalet (Barcelona) y escrituró las primeras 53 viviendas de la promoción, aportando a la cuenta de resultados un beneficio de EUR 2,0Mn. Para 2025e, esperamos la entrega de las restantes 23 viviendas de L'Hospitalet. Las primeras entregas de la promoción de Montgat serán en el 2026. CEV mantiene el objetivo de tener del orden de 100 a 200 viviendas anuales en producción y venta.

SALTO EN BN HASTA LOS EUR 24,7MN (+127% VS 2023), explicado por la revalorización del GAV en EUR 15,4Mn, y el resultado de la actividad promotora de EUR 2,1 Mn. CEV registra un BN de EUR 24,7Mn (+127% vs 2023; +27,7% por encima de nuestras estimaciones). Dado que una parte sustancial del BN proviene de la actualización del GAV, que no representa una entrada de caja, esperamos que CEV mantenga el objetivo de pay-out del 50% del beneficio ordinario, lo que podría resultar en un DPA estable frente a FY2023 (EUR 0,22/acc, pagado el 3 de julio de 2024, -12,0% vs 2023), y que supone un dividend yield del 3,0%.

CEV MANTIENE UN APALANCAMIENTO CONSERVADOR (LTV 2024: 12,9% VS 10,6% EN 2023) La DN se incrementa en EUR 20Mn hasta EUR 77,5Mn, lo que implica un apalancamiento (LTV) del 12,9% (muy por debajo del sector: c.35-40%) y ratifica el perfil conservador de la compañía.

BUEN MOMENTO DEL SECTOR PATRIMONIALISTA Y NUEVO CICLO PROMOTOR. CEV sigue mostrando su capacidad de aumentar sus rentas manteniendo los elevados niveles de ocupación (96,7%). El inicio del nuevo ciclo promotor junto con la actualización de rentas antiguas a partir de 2025 son los catalizadores a c/m plazo. CEV se posiciona en el mercado español de Real Estate como una opción conservadora con un riesgo bajo. El comportamiento de la acción -12m +13,8% (+18,1% vs sector) lleva a CEV a cotizar con un descuento del 59,7% frente al NAV.

Anexo 1. Tabla de resultados

EUR Mn	12m24	12m23	12m24 vs		12m24 vs	
			12m23	2024e	12m23	2024e
Total Ingresos	37,6	21,4	76,0%	22,3	68,5%	
EBITDA (Recurrente)	15,8	14,8	6,7%	15,3	3,1%	
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>69,2%</i>	<i>70,1%</i>	<i>-0,9 p.p.</i>	<i>68,5%</i>	<i>0,8 p.p.</i>	
EBITDA	18,1	14,7	22,5%	17,0	6,1%	
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>48,0%</i>	<i>69,0%</i>	<i>-21,0 p.p.</i>	<i>76,2%</i>	<i>-28,2 p.p.</i>	
EBIT	34,2	15,3	123,0%	26,4	29,7%	
BAI	31,3	13,7	128,7%	24,4	28,6%	
BN	24,8	10,9	127,1%	19,4	27,7%	
Deuda Neta	77,5	49,4	56,9%	79,1	-2,0%	

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	172,1	
+ Minoritarios	14,6	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	87,5	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	77,5	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	10,4	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	341,3	

Anexo 3. Principales comparables (2024e)

		SOCIMIs		
EUR Mn		Merlin Properties	Colonial	Average
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MRL-ES	COL-ES	
	País	Spain	Spain	
	Market cap	5.631,6	3.444,1	
	Enterprise value (EV)	8.995,5	8.868,8	
Información financiera básica	Total Ingresos	503,0	510,6	
	Cto.Total Ingresos	7,1%	27,8%	17,4%
	2y TACC (2024e - 2026e)	9,1%	-8,6%	0,3%
	EBITDA	374,6	331,8	
	Cto. EBITDA	7,6%	4,9%	6,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	9,8%	2,7%	6,2%
	EBITDA/Ingresos	74,5%	65,0%	69,7%
	EBIT	370,2	324,5	
	Cto. EBIT	7,0%	5,5%	6,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	14,4%	7,1%	10,8%
	EBIT/Ingresos	73,6%	63,5%	68,6%
	Beneficio Neto	283,8	307,4	
	Cto. Beneficio Neto	439,8%	130,2%	285,0%
	2y TACC (2024e - 2026e)	8,3%	-11,7%	-1,7%
	CAPEX/Ventas	3,9%	1,4%	2,6%
Free Cash Flow	298,0	243,5		
Deuda financiera Neta	3.377,1	4.427,7		
DN/EBITDA (x)	9,0	13,3	11,2	
Pay-out	79,1%	50,7%	64,9%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	17,9	10,3	14,1
	P/BV (x)	0,7	0,6	0,7
	EV/Ingresos (x)	17,9	17,4	17,6
	EV/EBITDA (x)	24,0	26,7	25,4
	EV/EBIT (x)	24,3	27,3	25,8
	ROE	4,0	5,8	4,9
	FCF Yield (%)	5,3	7,1	6,2
	DPA	0,44	0,27	0,36
	Dvd Yield	4,4%	4,9%	4,7%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset).

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

LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta
28006 Madrid
T: +34 91 563 19 72
institutodeanalistas.com/lighthouse

Director de análisis

Alfredo Echevarría Otegui

alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Analistas que han contribuido a este informe:

Pablo Victoria Rivera, CESGA

Equity research

pablo.victoria@institutodeanalistas.com

Daniel Gandoy López

Equity research

lighthouse@institutodeanalistas.com

Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@institutodeanalistas.com

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
31-Mar-2025	n.a.	7,40	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2024	Alfredo Echevarría Otegui
05-Nov-2024	n.a.	7,00	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2024 - Subimos estimaciones	José Miguel Cabrera van Grieken
05-Sep-2024	n.a.	6,00	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2024	José Miguel Cabrera van Grieken
27-May-2024	n.a.	5,72	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
09-May-2024	n.a.	5,77	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2024	José Miguel Cabrera van Grieken
03-Abr-2024	n.a.	6,31	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023	José Miguel Cabrera van Grieken
25-Mar-2024	n.a.	6,11	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023	José Miguel Cabrera van Grieken
06-Nov-2023	n.a.	6,21	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2023	José Miguel Cabrera van Grieken
08-Sep-2023	n.a.	6,26	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Alfredo Echevarría Otegui
12-Jun-2023	n.a.	6,35	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
05-May-2023	n.a.	6,35	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023	David López Sánchez
04-Abr-2023	n.a.	6,35	n.a.	n.a.	Visita a compañía	David López Sánchez
24-Feb-2023	n.a.	6,59	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
14-Nov-2022	n.a.	6,82	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

